

ISSN 0120-3576



# COYUNTURA ECONOMICA

MARZO DE 1998

**DIRECTOR EJECUTIVO**  
Mauricio Cárdenas Santa María

**SUBDIRECTOR**  
Mauricio Reina E.

**SECRETARIA GENERAL**  
Claudia Lucía Duarte P.

**INVESTIGADORES**

Olga Lucía Acosta N.  
María Angélica Arbeláez R.  
Julio César Alonso C.  
Ana Beatriz Barona C.  
Raquel Bernal S.  
Maurizio Bussolo S.  
Ricardo Correa LI.  
Tatiana Matthiesen E.  
Juan Mauricio Ramírez C.  
Natalia Salazar F.  
Carolina Soto L.  
Claudia Vallejo G.  
Denisse Yanovich W.  
Sandra Zuluaga M.

**INVESTIGADORES ASOCIADOS**

Israel Fainboim Y.  
Santiago Herrera A.  
Juan Carlos Jaramillo F.  
Donald Robbins  
Roberto Steiner S.

**ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL**

Jesús Alberto Cantillo V.  
Over Libardo Garzón C.

**ASISTENTES DE INVESTIGACION**

Carlos Jorge Rodríguez R.  
Sonia María Sánchez R.  
Blanca Cecilia Zuluaga D.

**DIRECTORA BIBLIOTECA**

Lucía Fenney Pérez M.

**CONSEJO DIRECTIVO**

Juan Sebastián Betancur Escobar	Carlos Caballero Argáez
Rodrigo Botero Montoya	Gerardo Carvajal Leib
Jorge Cárdenas Gutiérrez	Doris Eder de Zambrano
José Alejandro Cortés Osorio	Alejandro Figueroa Jaramillo
Carlos Antonio Espinosa Soto	Rodrigo Gutiérrez Duque
José Fernando Isaza Delgado	Cecilia López Montaña
Alvaro Hernán Mejía Pabón	José Vicente Mogollón Vélez
José Antonio Ocampo Gaviria	Guillermo Perry Rubio
Oliverio Phillips Michelsen	Javier Ramírez Soto
Juan Gonzalo Restrepo Londoño	Maristella Sanín Posada
Rodolfo Segovia Salas	María del Rosario Síntes Ulloa
Andrés Uribe Crane	Ricardo Villaveces Pardo

**CE**

---

# **Coyuntura Económica**

**VOL. XXVIII No. 1 MARZO DE 1998**

**EDITORIA COYUNTURA ECONOMICA**  
María Angélica Arbeláez R.

## **COYUNTURA ECONOMICA**

ISSN 0120-3576

Licencia del Ministerio de Gobierno No. 00374

## **FEDESARROLLO**

Calle 78 No. 9 - 91

Tels. 312 53 00 - 530 37 17

A.A.: 75074

E-mail: [administrator@fedesarrollo.org.co](mailto:administrator@fedesarrollo.org.co)

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.E., Colombia

## **ARTES**

Myriam Consuelo Lozano G.

Fedesarrollo

## **IMPRESION**

Impreandes Presencia S.A.

Calle 15 No. 39A-34

Santafé de Bogotá, D. C.

Esta revista está impresa en papel  
propalcote brillante de 90 gramos  
manufacturado con fibra  
de caña de azúcar

# Contenido

---

<b>EDITORIAL</b>	5
------------------	---

## **INDICADORES DE COYUNTURA**

I. Actividad productiva	11
II. Indicadores laborales	26
III. Indicadores del sector externo	28
IV. Indicadores de la situación fiscal	39
V. Situación monetaria y financiera	42
VI. Indicadores de precios	48

## **ANALISIS COYUNTURAL**

Resultados de 1997	53
Perspectivas para 1998	60
La economía venezolana	68
La crisis asiática	78

## **INFORMES DE INVESTIGACION**

Evolución y racionalidad de las instituciones presupuestales en Colombia <i>Rudolf Hommes R.</i>	93
La Banca Central en Colombia: de la autonomía privada a la autonomía pública: 1923-1997 <i>Adolfo Meisel R.</i>	119

Si los ejecutivos tuvieran  
 que votar por un carro,  
 Mazda sería el próximo  
 Presidente de Colombia.

Investigación realizada por Yankelovich para la revista Semana sobre la formación, hábitos y preferencias de los hombres que rigen los destinos económicos del país, publicada en la edición 813. La gran mayoría prefiere los carros Mazda.



**mazda**

# Editorial

---

La fuerte especulación contra la moneda colombiana ha constituido el principal hecho económico en los primeros meses de 1998. En efecto, entre enero y marzo del presente año el Banco de la República ha intervenido activamente en el mercado de divisas con el propósito de defender el techo de la banda cambiaria. Para ello, ha sido necesario utilizar cerca de mil millones de dólares de las reservas internacionales del país durante los últimos siete meses.

La especulación contra el peso tiene varias explicaciones. Sin duda, la elevación de la tasa de cambio nominal, que pasó del piso al techo del corredor cambiario entre agosto y octubre pasados, guarda una estrecha relación con el mayor crecimiento de los agregados monetarios durante 1997. Sin embargo, es improbable que este sea el único factor que explique el comportamiento reciente de la tasa de cambio. Como en otras ocasiones, el movimiento al interior de la banda fue rápido (tomó sólo 44 días), lo que refleja un cambio abrupto en las expectativas de los agentes con respecto a la evolución

del mercado cambiario. De hecho, los pronósticos oficiales y privados indicaban, sin excepción, que la tasa de cambio estaría cerca del piso de la banda al finalizar 1997.

El cambio en la expectativas puede atribuirse a diversos factores. En primer lugar, es indiscutible que las perspectivas de la cuenta corriente de la balanza de pagos son poco alentadoras. El segundo elemento que explica la reciente especulación contra la moneda colombiana se relaciona con los efectos de la crisis asiática. La turbulencia en los mercados financieros internacionales ha disminuido la disponibilidad de capitales extranjeros que se requieren para financiar, tanto el déficit fiscal como el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El endurecimiento de los mercados ha sido aún más drástico en el caso de Colombia. Los márgenes de los títulos de deuda colombianos (sobre los bonos de tesoro de los Estados Unidos) son ahora cercanos a los 270 puntos básicos, el doble de su nivel en los últimos años. Más aún, en el pasado los bonos colombianos se colocaban en

condiciones más favorables que los de otros países latinoamericanos, como Argentina y México. Hoy en día los mercados ya no los diferencian.



Fedesarrollo estima que el déficit de la cuenta corriente será cercano a los 5,400 millones de dólares durante 1998, precisamente cuando las exportaciones de petróleo alcanzarán su mayor nivel histórico. Este desequilibrio, que equivale al 5.8% del Producto Interno Bruto, no podrá ser financiado enteramente con los ingresos de capital extranjero, tanto de inversión como de endeudamiento. De ahí la necesidad de utilizar las reservas internacionales para cubrir el faltante que se estima cercano a los mil millones de dólares a lo largo del presente año. Es claro que esta situación no puede mantenerse indefinidamente.

La imposibilidad de financiar el déficit de la cuenta corriente guarda una estrecha relación con la magnitud del desequilibrio fiscal. Desde un punto de vista contable, el déficit de la cuenta corriente corresponde al ahorro que aporta el resto del mundo a la financiación de la inversión en Colombia. Hoy en día, el déficit de las administraciones públicas en sus niveles nacional, departamental y municipal es del orden de 5.4% del PIB. Es decir, prácticamente la totalidad del ahorro externo se destina a financiar el exceso de gasto del sector público. Durante la primera mitad de la presente década, buena parte del ahorro externo se utilizó para financiar la diferencia entre la inversión y el ahorro del sector privado.

Es indiscutible que los mercados financieros internacionales tienen en cuenta la calidad de la inversión que se financia con recursos externos. Una cosa es financiar la inversión productiva que genera rendimientos suficientes para asegurar su repago. Otra bien diferente es financiar el gasto en activi-

dades que normalmente no ayudan a generar las divisas necesarias para cumplir con las obligaciones externas. Esto ocurre frecuentemente con los proyectos del sector público. Sin embargo, la experiencia reciente de los países asiáticos indica que un alto déficit en la cuenta corriente es insostenible, incluso cuando el ahorro externo se utiliza para financiar malos proyectos del sector privado. De ahí que el problema no es sólo el nivel del déficit de la cuenta corriente, sino también la utilización que se le da al ahorro externo.

Más grave aún es la situación de mediano plazo de la balanza de pagos, toda vez que a partir del año 2001 se iniciará una acelerada disminución en la producción y en las exportaciones de hidrocarburos. Algunos estimativos recientes indican que hacia mediados de la próxima década el país tendrá que importar crudo para satisfacer la demanda interna.

La menor inversión en el sector energético no sólo dará origen a un mayor déficit comercial a comienzos de la próxima década, sino que afectará inmediatamente los ingresos de capitales.



Acertadamente, el Banco de la República ha optado por confrontar las presiones del mercado y defender la banda cambiaria. Hay sobradas razones para pensar que, en las actuales circunstancias, la devaluación de la moneda colombiana sólo acentuaría las presiones inflacionarias, que ya de por sí son altas. De hecho, estimativos preliminares de Fedesarrollo indican que será muy difícil lograr el cumplimiento de la meta de inflación de 16% que las autoridades fijaron para 1998. Nuestros cálculos sugieren que con la combinación actual de políticas, la inflación estará en niveles cercanos al 19%, debido en buena parte a los efectos rezagados de la devaluación de 1997 y al impacto que el fenómeno de "El



Niño" ha tenido sobre la producción de alimentos. Una mayor inflación pondría en entredicho la credibilidad de la autoridad monetaria y dificultaría el manejo de la economía en los próximos años.

Además, la devaluación de la moneda tendría un enorme impacto sobre el servicio de la deuda externa colombiana. Con ello se debilitarían aún más las finanzas públicas, al tiempo que los mayores costos financieros le restarían viabilidad a muchas empresas colombianas. En estas condiciones, una crisis cambiaría iría de la mano de una crisis bancaria, tal y como ha ocurrido en otras latitudes.

Por ello, el Banco de la República debe utilizar todas las herramientas de política a su alcance en la defensa de la banda cambiaria. El aumento reciente de las tasas de interés es un mal necesario. Si bien tiene un efecto desestimulante sobre la actividad productiva en momentos en los que apenas se consolida una tenue reactivación, permite contener una crisis que afectaría drásticamente el ritmo de los negocios y la generación de empleo. Más aún, es probable que durante los próximos meses se haga necesario un incremento adicional en el costo del dinero. No se puede descartar que las tasas de interés se eleven en dos puntos adicionales en los próximos meses. De hecho, las tendencias actuales en el mercado cambiario y las enormes necesidades de financiamiento interno por parte del gobierno lo hacen previsible. Esto será aún más necesario si, como ha ocurrido, la inflación de los primeros meses se aleja de la meta de 16%.

Sin embargo, la capacidad que tiene el Banco de la República para defender la banda cambiaria no es ilimitada. La estrategia de elevar las tasas de interés se agotará tan pronto comience a aumentar la cartera morosa del sector financiero. Ello implica que el ajuste fiscal es la única fórmula para mantener la banda sin provocar una nueva recesión. Mientras

no se modifique la tendencia actual de las finanzas públicas, será imposible recuperar la confianza de los mercados financieros internacionales y reducir el déficit de la cuenta corriente. Como lo ha reiterado Fedesarrollo, el menor nivel de gasto público conllevaría una devaluación real de la moneda y propiciaría un fortalecimiento de la balanza comercial. En estas condiciones, Colombia no tendría dificultades en financiar un déficit moderado en la cuenta corriente. Mejor aún, las tasas de interés podrían disminuir, con lo que se consolidaría un verdadero proceso de reactivación.



A través de los años nuestro país ha construido una reputación de responsabilidad fiscal. Los gobiernos han estado dispuestos a gastar parte de su capital político para mantener la estabilidad macroeconómica de la nación. Esto no ha ocurrido así en los últimos cuatro años, en parte debido a la falta de legitimidad de la actual administración. El gasto público se convirtió en la principal herramienta para evitar la caída del gobierno después de las revelaciones sobre la financiación de la campaña del Presidente Samper. Fedesarrollo estima que el déficit del gobierno central será equivalente a 5% del PIB, en tanto que el desequilibrio del sector público consolidado será del orden de 4% del PIB.

El próximo Presidente debe aprovechar su legitimidad para restablecer la tradicional prudencia fiscal de los gobiernos colombianos. Es necesario darle la mayor prioridad a la estabilidad macroeconómica, para lo cual se requiere subordinar los demás objetivos de las políticas públicas. En el manejo de la economía, Colombia debe mantenerse al margen de los dogmatismos. Nuestro país requiere del pragmatismo que en el pasado ha permitido buscar el progreso y la equidad social bajo condiciones de estabilidad económica. El modelo

populista, que tanto daño ha hecho en otros países de la región, va en contravía de estos objetivos.

El próximo gobierno debe dar una señal categórica al reducir autónomamente el gasto en un monto equivalente a 1% del PIB durante el segundo semestre del presente año. Además, debe iniciar sin demora el trámite de un programa de ajuste que requerirá del apoyo y la aprobación del nuevo Congreso. Este programa debe reducir el déficit en otro 2% del PIB. Para ello, será indispensable que el ejecutivo lidere la formación de una gran coalición entre los diferentes grupos políticos representados en el parlamento. Las primeras medidas en este frente deben quedar plasmadas en el presupuesto de 1999, el cual debe reducir las partidas asignadas a los fondos de cofinanciación.

Adicionalmente, la nueva administración deberá presentar en el segundo semestre del presente año su plan de desarrollo. El Plan debe ser consistente con el objetivo de equilibrio fiscal y concentrarse en la solución de los problemas más críticos del país, tales como la violencia, la generación de empleo y la educación.

El ajuste fiscal será incompleto si no se adoptan otras medidas. El nuevo gobierno deberá impulsar en el Congreso un conjunto de leyes que le otorgarían mayor autonomía al ejecutivo en el manejo de las finanzas públicas. Un elemento crítico se relaciona con el actual sistema de transferencias a las regiones. De acuerdo al marco legal actual, se espera que las transferencias aumenten continuamente como proporción de los ingresos corrientes de la nación hasta el año 2001. Dada la precariedad de la situación fiscal, esto no es viable. Es necesario fijar dichas transferencias en su valor real de 1997.

De otra parte, es indispensable que las regiones empiecen a pagar la totalidad de los gastos a nivel

local. No es comprensible que el gobierno central transfiera cerca de la mitad de sus ingresos corrientes y que, simultáneamente, financie las universidades departamentales, la red vial secundaria y los caminos vecinales, para mencionar sólo unos ejemplos. Para que la descentralización fiscal sea viable, es necesario reducir el tamaño del gobierno central. De lo contrario, nuestro actual modelo de manejo de las finanzas públicas no será compatible con la estabilidad macroeconómica.



El ajuste fiscal es una necesidad. De no adoptarse, Colombia corre el riesgo de perder el actual grado de inversión que le otorgan las firmas calificadoras de riesgo en el exterior. Como consecuencia, se reduciría la entrada de capitales y sería aún más difícil financiar el déficit externo. En estas condiciones, escenarios extremos en los que el Banco de la República es incapaz de atajar una crisis cambiaria, serían cada vez menos improbables.

Por ello, la disyuntiva que enfrenta nuestro país no es la de si llevar a cabo el ajuste fiscal o no. La verdadera disyuntiva es si el ajuste de las finanzas públicas será voluntario y gradual, o si será duramente impuesto por los mercados financieros internacionales, que saben como castigar la indisciplina fiscal. Si se cierra el acceso al crédito externo, las tasas de interés internas serán más altas, más empresas entrarán en concordato y al colombiano promedio le resultará más difícil conseguir empleo. Por el contrario, un ajuste voluntario permitiría una reducción de las tasas de interés y mejoraría el clima empresarial. Con ello, se recuperaría la inversión productiva. Sólo así volveríamos a registrar las tasas de crecimiento de 5% por año que hoy parecen cosa del pasado. Aunque con un costo político inicial, esta sería una magnífica inversión del próximo gobierno.

# Indicadores de Coyuntura

# EL CAFÉ ES BUENO PARA TODOS

<http://www.cafedecolombia.com>



“ El café es 100% natural y nos dá la energía necesaria para realizar con éxito todos nuestros proyectos, que son los proyectos de Colombia.”

TORO

## EL CAFÉ



**Despierta tu energía**

### Pasos Para Preparar En Casa Un Café Frio



- 1 Endulzar al gusto de 2 a 3 tazas de café, preferiblemente oscuro
- 2 Enfriar el café
- 3 Agregar en la licuadora el café y tres cubitos de hielo
- 4 Licuar por 20 segundos
- 5 Servir y degustar inmediatamente



Centros de Preparación de Café  
E - MAIL: [cpctazor@colomsat.net.co](mailto:cpctazor@colomsat.net.co)  
Bogotá: Tels: 346 1809 / 249 3612

# I. Indicadores de la actividad productiva

## CRECIMIENTO DEL PIB

◆ Las estimaciones más recientes de Fedesarrollo indican un crecimiento de 2,8% para la economía en 1997, inferior al 3,2% estimado por el Gobierno. De acuerdo con la información disponible del Dane, el crecimiento acumulado hasta el tercer trimestre del año fue de 2,28%. Para 1998, Fedesarrollo prevé que la economía crecerá 3,8% principalmente como resultado del aumento en la producción de petróleo.

◆ Durante el tercer trimestre del año, los grupos que más contribuyeron a la recuperación de la economía fueron la industria (4,7%), la construcción (4,1%) y los servicios (3,1%), y en menor medida el sector agrícola (2,4%). Por su parte, la minería reportó el menor dinamismo sectorial con un crecimiento de apenas 1,4% en el mismo período.

◆ De acuerdo con las estimaciones de Fedesarrollo, en 1997 se destaca el crecimiento del sector ser-

**Cuadro 1. CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL Y POR SECTORES (Crecimiento anual)**

	1996	Proyección 1997		Proyección 1998	
	Dane	Oficial	Fedesarrollo	Oficial	Fedesarrollo
<b>Sector agrícola</b>	0,2	0,2	0,6	3,4	1,9
Café pergamino	-18,5	-5,3	-2,1	3,5	3,6
Resto de la agricultura	2,9	0,8	1,0	3,4	1,6
<b>Minería</b>	7,7	3,3	5,7	22,1	23,8
Petróleo	-	-	4,0	-	32,1
Gas natural	-	-	1,7	-	3,7
Carbón	-	-	12,7	-	12,9
Resto de la minería	-	-	5,2	-	6,4
<b>Industria</b>	-2,7	2,5	1,4	4,4	2,1
Café elaborado	8,7	5,7	2,4	10,0	4,2
Industria sin trilla	-3,8	2,2	1,4	3,7	2,0
<b>Construcción</b>	-0,5	0,4	0,5	2,54	1,8
<b>Servicios</b>	4,9	4,1	4,1	3,5	4,0
Comercio, restaurantes y hoteles	-0,3	3,9	0,5	4,6	2,9
Transporte y almacenamiento	4,5	4,3	3,2	7,5	3,8
Resto de servicios modernos	4,7	3,7	3,9	4,0	4,6
Servicios personales	9,4	4,8	4,7	-4,0	4,1
Servicios domésticos	1,8	2,1	3,4	3,0	1,9
Alquiler de vivienda	3,2	3,0	3,0	3,0	2,7
Servicios del gobierno	12,4	3,9	4,9	-4,0	4,0
<b>PIB total</b>	2,1	3,2	2,8	4,5	3,8

Fuente: Dane, Departamento Nacional de Planeación y proyecciones de Fedesarrollo.

vicios (4,1%) debido al mayor dinamismo en los servicios del gobierno (4,9%), y la minería (5,7%) como resultado del aumento en la producción de carbón (12,7%). Otro hecho de importancia consiste en que la industria manufacturera logró recuperarse en más de 4 puntos porcentuales frente a la caída registrada en 1996. Igualmente, la construcción se reactivó aunque en forma gradual, al pasar de -0,5% en 1996 a 0,5% en 1997.

- ◆ En 1998 la minería liderará el crecimiento de la economía, ya que registrará un incremento de 18 puntos porcentuales por encima del esperado para 1997. Este comportamiento estará acompañado de un fuerte aumento en la producción petrolera del país (32,1% frente a 4,0% en el año anterior) y por el dinamismo de la producción de carbón (12,9%).

- ◆ Otro sector que contribuirá al crecimiento del PIB en 1998 será el de servicios con un aumento de 4,0%, seguido por la industria total (principalmente la industria del café elaborado y la de bienes de consumo liviano), el sector agrícola y la construcción con incrementos de 2,1%, 1,9% y 1,8%, respectivamente.

- ◆ Por su parte, las proyecciones del Departamento Nacional de Planeación son mucho más optimistas para el presente año. Se espera que la economía crezca 4,5% en respuesta al aumento de la minería y de la industria manufacturera (22,1% y 4,4%, respectivamente). El gobierno prevé que todos los sectores de la economía crecerán frente al desempeño de 1997.

- ◆ Fedesarrollo estima que en 1997 el crecimiento de la economía por el lado de la demanda, estu-

**Cuadro 2. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POR TIPO DE GASTO (Crecimiento anual)**

	1996	Proyección 1997		Proyección 1998	
	Dane	Oficial	Fedesarrollo	Oficial	Fedesarrollo
<b>PIB</b>	2,1	3,2	2,8	4,5	3,8
Consumo total	3,1	2,8	3,1	2,5	1,8
Consumo privado	1,7	2,7	2,7	3,4	1,3
Consumo gobierno	10,4	3,0	5,0	-1,5	4,0
<b>Inversión total</b>	-1,2	4,0	-1,5	3,0	-0,9
Formación bruta de capital fijo	-6,6	4,4	1,1	3,0	-0,2
Inversión privada	-26,4	3,1	-4,4	8,0	-1,8
Inversión gobierno	19,4	5,4	5,5	-1,0	1,0
Variación de existencias	9,2	3,3	-4,7	3,0	-1,5
<b>Demanda interna</b>	1,9	3,1	1,8	2,7	1,1
<b>Exportaciones</b>	4,2	10,1	6,0	12,1	13,7
<b>Importaciones</b>	3,0	7,7	2,6	4,0	-0,2

Fuente: Dane, Departamento Nacional de Planeación y proyecciones de Fedesarrollo.

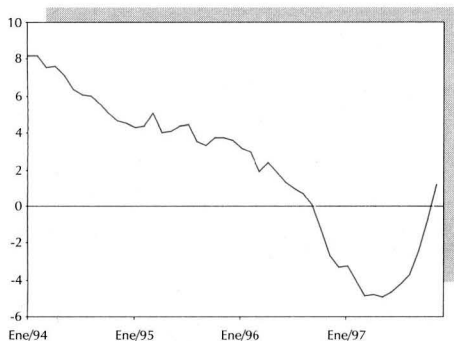
vo determinado fundamentalmente por el incremento en las exportaciones (6,0%) y por el aumento en el consumo total (3,1%). Por otro lado, se ha previsto una caída en la inversión total de 1,5%, la cual se explica por el descenso de 4,4% en la inversión privada.

- ◆ Según Fedesarrollo, en el presente año se presentarán disminuciones en el crecimiento del consumo total, la demanda interna y las importaciones frente a las cifras observadas en 1997. La inversión total seguirá cayendo aunque en menor proporción frente a lo registrado en 1996 y 1997. Las exportaciones contribuirán enormemente al crecimiento del PIB en este año al registrar un aumento de cerca de ocho puntos porcentuales frente a 1997.
- ◆ El gobierno prevé que en 1998 las exportaciones totales crecerán a una tasa del 12,1%, la inversión total será positiva en 3,0% como resultado de la recuperación en la inversión del sector privado, el crecimiento del consumo total de 2,5% se explicará fundamentalmente por el dinamismo del consumo privado y, finalmente, el crecimiento de la demanda interna será cercano al 3%.

## ACTIVIDAD INDUSTRIAL

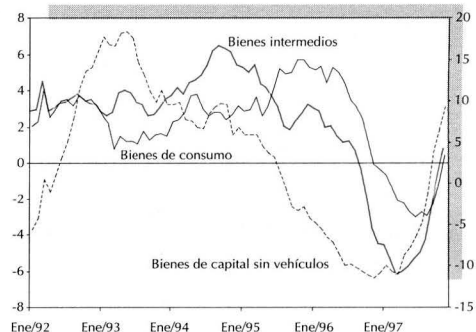
- ◆ La industria manufacturera ha registrado una recuperación paulatina desde mediados de 1997 y, por primera vez después de 14 meses, la producción acumulada para el total con trilla de café alcanzó un crecimiento positivo de 1,07% entre noviembre de 1996 y noviembre de 1997. Sin lugar a dudas, este comportamiento confirma la recuperación que presenta el sector.
- ◆ Este repunte en la producción industrial acumulada se explica principalmente por la contribución de la producción de Equipo y Material de Transporte, Productos Químicos no Básicos, Industrias Básicas de Hierro y Acero, Bebidas, Maquinaria y Aparatos Eléctricos, Maquinaria no Eléctrica y productos Metálicos.
- ◆ Por su parte, el conjunto de bienes de capital sin vehículos ha logrado una recuperación progresiva desde el primer trimestre del año anterior, después de dos años de continuo descenso. Esta situación es resultado de la fuerte recuperación del sector de Maquinaria, Aparatos, Accesorios y Suministros Eléctricos, con aumentos de más de 21

**Gráfico 1A. PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA DE CAFE (Crecimiento anual acumulado del índice) Enero 1994 - noviembre 1997**



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane.

**Gráfico 1B. PRODUCCION INDUSTRIAL (Crecimiento anual acumulado) Enero 1992 - noviembre 1997**



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

**Cuadro 3. PRODUCCION, EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (Enero-noviembre 1997/1996) Crecimiento año corrido**

	Producción	Empleo	Productividad
<b>Sectores con crecimiento positivo</b>			
Hierro y acero	15,9	-2,3	18,7
Maquinaria y aparatos eléctricos	15,0	-9,9	27,6
Barro, loza y porcelana	11,6	-7,0	20,0
Muebles de madera	11,6	-13,8	29,4
Vidrio	11,1	-10,7	24,4
Cuero, pieles, excepto calzado	10,2	-6,2	17,4
Vestuario	9,6	-6,4	17,1
Productos metálicos excepto maquinaria	7,7	-6,0	14,6
Otros productos químicos	4,4	-4,4	9,1
Plásticos	4,2	-10,1	15,8
Equipo y material de transporte	3,6	-6,1	10,1
Imprentas y editoriales	3,4	-5,7	9,6
Maquinaria excepto la eléctrica	3,1	-15,0	21,3
Industrias diversas	3,1	-7,4	11,4
Equipo profesional y científico	2,8	1,6	1,2
Metales no ferrosos	2,3	-3,8	6,4
Bebidas	1,7	-11,4	14,7
Otros derivados del petróleo	0,7	3,0	-2,2
<b>Sectores en mala situación</b>			
Alimentos (sin trilla)	-0,5	-0,4	-0,1
Papel	-1,7	-1,5	-0,2
Petróleo	-2,0	6,5	-8,0
Textiles	-2,1	-1,2	-0,9
Industria de maderas	-2,6	-8,9	6,8
Químicos	-3,9	-7,5	3,9
Calzado	-5,1	-20,5	19,4
Productos minerales no metálicos	-6,5	-7,4	1,0
Tabaco	-8,1	-3,6	-4,6
Caucho	-15,0	-10,9	-4,9
<b>Total</b>	1,5	-5,7	7,7
<b>Trilla de café</b>	-0,6	-37,6	59,4
<b>Total excepto trilla</b>	1,7	-5,5	7,6

Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane.

puntos porcentuales hasta el mes de noviembre. Igual comportamiento, aunque menos pronunciado, se registró en el conjunto de bienes de intermedios y de bienes de consumo, principalmente a partir del segundo semestre de 1997, como consecuencia de la recuperación del sector de Industrias Básicas del Hierro y Acero, y de Muebles de Madera y Accesorios, respectivamente.

◆ De acuerdo con la última información suministrada por el Dane, entre enero y noviembre de 1997 la producción total de la industria manufacturera creció 1,5% frente al mismo período de 1996 y, excluyendo la trilla de café, el incremento fue de 1,7% para el mismo período. Estos resultados son superiores a los observados en noviembre de 1996, cuando la producción



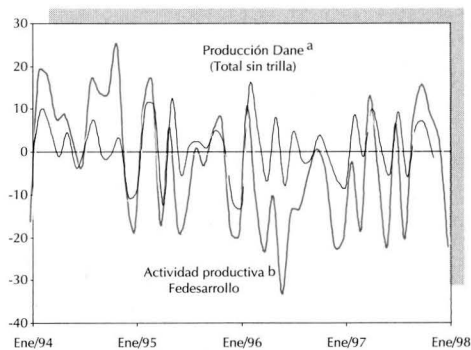
disminuyó 3,18% y 2,42% para el total con y sin trilla de café, respectivamente.

- ◆ Entre enero y noviembre de 1997 las mayores variaciones positivas en la producción se registraron en Industrias básicas de Hierro y Acero (15,9%), Maquinaria y Aparatos Eléctricos (15,0%) -asociado al incremento de la demanda de insumos para la ampliación de líneas de telefonía, cables de conducción eléctrica, alambres, compresores y accesorios eléctricos- y en el sector de Barro, Loza y Porcelana (11,6%), asociado a la reactivación de la construcción, en especial de vivienda de interés social.
- ◆ En lo corrido de 1997 hasta el mes de noviembre, se destacaron cuatro sectores que desde comienzos de 1996 presentaron crecimientos negativos y en noviembre lograron recuperarse. Estos son: Muebles de Madera (11,6%), Equipo y Material de Transporte (3,6%), Maquinaria excepto la Eléctrica (3,1%) y Bebidas (1,7%).
- ◆ A pesar de la notable recuperación industrial, existen algunos sectores que siguen en mala situación, tal y como la producción de caucho con una caída del 15%, seguido por la de tabaco (-8,1%) y por la de productos minerales no metálicos (-6,5%).
- ◆ Por otro lado, entre enero y noviembre, el empleo en la industria sin trilla de café registró un descenso de 5,5%, ocasionado por la disminución de 3% en el número de empleados y de 6,78% en el de obreros. De los 28 sectores industriales, solamente en los sectores de Derivados del Petróleo y de Equipo Profesional y Científico aumentó el personal ocupado, mientras el resto de agrupaciones industriales continúa registrando tasas negativas. Los sectores en donde se pre-

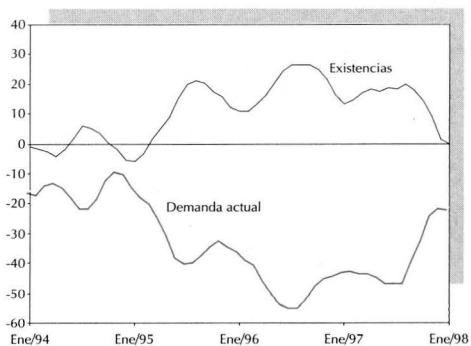
sentaron los mayores descensos en el empleo fueron Trilla de café (-37,6%), Calzado (-20,5%) y Maquinaria excepto la Eléctrica (-15%).

- ◆ En el mismo período la productividad del sector industrial (medida como la relación entre la producción y el empleo) fue superior en 7,66% a la registrada en 1996. Si se excluye la trilla de café,

**Gráfico 2A. ACTIVIDAD PRODUCTIVA DEL SECTOR INDUSTRIAL Enero 1994 - enero 1998**



**Gráfico 2B. EXISTENCIA Y PEDIDOS (Balances suavizados) Enero 1994 - enero 1998**



<sup>a</sup> Tasa de crecimiento mensual del índice de producción. Datos hasta noviembre de 1997.

<sup>b</sup> Balances: diferencia entre porcentaje de respuestas: positivas (más, alto, mayor, bueno) y negativas (menos, bajo, menor, malo).

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

el incremento en la productividad del sector manufacturero fue de 7,57%, como resultado del aumento de 1,66% en la producción y el descenso de 5,49% en el empleo total.

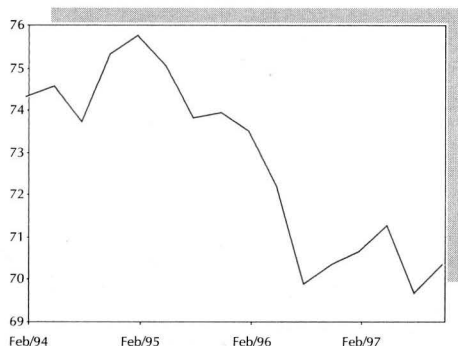
- ◆ En lo corrido de 1997 hasta el mes de noviembre, los sectores que registraron una mayor productividad fueron Muebles de Madera (29,4%), Maquinaria y Aparatos Eléctricos (27,6%), Vidrio (24,4%), Maquinaria excepto la Eléctrica (21,3%) y Barro, Loza y Porcelana (20%). En contraste, la menor productividad se observó en los rubros de Derivados del petróleo (-8%), Caucho (-4,9%) y Tabaco (-4,6%).
- ◆ De acuerdo con los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, el ritmo de la actividad productiva registró fuertes descensos durante el primer semestre de 1997. A partir del mes de agosto logró recuperarse sostenidamente y en enero del presente año registró nuevamente una caída que responde al ritmo normal de desaceleración en la producción manufacturera, característico de los comienzos de cada año.

◆ 1997 fue un año difícil para la industria colombiana pero es innegable su recuperación desde el mes de agosto, tal y como lo indican las respuestas de los industriales encuestados; los niveles de existencias de los productos manufacturados disminuyeron notablemente como consecuencia del incremento paulatino en la demanda interna.

◆ Pese a la recuperación del sector industrial en los últimos meses, el nivel de utilización de la capacidad instalada sigue siendo muy bajo y en 1997 se ubicó en cerca de 70%, cifra inferior al promedio registrado en los años anteriores cuando estuvo por encima del 74%.

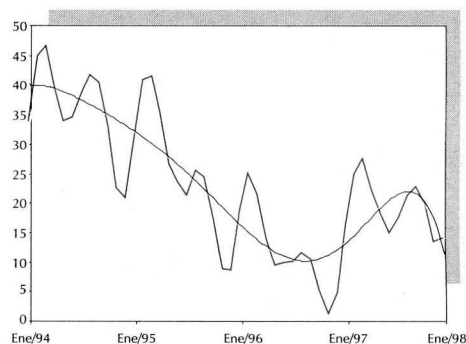
◆ El impacto de la desaceleración experimentada por la industria manufacturera hasta hace unos meses, aún se manifiesta en las expectativas de los empresarios sobre el dinamismo de la producción futura. Aunque los últimos resultados de la Encuesta de Fedesarrollo indican una percepción positiva sobre la producción para el próximo trimestre, ésta se mantiene en niveles bajos.

**Gráfico 2C. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA DEL SECTOR INDUSTRIAL**  
Febrero 1994 - noviembre 1997



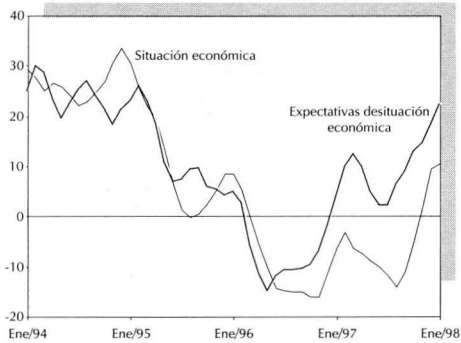
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 2D. EXPECTATIVAS DE PRODUCCION PARA EL PROXIMO TRIMESTRE (Balances suavizados) Enero 1994 - enero 1998**



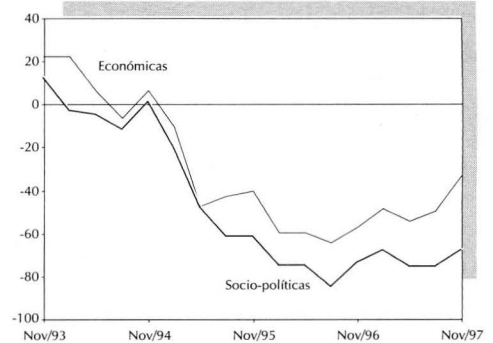
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 3. EXPECTATIVAS Y SITUACION ECONOMICA (Balances suavizados)**  
Enero 1994 - enero 1998



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 4. CONDICIONES PARA LA INVERSION**  
Noviembre 1993 - noviembre 1997



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

- ◆ Los factores que ayudaron a mejorar las expectativas de los empresarios sobre la producción en los próximos meses fueron el aumento en la demanda interna, la disminución en las tasas de interés que se presentó en los últimos meses del año anterior y la tendencia positiva de las condiciones tanto económicas como socio políticas para la inversión.
- ◆ En 1997 los gastos de inversión del sector manufacturero en maquinaria, equipo y construcciones crecieron en el 55% de las empresas encuestadas por Fedesarrollo. No obstante, esta cifra se encuentra muy por debajo de los niveles registrados en 1994 y 1995 del 80% y 70%, respectivamente.
- ◆ El 33% de las firmas encuestadas consideraron que la principal inversión que realizaron en 1997 correspondió a la introducción de nuevos procesos y tecnologías de producción, sin ampliar la capacidad instalada de la empresa, frente al 29% que estiman que sus inversiones estuvieron dirigidas fundamentalmente a la reposición de maquinarias y equipos.

## ACTIVIDAD COMERCIAL

- ◆ En lo corrido de 1997 hasta el mes de noviembre, el total de las ventas sin incluir vehículos ni combustibles estuvo 3,4 puntos porcentuales por encima de la caída registrada en el mismo período de 1996. Para el mes de noviembre se registró un descenso de 4,2% y en el acumulado de los doce meses el aumento fue de 0,4%.
- ◆ En 1997 el mayor dinamismo en las ventas minoristas se presentó en el sector de Muebles y Electrodomésticos con un incremento de 15%, seguido por las ventas registradas en las Cacharrerías, Bazares y Misceláneas cuya tasa de crecimiento fue de 11,9%. Por su parte, las ventas minoristas de vestuario y calzado también presentaron un incremento notable de 8,6%.
- ◆ En contraste, las ventas de productos farmacéuticos, de alimentos y bebidas y de artículos de ferretería, registraron las mayores caídas (3,9%, 3,5% y 3,1%, respectivamente). Pese a esto, es importante destacar que los resultados se encuentran muy por encima de los valores críticos de 1996.

#### Cuadro 4. COMERCIO MINORISTA POR SECTORES (Crecimiento año corrido)

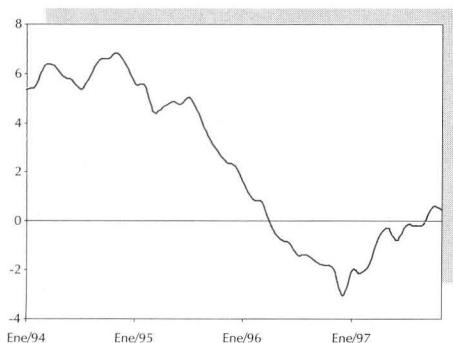
	Total	Vehículos y repuestos	Alimentos y bebidas	Cacharrerías, bazares y misceláneas	Mercancías no calificadas	Farmacias	Artículos de ferretería	Muebles y electrodomésticos	Vestuario y calzado	
1995	I	2,9	6,3	4,4	1,8	-0,7	4,6	-9,6	4,9	-3,4
	II	4,2	-8,0	7,0	15,9	0,5	4,7	-9,7	2,6	8,5
	III	1,3	-0,7	3,6	8,4	-12,1	-0,8	-7,3	-2,3	3,4
	IV	0,9	-1,7	2,8	10,0	-8,7	-2,0	-9,5	-3,2	2,4
1996	I	-3,4	-24,8	4,1	-1,0	-5,4	5,2	-7,3	-19,6	5,1
	II	-2,9	-12,2	3,9	-7,5	-5,6	2,2	-16,2	-23,2	1,1
	III	-2,2	-22,6	3,7	-3,8	-6,4	16,6	-12,0	-10,7	2,9
	IV	-3,7	-26,3	-2,0	0,6	-6,6	9,3	-9,2	-8,7	5,1
1997	I	1,9	-4,4	2,1	1,8	-4,7	-3,6	-11,5	12,4	8,4
	II	0,7	-3,8	-3,6	14,6	-1,4	-1,3	1,5	18,4	8,4
	III	0,5	5,7	-6,4	19,9	4,5	-6,8	0,7	14,3	10,2
Enero-noviembre <sup>a</sup>										
	1996/1995	-2,4	-20,2	3,0	-3,8	-4,9	8,6	-11,4	-17,0	4,0
	1997/1996	1,0	2,9	-3,5	11,9	-0,5	-3,9	-3,1	15,0	8,6

<sup>a</sup> A partir de julio de 1996, el acumulado de la columna Total corresponde al índice del valor de las ventas minoristas sin combustible.

Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

- ◆ Es importante destacar la fuerte recuperación en el comportamiento de las ventas minoristas de los sectores de muebles y electrodomésticos y de vehículos y repuestos, cuyo incremento se ubicó entre 20% y 30% frente a 1996.

**Gráfico 5. INDICE DE VENTAS DEL COMERCIO (Crecimiento año acumulado)**  
Enero 1994 - noviembre 1997

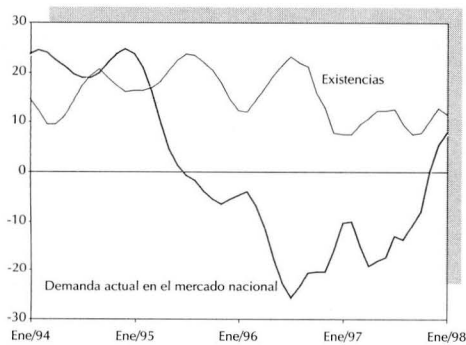
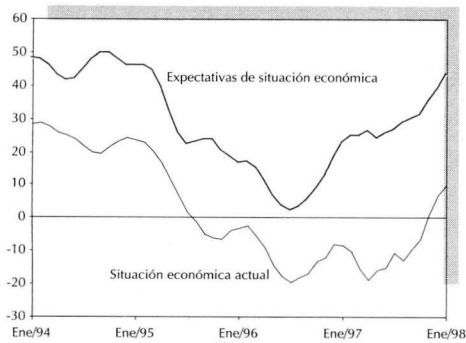


Fuente: Muestra Mensual del Comercio al por Menor del Dane y cálculos de Fedesarrollo.

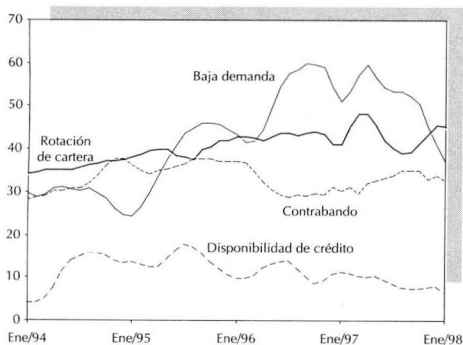
- ◆ Los resultados de la encuesta de opinión que realizan conjuntamente Fedesarrollo y Fenalco, arrojaron un balance positivo en la situación económica de la actividad comercial del país, en particular a partir del primer trimestre de 1997. En efecto, desde el mes de abril, el desempeño de esta actividad comienza a mejorar y, en los últimos tres meses, se han registrado valores bastante positivos.

- ◆ Por su parte, entre los comerciantes encuestados prevalecen expectativas optimistas sobre la situación económica, que se deben en buena parte a la notoria recuperación de la demanda en el mercado nacional y a la disminución del nivel de existencias de productos en las bodegas.
- ◆ En los primeros meses del 1997 se observó que uno de los grandes problemas que venía enfrentado el comercio era la baja demanda por parte de los consumidores. Sin embargo, este

**Gráfico 6. INDICADORES DE OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Datos suavizados) Enero 1994 - enero 1998**



**PROBLEMAS**



Fuente: Encuesta de Comercio de Fedesarrollo y Fenalco.

inconveniente disminuyó paulatinamente hasta ubicarse por debajo de la valoración que los comerciantes atribuyeron al problema de rotación de cartera.

- ◆ Los comerciantes opinan que tanto el problema del contrabando como el de la disponibilidad de crédito, pese a los cambios importantes que se registraron en materia de tasas de interés, en los últimos meses de 1997 siguen estables y no han presentado cambios considerables durante el año en curso.

**ACTIVIDAD CONSTRUCTORA**

- ◆ En 1997 el sector de la construcción logró recuperarse lentamente frente a la crítica situación que enfrentaba desde hace algunos años. En el tercer trimestre, el sector creció 4,1% y Fedesarrollo estima para el año completo una tasa de crecimiento de 0,5%.
- ◆ Los últimos datos suministrados por el Dane sobre licencias de construcción muestran una importante mejoría en 1997 principalmente en lo que tiene que ver con la aprobación de licencias para la construcción de vivienda. Entre enero y octubre el 20,6% del total de licencias aprobadas fueron para vivienda, cifra que se ubica cerca de 57 puntos porcentuales por encima de lo observado en el mismo período de 1996. Sin lugar a dudas la mayor recuperación se registró en la ciudad de Santafé de Bogotá (38,9% frente a -41,6% en 1996). Igual situación se observó en las licencias que fueron aprobadas para la construcción total de edificaciones cuyo incremento fue de 6,4% en todo el país y de 15,9% para la capital de la República.

- ◆ En los primeros once meses de 1997, la producción de cemento mostró un dinamismo notable

de 3,3% frente a la caída cercana al 7% en igual período de 1996. Por otra parte, los despachos nacionales de cemento gris totalizaron 6.662.100 toneladas recuperándose así en más de siete puntos porcentuales frente a 1996 aunque su comportamiento sigue rezagado. De acuerdo con el Instituto Colombiano de Productores de Cemento, la caída de los dos últimos años ha sido la más pronunciada de la presente década.

- ◆ Por su parte, el índice de costos de la construcción de vivienda tuvo una variación de 17,59% en 1997 frente a 18,23% en 1996. El ICCV estuvo por debajo del promedio en Ibagué, Cali, Bucaramanga, Pasto, Armenia, Medellín, Manizales, Cartagena y Pereira, y su comportamiento obedeció fundamentalmente al crecimiento de los grupos de herramientas y alquiler de equipos.
- ◆ En el comienzo del presente año se observa una notable recuperación en el total de los créditos aprobados por las corporaciones de ahorro y vivienda (CAVs) con respecto a los dos años anteriores. En enero estos aumentaron en 19,1%, cifra inferior en cerca de 15 puntos porcentuales frente a 1996. Se destaca el incremento de los préstamos aprobados para los constructores los cuales se ubican en 9,4%.
- ◆ Por otro lado, el dinamismo es más notorio en los créditos entregados por las CAVs. En efecto, en enero del presente año se aprobaron \$321.841 millones que representan un aumento de 42,1%, de los cuales \$108.581 millones se otorgaron a los constructores. En el caso de los industriales, los créditos que les fueron aprobados aumentaron 62,4% frente al mismo mes del año anterior.
- ◆ Los últimos resultados de la encuesta para el sector de la construcción que conjuntamente realizan Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca,

## Cuadro 5. INDICADORES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCION (Tasas de crecim. año corrido)

	96/95	97/96	98/97
<b>(Octubre)</b>			
<b>Licencias aprobadas de construcción (miles de m<sup>2</sup>)</b>			
Total nacional	-30,7	6,4	-
Bogotá	-36,8	15,9	-
Resto del país	-27,3	1,8	-
<b>Licencias aprobadas de construcción de vivienda (miles de m<sup>2</sup>)</b>			
Total nacional	-36,2	20,6	-
Bogotá	-41,6	38,9	-
Resto del país	-9,4	-33,2	-
<b>(Noviembre)</b>			
<b>Producción de cemento (toneladas)</b>			
Producción total según Dane	-6,9	3,3	-
<b>(Diciembre)</b>			
Índice de costos de la construcción de vivienda	18,2	17,6	-
<b>Despachos Nacionales de cemento (toneladas)</b>			
Despachos Nacionales según ICPC	-13,6	-7,2	-
<b>(Enero)</b>			
<b>Valor nominal acumulado del flujo neto de préstamos de las CAVs (millones de pesos)</b>			
Préstamos aprobados	17,8	34,0	19,1
Constructores	-1,2	4,4	9,4
Individuales	256,2	59,5	14,5
Industriales	562,4	69,5	120,6
Préstamos entregados	4,2	1,1	42,1
Constructores	-11,6	-42,9	10,9
Individuales	19,8	62,2	55,7
Industriales	309,3	28,1	62,4

Fuente: Dane, ICAV, ICPC.

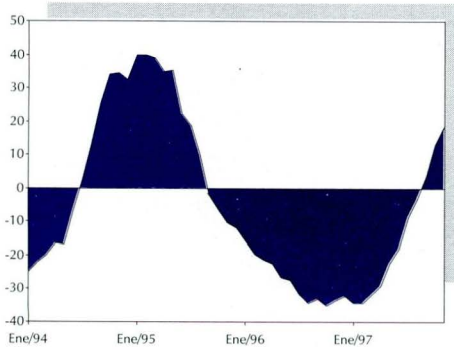
muestran que durante todo el año de 1997 la actividad constructora registró evidentes signos de recuperación, principalmente desde el segundo semestre del año, en gran medida como consecuencia de la disminución de las tasas de interés en el mercado.

- ◆ El 29% de los constructores encuestados percibe que durante 1997 se registró un mayor ritmo de ventas de vivienda fundamentalmente para el caso de vivienda menor a 10.000 UPACs. En contraste, el proceso de recuperación fue más

lento para la edificación de vivienda destinada a los estratos sociales más altos.

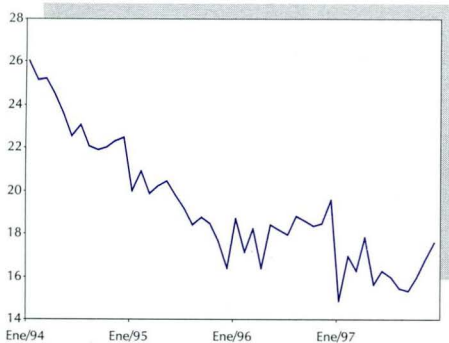
- ◆ Entre las razones que han contribuido a la recuperación de las ventas de vivienda, están no sólo la reducción de las tasas de interés en los últimos meses del año, sino también la mayor flexibilidad de las entidades financieras encargadas de financiar la compra de vivienda a través

**Gráfico 7. AREA APROBADA PARA CONSTRUCCION DE VIVIENDA (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - noviembre 1997**



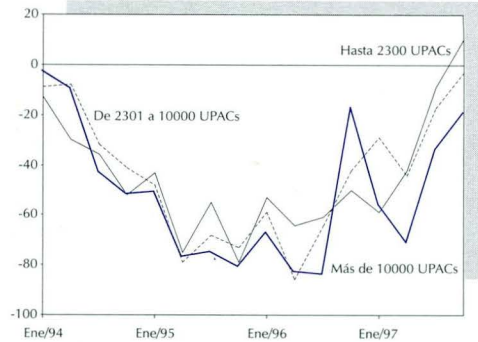
Fuente: Dane.

**Gráfico 8. INDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCION DE VIVIENDA (Crecimiento anual) Enero 1994 - diciembre 1997**

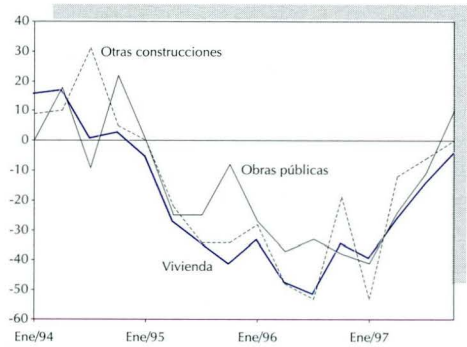


Fuente: Dane.

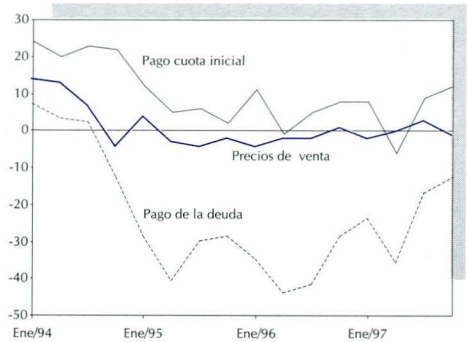
**Gráfico 9A. VENTAS DE VIVIENDA (Balances)\* I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**



**Gráfico 9B. ACTIVIDAD CONSTRUCTORA (Balances)\* I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**



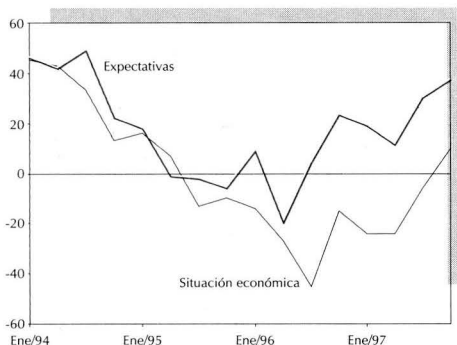
**Gráfico 9C. FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS VENTAS DE VIVIENDA (Balances)\* I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**



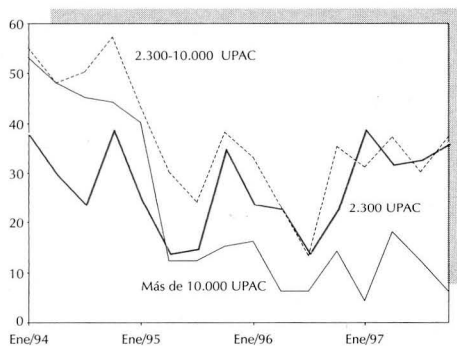
\* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.

Fuente: Encuesta de construcción, Fedesarrollo-Camacol Cundinamarca.

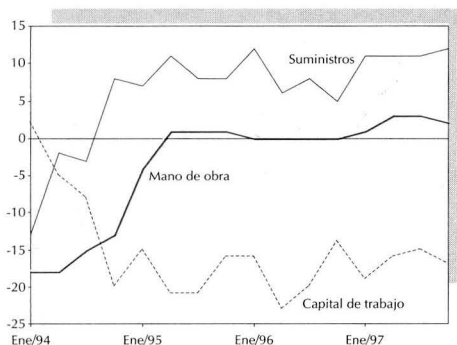
**Gráfico 9D. SITUACION ECONOMICA Y EXPECTATIVAS DE LOS CONSTRUCTORES PARA EL PROXIMO SEMESTRE (Balances)\* I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**



**Gráfico 9E. INICIACION DE PROYECTOS DE VIVIENDA DURANTE EL TRIMESTRE (%) I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**



**Gráfico 9F. FACTORES DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD CONSTRUCTORA DE VIVIENDA (Balances)\* I trim. 1994 - IV trim. 1997**



\* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.  
Fuente: Encuesta de construcción, Fedesarrollo-Camacol Cundinamarca.

de mejores condiciones para el pago de la cuota inicial y la ampliación de modalidades para la amortización de la deuda.

- ◆ En respuesta a la recuperación de las ventas y a la mayor actividad constructora, a partir del segundo trimestre del año se incrementó la percepción de los constructores con respecto a que la situación económica resulta favorable para el desarrollo de su actividad. El 45% de los encuestados considera que para el primer semestre del presente año, existen buenas expectativas de situación económica en el país lo que estimula la inversión en esta actividad.
- ◆ Durante 1997, los suministros y la mano de obra fueron los factores que determinaron la recuperación de la construcción de vivienda de interés social y la destinada al estrato medio y, en menor medida, el capital de trabajo.

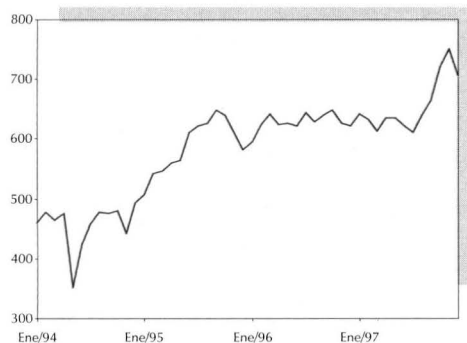
## ACTIVIDAD MINERA

- ◆ La producción promedio de petróleo en 1997 se ubicó en 652.184 barriles diarios de crudo, es decir, 4,4% por encima del promedio para 1996. Sin embargo, esta producción es inferior en cerca de 50.000 barriles a la que se estimaba para todo el año, como consecuencia fundamentalmente de los retrasos ocurridos en la explotación de los pozos de Cusiana y Cupiagua debido a problemas tanto técnicos como de orden público. A lo largo del año, la mayor producción se presentó en el mes de noviembre con 746.152 barriles diarios y la menor producción ocurrió en julio con 606.911 BD.

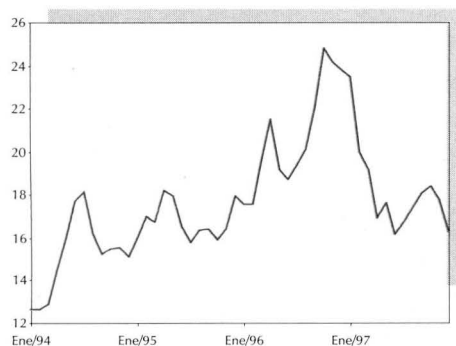
- ◆ Con el propósito de remediar los futuros problemas de escases en la producción, en el mes de octubre el Gobierno adoptó un paquete



**Gráfico 10A. PRODUCCION DE PETROLEO**  
(Miles de barriles diarios)  
Enero 1994 - diciembre 1997



**Gráfico 10B. PRECIO EXTERNO DEL PETROLEO**  
(Dólares/barril)  
Enero 1994 - diciembre 1997



Fuente: Ecopetrol.

de medidas de ajuste a los actuales esquemas de contratación mediante el cual se busca atraer capital extranjero. Los análisis de estas medidas indican que, si bien resuelven el problema en el largo plazo, no solucionan la insuficiencia de crudo en el corto y mediano plazo. En el mes de marzo del presente año, se realizaron nuevamente ajustes a los contratos con iguales propósitos y cuyos resultados aún no se conocen.

- ◆ En promedio, el precio internacional de exportación del crudo fue de US\$18,11 por barril. Esta

cifra resulta baja en comparación con los altos precios registrados a finales del año 1996. En el último trimestre de 1997, el precio mostró un continuo descenso de US\$18,34 por barril a US\$16,27 al cierre del año. En lo corrido de 1998 el precio en el mercado internacional sigue cayendo y se proyecta un precio promedio para el año cercano a US\$15 por barril.

- ◆ En 1997 el suministro de gas natural aumentó considerablemente en respuesta a la ampliación de las redes para el consumo de gas domiciliario. En promedio, el suministro fue de 583 MBTU por día frente a 459 MBTU para todo el año de 1997, es decir, un aumento de 27%. En el presente año se espera que esta cifra aumente en respuesta al nivel de demanda que se tiene programado.

**Cuadro 6. PRODUCCION DE PETROLEO Y SUMINISTRO DE GAS NATURAL**

		Producción petróleo (miles BPDC)	Suministro gas natural (miles MBTU/día)
1994		454	405
1995		585	431
1996		625	459
1997	Enero	639	492
	Febrero	629	494
	Marzo	609	488
	Abril	631	534
	Mayo	631	589
	Junio	618	571
	Julio	607	603
	Agosto	636	614
	Septiembre	661	654
	Octubre	717	665
	Noviembre	746	646
	Diciembre	702	648

Fuente: Ecopetrol

## SECTOR AGROPECUARIO

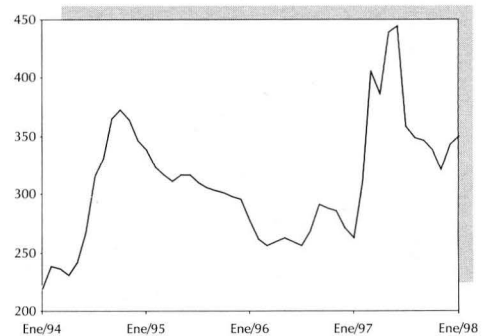
### Café

- ◆ En 1997 la producción acumulada de café fue de 10.704 miles de sacos de 60 kg, cifra que representa una disminución de 4,3% frente a lo observado en 1996. Por su parte, el volumen exportado creció en 3,1 puntos porcentuales con respecto al año inmediatamente anterior.
- ◆ El precio interno real del café creció durante los primeros meses del año hasta mayo y nuevamente a partir del mes de noviembre. Para los doce meses, el precio interno promedio se ubicó en \$331.013 por saco de 60 kg lo que representa un crecimiento nominal de 57,7% frente a 1996.
- ◆ Situación similar se observó para el precio internacional del grano en el mercado de Nueva York. Su vertiginoso ascenso se reportó hasta el mes de mayo cuando llegó a US\$262,92 centavos/libra y a partir de entonces empezó su descenso hasta ubicarse en US\$161,35 centavos/libra en el mes de noviembre.
- ◆ En el primer mes del presente año, tanto el nivel de producción como el volumen exportado cayeron frente al cierre del año anterior. Sin embargo, el comportamiento del precio interno del grano y del precio de exportación aumentaron levemente. En enero, el precio interno promedio para el café pergamino fue de \$341.661 por saco de 60 kg y el precio internacional de US\$184,21 centavos/libra.

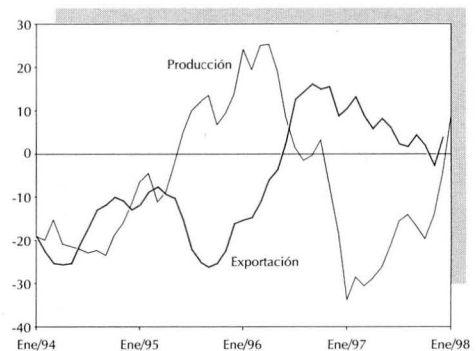
### Agricultura no cafetera

- ◆ De acuerdo con las últimas estimaciones del Ministerio de Agricultura la caída del sector agrícola en 1997 fue de 1,8%, en gran medida resultado

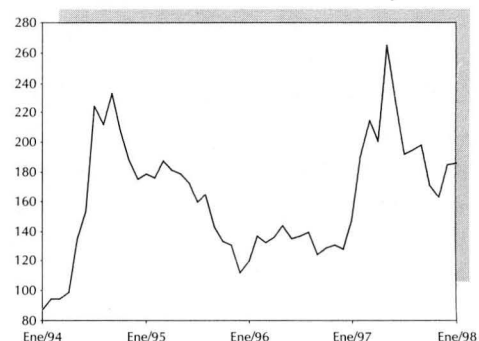
**Gráfico 11A. PRECIO INTERNO REAL DEL CAFE (Miles de pesos de diciembre de 1996) Enero 1994 - enero 1998**



**Gráfico 11B. VOLUMEN DE PRODUCCION Y EXPORTACION DE CAFE (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - enero 1998**



**Gráfico 11C. PRECIO DE LAS EXPORTACIONES DE CAFE (Centavos de dólar por libra) Enero 1994 - enero 1998**



Fuente: FNC y cálculos de Fedesarrollo.

del fuerte impacto que el fenómeno del "Niño" tuvo sobre los diferentes cultivos. Los grupos más afectados fueron los cultivos transitorios y el café. En contraste, el sector pecuario creció 3,2%.

- ◆ El valor de la producción de los cultivos transitorios disminuyó 3,2% frente a 1996. Dentro de este grupo, se destaca la caída en los exportables (-5,3%) a raíz de la fuerte disminución en la producción de algodón (-44,8%) y dentro del grupo de los importables es notoria la reducción en la producción de cebada (-51,5%), sorgo (-23,8%) y trigo (-22,5%), en contraste con la producción de soya (33,4%).
- ◆ La disminución en el valor de la producción de los cultivos permanentes fue menos drástica que en el grupo de cultivos transitorios y se ubicó en torno a 0,4%. Se destaca el leve crecimiento de los cultivos exportables con un incremento de 1,8% y dentro de este grupo sobresale el comportamiento del cultivo de banano exportable (3,9%) y de la caña de azúcar (2,9%).
- ◆ En los cultivos no comercializables también se presentó una fuerte caída de 2,3% durante el año de 1997, en respuesta a la disminución en el valor de la producción de los cultivos de fique (-28,9%) y de coco (-20,9%).
- ◆ Durante el año anterior la agricultura sin café disminuyó en 1,4%, en tanto que la producción de café lo hizo en 4,3%. Sin embargo, esta última se ubica 14 puntos porcentuales por encima de la caída observada en 1996 cuando el valor de la producción de café cayó 18,3%. Esta situación permitió que el decrecimiento en el total de la agricultura sin café fuera menos drástico.

**Cuadro 7. VALOR DE LA PRODUCCION  
(Millones de pesos de 1975)**

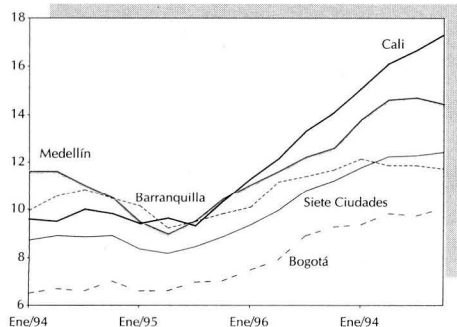
	1996	1997	Var. % 97/96
<b>Transitorios</b>			
<b>Exportables</b>	14.901,6	14.104,8	-5,3
Ajonjolí	91,2	81,4	-10,7
Algodón	1.980,8	1.092,8	-44,8
Arroz total	5.445,8	5.907,7	8,5
Papa	7.165,0	6.813,9	-4,9
Tabaco rubio	218,9	209,0	-4,5
<b>Importables</b>	9.223,1	8.904,8	-3,5
Cebada	214,6	104,1	-51,5
Frijol	1.984,5	2.030,7	2,3
Maíz total	4.436,2	4.467,3	0,7
Sorgo	1.600,8	1.219,6	-23,8
Soya	569,1	759,2	33,4
Trigo	417,9	323,9	-22,5
<b>No comerciables</b>	4.917,0	5.108,9	3,9
Maní	68,1	46,5	-31,8
Hortalizas	4.848,9	5.062,4	4,4
<b>Total transitorios</b>	29.041,8	28.118,5	-3,2
<b>Permanentes</b>			
<b>Exportables</b>	26.687,7	27.170,5	1,8
Banano exportación	3.000,4	3.116,4	3,9
Cacao	1.457,9	1.399,6	-4,0
Caña de azúcar	13.263,5	13.648,3	2,9
Plátano exportación	328,2	312,8	-4,7
Tabaco negro	441,0	414,8	-6,0
Flores	8.196,6	8.278,6	1,0
<b>Importables</b>	6.705,1	6.524,1	-2,7
Palma africana	6.705,1	6.524,1	-2,7
<b>No comerciables</b>	24.778,3	24.217,8	-2,3
Caña panela	6.785,7	6.935,0	2,2
Coco	379,8	300,3	-20,9
Fique	282,9	201,2	-28,9
Ñame	685,3	696,9	1,7
Plátano	7.809,3	7.360,7	-5,7
Yuca	3.225,5	2.945,7	-8,7
Frutales	5.609,7	5.778,0	3,0
<b>Total permanentes</b>	58.171,2	57.912,4	-0,4
<b>Agricultura sin café</b>	87.212,9	86.030,9	-1,4
<b>Café</b>	14.294,8	13.680,1	-4,3
<b>Total agricultura con café</b>	101.507,7	99.711,0	-1,8

Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

## II. Indicadores laborales

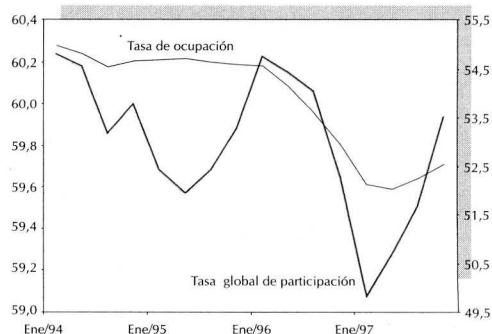
- ◆ La tasa de desempleo promedio en 1997 fue de 12,5% y se ubica como una de las más altas en la historia del país. El primer semestre del año cerró con una elevada tasa de 13,6% y a partir del tercer trimestre del año, el nivel de empleo se recuperó ligeramente con un total de 786.281 personas desocupadas frente a 854.027 registradas en el segundo trimestre.
- ◆ Al finalizar el año, la población desocupada llegó a 797.034 personas y la tasa de ocupación se elevó a 54,2%. En 1998 se espera que el nivel de empleo aumente en respuesta al comportamiento de sectores tales como la industria y la construcción.
- ◆ La población económicamente activa pasó de 6.287.140 personas en el último trimestre de 1996 a 6.639.394 en el mismo trimestre de 1997, lo que explica el aumento en la tasa global de participación de 59,8% a 61,5%, respectivamente.
- ◆ Cali fue la ciudad colombiana con mayor desempleo durante 1997, con un aumento sostenido a lo largo de todo el año. Medellín y Barranquilla presentaron un leve aumento en el empleo en el último trimestre; sin embargo, el nivel de desempleo en estas ciudades aumentó considerablemente respecto al mismo período del año anterior.
- ◆ De acuerdo con la información suministrada por el Dane, la industria, el comercio y los servicios fueron las ramas de la actividad económica que generaron más empleo en las siete principales áreas metropolitanas del país. En septiembre de 1997, estos sectores reunían el 74,7% del empleo total; la construcción y el transporte concentraban el 13,6% y el 11,7% se encontraba distribuido en el resto de sectores (agricultura, minas, gas y agua).
- ◆ Conforme a la recuperación económica tanto en la industria manufacturera como en el comercio

**Gráfico 12A. TASAS DE DESEMPLEO EN LAS CUATRO PRINCIPALES CIUDADES (Datos suavizados) I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**



Fuente: Dane.

**Gráfico 12B. TASAS DE PARTICIPACION Y OCUPACION SIETE AREAS METROPOLITANAS (Datos suavizados) I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**



Fuente: Encuesta Nacional de Hogares del Dane.

durante el segundo semestre del año anterior, se aprecia similar comportamiento en el empleo para estos sectores principalmente a partir del mes de agosto. Es importante anotar que entre 1995 y 1997 la industria manufacturera suprimió 56.000 empleos.

- ◆ A lo largo de todo el año de 1997 los empresarios, tanto de la industria como de la construcción,

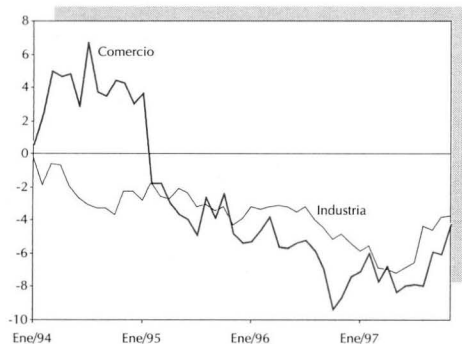
percibieron una recuperación en el nivel de empleo en sus respectivos sectores, principalmente en el caso de la construcción. En efecto, el 24% de las empresas constructoras encuestadas reportó un aumento en el número de personas empleadas durante el cuarto trimestre del año y el 29% estima que habrá mayor demanda de mano de obra en los primeros meses del presente año.

### Cuadro 8. INDICADORES DE EMPLEO Siete ciudades y sus áreas metropolitanas

		Población en edad de trabajar (PET)	Población económicamente activa (PEA)	Ocupados (O)	Desocupados (D)	Tasa Global de participación (TGP)	Tasa de ocupación (TO)	Tasa de desempleo (TD)
1996	I Trim.	10.249.586	6.214.589	5.580.184	634.405	60,6	54,4	10,2
	II Trim.	10.395.397	6.143.968	5.440.824	703.144	59,1	52,3	11,4
	III Trim.	10.477.888	6.190.206	5.450.624	739.582	59,1	52,0	11,9
	IV Trim.	10.517.292	6.287.140	5.576.587	710.553	59,8	53,0	11,3
1997	I Trim.	10.676.130	6.228.459	5.461.664	766.795	58,3	51,2	12,3
	II Trim.	10.707.277	6.414.686	5.560.661	854.027	59,9	51,9	13,3
	III Trim.	10.836.782	6.488.413	5.702.132	786.281	59,9	52,6	12,1
	IV Trim.	10.788.720	6.639.394	5.842.320	797.074	61,5	54,2	12,0

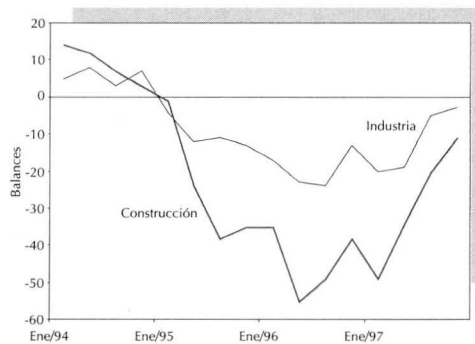
Fuente: Dane.

Gráfico 12C. EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO (Tasa anual de crecimiento)  
Enero 1994 - noviembre 1997



Fuente: Dane.

Gráfico 12D. EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y LA CONSTRUCCION  
I trimestre 1994 - IV trimestre 1997



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo

### III. Indicadores del sector externo

- ◆ La devaluación nominal del tipo de cambio para el promedio del año 1997 fue de 10,1% en contraste con la obtenida en 1996 de 13,6%. El aumento de la tasa de cambio se presentó desde el mes septiembre cuando despegó del piso de la banda cambiaria y se mantuvo cerca del techo hasta el cierre del año para alcanzar una devaluación anual de 29,6%. La tendencia a permanecer en el techo de la banda se ha mantenido en los primeros meses de 1998 y es de esperar que se conserve así hasta el final del año.
- ◆ La fuerte devaluación ocurrida en 1997 tuvo sus orígenes principalmente en la mayor liquidez de la economía, la reducción de la tasa de interés doméstica, las medidas relacionadas con el endeudamiento externo privado adoptadas por

el Banco de la República, la incertidumbre política y económica y las expectativas de devaluación. Durante el presente año, la escasez y el mayor costo de los recursos externos como consecuencia de la crisis asiática, la incertidumbre política y económica derivada del cambio de Gobierno, el incremento de los precios internacionales del petróleo y el acrecentamiento de la violencia, son factores que determinarán aumentos en la tasa de cambio de manera que esta se sitúe en el límite superior de la banda cambiaria.

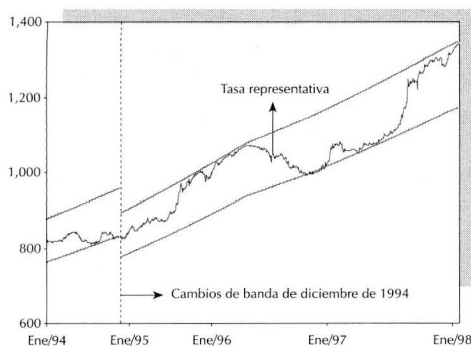
- ◆ En lo que va corrido de 1998, los niveles de la tasa de cambio superaron la barrera de los \$1.300 por dólar y su comportamiento en las primeras semanas del mes de febrero cuando estuvo pegada a la banda superior, generó expectativas

**Cuadro 9A. TASA DE CAMBIO DE MERCADO (Pesos por dólar)**

	Representativa del mercado			Devaluación anual			Devaluación año corrido		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
Enero	1.011,2	1.027,1	1.323,2	19,4	1,6	28,8	2,3	2,6	2,0
Febrero	1.029,6	1.074,2	1.346,1	21,0	4,3	25,3	4,2	7,4	3,8
Marzo	1.045,0	1.062,2		20,7	1,6		5,7	6,2	
Abril	1.050,9	1.060,7		20,3	0,9		6,4	6,0	
Mayo	1.066,2	1.075,2		21,6	0,8		7,9	7,5	
Junio	1.072,0	1.082,4		22,5	1,0		8,5	8,2	
Julio	1.064,1	1.102,4		19,1	3,6		7,7	10,2	
Agosto	1.044,8	1.132,7		11,7	8,4		5,7	13,2	
Septiembre	1.040,8	1.222,5		8,0	17,5		5,3	22,2	
Octubre	1.015,8	1.262,9		3,1	24,3		2,8	26,2	
Noviembre	998,2	1.294,6		-0,2	29,7		1,0	29,4	
Diciembre	1.000,6	1.296,9		1,3	29,6		1,3	29,6	
Promedio	1.036,6	1.141,1	1.334,6	13,6	10,1	28,8	4,9	14,1	2,0

Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 13A. BANDAS DE TASA DE CAMBIO DE MERCADO Enero 1994 - febrero 1998**



Fuente: Banco de la República.

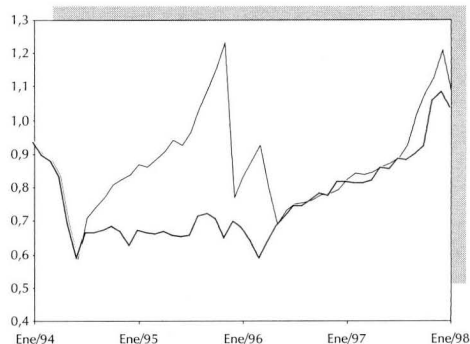
de una posible crisis cambiaria en el mercado. Frente a esta situación, el Banco de la República adoptó medidas correctivas encaminadas a incentivar el endeudamiento externo privado y a aumentar las tasas de interés.

- ◆ Tal como lo muestran los indicadores desde el ITCR1 hasta el ITCR4, en los últimos meses de 1997 se presentó una devaluación real del tipo de cambio, tendencia que se revirtió en el último mes del año, salvo para el caso del ITCR4. De acuerdo con la información suministrada por el Banco de la República, en enero de 1998 se observó una revaluación real frente al cierre del año anterior. Si bien al final del año anterior se corrigió en parte la revaluación real de la tasa de cambio, este efecto fue sólo temporal ya que esta tendencia se ha revertido nuevamente. Esto se debe a que las variables fundamentales que explican el comportamiento de la tasa de cambio real en el largo plazo, tales como el gasto público o los términos de intercambio, no han registrado cambios significativos.

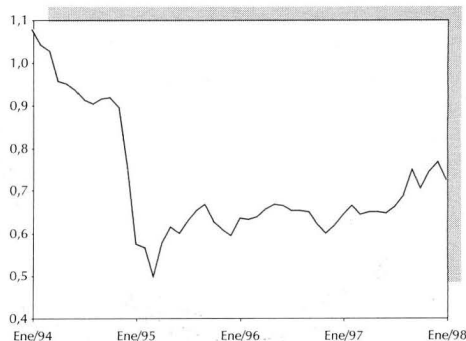
- ◆ El comportamiento del índice de tasa de cambio paralela con Venezuela muestra que durante

**Gráfico 13B. TIPOS DE CAMBIO CRUZADOS Enero 1994 - enero 1998**

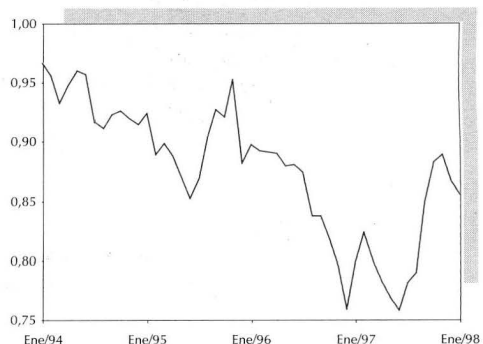
**A. Con Venezuela**



**B. Con México**

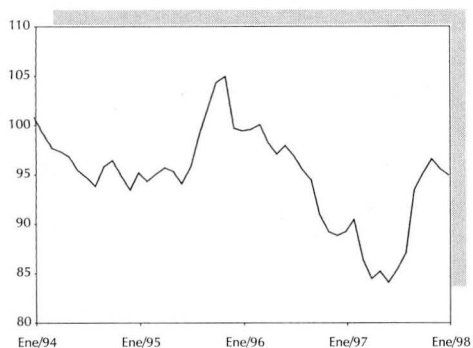


**C. Con Ecuador**



Fuente: MetroEconómica Venezuela, FMI y cálculos de Fedesarrollo

**Gráfico 13C. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL (ITCR1) Base diciembre 1986 = 100**



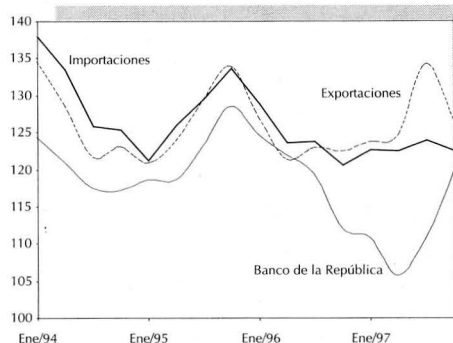
Fuente: Banco de la República.

todo el año 1997 el peso colombiano se devaluó en términos reales frente al Bolívar, lo que refleja una ventaja competitiva de nuestras exportaciones hacia el vecino país. Sin embargo, al inicio del presente año ocurrió la situación contraria y la tasa de cambio cruzada disminuyó como resultado de la fuerte devaluación registrada en Venezuela.

- ◆ Por otro lado, a lo largo de 1997 el peso colombiano se devaluó frente al peso mexicano lo que efectivamente confirmó nuestra competitividad respecto a este país. No obstante en el mes de septiembre y en enero de este año se presentó una caída en la tasa de cambio cruzada, generando así un clima algo crítico para los empresarios que exportan sus productos hacia México.
- ◆ El comportamiento del tipo de cambio real colombiano frente al sucre ecuatoriano presentó en 1997 dos tendencias bien marcadas. En el primer semestre la tendencia fue a la revaluación afectando nuestra competitividad frente a los productos del vecino país. En el segundo semestre, esta tendencia se revirtió y hasta el cierre del

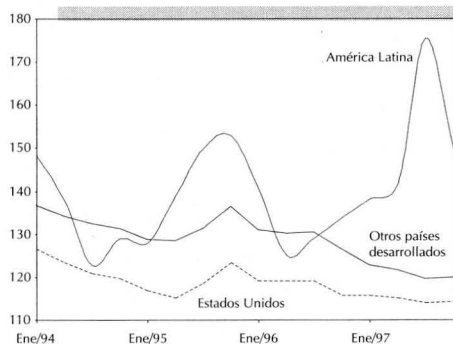
**Gráfico 14. INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL PONDERADA I trimestre 1994 - IV trimestre 1997**

**A. De importaciones y exportaciones (Fedesarrollo y Banco de la República)**



Fuente: Banco de la República, Fondo Monetario y Fedesarrollo.

**B. Según destino de las exportaciones (Fedesarrollo)**



Fuente: Banco de la República, Fondo Monetario y Fedesarrollo.

año se presentó revaluación de la moneda colombiana frente a la ecuatoriana.

- ◆ En 1997 el índice de tasa de cambio real ponderada por las importaciones se mantuvo constante a lo largo del año, en tanto que la tasa ponderada por las exportaciones se devaluó en términos reales en el tercer trimestre y volvió a



## Cuadro 9B. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL

	ITCR1		ITCR2		ITCR3		ITCR4	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Enero	89,02	94,26	88,33	94,24	74,86	82,14	79,55	76,62
Febrero	90,31	92,39	89,53	91,05	75,30	81,25	78,40	76,19
Marzo	86,14		85,36		73,12		78,50	
Abril	84,31		83,52		71,94		78,45	
Mayo	84,97		84,19		72,53		78,33	
Junio	83,90		83,09		72,39		78,09	
Julio	85,27		84,33		72,83		77,78	
Agosto	86,89		85,81		73,63		76,96	
Septiembre	93,27		94,16		79,08		76,37	
Octubre	94,92		95,35		81,67		75,87	
Noviembre	96,38		95,26		83,16		76,22	
Diciembre	95,28		93,63		82,25		76,81	

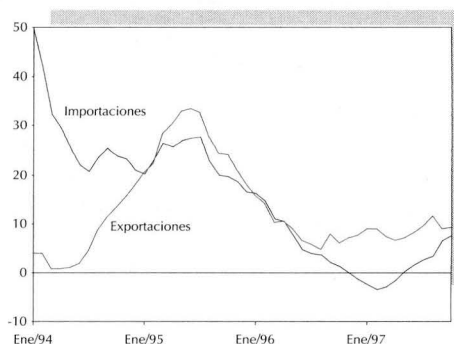
Fuente: Banco de la República.

su tendencia al cierre del año. Similar comportamiento se observó en el índice ponderado de acuerdo con el destino de las exportaciones hacia Latinoamérica. Por el contrario, utilizando los estados Unidos y otros países desarrollados como destino de las exportaciones, el índice muestra una tendencia constante a la revaluación durante todo el año 1997.

### COMERCIO EXTERIOR

- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de octubre la balanza comercial registró un saldo deficitario de US\$1.904,8 millones lo que representa un 5,8% de incremento del déficit frente a 1996.
- ◆ El último reporte del Dane muestra que entre enero y octubre, las importaciones totales alcanzaron un valor CIF de US\$12.595,3 millones, frente a US\$11.394,1 millones registrados en igual período de 1996, lo que equivale a un incremento de 10,5%. Durante el mes de octubre, las importaciones mostraron un fuerte aumento frente al mes de septiembre de 18,3%.
- ◆ En igual período, las exportaciones totales se incrementaron en 8,8% al pasar de US\$8.663 millones FOB en 1996 a US\$9.427,2 millones FOB en 1997. Este dinamismo se explica por el incremento de 7,9% en las exportaciones no tradicionales incluyendo oro y esmeraldas, y sin incluir estos productos el incremento es de 12,4%.

**Gráfico 15. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES TOTALES (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - octubre 1997**



Fuente: Dane.

## Cuadro 9C. BALANZA COMERCIAL

	Año completo		Variación %	Enero - octubre <sup>a</sup>		
	Millones de dólares			Millones de dólares		Variación %
	1995	1996		1996	1997	97/96
<b>Balanza comercial</b>	-2.698,6	-2.133,1				
<b>Exportación de bienes</b>	10.222,5	10.651,1	4,2	8.663,0	9.427,2	8,8
Café	1.831,7	10.576,6	-13,9	1.269,5	1.818,9	43,3
Mineras	3.682,9	4.352,4	18,2	3.504,1	3.234,7	-7,7
Petróleo y derivados	2.185,0	2.892,2	32,4	2.341,1	2.163,6	-7,6
Carbón	594,5	848,7	42,8	686,5	755,1	10,0
Ferróníquel	185,0	169,0	-8,6	140,8	129,2	-8,2
Oro	266,2	268,0	0,7	185,7	69,7	-62,5
Esmeraldas	452,2	174,5	-61,4	150,0	117,1	-21,9
Menores	4.707,9	4.722,2	0,3	3.889,4	4.373,6	12,4
<b>Importación de bienes</b>	12.921,1	12.784,2	-1,1	11.394,0	12.595,0	10,5
Derivados del petróleo	372,0	412,4	10,9	340,3	366,5	7,7
Otras	12.549,1	12.371,8	-1,4	11.053,8	12.228,8	10,6

<sup>a</sup> Cifras provisionales.

Fuente: Banco de la República y Dane.

### EXPORTACIONES

- ◆ En el mes de octubre, el comportamiento del total de las exportaciones fue desfavorable, registrándose una caída de 6,1% con respecto al mismo mes del año anterior. El comportamiento más dinámico se presentó en las exportaciones no tradicionales con un crecimiento de 7,0%, en tanto que las tradicionales disminuyeron 16,0%.
- ◆ Por su parte, las exportaciones de petróleo y sus derivados cayeron en 7,6% a raíz de los retrasos ocasionados en los pozos de Cusiana y Cupiagua. La mayor caída en la exportación de productos mineros se registró en el caso del oro con un decrecimiento de 62,5%.
- ◆ En el período enero-octubre de 1997, las exportaciones totales se dirigieron principalmente

al mercado de los Estados Unidos con un valor de US\$3.468,7 millones, seguido por Venezuela con US\$799,5 millones, lo que arroja una participación de 36,8% y 8,5%, respectivamente.

- ◆ Entre enero y octubre de 1997, las exportaciones no tradicionales alcanzaron un valor de US\$4.560,4 millones FOB y se destaca dentro de este grupo las ventas de bebidas, productos derivados de la silvicultura y productos de maquinaria y aparatos eléctricos.
- ◆ El principal destino de las exportaciones menores colombianas entre enero y octubre del año anterior fue el mercado de los Estados Unidos (US\$1.330,8 millones FOB), seguido por el de Venezuela (US\$780,3 millones FOB) con participaciones de 28,1% y 16,9%, respectivamente.

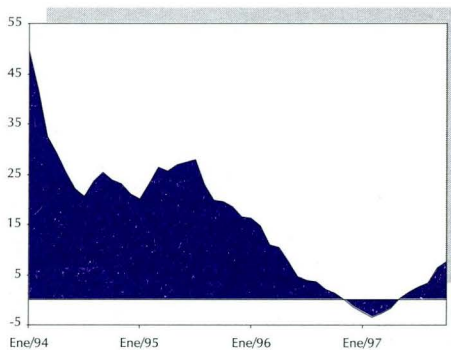
- ◆ De los principales países a los cuales se exportaron los productos no tradicionales, el mayor dinamismo se presentó en el mercado de Ecuador. En lo corrido del año hasta octubre, las ventas hacia dicho país pasaron de US\$323,9 a US\$431,1 millones.

## IMPORTACIONES

- ◆ En el mes de octubre de 1997, las importaciones totales fueron 18,3% superiores a las registradas en igual período del año anterior. En 1997, las compras al exterior alcanzaron la suma de US\$1.487,6 millones frente a US\$1.258,0 millones en 1996.
- ◆ El valor de las importaciones hasta el mes de octubre fue US\$12.595,3 millones, 10,5% por encima del acumulado en los primeros once meses del año 1996. Este creciente comportamiento se ha observado desde el mes de abril, después de la caída registrada en el primer trimestre (-3,2%).
- ◆ El dinamismo en las importaciones se explica principalmente por el aumento en las compras de bienes de consumo. El valor CIF de las importaciones de estos productos ascendió a US\$2.407,4 millones con un crecimiento de 28,7%. Al interior de este grupo, se destacan las ventas de bienes duraderos (29,7%), seguido por los bienes de consumo no duradero (28%).
- ◆ Fueron notorias también las compras de armas y equipo militar con un aumento de 74,2%, seguido de confecciones (40,8%) y de vehículos de transporte particular (39,1%). En contraste, el país ha reducido la compra de algunos productos en el exterior, tales como productos alimenticios destinados a la industria (-17,4%) y alimentos para animales (-1,9%).

- ◆ En el período enero-octubre, el valor CIF de las importaciones de bienes de capital fue de US\$4.652,6 millones que frente a los US\$4.291,2 millones registrados en 1996, representa un crecimiento de 8,4%.
- ◆ Este dinamismo obedece al comportamiento de las compras de equipo de transporte (18,6%) y de los bienes destinados a la industria (7,6%) principalmente los relacionados con la compra de maquinas y equipo fijo para la oficina.
- ◆ Por otro lado, es importante mencionar que las importaciones del sector industrial participaron con el 93,5% en el total de las compras externas realizadas en los primeros diez meses de 1997.
- ◆ Los ocho principales socios comerciales de Colombia son en su orden estados Unidos, Venezuela, Japón, Alemania, México, Brasil, Ecuador e Italia. En su conjunto, estos países proveen el 70,7% de los bienes importados por nuestro país.

**Gráfico 16. IMPORTACIONES TOTALES**  
(Crecimiento anual acumulado)  
Enero 1994 - octubre 1997



Fuente: Dane.

## Cuadro 10A. EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO

Enero - octubre 1997 (Miles de dólares FOB corrientes)

Actividad	Estados Unidos	Aladi sin México	México	Chile	Grupo Andino sin Venezuela	Venezuela	Unión Europea	Resto de Europa	Japón	Resto del mundo	Total
Produccion agropecuaria	518.260	3.842	39	291	4.966	12.239	300.126	20.473	2.078	70.016	932.328
Caza	62	3	35	0	0	0	196	5	121	5.148	5.571
Silvicultura	1.108	4	0	4	2	0	730	1	0	209	2.058
Extraccion de madera	17	0	0	0	0	35	0	0	0	1.248	1.299
Pesca	2.898	0	4	0	0	49	652	45	198	611	4.456
Explotacion de minas de carbón	0	0	0	0	55	6	0	0	0	0	61
Petróleo crudo y gas natural	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Extracción de minerales metálicos	0	0	0	0	0	0	0	0	6.846	9	6.855
Otros minerales <sup>a</sup>	51.623	1	0	44	1.063	1.279	6.792	4.981	36.478	17.053	119.312
Productos alimenticios excepto bebidas	122.993	4.902	11.722	8.772	69.474	71.786	93.348	183	12.180	147.262	542.623
Productos alimenticios diversos	22.187	1.367	1.275	828	17.253	3.125	43.953	16.806	24.452	13.568	144.814
Bebidas	2.603	704	38	23	5.961	2.102	150	0	16	4.674	16.272
Tabaco	3.152	793	0	0	11	2.620	1.688	54	0	4.020	12.339
Textiles	52.516	8.896	6.328	8.454	39.604	66.317	27.372	1.439	40	20.816	231.782
Prendas de vestir excepto calzado	204.542	7.097	3.561	12.749	18.290	51.319	23.168	45	358	40.112	361.241
Cuero y sus productos	29.359	128	1.180	393	3.442	11.572	14.430	52	729	13.311	74.596
Calzado excepto el de caucho vulcanizado	3.692	110	0	1.250	7.295	7.521	9.272	25	0	6.056	35.220
Madera y sus productos excepto muebles	2.560	2	22	33	406	3.614	174	0	8	1.452	8.271
Muebles y accesorios	2.799	495	1	417	686	3.589	764	0	0	639	9.389
Papel y sus productos	8.797	2.340	1.160	2.683	40.471	28.026	176	0	393	20.160	104.205
Imprentas, editoriales e industrias conexas	11.069	11.289	13.107	2.222	31.841	16.941	1.293	17	197	12.968	100.944
Sustancias químicas industriales	79.574	39.355	24.575	62.000	157.913	107.154	16.285	33.682	30	100.139	620.706
Otros productos químicos	32.338	9.025	10.746	15.138	92.881	77.702	6.565	6.356	1	33.055	283.807
Refinerías de petróleo	6.358	6.665	45	0	1.821	4.207	0	0	0	31.029	50.125
Productos derivados del petróleo	5	115	599	50	1.607	5.673	242	0	0	2.724	11.016
Productos de caucho	2.160	977	172	787	18.352	18.286	44	6	0	4.108	44.891
Productos plásticos	2.982	2.062	1.032	3.774	25.273	22.001	754	44	0	12.678	70.601
Objetos de barro, loza y porcelana	2.745	52	1.700	2.916	2.046	6.942	2.149	69	15	2.720	21.352
Vidrio y productos de vidrio	2.839	1.445	364	1.909	17.858	3.865	5	0	5	3.625	31.916
Otros productos minerales no metálicos	40.026	184	45	2.001	11.250	10.296	120	0	0	24.575	88.496
Industrias básicas de hierro o acero	17.532	42	1.602	2.408	8.393	13.531	1.671	1	2	10.982	56.164
Industrias básicas de metales no ferrosos	57.587	67	875	845	4.896	6.437	12.644	1.364	0	9.591	94.308
Productos metálicos, excepto maquinaria	12.304	932	2.993	4.529	24.155	16.529	855	6	0	18.168	80.471
Maquinaria excepto la eléctrica	5.050	2.461	1.892	1.188	16.028	21.648	2.076	487	0	19.165	69.996
Maquinaria y aparatos eléctricos	6.091	6.431	4.262	6.152	37.254	53.110	357	82	110	17.212	131.062
Equipo y material de transporte	3.763	1.254	343	2.467	24.140	123.389	287	1	4	2.896	158.544
Equipo profesional y científico	3.925	4.159	855	1.774	5.465	2.120	910	355	107	4.090	23.759
Otras industrias manufactureras	15.284	3.127	1.746	1.869	8.214	5.263	3.516	587	187	5.694	45.489
Total	1.330.798	120.328	92.318	147.968	698.365	780.294	572.765	87.166	84.555	681.785	4.596.342

<sup>a</sup> Incluye esmeraldas.

Nota: Las exportaciones menores excluyen café, petróleo, fuel oil, carbón y ferróniquel.

Fuente: Dane.

**Cuadro 10B. CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO**  
**Enero - octubre 1997 vs. enero - octubre 1996 (Tasas de crecimiento año corrido)**

Actividad	Estados Unidos	Aladi sin México	México	Chile	Grupo Andino sin Venezuela	Venezuela	Unión Europea	Resto de Europa	Japón	Resto del mundo	Total
Produccion agropecuaria	7,5	0,2	-42,5	205,8	31,9	-57,0	-6,2	62,7	-18,5	29,4	2,7
Caza	-97,4	-	-12,5	-	-	-	-90,2	-	-86,4	-48,5	-63,8
Silvicultura	304,7	-	-	97,3	-84,6	-	3,005,2	-	-	3,689,9	537,1
Extracción de madera	90,1	-	-	-	-	118,0	-	-	-	341,8	302,1
Pesca	-94,6	-	-62,3	-	-	-96,7	-97,6	-58,6	-98,0	-98,3	-96,5
Explotación de minas de carbón	-	-	-	-	189,8	-	-	-	-	-	-78,9
Petróleo crudo y gas natural	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Minerales metálicos	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,5	-55,8	-12,5
Otros minerales <sup>a</sup>	8,9	-90,0	-	67,0	98,9	-38,2	-0,8	-21,0	-52,2	17,7	-22,5
Productos alimenticios excep bebidas	84,5	177,7	7,1	872,3	37,9	-10,8	78,6	-65,1	777,3	161,7	68,7
Productos alimenticios diversos	80,9	47,0	-27,2	106,0	50,7	138,2	7,6	147,2	-17,5	7,8	22,8
Bebidas	18,3	1,386,0	0,0	-42,5	576,8	42,8	-40,9	-	-64,4	298,2	164,5
Tabaco	69,01	4,8	48,6	-	-	-25,8	-	-	-	4,776,5	1,840,1
Textiles	9,9	-51,9	89,2	-8,8	23,8	11,9	-11,2	17,1	-77,5	25,7	5,9
Prendas de vestir excepto calzado	-17,1	2,6	43,4	27,3	-3,2	-11,1	-5,4	-44,6	-77,5	41,0	-9,1
Cuero y sus productos	-9,8	-22,5	-6,1	-4,9	-70,4	6,4	-43,7	-90,6	-25,3	6,9	-22,7
Calzado excepto el de caucho vulcanizado	-46,8	25,1	-99,9	21,0	46,2	45,3	2,805,5	-	-	5,1	42,8
Madera y sus productos excepto muebles	-31,5	-86,3	-99,5	-77,0	-87,2	-2,5	-93,6	-	16,7	-58,0	-61,4
Muebles y accesorios	-6,8	-26,0	-	93,9	-43,9	0,7	-22,4	-	-	-71,6	-21,1
Papel y sus productos	3,7	438,3	-53,3	37,1	27,8	60,8	1,556,4	54,6	677,0	54,0	37,8
Imprentas, editoriales e industrias conexas	-25,9	-28,1	62,2	-10,8	38,7	-8,4	-51,1	-77,7	-32,1	-14,9	0,1
Sustancias químicas industriales	163,6	28,3	37,8	-3,2	5,0	7,3	9,3	10,5	33,3	-11,8	12,5
Otros productos químicos	105,0	39,8	63,3	8,7	43,7	40,2	7,8	2,763,7	-	40,1	47,3
Refinerías de petróleo	-81,6	2,1	774,3	-	-89,6	-11,7	-	-	-	59,9	-39,5
Productos derivados del petróleo y carbón	-27,9	59,7	-64,4	-96,0	595,9	74,7	-	-	-	30,8	28,6
Productos de caucho	16,7	-41,0	77,5	48,9	46,4	51,2	330,4	-	-	0,0	36,5
Productos plásticos	21,2	97,5	-32,3	256,8	37,8	7,6	13,2	-69,3	-	32,5	27,7
Objetos de barro, loza y porcelana	28,2	-70,7	1,555,9	72,3	-8,6	146,4	-18,2	11,9	-27,8	22,5	51,5
Vidrio y productos de vidrio	-10,6	-0,3	16,3	-35,7	1,8	12,8	-78,6	-	-23,8	-14,0	-3,7
Otros productos minerales no metálicos	9,4	59,7	-64,8	-1,7	9,6	108,9	-38,3	-	-	4,6	13,8
Industrias básicas de hierro o acero	242,6	883,0	28,5	655,2	24,6	11,3	5,7	-	19,8	327,3	88,9
Industrias básicas de metales no ferrosos	-54,1	-53,6	43,654,2	48,8	15,6	41,3	-82,8	1,790,7	-	-41,6	-58,1
Oroductos metálicos excepto maquinaria	-9,5	-20,7	-23,4	-11,3	18,2	11,2	229,6	-96,7	-96,1	-32,3	-6,8
Maquinaria excepto la eléctrica	-13,6	30,1	102,4	-12,9	-13,2	-16,0	7,6	382,2	-99,8	17,1	-3,9
Maquinaria y aparatos eléctricos	191,7	42,4	85,5	199,6	214,0	148,4	142,8	-35,0	-	64,3	138,5
Equipo y material de transporte	63,2	-20,4	48,5	329,7	89,9	73,5	59,3	-	-50,6	-7,8	72,6
Equipo profesional y científico	19,8	8,9	84,3	24,3	33,7	-34,8	5,5	485,4	62,2	5,2	12,1
Otras industrias manufactureras	-22,9	30,2	13,1	-8,6	-30,2	2,7	-21,4	-58,2	57,4	22,8	-14,7
Total con esmeraldas	-0,3	6,0	24,7	15,6	20,9	18,8	-11,2	42,6	-35,8	20,0	7,1
Total sin esmeraldas	-0,6	6,0	24,7	15,6	20,8	18,8	-11,3	49,9	-13,3	20,0	8,2

<sup>a</sup> Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane.

**Cuadro 11. IMPORTACIONES REALIZADAS SEGUN CLASIFICACION CUODE**  
(Miles de dólares CIF y tasas de crecimiento)

Cuode	Enero - octubre		Variación %
	1996	1997	97/96
<b>Bienes de consumo</b>	1.870.719	2.407.392	28,7
<b>No duraderos</b>	1.088.068	1.392.631	28,0
Alimentos	415.954	539.908	29,8
Bebidas	46.159	56.460	22,3
Tabaco	12.117	15.279	26,1
Farmacéuticos y tocador	220.046	295.337	34,2
Confecciones	57.977	81.646	40,8
Otros no duraderos	335.815	404.000	20,3
<b>Duraderos</b>	782.651	1.014.762	29,7
Utensilios domésticos	42.656	44.584	4,5
Objetos de adorno personal	78.785	100.879	28,0
Muebles para el hogar	77.681	77.134	-0,7
Maq. y aparatos de uso doméstico	155.784	188.599	21,1
Vehículos de transporte particular	403.505	561.338	39,1
Armas y equipo militar	24.240	42.227	74,2
<b>Materias primas y productos intermedios</b>	5.222.010	5.529.608	5,9
<b>Combustibles y lubricantes</b>	292.026	366.604	25,5
<b>Materias primas para la agricultura</b>	379.858	396.800	4,5
Alimentos para animales	155.699	152.795	-1,9
Materias primas para la agricultura	224.158	244.006	8,9
<b>Materias primas para la industria</b>	4.550.127	4.766.204	4,7
Productos alimenticios	781.085	644.994	-17,4
Prod. agropecuarios no alimenticios	703.484	794.210	12,9
Productos mineros	1.188.703	1.298.207	9,2
Productos químicos y farmacéuticos	1.876.855	2.028.794	8,1
<b>Bienes de capital</b>	4.291.219	4.652.614	8,4
<b>Materiales de construcción</b>	361.136	326.456	-9,6
<b>Bienes de capital para la agricultura</b>	53.441	43.739	-18,2
Máquinas y herramientas	20.718	20.582	-0,7
Otro equipo para la agricultura	7.285	5.723	-21,4
Material de transporte y tracción	25.438	17.434	-31,5
<b>Bienes de capital para la industria</b>	2.871.050	3.089.946	7,6
Máquinas y aparatos de oficina	583.785	685.999	17,5
Herramientas	61.921	62.615	1,1
Partes y accesorios de maquinaria industrial	248.298	236.391	-4,8
Maquinaria industrial	1.291.953	1.260.342	-2,4
Otro equipo fijo	685.093	844.600	23,3
<b>Equipo de transporte</b>	1.005.592	1.192.473	18,6
Partes y accesorios de equipo de transporte	373.032	463.539	24,3
Equipo rodante de transporte	599.770	702.536	17,1
Equipo fijo de transporte	32.791	26.398	-19,5
<b>Diversos<sup>a</sup></b>	10.162	5.695	-44,0
<b>Total</b>	11.394.111	12.595.309	10,5

<sup>a</sup> El incremento en diversos incluye importaciones de billetes de banco del Banco de la República por valor de US\$3.274.585 realizadas durante el mes de mayo de 1996.

Fuente: Dane.

## Cuadro 12. REGISTROS DE IMPORTACION SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y CARACTER DEL IMPORTADOR (Millones de dólares FOB y tasas de crecimiento)

Enero - diciembre 1997

	Oficiales			Privadas			Totales		
	1996	1997	Var. %	1996	1997	Var. %	1996	1997	Var. %
<b>Bienes de consumo</b>	72,8	82,6	13,5	5.420,9	6.713,8	23,9	5.493,7	6.796,4	23,7
Duradero	55,2	63,1	14,3	2.883,8	3.307,0	14,7	2.939,0	3.370,1	14,7
No duradero	17,6	19,5	10,8	2.537,1	3.406,8	34,3	2.554,7	3.426,3	34,1
<b>Materias primas y productos intermedios</b>	405,6	422,1	4,1	7.701,7	8.151,4	5,8	8.107,3	8.573,5	5,8
Combustibles	264,2	317,3	20,1	136,5	117,7	-13,8	400,7	435,0	8,6
Para agricultura	3,8	5,3	39,5	1.000,1	758,6	-24,1	1.003,9	763,9	-23,9
Para industria	137,6	99,5	-27,7	6.565,1	7.275,1	10,8	6.702,7	7.374,6	10,0
<b>Bienes de capital</b>	516,7	696,3	34,8	5.267,2	6.316,9	19,9	5.783,9	7.013,2	21,3
Materiales de construcción	25,9	28,9	11,6	440,2	367,2	-16,6	466,1	396,1	-15,0
Para agricultura	1,3	0,6	-53,8	45,4	61,0	34,4	46,7	61,6	31,9
Para industria	390,3	462,7	18,5	3.292,1	4.153,6	26,2	3.682,4	4.616,3	25,4
Equipo de transporte	99,2	204,1	105,7	1.489,5	1.735,1	16,5	1.588,7	1.939,2	22,1
Total importaciones	995,1	1.201,0	20,7	18.389,8	21.182,1	15,2	22.384,9	22.383,1	15,5

Fuente: Instituto Colombiano de Comercio Exterior, Incomex.

### BALANZA DE PAGOS

- ◆ Para año completo de 1997, Fedesarrollo estima un déficit en la cuenta corriente de US\$5.460 millones, superior en US\$268,2 millones al saldo registrado en el año anterior. Este déficit representa el 5,7% del Producto Interno Bruto del país.
- ◆ Igualmente se prevé un saldo negativo en la balanza comercial de US\$2.541 millones en respuesta al aumento de 2,6% que se estima en las importaciones, frente a 6,0% para las exportaciones. Con esto, el déficit será superior en 19,1% al registrado en 1996.
- ◆ El déficit estimado para la balanza de servicios se ubicó en US\$3.511 millones, cifra inferior en US\$260,7 millones frente a lo observado en 1996, en buena parte como consecuencia de los elevados egresos ocasionados por servicios financieros del orden de los US\$4.492 millones y cuyo crecimiento fue cercano a 50%.
- ◆ Fedesarrollo prevé que la cuenta de capitales cerró el año con un saldo de US\$6.298 millones, lo cual se explica fundamentalmente por el comportamiento de la inversión directa neta y de cartera en el largo plazo que ascendió a US\$6.722.
- ◆ Por su parte, el endeudamiento externo neto de largo plazo disminuyó considerablemente a US\$1.070 millones frente a US\$2.507,9 millones en 1996 en respuesta a la caída en el nivel de endeudamiento externo privado en 45,7%. El flujo de endeudamiento del sector público terminó el año con un valor negativo de US\$346 millones.
- ◆ Se espera que para el año completo de 1997, el país haya desacumulado reservas por US\$30,1 para alcanzar un nivel total de US\$9.910 millones en reservas internacionales. Este nivel de reservas equivale al cubrimiento de 8,4 meses de importaciones.

### Cuadro 13. BALANZA DE PAGOS (Millones de dólares)

	1996	1997		Tasas de crecimiento	
		DNP	Fedesarrollo	96/95	97/96
Cuenta Corriente	-4.816,8	-5.522,7	-5.460,0		
Balanza comercial	-2.132,9	-2.603,2	-2.540,0		
Exportaciones FOB	10.651,3	11.648,2	11.644,0	4,2	9,4
No tradicionales	4.721,4	5.300,0	5.259,0	0,3	12,3
Tradicionales	5.929,9	6.348,2	6.385,0	7,5	7,1
Hidrocarburos	2.892,4	2.698,0	2.695,0	32,4	-6,7
Café	1.576,6	2.171,7	2.171,0	-13,9	37,7
Carbón	849,4	926,5	966,0	42,9	9,1
Ferróniquel	169,0	196,5	170,0	-8,6	0,3
Oro	268,0	234,0	234,0	0,7	-12,7
Esmeraldas	174,5	148,5	149,0	-61,4	-14,9
Importaciones FOB	12.784,2	14.251,4	14.184,0	-1,1	11,5
Bienes de consumo	2.384,6	2.986,3	2.957,0	-4,0	25,2
Bienes intermedios	6.046,6	6.446,2	6.445,0	6,8	6,6
Bienes de capital	4.353,0	4.818,9	4.782,0	-8,9	10,7
Balanza de servicios	-3.215,3	-3.511,2	-3.511,0		
Transferencias netas	531,6	591,7	592,0	-21,7	-11,3
Cuenta de capital	7.016,6	6.360,0	6.298,0		
Capital de largo plazo	7.831,0	7.940,2	7.940,0		
Inversión directa neta y de capital	5.140,6	6.722,5	6.722,0		
Endeudamiento Externo neto	2.509,4	1.069,8	1.070,0		
Capital de corto plazo	-814,4	-1.580,2	-1.642,0		
Contrapartidas	-236,9	-333,4	-333,0		
Errores y omisiones	-480,9	-534,1	-534,0		
Cambio de reservas brutas	1.482,0	-30,1	-30,0		
Reservas internacionales brutas	9.946,9	9.909,2	9.910,0	17,5	-0,4

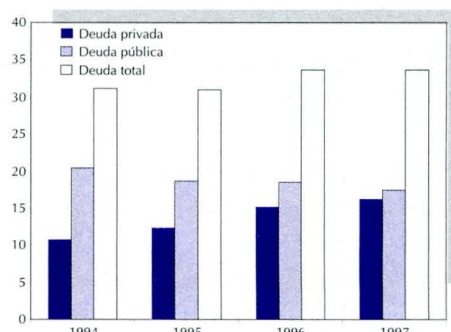
Fuente: Banco de la República, proyecciones del DNP (marzo 6 de 1998) y proyecciones de Fedesarrollo,

### Cuadro 14. INDICADORES GENERALES DE BALANZA DE PAGOS

	1996	1997	1998 Fedesarrollo
Devaluación real anual (%)	-9,5	8,7	-0,8
Deuda externa total (millones US\$)	29.077,0	30.686,0	31.629,6
Deuda externa total/PIB (%)	33,7	32,3	33,8
Deuda externa neta (millones US\$)	19.132,9	20.776,0	22.695,3
Deuda externa neta/PIB (%)	22,2	21,9	24,2
Déficit corriente/PIB (%)	5,6	5,7	5,8
Transferencias/PIB (%)	0,6	0,6	0,6
Reservas en meses de importación	9,3	8,4	5,8
Importaciones/PIB (%)	14,9	14,9	15,4
<b>Nota:</b>			
PIB en pesos (US\$ millones)	86.363,2	95.039,4	93.659,6

Fuente: Banco de la República.

### Gráfico 17. DEUDA EXTERNA COMO PORCENTAJE DEL PIB (1994 -1997)



Fuente: Banco de la República.

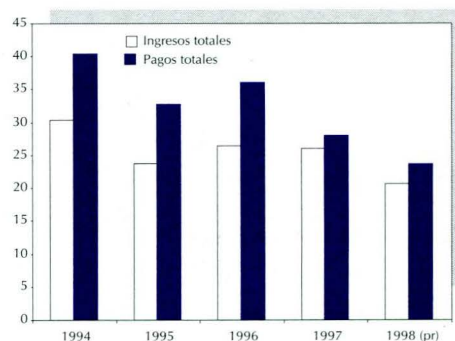


## IV. Indicadores de la situación fiscal

- ◆ De acuerdo con las últimas proyecciones del Consejo Nacional de Política Fiscal (Confis), en 1997 el Gobierno Central registró un déficit de \$4,5 billones que representa el 4,0% del PIB antes de privatizaciones. Para el sector público consolidado el déficit fue de \$3,4 billones, es decir el 3,1% del PIB.
- ◆ Para el año completo, se estima que los ingresos totales de Gobierno Central crecieron en 26,8% en términos nominales, frente al 27,5% en el caso de los pagos totales. Esta situación generó un desahorro corriente cercano a los \$1,2 billones. Los indicadores señalan que el déficit estuvo cubierto principalmente por endeudamiento interno, (78,1%), mientras que el 21,9% fue financiado con recursos externos.
- ◆ Al interior de los pagos corrientes, los gastos generales y el pago de intereses por concepto de endeudamiento externo fueron los rubros de mayor crecimiento con tasas de 55,8% y 39,5%, respectivamente. En los gastos de inversión se estima un incremento de 36,8% en términos nominales.
- ◆ De las empresas que componen el sector público no financiero, se espera que en 1997 el ISS, el Fondo Nacional del Café, Telecom y Carbochol hayan registrado superávits en sus recursos. Adicionalmente, se estima que La Empresa Colombiana de Petróleos (Ecopetrol) haya generado un balance negativo de \$308 miles de millones.
- ◆ Estimaciones recientes de la División de Análisis Fiscal del Departamento Nacional de Planeación (DNP) señalan que el tamaño del sector público

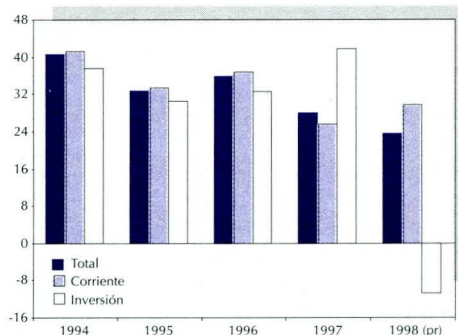
medido por los gastos del Estado, muestra un crecimiento continuo entre 1995 y 1997 de aproximadamente 6 puntos del PIB al pasar de 32,2% a 38,1%, respectivamente.

**Gráfico 18A. GOBIERNO CENTRAL: INGRESOS Y PAGOS TOTALES (Tasa anual de crecimiento) 1994 - 1998**



Fuente: Confis.

**Gráfico 18B. GASTO PÚBLICO (Tasa anual de crecimiento) 1994 - 1998**



Fuente: Confis

## Cuadro 15A. OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL

(Miles de millones de pesos corrientes)

	Proyección			Variación %	
	1996	1997	1998	97/96	98/97
<b>Ingresos totales<sup>a</sup></b>	12.049	15.283	17.982	26,8	17,7
Ingresos tributarios netos	10.172	13.148	15.563	29,3	18,4
Ingresos no tributarios <sup>a</sup>	1.877	2.134	2.419	13,7	13,3
<b>Pagos totales</b>	15.363	19.584	24.270	27,5	23,9
Pagos corrientes	13.047	16.392	21.217	25,6	29,4
Intereses	1.879	2.463	3.851	31,1	56,4
Externos	467	652	1.015	39,5	55,5
Internos <sup>b</sup>	1.411	1.811	2.836	28,3	56,6
Otros	11.169	13.930	17.366	24,7	24,7
Servicios personales	2.295	2.848	3.519	24,1	23,6
Transferencias	8.021	9.753	12.506	21,6	28,2
Gastos generales <sup>c</sup>	853	1.329	1.341	55,8	0,9
Pagos de capital	2.316	3.169	2.932	36,8	-7,5
<b>Ahorro corriente</b>	-998	-1.110	-3.235	11,2	191,5
<b>Déficit/superávit sin préstamo neto</b>	-3.315	-4.301	-6.288	29,8	46,2
Prestamo neto	419	204	405	-51,4	99,2
<b>Déficit/superávit<sup>a</sup></b>	-3.734	-4.504	-6.694	20,6	48,6
<b>Financiamiento</b>	3.734	4.504	6.694	20,6	48,6
Crédito externo neto	1.080	1.084	2.008	0,4	85,3
Mediano y largo plazo	1.080	1.084	2.008	0,4	85,3
Desembolsos	1.820	1.890	3.069	3,8	62,4
Amortizaciones	740	806	1.061	8,9	31,6
Corto plazo neto	0	0	0	-	-
Crédito Interno neto	1.791	3.517	3.592	96,4	2,1
Desembolsos	3.874	6.919	7.330	78,6	5,9
Amortizaciones	2.083	3.402	3.738	63,3	9,9
Privatizaciones	747	430	0	-42,4	-
Otros recursos	116	-526	1.093	-533,0	-307,7
<b>Déficit o superávit / PIB</b>	-3,7	-4,0	-4,8	-	-
<b>Privatizaciones (% del PIB)</b>	0,8	0,4	0,0	-	-
<b>Déficit o superávit después de privatizaciones</b>	-2,9	-3,6	-4,8	-	-

<sup>a</sup> Incluye cuenta especial de cambios.

<sup>b</sup> Incluye intereses TAN.

<sup>c</sup> Incluye compra de equipo militar (crédito de proveedores).

Fuente: Confis.

**Cuadro 15B. SUPERAVIT O DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO**  
(Miles de millones de pesos y % del PIB)

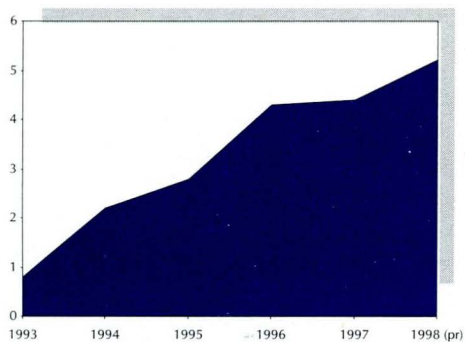
	1997		1998 - proyección	
	Déficit/superávit	% del PIB	Déficit/superávit	% del PIB
Sector Eléctrico	-257	-0,2	-101	-0,1
Ecopetrol	-308	-0,4	240	0,2
Carbocol	64	0,0	65	0,0
Telecom	210	0,2	37	0,0
Metro Medellín	-22	-0,1	38	0,0
Resto de entidades descentralizadas	142	0,1	182	0,1
Seguridad Social	1.398	1,3	1.804	1,3
Regional y Local	-297	-0,3	-204	-0,2
Entidades no incluidas	46	0,1	774	0,4
Fondo Nacional del Café	181	0,2	331	0,3
Gobierno Nacional	-4.504	-4,0	-6.693	-4,8
Total	-3.348	-3,1	-3.701	-2,8

Fuente: Confis.

◆ Se proyecta para 1998 un déficit del sector público consolidado de 2,8% del PIB. Este se compone de un déficit de 4,8% del PIB para el gobierno central y de un superávit de 0,1%

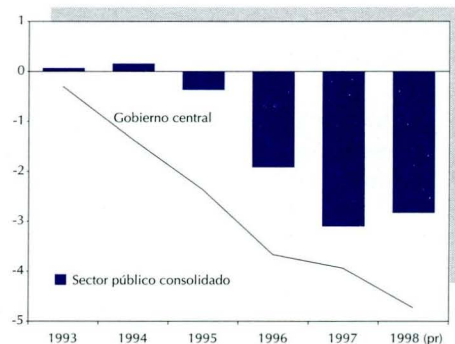
del PIB para las entidades descentralizadas. Este desequilibrio, aunque inferior al registrado en 1997, se sitúa como el segundo más elevado de la década.

**Gráfico 18C. DEFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL, REGIONAL Y LOCAL**  
(% del PIB)



Fuente: Confis.

**Gráfico 18D. SUPERAVIT GOBIERNO CENTRAL Y SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO**  
(% del PIB)



Fuente: Confis.

## V. Situación monetaria y financiera

- ◆ Durante buena parte de 1997 se presentó un relajamiento de la política monetaria y esto se reflejó en el notorio incremento de todos los indicadores. Sin embargo, hacia el mes de noviembre se presentaron reducciones en algunos indicadores. En el mes de diciembre, sobresalió el incremento anual de 25% de la base monetaria en contraste con el 5,8% observado en 1996. Precisamente durante este último mes del año, la base monetaria superó el límite superior del corredor y cerró el año en \$8.287 mil millones.
- ◆ El crecimiento de la base monetaria estuvo asociado a la disminución registrada en el saldo de OMAS que se ubicó al final del año en \$54 mil millones, cifra que representa una caída de 95,7% frente a diciembre de 1996. Sin embargo, en el mes de enero del presente año el saldo se ha recuperado levemente pasando a una cifra de \$323 mil millones.
- ◆ En 1997 los medios de pago se incrementaron en 21,7%, cifra superior a la registrada en el mismo período de 1996 cuando fue de 16,5%. Este crecimiento se reflejó en el aumento de 26,6% en el efectivo en poder del público. El aumento del nivel de liquidez en la economía al cierre del año, estuvo asociado con la intro-

**Cuadro 16. OFERTA MONETARIA  
(Tasas anuales de crecimiento)**

	Diciembre	Enero	
	1997	1997	1998
<b>Indicadores<sup>a</sup></b>			
Base monetaria	25,0	1,0	22,6
Efectivo <sup>b</sup>	26,6	20,8	26,5
Reserva bancaria	23,5	-2,4	19,4
Liquidez secundaria	12,5	133,6	29,1
Medios de pago	21,7	13,9	23,9
Efectivo en poder del público	26,6	20,3	26,4
Cuentas corrientes	19,0	10,9	22,5
Cuasidineros <sup>c</sup>	26,3	27,5	25,1
Oferta monetaria ampliada (M2) <sup>c</sup>	25,1	24,3	24,8
<b>Coefficientes</b>			
Multiplicador monetario	1,3	1,3	1,3
Efectivo/cuentas corrientes	0,6	0,5	0,4
Reserva/cuentas corrientes	0,6	0,6	0,5
Cuasidineros/M1	3,0	3,5	3,5

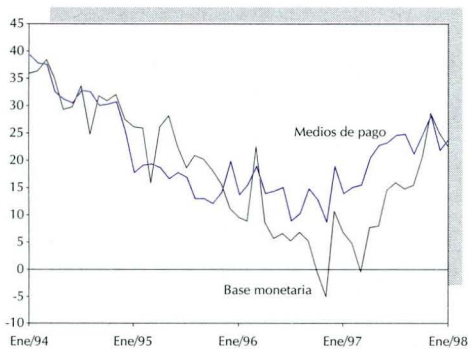
<sup>a</sup> Tasas de crecimiento anual con base en el saldo del último día del mes.

<sup>b</sup> Incluye depósitos de particulares en Banco de la República.

<sup>c</sup> Incluye depósitos de ahorro y a término en el sistema bancario y en las Corporaciones Financieras y depósitos totales en las CAV. A partir de enero de 1992 se incluyen las captaciones de las Compañías de Financiamiento Comercial.

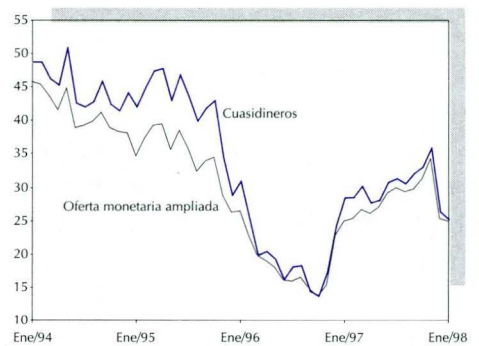
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 19A. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)**  
Enero 1994 - enero 1998



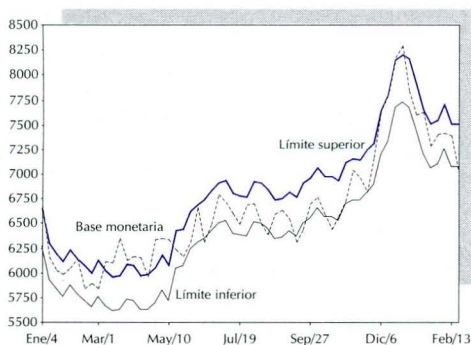
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 19B. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)**  
Enero 1994 - enero 1998



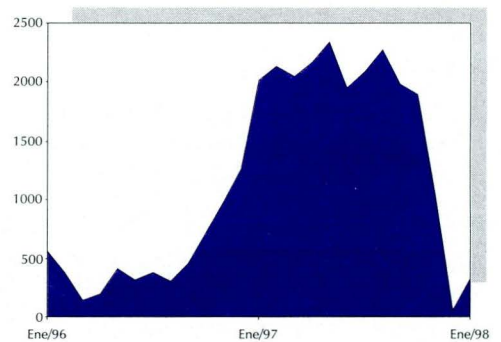
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 20. CORREDOR DE LA BASE MONETARIA (Miles de millones de pesos)**  
Enero 1997 - febrero 1998



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 21. SALDO MENSUAL DE OMAS (Miles de millones de pesos)**  
Enero 1996 - enero 1998



Fuente: Banco de la República.

ducción de dinero a través de los Repos cuyo saldo al final del mes de diciembre fue de \$530,5 mil millones frente al saldo nulo observado en igual período de 1996.

- ◆ En enero del presente año, se destaca el comportamiento de la liquidez secundaria con un incremento de 29,1% frente a 133,6% registrado en el mes de enero del año anterior. Igualmente

es importante el aumento en cerca de 6 puntos porcentuales del efectivo total y el que se encuentra en poder del público.

- ◆ En el mes de febrero, el saldo de la base monetaria llegó a \$7.378 mil millones, cifra que representa un crecimiento de 22,6% por encima del incremento registrado en igual período del año anterior.

## TASAS DE INTERES Y MARGEN DE INTERMEDIACION

- ◆ Durante 1997 las tasas de interés presentaron un comportamiento positivo y terminaron como las más bajas de los últimos años. Igualmente, el diferencial entre las tasas de interés interna y externa se redujo considerablemente. A partir del mes de octubre las tasas de interés internas tuvieron un ligero aumento y al final de año la tasa de captación se ubicó en 24,31% y la de colocación en 33,35%.
- ◆ La caída en la tasa de interés interna revirtió el diferencial de intereses frente a la tasa externa corregido por la pendiente de la banda cambiaria lo que ocasionó una presión sobre la tasa de cambio.
- ◆ Al comienzo del presente año, las tasas de interés han registrado una clara tendencia al alza. En efecto, la tasa efectiva anual pasó de 24,58% en enero a 25,26% en febrero y a más de 27% en el mes de marzo. Esta situación es explicada por el aumento de la demanda de crédito en respuesta al proceso de reactivación económica, a las medidas adoptadas por el Banco de la República para neutralizar la persistente elevación de la

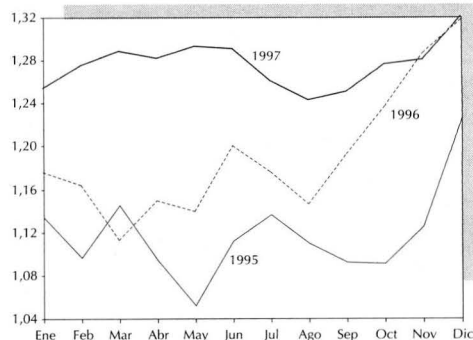
**Cuadro 17. TASA EFECTIVA DE INTERES Y MARGEN DE INTERMEDIACION**

Fin de	Captación	Colocación	Margen de intermediación
1994	37,90	44,99	7,09
1995	33,42	44,23	10,81
1996	31,15	42,05	10,90
1997	24,13	34,26	10,13
1998			
Enero	24,58	34,55	9,97

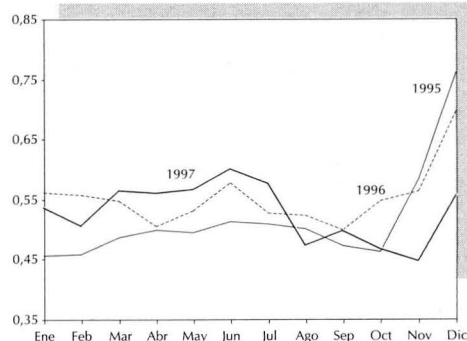
Fuente: Banco de la República, Informes mensuales.

**Gráfico 22. COEFICIENTES MONETARIOS 1995 - 1997**

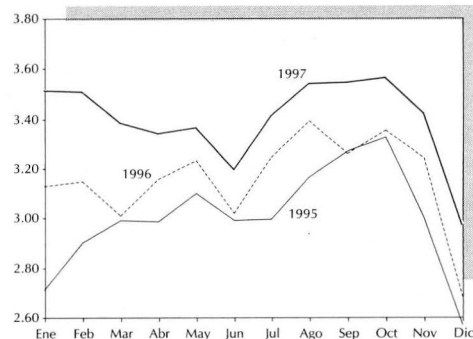
### A. Multiplicador monetario



### B. Relación efectivo/cuentas corrientes

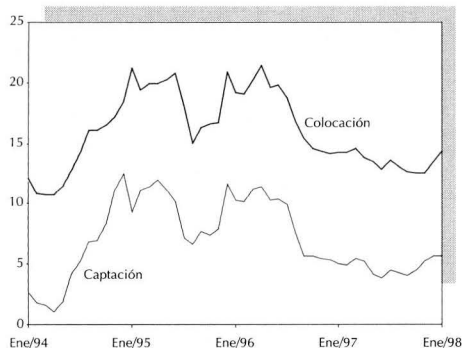


### C. Relación cuasidineros/medios de pago



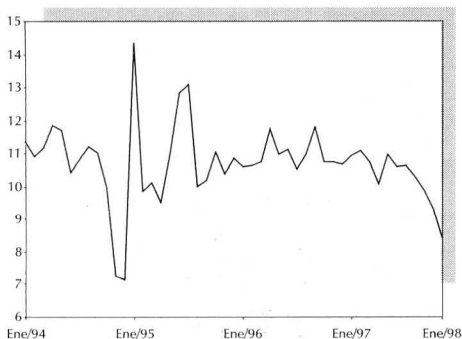
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 23A. TASAS REALES DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION**  
Enero 1994 - enero 1998



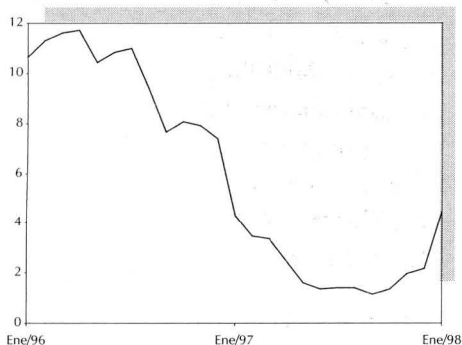
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 23B. MARGEN DE INTERMEDIACION**  
Enero 1994 - enero 1998



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 23C. DIFERENCIAL DE INTERESES CORREGIDO POR PENDIENTE DE BANDA CAMBIARIA (Enero 1996 - enero 1998)**



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

tasa de cambio y a la presión del Gobierno para captar recursos del mercado interno con el fin de financiar el déficit fiscal.

- ◆ El margen de intermediación financiera durante 1997 se redujo en cerca de dos puntos porcentuales al pasar de 10,90% en enero a 9,03% en diciembre. En lo corrido del presente año esta tendencia se ha mantenido y el margen se ubica en 8,4% en el mes de febrero.

## PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

- ◆ Durante 1997, el comportamiento de los diferentes activos fue bastante dinámico. El total de activos en el Sistema Financiero creció en 33,8%, debido principalmente al aumento de los CDTs de los Bancos (49,2%), de los depósitos de ahorro (49,4%) y de las captaciones de las compañías de financiamiento comercial (36,7%). Por el lado del sector público, los activos aumentaron igualmente de manera notable en 57,6%, principalmente como consecuencia del aumento de los TES. Finalmente, los activos del Banco de la República presentaron un comportamiento contrario, ya que cayeron en 92% como resultado de la disminución de las Operaciones de Mercado Abierto. La baja captación de dinero por esta vía y por lo tanto el bajo saldo de las OMAS al final del año fue consistente con la política expansionista.
- ◆ De acuerdo con las últimas estadísticas del Banco de la República, en enero del presente año los activos financieros más dinámicos fueron los del sector público al registrar un crecimiento de 41,3%. El incremento se explica fundamentalmente por el aumento de 44,7% en los TES clase B. No obstante, el crecimiento de estos activos resultó inferior al observado en el mismo mes de 1997 (65,8%).

**Cuadro 18. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS**  
(Miles de millones de pesos y tasas anuales de crecimiento)

	Enero		Variación %	
	1997	1998	96/95	97/96
<b>Efectivo en poder del público</b>	2.687	3.396	20,3	26,4
<b>Sistema financiero</b>	30.290	38.517	18,3	27,2
Depósitos en cuenta corriente <sup>a</sup>	4.897	5.999	10,9	22,5
Depósitos de ahorro	4.689	6.677	16,2	42,4
Certificados de depósito a término	7.335	10.377	34,0	41,5
Bancos	5.646	7.938	40,8	40,6
Corporaciones financieras	1.689	2.439	15,3	44,4
Depósitos CAV	9.863	11.747	7,2	19,1
Captación cías. de financ. comercial	2.855	2.581	40,4	-9,6
Cédulas hipotecarias	652	1.136	46,3	74,3
<b>Sector público</b>	7.257	10.255	55,1	41,3
Certificados eléctricos valorizables y TER	22	5	-82,4	-77,3
T.E.S. B <sup>b</sup>	6.746	9.761	65,8	44,7
Títulos cafeteros y otros	489,0	489,0	0,8	0,0
<b>Banco de la República</b>	2.045	463	241,4	-77,4
Certificados de cambio	1	1	0,0	0,0
Operaciones de mercado abierto	1.951	323	245,9	-83,4
Títulos de participación	1.951	323	245,9	-83,4
Títulos canjeables <sup>c</sup>	0	0	-	-
Repos	0	37	-	0,0
Títulos de fomento	0	0	-	-
Otras operaciones con títulos	93	139	172,9	49,8

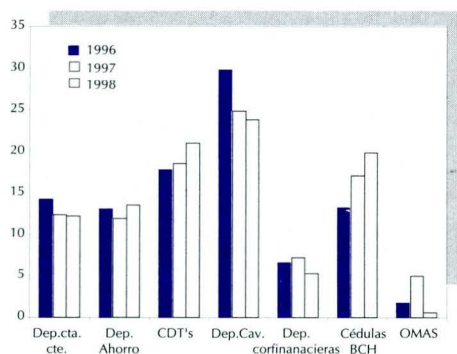
<sup>a</sup> Incluye depósitos en cuenta corriente en el sistema bancario únicamente.

<sup>b</sup> Entre abril 13 y mayo 18 de 1996, fueron incorporados \$490 MM correspondientes a TES clase A.

<sup>c</sup> Resolución 66/86 y Resolución 72/88 de la Junta Monetaria. Inversiones canjeables Resolución 52/91.

Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 24. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS A ENERO (Distribución porcentual)**

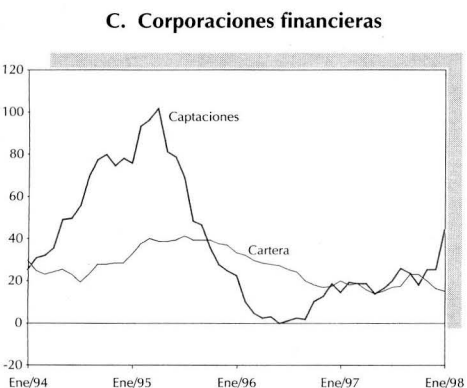
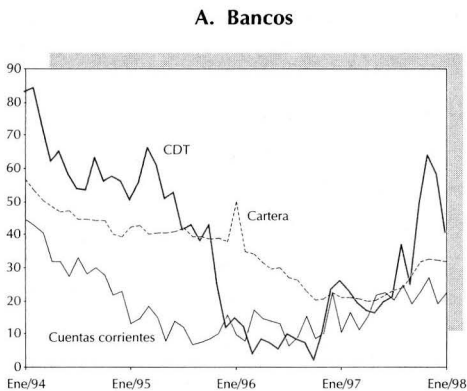


Fuente: Banco de la República.

- ◆ Sobresalen los activos del sistema financiero con un incremento de 27,2%, cifra superior en 8,9 puntos porcentuales al valor observado en enero del año anterior. Este mayor dinamismo es resultado del aumento que se ha registrado en las cédulas hipotecarias que se encuentran en poder del público, las cuales crecieron 74,5% durante el primer mes del año, así como del crecimiento de los depósitos de ahorro tradicional (42,4% frente a 16,2% en enero de 1997).
- ◆ Por otra parte, tanto el crecimiento como la participación de las operaciones de mercado abierto (OMAs) en el conjunto de los principales activos



**Gráfico 25. EVOLUCION DE LAS CAPTACIONES Y CARTERA (Tasas anuales de crecimiento)  
Enero 1994 - enero 1998**



Fuente: Banco de la República.

financieros, ha disminuido drásticamente. En enero de 1997 las OMA registraron un crecimiento del 241,4% frente al mismo mes de 1996 y en el enero del presente año, presentaron una caída del 77,4%, después de haberse mantenido en niveles elevados durante la mayor parte del año anterior. Igualmente, su participación en el conjunto de activos financieros se ha reducido de manera muy fuerte (0,7% frente a 4,9% en 1997).

- ◆ A lo largo del año anterior, la cartera del sistema financiero se mantuvo estable y con una tendencia descendente que fue más notoria en el caso de las CAVs y de las corporaciones financieras. Esa tendencia se ha mantenido en el comienzo del presente año, con excepción de los bancos cuya cartera se incrementó en 32,03% frente al mes de enero de 1997.
- ◆ En el primer mes de 1998, la cartera de los bancos ascendió a \$26.078 miles de millones, en tanto que para las CAVs y las corporaciones financieras llegó a \$12.291 y \$7.842 miles de millones, respectivamente.
- ◆ Dentro de los intermediarios financieros, los bancos registraron la mayor tasa de crecimiento en el monto de la cartera durante el mes de febrero. En efecto, el incremento anual se ubicó en 32,8%, frente a 23,1% para las CAVs y 11% para las corporaciones financieras.

## VI. Indicadores de precios

- ◆ En 1997, el gobierno nacional logró cumplir la meta de inflación que se había fijado en 18%. El crecimiento del índice de precios al consumidor se ubicó en 17,68% para el año completo y se sitúa como la más baja de los últimos catorce años, después de 1993 cuando se registró un crecimiento de 16,64%. Contribuyeron a esta situación el continuo descenso en los precios de la educación y en los servicios públicos. Por su parte, en los sectores de alimentos y de transporte se observó una tendencia estable a lo largo del año anterior.
- ◆ En el año anterior, el grupo de los bienes indexados registró un descenso continuo desde el mes de enero y fue el que más contribuyó al cumplimiento de la meta fijada por el gobierno.
- ◆ Para 1998, el Banco de la República ha establecido la meta de inflación en 16% y en ese mismo año, Fedesarrollo estima que el índice de precios al consumidor aumentará en 18,9%.
- ◆ Los últimos resultados del Dane hasta el mes de febrero muestran un aumento en el nivel general de los precios frente al comportamiento registrado en 1997. En febrero, el índice de precios al consumidor aumentó 3,28% en respuesta al crecimiento que se registró en los grupos de educación (13,08%) a raíz del inicio de un nuevo año escolar, en transporte (5,18%) debido al incremento de las tarifas del transporte público y de la gasolina y, finalmente en alimentos (3,32%) por el aumento en el precio de algunas frutas, legumbres y hortalizas cuyos cultivos se han visto afectados por el fenómeno del Niño. En conjunto estos grupos aportaron 2,65 puntos porcentuales a la variación total del índice.
- ◆ En lo corrido del presente año, el mayor aporte a la reducción de la inflación lo ha realizado el grupo

**Cuadro 19. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR**  
(Variaciones porcentuales)

	Mensual			Año corrido			Año completo		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
Enero	2,5	1,7	1,8	2,5	1,7	1,8	20,2	20,6	17,8
Febrero	4,0	3,1	3,3	6,6	4,8	5,1	20,8	19,6	18,0
Marzo	2,1	1,6		8,9	6,5		20,2	18,9	
Abril	2,0	1,6		11,0	8,2		19,9	18,5	
Mayo	1,6	1,6		12,8	9,9		19,8	18,6	
Junio	1,1	1,2		14,0	11,3		19,7	18,7	
Julio	1,5	0,8		15,8	12,2		20,6	17,9	
Agosto	1,1	1,2		17,0	13,5		21,1	17,9	
Septiembre	1,2	1,3		18,4	14,9		21,6	18,0	
Octubre	1,2	1,0		19,8	16,0		21,9	17,8	
Noviembre	0,8	0,8		20,8	17,0		21,9	17,8	
Diciembre	0,7	0,6		21,6	17,7		21,6	17,7	

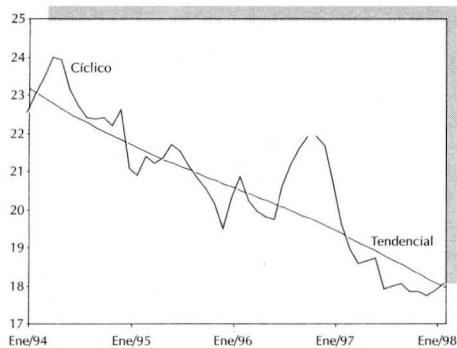
Fuente: Dane.

de bienes transables, compuesto por vestuario y calzado, bebidas, alimentos y muebles y electrodomésticos. Sin embargo, entre enero y febrero de 1998, la educación, el transporte y los alimentos se ubicaron por encima del 5,13% observado en el IPC. Por debajo del promedio se ubicaron la salud con un incremento de 4,32%, otros gastos

con 4,05%, vivienda con un aumento de 2,37% y vestuario con 1,44%.

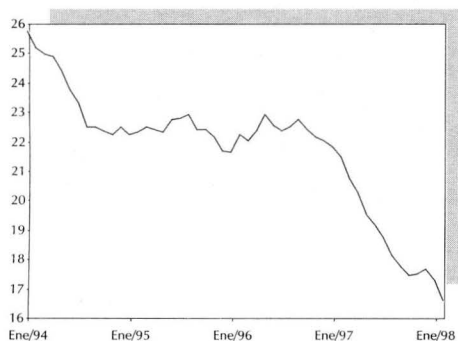
- ◆ El índice de precios al productor registró un aumento del 17,5% durante el año anterior, resultado en gran medida del incremento en el IPP de los bienes exportados (36,5%), seguido por los

**Gráfico 26A. INFLACION: COMPONENTES CICLICO Y TENDENCIAL (Enero 1994 - febrero 1998)**



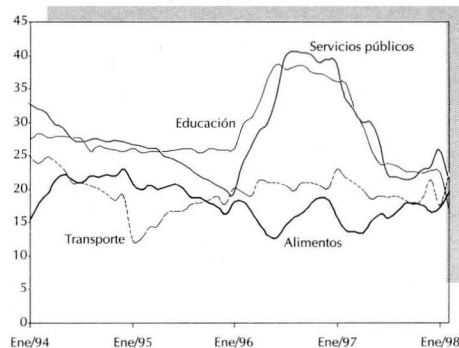
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 26B. INFLACION BASICA Enero 1994 - febrero 1998**



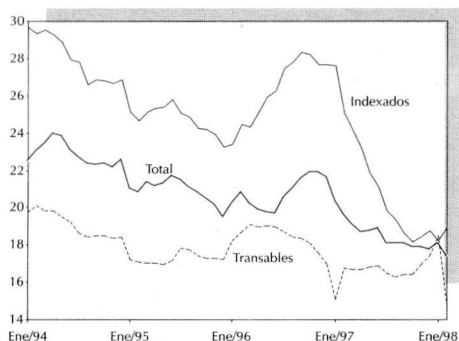
Inflación básica: inflación excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios, y gasolina para vehículo. Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo con base en metodología del DNP.

**Gráfico 26C. INFLACION POR SECTORES Enero 1994 - enero 1998**



Fuente: Dane.

**Gráfico 26D. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (Variación anual) Enero 1994 - febrero 1998**



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

bienes exportados sin café (21,8%) y los bienes de consumo final (19,3%).

- ◆ En el mes de febrero del presente año, el IPP total se incrementó en 9 puntos porcentuales por encima

del aumento observado en el mismo período del año anterior. El IPP de los bienes exportados, los bienes producidos y consumidos, los bienes de consumo final y los de consumo intermedio, superaron el promedio total de índice.

**Cuadro 20. INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR<sup>a</sup>**  
(Tasas anuales de crecimiento)

	Total	Procedencia de los bienes				Uso o destino económico de los bienes <sup>b</sup>			
		Producidos y consumidos	Importados	Exportados	Exportados sin café	Consumo intermedio <sup>c</sup>	Consumo final <sup>c</sup>	Formación de capital	Materiales de construcción
<b>Diciembre</b>									
1994	20,7	22,3	10,5	39,4	9,4	21,8	21,6	12,7	14,6
1995	15,4	14,8	19,8	4,3	23,8	15,6	15,8	14,2	14,7
1996	14,6	15,8	6,1	7,5	9,9	12,5	17,9	11,8	14,4
1997	17,5	17,7	15,9	36,5	21,8	16,6	19,3	13,3	17,5
<b>Febrero</b>									
1995	18,4	19,4	11,7	39,7	16,2	20,2	17,7	11,8	14,0
1996	17,4	17,1	19,9	10,0	22,2	16,7	19,4	15,7	11,8
1997	12,2	13,1	5,9	10,5	7,6	10,2	14,7	11,1	15,7
1998	21,2	22,0	15,3	26,4	20,1	22,4	21,3	14,2	16,5

<sup>a</sup> A partir de enero de 1991, el índice de precios al productor reemplaza al índice de precios al por mayor del comercio en general.

<sup>b</sup> Adaptación del Banco de la República de los grupos según uso o destino económico, utilizados por la Cepal.

<sup>c</sup> Denominado en el IPM materias primas.

Fuente: Banco de la República.

# **Análisis Coyuntural**



# FUNDACIÓN ALEJANDRO ÁNGEL ESCOBAR

## P R E M I O S 1 9 9 7



### • Premio de Ciencias Exactas, Físicas y Naturales

Caracterización clínica y molecular de la enfermedad de Alzheimer tipo demencia en un grupo familiar amplio en Antioquia, Colombia.

*Por Francisco Lopera Restrepo, Jorge Eliécer Ossa, Oscar Mauricio Arcos, Lucía Madrigal, Alonso Martínez, Juan Carlos Arango Viana, Liliana Hincapié, Juan Carlos Arango Lasprilla.*



### • Mención de Honor

Mecanismo molecular de stress oxidativo como mediador de muerte celular. Modelo de estudio en los procesos de neurodegradación.

*Por Marlene Jiménez del Río y Carlos A. Vélez Pardo.*



### • Premio del Medio Ambiente y Desarrollo Sostenible

Estrategias para el manejo de fauna de caza con comunidades indígenas Embera en la zona del Parque Nacional Natural Utría-Resguardos Indígenas.

*Por Astrid Ulloa, Heidi Rubio, Claudia Campos y miembros de la Comunidad Embera.*



### • Premios de Solidaridad

Fundación Eudes, de Bogotá  
Fundación Hogares Claret, Comunidad Terapéutica, de Medellín

### • Mención de Honor

Fundación Granja Taller de Asistencia Colombiana, Fungrata de Bogotá.



# Análisis Coyuntural

---

## I. RESULTADOS DE 1997

### A. Actividad económica

El panorama económico de principios de 1997 se caracterizó por un peso revaluado, elevadas tasas de interés, caída en la inversión, crisis de algunos sectores productivos, principalmente la construcción, e incertidumbre política y económica. Como consecuencia, durante el primer semestre del año, el PIB creció sólo 1,3% frente al mismo período de 1996. Desde mediados de año mejoraron las condiciones para el crecimiento y se evidenciaron síntomas de recuperación. Hasta el tercer trimestre la economía creció 2,3%. Aún no se tienen los resultados definitivos para el cuarto trimestre del año, pero según las estimaciones de Fedesarrollo la economía creció 2,8%. El Gobierno es más optimista ya que supone un crecimiento de 3,2%.

Durante 1997 se presentaron condiciones favorables que facilitaron el crecimiento. En el campo monetario, las tasas de interés de captación cayeron a un nivel de 24,1% frente a 31,1% al final del año regis-

trado en diciembre de 1996, como resultado de la mayor liquidez en la economía. En el frente cambiario, el peso se depreció drásticamente a partir del mes de septiembre y la tasa de cambio se movió del piso al techo en 44 días hasta alcanzar una devaluación anual de 29,6%.

El valor real de la producción de café registró un incremento del 30%, debido a las mayores cotizaciones externas que alcanzaron un nivel promedio de US\$2/libra. El sector servicios tuvo un desempeño favorable, con un crecimiento a lo largo del año de 4,1%. El panorama externo fue dinámico, ya que las exportaciones hasta el mes de octubre crecieron 8,8% y las importaciones 10,5%. Algunos sectores como la industria y la construcción empezaron a mostrar síntomas de recuperación y se percibieron mejores expectativas de los agentes sobre el futuro de la economía. De manera significativa se cumplió la meta de inflación fijada por el Gobierno en 18%, ya que al finalizar el año el incremento del IPC fue de 17,7%.

Finalmente, la recuperación de la economía venezolana jugó un papel positivo. Las proyecciones

oficiales indican que dicha economía creció 5,1% en el mismo año. Adicionalmente, la depreciación real del peso frente al bolívar implicó una ganancia en la competitividad de nuestras exportaciones hacia el vecino país.

Sin embargo, también se presentaron varios factores que influyeron negativamente en el crecimiento de la economía en 1997. En particular, las medidas erráticas adoptadas por el Gobierno a lo largo del año generaron incertidumbre entre los agentes y postergaron la reactivación de la economía. Particularmente la declaratoria de Emergencia Económica por parte del Gobierno en el mes de enero, así como la elevación de los niveles arancelarios por un período de tres meses crearon desconcierto y propiciaron la caída en la inversión privada. Adicionalmente, la segunda descertificación consecutiva del Gobierno de los Estados Unidos a Colombia en el mes de marzo y la amenaza de sanciones comerciales reforzaron esta tendencia. En efecto, la reducción en 1,6% en la inversión que se registró durante los primeros nueve meses fue un factor determinante para el lento crecimiento de la economía a lo largo del año.

Por otra parte, debido a problemas técnicos y de orden público se retrasaron los cronogramas de producción petrolera de los campos de Cusiana y Cupiagua. Para 1997 se esperaba una producción promedio de 704 mil barriles diarios (un crecimiento de 12%) y al finalizar el año el nivel promedio apenas fue de 652 mil barriles diarios (un aumento de 4,3%).

Por último, en 1997 el desequilibrio fiscal que venía incrementándose en el pasado reciente se recrudeció, ya que el gasto público tuvo un incremento de 27,5% en términos nominales. Según las últimas proyecciones del Gobierno, el déficit del sector público consolidado en 1997 fue 3,1%

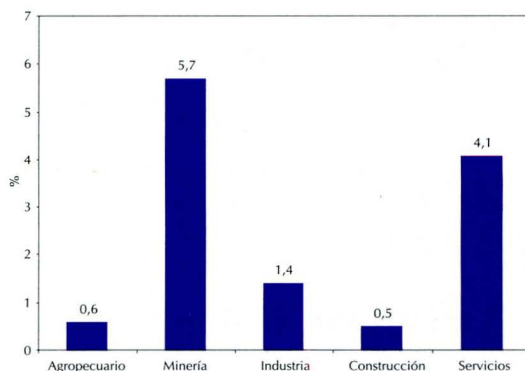
como proporción del PIB, en contraste con el déficit de 2,0% registrado en 1996. De igual manera, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo a un nivel elevado de US\$5,021 millones, lo que equivale al 5,7% del PIB.

## B. Crecimiento del producto

Los sectores que más contribuyeron a la recuperación de la economía fueron los servicios, la minería y la industria, los cuales, según estimativos de Fedesarrollo, crecieron a tasas de 4,1%, 5,7% y 1,4%, respectivamente. Por su parte, la agricultura creció sólo 0,6% y la construcción 0,5% (Gráfico 1).

Durante el período enero-septiembre la demanda interna tuvo un desempeño mediocre, como consecuencia de un incremento del consumo total de 2,9%, inferior al 3,3% registrado en 1996, y de un aumento en la inversión de sólo 0,5%, principalmente debido a la caída en la inversión privada. No obstante, el aumento de las exportaciones de 8,8% observado hasta el mes de octubre contribuyó positivamente como factor de expansión de la demanda.

**Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB SECTORIAL**

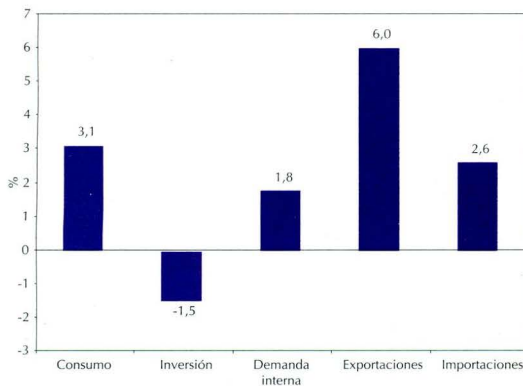


Fuente: Fedesarrollo.



Para el año completo Fedesarrollo estima que la demanda interna creció 1,8% como resultado de un aumento de 3,1% en el consumo y de una caída de 1,5% en la inversión. Se espera además un crecimiento de las exportaciones de 6,0% (Gráfico 2). Las proyecciones del Gobierno son más optimistas en particular en lo relacionado con la inversión cuyo aumento se estima en 4,0%, y con el comportamiento de las exportaciones (10,1%).

**Gráfico 2. CRECIMIENTO DEL PIB: DISTRIBUCION DEL GASTO 1997**



Fuente: Fedesarrollo.

### 1. Comportamiento sectorial

Hasta el mes de noviembre la producción del sector manufacturero registró un crecimiento acumulado de 1,5%, ligeramente superior al observado en 1996. La recuperación se dio principalmente en los últimos meses del año, según lo confirman los datos del Dane y los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Después de presentar una caída importante en 1996, la actividad del comercio se recuperó paulatinamente durante el año. Entre enero y noviembre, las ventas en el comercio minorista, sin incluir vehículos

ni combustibles, crecieron 1,0%, en contraste con el descenso de 2,4% registrado el año anterior. De acuerdo con los resultados de la Encuesta de Fedesarrollo-Fenalco la reactivación fue el resultado del aumento paulatino de la demanda en el mercado interno y de la caída de las existencias, que se evidenció principalmente desde mediados del año.

Si bien la construcción a partir del segundo semestre de 1997 presentó una recuperación gradual, las diferentes estimaciones indican que el comportamiento para 1997 fue mediocre, similar al registrado en 1996. La encuesta para el sector de la construcción que realizan Fedesarrollo y Camacol-Cundinamarca, indica que buena parte de la reactivación se concentró en la construcción de obras públicas y en la de vivienda para los estratos medio y bajo. Por su parte, las edificaciones de estratos altos enfrentaron durante el año una baja demanda y se mantuvo elevado el nivel de inventarios. Los factores que más contribuyeron al repunte de actividad fueron la mayor disponibilidad de créditos, las menores tasas de interés y la reducción del precio real de los inmuebles.

Con el fin de remediar los futuros problemas de escasez de petróleo, en el mes de octubre el Gobierno adoptó un paquete de medidas de ajuste a los actuales esquemas de contratación mediante el cual se busca atraer capital extranjero. Los análisis de estas medidas indican que, si bien resuelven el problema en el largo plazo, no solucionan la insuficiencia de crudo en el corto y mediano plazo.

Según información oficial, la producción agrícola se contrajo en 1,8% (1,4% sin incluir café) durante 1997, debido en parte al intenso verano como resultado del fenómeno de El Niño. Este factor afectó por igual a todos los rubros de la producción agrícola.

La producción cafetera fue de 10.704 miles de sacos de 60 Kg, 4,3% por debajo de lo registrado en el mismo período del año anterior. No obstante, el volumen exportado creció 3,1 puntos porcentuales frente a lo exportado en 1996.

El precio interno promedio para el año se ubicó en \$331.013 por saco de 60 kilogramos. Entre enero y diciembre se registró un crecimiento nominal de 57,7% frente al mismo período del año anterior. Por su parte, el precio externo promedio del café colombiano fue de US\$194,3 centavos/libra, 48,1% por encima del precio promedio observado en igual período de 1996.

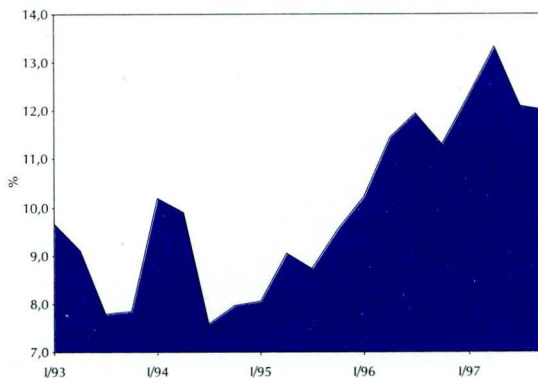
## 2. Empleo

El año de 1997 culminó con una tasa de desempleo promedio de 12,5%, uno de los más altos de la historia del país. Durante el primer semestre del año esta tasa fue de 13,6%. A partir del tercer trimestre el empleo se recuperó ligeramente y la tasa de desocupación cedió a un nivel de 12%. Al final de año, cerca de 800.000 personas se encontraban desocupadas en las siete principales ciudades del país (Gráfico 3).

De acuerdo con la información de la Muestra Mensual Manufacturera del Dane, el empleo se redujo en 5,7% en el sector industrial. Sólo en los sectores de Petróleo y sus Derivados y Equipo Profesional y Científico el empleo aumentó. De hecho, en buena parte de los sectores se presentó una relación inversa entre el crecimiento de la producción y el aumento del empleo, lo cual evidencia un incremento en la productividad y una caída de la elasticidad del empleo al crecimiento del producto.

Sin lugar a dudas, el desempleo es uno de los problemas más graves que afronta el país, en la medida

**Gráfico 3. TASA DE DESEMPLEO SIETE CIUDADES**



Fuente: Dane.

en que perpetúa los niveles de pobreza y acentúa la desigualdad del ingreso. En las actuales circunstancias, el país está cada vez más lejos de recuperar los niveles de desempleo de un dígito registrados en años pasados. Lograr este objetivo deberá convertirse en uno de los principales retos del próximo gobierno.

## C. Situación monetaria y tasas de interés

Durante buena parte de 1997 se presentó un mayor crecimiento de los agregados monetarios. La base monetaria aumentó 20%, en contraste con el 10,6% registrado en diciembre de 1996. El fuerte crecimiento de la base se dio desde mediados del mes de mayo debido al incremento del corredor que utilizan las autoridades monetarias que se elevó de 17%  $\pm$  3% a 21%  $\pm$  3%. Desde el mes de noviembre, la fuerte caída del saldo en OMAS explica el mayor crecimiento de la base. Al final del año, dicho saldo se ubicó en \$54 mil millones, lo cual implicó una disminución de 95,7% frente a diciembre de 1996.

Durante el año, los medios de pago crecieron a una tasa de 21,7%, cifra superior a la registrada en 1996 cuando fue de 16,5% y el crecimiento de los

cuasidineros se ubicó en 26,3%. Este incremento está estrechamente relacionado con la caída de las tasas de interés.

En el primer semestre del año las tasas de interés tanto de captación como de colocación mostraron un comportamiento decreciente. La tasa efectiva anual de captación al final del año se ubicó en 24,3%, frente a 31,1% en 1996. Sin embargo, a partir del mes de octubre las tasas repuntaron ligeramente como resultado de la reactivación económica, del aumento de la demanda de crédito y de las crecientes necesidades de financiación de los distintos sectores. Adicionalmente, durante el año se observó un estrechamiento en el margen de intermediación de las entidades financieras, el cual pasó de 10,9% en enero a 9,9% en diciembre.

#### **D. Inflación**

Durante 1997 los precios al consumidor alcanzaron un aumento de 17,7%, 3,9 puntos porcentuales por debajo al incremento de 21,6% registrado en 1996. La inflación se situó como la más baja de los últimos catorce años, después de 1993 cuando fue de 16,7%.

Los sectores cuyos precios crecieron por encima de la inflación nacional fueron principalmente educación con 22,7%, salud con 21,5% y transporte con 21,2%. Los que por el contrario contribuyeron a la baja inflación, fueron vivienda con 17,6, alimentos con 16,0% y vestuario con 9,4%. Los dos primeros, en conjunto, representan el 67% de la canasta familiar.

#### **E. Finanzas públicas**

En este campo, el comportamiento durante el año de 1997 fue bastante desalentador. De acuerdo con las estimaciones del Gobierno, el déficit real del sector público consolidado fue de 3,7% como

proporción del PIB. Este desequilibrio fue el resultado de un déficit de 4,0% del Gobierno central y de un superávit de apenas 0,1% del sector descentralizado.

Los ingresos totales del Gobierno Central crecieron 26,8% y los gastos totales 27,5%. Este último se debió principalmente al aumento de 36,8% de los gastos de inversión, mientras que los gastos corrientes crecieron 25,6%. Entre estos últimos, los rubros de mayor crecimiento fueron los gastos generales, incluyendo compra de equipo militar (55,8%), y los pagos de intereses externos (39,5%). El rubro menos dinámico fue el de servicios personales (24,1%).

Las proyecciones oficiales del sector público no financiero muestran que las entidades que presentaron un balance superavitario fueron el Seguro Social (1,4 billones de pesos, 1,4% del PIB) y, en menor medida, Carbocol, Telecom y el Fondo Nacional del Café. Las demás registraron déficit en sus balances, como es el caso del Sector Eléctrico (cuyo desequilibrio fue bastante superior al de 1996), Ecopetrol y el Metro de Medellín.

Cabe resaltar que el déficit total del sector descentralizado fue inferior al previsto, debido especialmente al menor superávit del ISS que disminuyó en cerca de 660 mil millones de pesos frente a 1996. En cualquier caso, el aporte de esta entidad fue decisivo para la reducción del déficit consolidado. Se estima que, sin contar con el Seguro Social, el déficit del sector público consolidado habría alcanzado un 4,4% como proporción del PIB.

#### **F. Sector externo**

En el período enero-octubre de 1997 tanto las exportaciones como las importaciones mostraron un mayor dinamismo frente al año anterior, con un crecimiento de 8,8% para las exportaciones y de

10,5% para las importaciones. En el año completo se estima que el crecimiento de las exportaciones fue de 6,0% y de 2,6% para las importaciones, con valores de US\$11.643 millones y de US\$14.184 millones, respectivamente. Esto arroja un déficit comercial de US\$2.541 millones, superior en 17% frente al saldo de 1996.

El crecimiento de las exportaciones se explicó fundamentalmente por el aumento de 35,7% de las exportaciones de café y de 12,3% de las no tradicionales. El aumento de las importaciones fue particularmente marcado en el caso de las importaciones de bienes de consumo con 25,2%, principalmente debido al aumento en las compras de armas y equipo militar.

La balanza de servicios fue deficitaria en US\$3.511 millones, debido en buena parte a los egresos de US\$3.439 millones por concepto de servicios financieros, de los cuales más del 50% corresponden al pago de intereses cuyo incremento se vió reforzado por la devaluación.

Como resultado, el déficit en la cuenta corriente fue de US\$5.460 millones, el cual representa el 5,7% del PIB. Esta cifra es superior en US\$643,2 al déficit registrado en 1996.

Por otra parte, se espera que la cuenta de capital haya culminado el año con una cifra acumulada de US\$6.298 millones, principalmente a raíz de la inversión extranjera que ascendió a US\$6.722 millones. Por su parte el endeudamiento externo neto de largo plazo se redujo en 57,4% frente al año anterior, debido principalmente a la caída del endeudamiento externo privado.

Como resultado global, el año de 1997 terminó con una desacumulación de reservas del orden de US\$30,1 millones, cifra inferior en cerca de

US\$1.450 millones frente a las reservas acumuladas en 1996. Con esto, se llegó a un nivel de reservas acumuladas de US\$9.910 millones, las cuales alcanzan a cubrir 8,4 meses de importaciones.

### **1. Endeudamiento externo**

El endeudamiento externo neto de largo plazo tuvo una fuerte reducción de 57,4%, pasando de US\$2.509 millones en 1996 a US\$1.070 millones en 1997. Este comportamiento se debió en particular a la drástica caída de 45,7% del endeudamiento del sector privado. Por su parte, el sector público culminó el año con un endeudamiento externo neto negativo en US\$346 millones. El endeudamiento neto de corto plazo fue positivo en US\$142 millones, 57% menor al de 1996. Al finalizar 1997, el saldo de la deuda externa total ascendió a US\$30.686 millones que corresponde al 32,3% del PIB. La deuda externa neta acumulada fue de US\$20.776 millones, 21,9% del PIB.

La disminución del endeudamiento externo estuvo asociada a las medidas adoptadas por el Banco de la República a lo largo del año, así como a la fuerte devaluación de los últimos meses del año y a la reducción de las tasas de interés domésticas. En el mes de enero de 1997 el Banco de la República impuso un depósito del 50% sobre todos los créditos externos entre uno y sesenta meses. En mayo fueron modificadas las condiciones anteriores y se estableció un depósito no remunerado del 30% que debía permanecer durante 18 meses en el Banco de la República sobre todas las operaciones de crédito en moneda extranjera entre uno y diez años. Además, con el fin de promover la salida de capitales del país, se autorizó el prepago de la deuda externa del sector privado bajo el visto bueno del Banco de la República, proceso que fue reforzado por la creación de una línea especial de prepagos de deuda externa otorgada por Bancoldex, originalmente

por US\$100 millones y posteriormente ampliada a US\$150 millones.

Como resultado de las medidas de control y de la autorización de pagos anticipados, acompañado con la caída de la tasa de interés doméstica por debajo de la tasa de interés externa y del aumento de la devaluación, se redujo de manera importante el flujo de endeudamiento neto del sector privado. Después de presentar saldos positivos, terminó el año con un saldo negativo de US\$167,6 millones. Esto se debió al aumento de las amortizaciones desde el mismo mes y, de manera simultánea, a los menores desembolsos (Cuadro 1).

La acelerada caída del saldo de la deuda modificó el rumbo de la política en materia de controles. En el mes de noviembre, la Junta del Banco de la República cambió nuevamente las reglas de juego con el fin de restringir el pago anticipado de la deuda externa. Con las nuevas medidas, los prepagos son ahora autorizados pero bajo condiciones específicas. Adicionalmente, como respuesta a la importante salida de capitales, a principios del pre-

sente año el Banco de la República redujo el depósito de 30% a 25%, así como el plazo para la retención del mismo que pasó a ser de 12 meses.

## 2. Tasa de cambio

Después de presentarse un descenso continuo de la tasa de cambio desde mediados de 1996, en septiembre de 1997 el peso registró un fuerte incremento frente al dólar. La devaluación anual registrada para el año completo alcanzó un 29,6%, en contraste con lo ocurrido en 1996 cuando fue de 1,3%. Esto permitió obtener una devaluación anual promedio de 10,1%.

Desde la segunda mitad de agosto, la tasa de cambio se despegó del piso de la banda cambiaria y pasó de manera acelerada al techo de la misma. Las razones que explican el incremento del tipo de cambio tienen que ver con varios factores. En primer lugar, el aumento en los mayores niveles de liquidez. De hecho, la mayor devaluación se registró durante el segundo semestre, precisamente después del incremento en los corredores de la base monetaria. En consecuencia, parte de los excesos de liquidez se tradujeron en un incremento en la demanda de divisas.

En segundo lugar, la mayor expansión monetaria se manifestó en un continuo descenso de las tasas de interés hasta el punto que, en los últimos meses del año, se redujo el diferencial de intereses entre la tasa doméstica y la extranjera. A la menor rentabilidad interna se sumó el aumento de la prima de riesgo del país, como resultado de la incertidumbre frente al futuro de la economía y de los problemas internos de violencia y seguridad. En consecuencia, la mayor rentabilidad esperada de las inversiones en dólares presionó la demanda por esta divisa, lo que ocasionó un incremento de la tasa de cambio.

**Cuadro 1. ENDEUDAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO (Millones de US\$)**

	Desembolsos	Amortizaciones	Neto
Enero	140,5	124,1	16,3
Febrero	158,9	137,0	21,9
Marzo	140,6	131,3	9,3
Abril	181,5	124,0	57,5
Mayo	185,7	176,5	9,2
Junio	111,3	181,7	-70,5
Julio	99,9	254,9	-155,0
Agosto	45,4	234,3	-188,9
Septiembre	183,2	357,2	-174,0
Octubre	127,8	263,1	-135,3
Noviembre	51,0	188,5	-137,5
Diciembre	78,4	246,0	-167,6

Fuente: Banco de la República.

En tercer lugar, las medidas sobre el endeudamiento externo expuestas en el aparte anterior, relacionadas con los controles a la entrada de capitales y a la promoción de su salida, pudieron también presionar al alza el tipo de cambio.

En cuarto lugar, el alza del dólar también está relacionado con las restricciones al reintegro de divisas del sector público. Por una parte, la Resolución 11 expedida por la Junta del Banco de la República limitó el ingreso de los recursos aportados por inversionistas extranjeros para la capitalización de la Empresa de Energía de Bogotá. Por otra parte, se redujeron las metas de producción de petróleo a raíz de los problemas de los campos de Cusiana y Cupiagua y se redimensionó el tamaño de la bonanza petrolera. Esto condujo a una disminución de las proyecciones sobre el ingreso de divisas para 1997 y para los años siguientes.

Finalmente, la incertidumbre relacionada con el futuro de la economía, la encrucijada fiscal, la inestabilidad política y el acrecentamiento del clima de violencia e inseguridad, fueron factores que ciertamente influyeron en el aumento de la demanda de moneda extranjera.

Como consecuencia de la devaluación nominal, la tendencia de la tasa de cambio real se ha revertido. El índice de tasa de cambio real en los últimos meses de 1997 fue varios puntos superior al registrado en los primeros meses del año. Es posible que este efecto, acompañado de un cambio en la percepción del ingreso permanente como consecuencia de los mayores ingresos petroleros durante los próximos años, haya corregido el grado de sobrevaluación de la moneda.

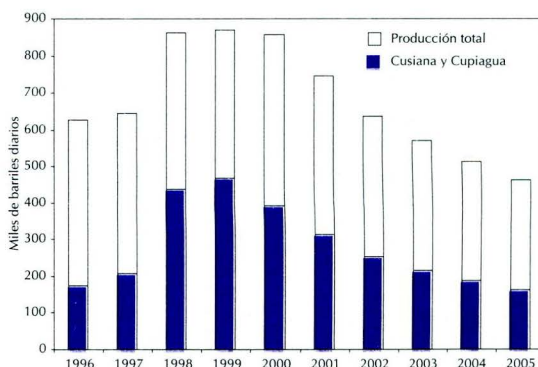
## II. PERSPECTIVAS PARA 1998

De acuerdo con los diferentes pronósticos, la economía en 1998 presentará una leve recuperación

respecto a lo observado en los dos años anteriores. Fedesarrollo proyecta un crecimiento del producto de 3,8%, un punto superior al estimado para 1997. Aunque durante el año se evidenciará un mejor desempeño en la actividad productiva total, el crecimiento estará concentrado en los sectores petrolero y de servicios. El primero de ellos se verá beneficiado por la mayor producción de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua, que llevará el total de crudo extraído a 861 Miles de Barriles Diarios promedio en 1998, cerca de 32,1% por encima de la producción registrada en 1997 (Gráfico 4). Por otra parte, los servicios mantendrán las altas tasas de crecimiento que se observaron el año anterior, en particular los servicios financieros y los públicos. Los mayores ingresos petroleros, así como la diversificación de la banca doméstica tendrán grandes impactos sobre la actividad en estos sectores.

Adicionalmente, la reciente certificación por parte del Departamento de Estado Norteamericano a la lucha antidrogas de Colombia, le brindan al país una oportunidad para mejorar sus relaciones comerciales y de inversión con los Estados Unidos y de generar una mejor imagen a nivel internacional.

**Gráfico 4. PRODUCCION DE PETROLEO**



Fuente: Ecopetrol.

Sin embargo, existen condiciones negativas que contrarrestan las expectativas que se tienen sobre el crecimiento económico. La primera de ellas es la incertidumbre que surge como consecuencia del proceso electoral y del recrudescimiento de la violencia en los últimos meses. Estos factores, además de desestimular la inversión tanto doméstica como extranjera, se ven reflejados en forma directa en la tasa de cambio, que de hecho en los últimos meses se ha mantenido cerca del techo de la banda cambiaria.

Así mismo, el deterioro de las finanzas públicas que se manifiesta en un déficit del Sector Público no Financiero que ascenderá a 3,9% del PIB en 1998, es una señal clara de los problemas macroeconómicos que se presentarán durante el presente año. Entre las dificultades más evidentes está el financiamiento del déficit público, que por su magnitud y por las difíciles condiciones del mercado, tendrá una gran incidencia sobre la economía real. Para cubrir su desequilibrio, el Gobierno tendrá que recurrir a los mercados financieros nacionales y extranjeros en busca de recursos. En el ámbito internacional, es claro que lo sucedido en los países asiáticos ha prevenido a la comunidad financiera internacional, quien se encuentra más reacia a dirigir sus recursos hacia países en desarrollo, de tal manera el precio de los capitales será mayor y la cantidad restringida. En estas condiciones, la alternativa del Gobierno será la intervención en el mercado doméstico, lo que presionaría las tasas de interés y reducirá la disponibilidad de recursos para el sector privado.

Por otra parte, el fenómeno de El Niño tendrá un impacto negativo sobre la economía. El sector agropecuario será el más afectado, y especialmente la ganadería, ya que tendrá que entrar en una fase de liquidación temprana del stock de animales lo que generará pérdidas significativas a los productores.

Adicionalmente, como consecuencia del fenómeno climático, existen riesgos de que se produzca un racionamiento eléctrico. Aunque aún no se pueden determinar las consecuencias sobre la producción nacional, los costos serían significativos y llevarían a reducir las expectativas globales de crecimiento de la economía.

Finalmente, otro factor que golpeará la economía durante el año y que ha presionado hacia abajo las proyecciones de crecimiento, es la reciente caída de los precios del petróleo. De un promedio de 17,4 d/b que se tenía proyectado para el presente año, se ha pasado a una estimación de 14,4 d/b, con repercusiones de magnitud considerable tanto para las finanzas públicas como para la cuenta corriente.

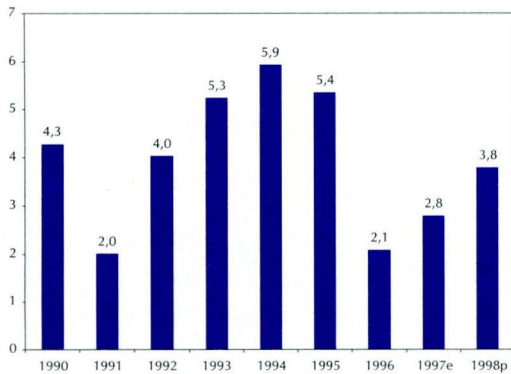
Estas fuerzas positivas y negativas harán que 1998 sea un año con un mayor ritmo de actividad respecto del pasado inmediato pero todavía en niveles bastante mediocres, más aún si se tiene en cuenta que se trata de un año de boom petrolero.

## **A. Crecimiento del producto**

Como se expuso en la introducción, el crecimiento del producto en 1998 estimado en 3,8%, va a estar altamente relacionado con la explotación petrolera. Si se excluye este sector, el crecimiento económico será de 3,1%, lo cual significa un aumento de apenas 0,3 puntos porcentuales frente a 1997 (Gráfico 5).

Desde la perspectiva sectorial, la tendencia a la concentración de la producción es aún más marcada. La minería será el sector más dinámico en el presente año con un crecimiento de 23,8%, el cual estará sustentado básicamente en la producción de carbón y de petróleo. Como se mencionó anteriormente, la producción de crudo aumentará 32,1%, en buena parte como resultado de la recuperación

## Gráfico 5. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



Fuente: Dane y Fedesarrollo.

del retraso que se presentó en 1997 en los planes de producción de Cusiana y Cupiagua. El sector carbonífero también registrará un buen desempeño con un crecimiento de 12,9%, en el cual la producción de La Loma contribuirá con un aumento de 24% aproximadamente.

Por otra parte, el sector servicios también mantendrá niveles altos de crecimiento cercanos al 4%, en parte debido a la actividad financiera que se verá beneficiada por las crecientes inversiones y fusiones de las entidades más importantes de sector bancario.

La industria tendrá una leve recuperación respecto a lo observado en 1997, ya que se pasará de un crecimiento de 1,4% a 2,1%. Esto se explica por un comportamiento más dinámico de la demanda y por expectativas más optimistas de los empresarios. Adicionalmente, la mayor devaluación incentivará las exportaciones así como la producción de bienes de consumo liviano para sustituir las importaciones, que se verán encarecidas temporalmente.

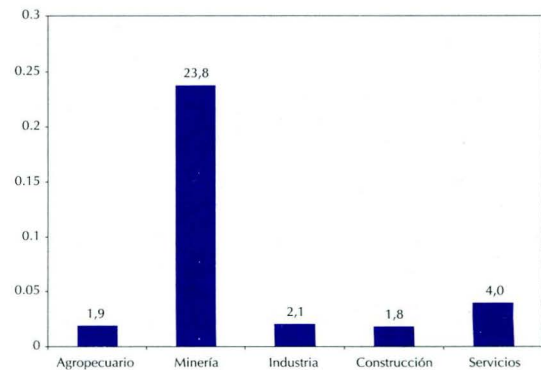
El sector agropecuario será uno de los más perjudicados por el fenómeno de El Niño. Este retroceso

no se ve reflejado en el crecimiento del sector que pasará de 0,6% en 1997 a 1,9% en 1998, en razón a que esta cifra toma en cuenta la liquidación del stock ganadero que generará un crecimiento del subsector del 2%, pero que se dará como consecuencia del intenso verano afectando así el ciclo pecuario normal. Los demás cultivos, a excepción del café pergamino que crecerá a una tasa de 3,6%, tendrán aumentos negativos o mínimos en su producción.

Por último, para el sector de la construcción se proyecta un crecimiento del 1,8%, el cual estará impulsado por el crecimiento de las obras de infraestructura no petrolera, especialmente las carreteras. Aunque esto representa una recuperación respecto a los dos años anteriores, se prevé que ésta podrá ser atenuada por el aumento en las tasas de interés que encarecerían el crédito para vivienda y limitarían las posibilidades de compra de los consumidores (Gráfico 6).

Desde el punto de vista de las fuentes de demanda, el desempeño de la economía en 1998 estará determinado por el dinamismo en exportaciones, la

## Gráfico 6. CRECIMIENTO SECTORIAL 1998



Fuente: Fedesarrollo.



caída en las importaciones y el aumento en el consumo del gobierno. La demanda interna en 1998 seguirá impulsada por el consumo que tendrá un crecimiento total de 1,8% y principalmente por el consumo público (4,0%). La proyección de la demanda es inferior a la registrada el año pasado, pues, a pesar de que habrá mayores ingresos petroleros, éstos serán destinados en su gran mayoría a cubrir los pasivos pensionales de las empresas del sector. Por su parte, el consumo privado crecerá 1,3%, el cual se verá limitado por el efecto del crecimiento en las tasas de interés y por el impacto que pueda tener la inflación sobre el poder adquisitivo de los agentes.

La inversión total mantendrá un ritmo decreciente alcanzando una tasa negativa de 0,9% en 1998. Entre los factores más importantes que contraen esta variable, están la disminución de la inversión petrolera (-23,8%) y la reducción en la inversión de las empresas del gobierno (-5%). Estos componentes hacen parte de la formación de capital privado y, por esta razón, se espera una caída de la inversión privada de 1,8%. La inversión en infraestructura no petrolera y en maquinaria y equipo que tendrá un comportamiento favorable, contrarrestará parcialmente las tendencias alcistas pero no logrará evitar que, como un todo, la inversión privada disminuya durante 1998.

Finalmente, las exportaciones totales aumentarán 13,7% en términos reales, debido al crecimiento en la cantidad de crudo y de carbón exportados, así como a la devaluación esperada a lo largo del año. En materia de importaciones se prevé una disminución de 0,2%, como consecuencia de la menor compra de bienes de capital asociada a la inversión extranjera directa. A su vez, esta reducción incentivará la producción doméstica y determinará el crecimiento en el producto no petrolero.

## **B. Balanza de pagos y sector externo**

El déficit comercial de Colombia en 1998 será de US\$1.919 millones, el nivel más bajo de los últimos cinco años. Esta disminución se explica por el crecimiento de 7,1% en el valor de las exportaciones y por la estabilización en el valor de las importaciones de bienes. Las exportaciones totales, cuyo monto se estima en US\$12.470 millones, estarán impulsadas por el significativo aumento en el valor de las exportaciones de hidrocarburos que llegarán a US\$3.142 millones en 1998. Esta cifra toma en cuenta un precio del crudo de US\$14,4 dólares por barril como promedio a lo largo del año, inferior en más de un dólar al precio utilizado en las proyecciones oficiales.

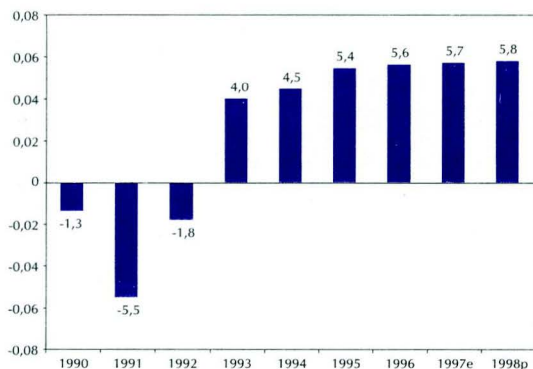
El resto de exportaciones tradicionales no tendrán crecimientos importantes. El café mantendrá un valor de US\$2.009 millones aproximadamente, mientras que las exportaciones de carbón se elevarán a US\$1.088 millones, lo que representa un aumento del 12,7% respecto al valor del año anterior. Otro rubro que se debe tomar en cuenta es el de las exportaciones no tradicionales, que ascenderá a US\$5.641 millones, un 7,3% por encima de lo registrado en 1997.

El valor de las importaciones crecerá 1,5% en 1998, y alcanzará un valor de US\$14.389 millones. Este año se presentará una disminución de la inversión extranjera que se verá afectada por la culminación de los grandes proyectos de inversión petrolera, lo cual, a su vez, se reflejará en una reducción de las importaciones de capital en US\$60 millones. Finalmente, el bajo crecimiento del consumo privado de 1,3% y la devaluación esperada, limitarán las importaciones de bienes de consumo que sólo se incrementarán en US\$2 millones respecto a las de 1997.

A pesar de la disminución de US\$622 millones en el déficit comercial, el saldo negativo en la cuenta corriente apenas caerá US\$32 millones, hasta alcanzar US\$5.428 millones en 1998, un monto equivalente al 5,8% del PIB. El aumento en el valor de las exportaciones de petróleo será contrarrestado por el incremento en los egresos por servicios financieros. Entre éstos, sobresalen los intereses pagados por el gobierno que crecerán 33%. Los egresos por utilidades y dividendos petroleros tendrán un aumento de US\$200 millones (9,2%), contrarrestando en parte los resultados favorables en las operaciones comerciales. El pago de intereses y la remisión de utilidades, representan el 41,1% del valor de las exportaciones (Gráfico 7).

El déficit en la cuenta corriente será financiado en un 35% por endeudamiento externo del gobierno. Dentro de este porcentaje están incluidos los recursos que captará por medio de bonos en el mercado internacional, con un valor aproximado de US\$1.286 millones. La inversión extranjera presentará una caída fuerte del orden de US\$3.050 millones respecto a 1997, debido en buena parte a la reducción de los ingresos por concepto de priva-

**Gráfico 7. DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB**



Fuente: Confis y proyecciones de Fedesarrollo.

tizaciones en US\$2.000 millones. Los movimientos de activos en el exterior tendrán un saldo negativo de US\$198 millones, determinado en buena medida por el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP) que mantendrá activos por un valor de US\$322 millones fuera del país. Por otra parte, se asume un flujo de endeudamiento neto del sector privado de US\$367 millones para 1998, frente a US\$1.416 millones en 1997. Esto se debe a que, si bien la Junta del Emisor adoptó recientemente medidas para promover el endeudamiento externo tales como la reducción del depósito de 30% a 25% y de su plazo de 18 a 12 meses, las expectativas de devaluación de los agentes privados estimularán el pago de los préstamos y desestimularán nuevos endeudamientos neutralizando así el efecto de las medidas. El agregado de la cuenta de capital totalizará US\$4.453 millones, menor en US\$1.845 millones al saldo de 1997.

El resultado al final del año será una caída en las reservas internacionales brutas de US\$976 millones. Esta cifra considera que el Emisor va a ejercer una política monetaria austera, ya que de no hacerlo, la pérdida de reservas podría ser aún mayor. La desacumulación de reservas llevará el saldo a US\$8.934 millones, lo que equivale a 5,8 meses de importaciones incluyendo los servicios, muy inferior a los 8,4 meses estimados para 1997.

### C. Política fiscal

Para 1998 el gobierno proyecta un déficit consolidado equivalente a 2,8% del PIB antes de privatizaciones. El desequilibrio no será más elevado debido al superávit de 1,3% del PIB de la Seguridad Social y de 0,19% de Ecopetrol. Fedesarrollo considera que el superávit de Ecopetrol puede estar sobrestimado, si se tiene en cuenta que el supuesto implícito del gobierno sobre el precio promedio del petróleo es de US\$15.5. Estimativos preliminares

de Fedesarrollo que toman en cuenta un precio del petróleo de US\$14,4, sugieren una disminución del superávit de esta entidad en \$18.000 millones. Así mismo, el ejercicio arrojó una reducción en las regalías del orden de 0,04% del PIB. En síntesis, los efectos netos sobre el fisco de los precios del petróleo van a tener consecuencias importantes durante este año de bonanza. Por otra parte, la Seguridad Social también podrá tener ingresos inferiores a los esperados. Dado que el superávit del ISS fue \$300 miles de millones menor a lo estimado en 1997, es factible que esta situación de sobrestimación de su balance se presente nuevamente en 1998.

En cuanto al gobierno central, el déficit antes de privatizaciones para 1998 asciende a 6,7 billones, equivalente a 4,77% del PIB. Este saldo incluye ajustes en algunos rubros del plan financiero respecto a las cifras ejecutadas en 1997. Entre ellos, los gastos generales pasaron de \$1,329 miles de millones en 1997 a un estimado de \$1,341 miles de millones para el presente año, es decir una caída de 15% en términos reales. Fedesarrollo considera que este ajuste en los gastos generales no se hará efectivo, fundamentalmente porque en este rubro se agrupan gastos por conceptos militares los cuales, dada la coyuntura política del país, son difíciles de disminuir. Por esta razón, se estima que esta cuenta mantendrá el mismo nivel de 1997 en términos reales.

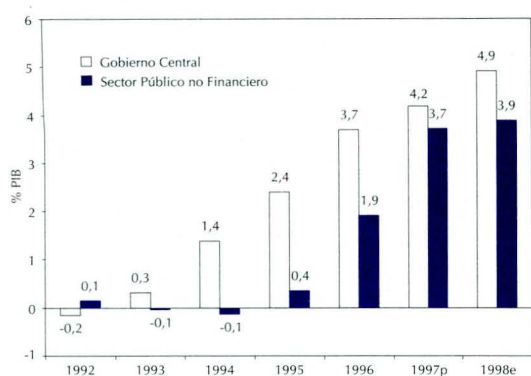
De otro lado, el Ministerio de Hacienda informó a mediados de enero que el presupuesto de inversión del gobierno central se recortaría en \$2,5 billones para el presente año, el cual fue justificado en el rezago de \$1,2 billones en la formación de capital generado en 1997. El decreto que formaliza esta disminución todavía no se ha presentado, lo que da un espacio para que el gobierno efectúe adiciones al Plan de Pagos a lo largo del año. Estas condiciones nos llevan a proyectar un déficit para el gobierno

central de 4,9% del PIB para el presente año, superior en 0,14% a los estimativos de la administración pública.

Si se analiza el Plan de Pagos del Sector Público no Financiero, se pueden observar las grandes reducciones en los rubros de inversión del sector Eléctrico y de Ecopetrol. La primera de ellas tiene un recorte de \$138 miles de millones, el cual no parece viable dadas las actuales condiciones meteorológicas. Por otra parte, el Confis asignó a Ecopetrol un plan de pagos de inversión de \$802 miles de millones para 1998, lo que significa una reducción de \$738 miles de millones respecto al año anterior. De acuerdo con la empresa, se necesitan \$1.252,5 miles de millones para mantener los proyectos de exploración y la modernización de las refinerías. Dadas estas condiciones, Ecopetrol deberá buscar un financiamiento de \$450 mil millones, o bien el gobierno tendrá que aumentar el plan de pagos para la entidad durante el presente año. De esta manera, la meta del gobierno de reducir el déficit consolidado en 0,3% del PIB no resulta viable. Como se especificó, nuestros cálculos asumen una disminución en la inversión de las empresas del gobierno de 5%, lo que nos conduce a estimar un saldo negativo del Sector Público no Financiero de 3,9% del PIB, más de 1 punto porcentual superior a las estimaciones oficiales (Gráfico 8).

La financiación de déficit fiscal tendrá consecuencias de envergadura sobre la situación macroeconómica del presente año. En su plan financiero, el gobierno central espera cubrir el déficit de \$6,7 billones con \$2 billones en crédito externo, \$3,6 billones de financiamiento interno y \$1.093 miles de millones de otras fuentes. Esto reduciría el componente interno del flujo de endeudamiento de 78% en 1997 a 53,7% en 1998 y el externo sería de 30%. Estos recursos que piensa captar el gobierno estarán sujetos a las condiciones internacionales

## Gráfico 8. DEFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO COMO % DEL PIB



p: preliminar.

e: estimado.

Fuente: Confis y proyecciones de Fedesarrollo.

del mercado de capitales, que como se dijo, en el momento no se muestran muy favorables para las economías emergentes. Si estos recursos no se pueden captar en el exterior, se tendría que intervenir con Títulos de Tesorería en el mercado interno lo que presionaría las tasas de interés y, por ende, el gasto por este concepto. Esto indica la dificultad que va a afrontar el gobierno central para financiar el déficit y las presiones que se ejercerán sobre las autoridades monetarias.

### D. Inflación

En el resultado de la inflación durante el año, tres elementos jugarán un papel determinante. En primer lugar, el fenómeno de El Niño tendrá efectos sobre los cultivos agrícolas y la producción pecuaria, presionando así los precios de los alimentos. Cabe recordar que este fue precisamente uno de los rubros cuyos precios presentaron un mejor comportamiento en 1997 al registrar un crecimiento inferior en dos puntos porcentuales a la meta de inflación. En lo que va corrido del año, ya se vis-

lumbra el efecto negativo puesto que los precios de los alimentos aumentaron en febrero 4,18%, mientras que la inflación total fue 3,28%.

El segundo factor que presionará la inflación, se relaciona con el impacto de la devaluación sobre el precio de los bienes intermedios importados y, en consecuencia, sobre el costo final de los bienes de consumo producidos en el país. Estudios recientes del Banco de la República muestran que incrementos en la tasa de cambio nominal afectan el nivel de precios en un lapso no mayor a tres meses.

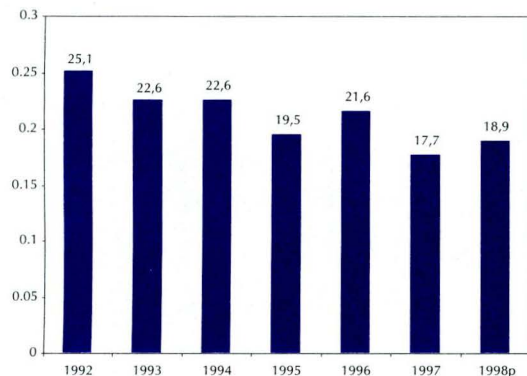
Por último, el ajuste del gobierno en el nivel de gasto público para el presente año no tendrá las magnitudes planteadas inicialmente. Más aún, una de las condiciones necesarias para cumplir con la meta de inflación del 16% es el crecimiento de los pagos corrientes del gobierno central sin intereses en menos del 18%, meta que según Fedesarrollo no se logrará en 1998.

Aunque aún es temprano para sacar conclusiones al respecto, el comportamiento de los dos primeros meses del año evidencia las dificultades que se presentarán para conseguir la meta de inflación del 16%. En lo corrido del año, el incremento del IPC fue de 5,13%, superior en 0,31 puntos porcentuales frente al mismo período de 1997 y la inflación anualizada se ubicó en 18,03%. Fedesarrollo proyecta una inflación de 18,9% para 1998, superior en tres puntos a la meta fijada por el gobierno de 16% (Gráfico 9).

### E. Política Monetaria y tasas de interés

Este marco general nos introduce al análisis de la política monetaria para el presente año. La Junta del Emisor, en comunicado de prensa del 28 de noviembre, estableció los parámetros más importantes de la programación macroeconómica para

## Gráfico 9. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (Inflación total)



Fuente: Dane y Fedesarrollo.

1998. En él se determina la intención de controlar el crecimiento en los precios por medio de las Operaciones de Mercado Abierto (OMAS) que tienen como fin reducir la liquidez del mercado monetario. En lo corrido del año el saldo en OMAS ha aumentado en \$331 mil millones (frente a \$54 mil millones al final del año anterior), lo que demuestra la intención de frenar el aumento de la Base Monetaria que se produjo en 1997. En efecto, después de llegar a su pico más alto en diciembre de 1997, durante los meses de enero y febrero la base monetaria ha caído nuevamente hasta ubicarse en el piso del corredor monetario.

Adicionalmente, el Banco Central estableció los parámetros de la banda dentro de la que se moverá la base monetaria: fijó una pendiente de 16% y un corredor de 6 puntos de ancho. Dadas estas características, la base monetaria podría crecer alrededor de \$1.280 miles de millones durante el año, partiendo de un saldo inicial de \$7.838 miles de millones el 2 de enero. Cabe resaltar que la disminución de las reservas internacionales proyectada en la Balanza de Pagos para este año, será un factor que ayude a contener el aumento en la base monetaria.

## 1. Tasas de interés

Durante el año, las tasas de interés enfrentarán fuertes presiones al alza que provendrán de diversas fuentes y su comportamiento será crucial para evaluar el manejo monetario y macroeconómico.

Por una parte, el aumento de las tasas de interés estará determinado por el nivel de liquidez de la economía. Esta liquidez dependerá de la intervención del Banco de la República para controlar las presiones inflacionarias y del espacio que se le deje al crecimiento económico. Pero adicionalmente, la reducción de la base monetaria provocada por la caída de las reservas internacionales presionará el aumento de las tasas de interés. A esto deben sumarse las medidas adoptadas por las autoridades para defender la banda cambiaria de los ataques especulativos, que conducen a un alza en la tasa interbancaria. En efecto, las autoridades monetarias han adoptado en lo corrido del año dos medidas de este tipo, la primera aumentando la tasa de los títulos de participación a 30 días de 21,5% a 23%, y la segunda, aumentando las tasas de los Repos de 27% a 30%.

Por otra parte, la reactivación de la economía desde mediados del año pasado se tradujo en un aumento de la demanda de crédito. Prueba de lo anterior, es que la cartera en moneda legal del sistema financiero creció en el mes de febrero en cerca de 28%. En los primeros meses del año, la tasa efectiva de captación ha llegado a niveles de 25,6%.

Adicionalmente, las grandes necesidades del gobierno de captar recursos para financiar su déficit por medio de TES, será un factor que presionará las condiciones en el mercado de crédito y que encarecerá el costo del endeudamiento interno. Hasta el momento la colocación de TES por parte de la Tesorería no ha sido muy exitosa debido a la iliquidez

del mercado, mientras que las tasas de los papeles han aumentado. Evidentemente, los mayores costos de los TES ejercen una mayor presión en el mercado, ya que éstos se constituyen en una referencia de los instrumentos de captación del sector privado.

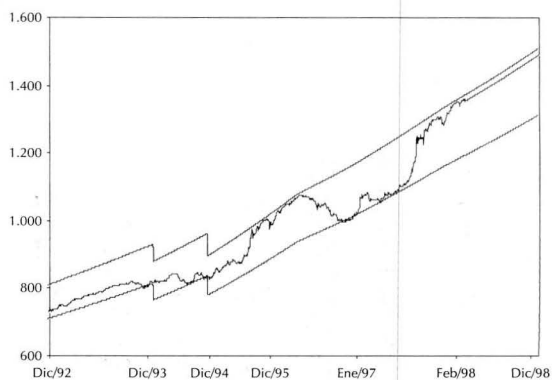
Finalmente, las expectativas de devaluación generadas por la inminente salida de reservas, por la incertidumbre política y por la falta de credibilidad en la defensa de la banda cambiaria por parte del Banco de la República, impulsarán una menor oferta de recursos internos.

## F. Política cambiaria

En materia cambiaria, la incertidumbre política unida a la escasez de recursos de financiamiento externo, llevan a pensar que la tasa de cambio se mantendrá, en el mejor de los casos, cerca del techo de la banda cambiaria. Fedesarrollo estima una devaluación nominal al final del año de 15% y una devaluación promedio anual de 22,9%, asumiendo que la banda cambiaria no sufrirá cambios adicionales a la reducción de su pendiente de 15% a 13%. No obstante, la devaluación que se proyecta, así como la pérdida de reservas internacionales que se espera en la Balanza de Pagos, podrán ser mayores si no se toman las medidas necesarias para atenuar el impacto de los mercados internacionales de capitales sobre la economía doméstica y de los fuertes ataques especulativos (Gráfico 10).

Hasta ahora, el Emisor ha mostrado voluntad para defender la banda con medidas como la Resolución No.1 de la Junta de enero 30 de 1998 que redujo de 30% a 25% el depósito obligatorio para las operaciones de endeudamiento externo y recortó de 18 a 12 meses el período durante el cual se debe mantener este depósito en el Banco Central. Aún cuando existen dudas sobre la efectividad de este tipo de medidas, en teoría éstas disminuyen el

**Gráfico 10. TASA DE CAMBIO DE MERCADO**



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

costo del crédito externo haciéndolo más atractivo, lo cual incentiva la entrada de divisas al país para atenuar las presiones sobre la tasa de cambio. Adicionalmente, como se mencionó, el Banco Central aprobó el aumento de las tasas de interés tanto de los Repos como de las Omas a 30 días. Esto se traduce en un aumento en las tasas de interés del sector financiero, lo que hace más rentable invertir en el país y por consiguiente disminuye la fuga de capitales hacia el exterior.

Como resultado de la devaluación esperada y de la inflación, la tasa de cambio real al final de 1998 tendrá una apreciación de 0,8% respecto al mismo período del año anterior. Este resultado no será tan favorable como la devaluación real que se presentó al final de 1997, ya que uno de los fundamentos que afectan la tasa real en el largo plazo como es el gasto público, mantendrá un crecimiento positivo en términos reales y seguirá presionando el precio de los bienes no transables.

## III. LA ECONOMIA VENEZOLANA

La política adoptada por las autoridades venezolanas para el manejo económico durante 1997 y que

se espera se mantenga en 1998, se fundamenta en la reducción de la tasa de inflación por la vía del anclaje del tipo de cambio y en la consecución del equilibrio fiscal a través de mejoras en los ingresos fiscales petroleros y no petroleros, más que por ajustes de importancia en el gasto público. En el frente externo, se espera que las crecientes importaciones y la salida de capitales de corto plazo sean compensadas, al menos parcialmente, por exportaciones petroleras y por importantes entradas de capitales de mediano y largo plazo asociados a la apertura petrolera y las privatizaciones.

Bajo este esquema, y en contraste con la profunda recesión que registró la economía en 1996, en 1997 se observó un repunte económico, una reducción de la tasa de inflación, un crecimiento importante de las reservas internacionales a pesar de los niveles de sobrevaluación y, finalmente, un nuevo cuasi-equilibrio de las finanzas públicas.

Hasta hace apenas unos pocos meses se esperaba para 1998 una situación similar caracterizada por un crecimiento elevado de la economía. Pero recientemente, las proyecciones han sido modificadas como consecuencia de los efectos de la crisis asiática y de la reciente caída de los precios del petróleo. De esta manera, durante el presente año se presentarán problemas en el frente fiscal, resultados menos alentadores en el sector externo y fuertes presiones cambiarias e inflacionarias que probablemente impedirán el cumplimiento de las metas fijadas por el Gobierno.

El esquema del anclaje del tipo de cambio sustentado en el aumento de las reservas internacionales podrá verse vulnerado durante el año en curso, pues el nivel creciente de sobrevaluación impulsará las importaciones y fomentará la salida de capitales de corto plazo. Esto implicará un rezago en el ritmo de la inversión extranjera y producirá, en un esce-

nario de debilidad de precios petroleros, una reducción importante en las reservas internacionales. Este hecho, junto con la incertidumbre que caracteriza un año electoral, generará fuertes expectativas devaluacionistas, las cuales, a su vez, retroalimentarán las presiones inflacionarias. En materia fiscal, los niveles de gasto público característicos de un año electoral superarán los ingresos corrientes, produciendo así un déficit en las finanzas públicas.

#### **A. Resultados de 1997**

Durante 1997, la economía presentó una reactivación del aparato productivo con un crecimiento relativamente alto del producto y una tasa de inflación elevada pero sustancialmente inferior a la alcanzada en 1996. El superávit externo fue holgado y estuvo acompañado de una situación fiscal manejable. Sin embargo, persistieron excesos de liquidez en la economía y tasas de interés reales negativas.

El crecimiento durante el año estuvo impulsado tanto por la actividad petrolera, así como por aquellos sectores no petroleros vinculados al plan de expansión de la industria, tales como la construcción, el transporte y las telecomunicaciones. Ciertos sectores comenzaron a mostrar signos de vigoroso crecimiento, mientras que otros se mantuvieron relativamente rezagados. Sólo algunos pocos sectores todavía muestran signos de recesión en sus niveles de producción, particularmente aquellos relacionados con bienes de consumo alimentario.

Según las estimaciones de Cordiplan, para los tres primeros trimestres de 1997 la economía venezolana experimentó un crecimiento de 5,2%, resultado de un aumento de 8,2% en la actividad petrolera y de 3,7% en la actividad no petrolera. En este mismo período, las industrias de la construcción, teleco-

municaciones y minería lideraron el crecimiento económico de la actividad no petrolera, y el sector manufacturero mostró un incremento de 2,8%.

Para el año completo, MetroEconómica estima que la economía venezolana en su conjunto creció en torno al 5,1%, determinado por un aumento de 3,3% para el sector no petrolero y de 8,8% para el sector petrolero (Gráfico 11). Dentro de las actividades no petroleras, los sectores líderes corresponden a la construcción, que creció a una tasa cercana a 12,6% impulsada por los programas de inversión petrolera, minería (4,7%), electricidad y agua (4,9%), sector manufacturero (2,6%), agrícola (2,5%) y servicios (2,5%).

La recuperación de las actividades productivas fue el resultado de la expansión de la demanda interna cuyo crecimiento fue de 6,0%. El BCV-MetroEconómica estiman que el consumo privado aumentó 3,4%, impulsado en buena parte por el incremento de los ingresos de los trabajadores como consecuencia de la reforma laboral. La inversión total creció 16,2%, en particular debido a la permanencia de las tasas de interés reales negativas y a la expansión del sector petrolero. Finalmente, el comporta-

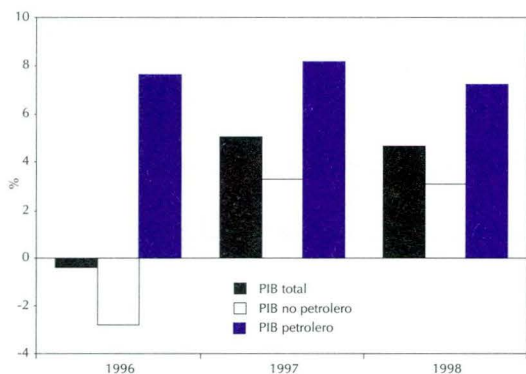
miento de las exportaciones complementó el mayor dinamismo de la demanda interna: las exportaciones petroleras crecieron 12,5% y las no tradicionales 3,6%.

### 1. Sector petrolero

El sector petrolero tuvo un buen desempeño durante 1997. La apertura petrolera y la participación de capitales privados jugaron un papel crucial en el dinamismo de la producción. Desde el mes de enero, el Gobierno venezolano inició un proceso de adjudicación de áreas para la exploración y explotación de crudos, lo cual permitió incrementar los volúmenes de producción y exportación, y compensar el efecto negativo generado por la caída de los precios del petróleo en el mercado internacional.

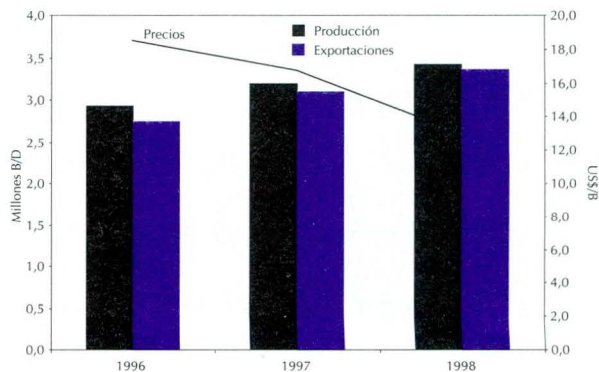
En 1997, el volumen de producción de crudo tuvo un crecimiento de 8,8%, y el correspondiente a las exportaciones aumentó 13% (Gráfico 12). Este comportamiento fue posible gracias a la expansión de operaciones de PDVSA en los Estados Unidos que resultó de la compra de nuevas refinерías y de la adquisición de participaciones importantes de

**Gráfico 11. CRECIMIENTO DEL PIB**



Fuente: MetroEconómica.

**Gráfico 12. MERCADO PETROLERO**



Fuente: MetroEconómica.



otras refinerías en las que la entidad actualmente opera. Con un precio promedio durante el año de 16,7\$/b, inferior en 9,5% al registrado el año anterior, los ingresos por exportaciones petroleras fueron del orden de US\$18.875 millones, US\$350 millones más altos que los obtenidos en 1996.

## **2. Empleo y salarios**

Según los datos proporcionados por la Oficina Central de Estadística e Informática (OCEI) en la Encuesta de Hogares, durante el primer semestre de 1997 la tasa de desempleo se ubicó en 12,1%. Esta cifra representa una disminución de un punto porcentual respecto a la tasa de desocupación prevalente en el mismo período de 1996. Se estima que al final del año el desempleo fue 11%, inferior en 1,4 puntos porcentuales frente al registrado en 1996. Además, se mantuvo la tendencia al mayor crecimiento relativo del empleo en el sector formal respecto al informal.

La caída de la tasa de desempleo es coherente con el crecimiento que experimentó la economía durante 1997, el cual impulsó la recuperación de la capacidad empleadora y la disminución del número de ocupados en la economía informal.

Como consecuencia de la puesta en marcha de la reforma laboral que condujo a un alza del salario mínimo y a la "salarización" de los bonos que anteriormente recibían los trabajadores, durante 1997 se observó una recuperación del nivel del salario real de los trabajadores, la cual se estima en 3%. Este factor, combinado con el aumento en los niveles de empleo, elevó la participación real del ingreso laboral dentro del ingreso nacional.

## **3. Sector externo**

El comportamiento de las exportaciones totales en 1997 perdió buena parte de su dinamismo. El creci-

miento estimado para el año fue de apenas 1,3%, frente a 24,8% registrado el año anterior. En materia petrolera, Venezuela pudo compensar la caída en los precios internacionales con un incremento de 13% en el volumen de sus exportaciones. Este elevado crecimiento fue posible gracias a la colocación de crudos en las refinerías venezolanas a nivel internacional, así como a la mayor demanda proveniente de nuevos mercados emergentes, tales como China, Brasil y Centroamérica. No obstante, el valor exportado tuvo un incremento de sólo 1,9%.

A pesar de la progresiva tendencia a la sobrevaluación, las exportaciones no tradicionales presentaron un comportamiento dinámico. Se estima que éstas se ubicaron al final del año en US\$4.836, lo que equivale a un aumento de 14,8%. La mayor parte del auge de este tipo de ventas es atribuible a que los excedentes de producción que no fueron colocados debido a la debilidad de la demanda interna, se destinaron a los mercados internacionales.

De acuerdo a la información suministrada por la OCEI, las importaciones acumuladas en el período enero-septiembre de 1997 ascendieron a US\$8.843 millones, mostrando un aumento de 31,97% con respecto a las importaciones en igual período de 1996. Para el año completo se estima un nivel de compras en el exterior de US\$12,3 mil millones y un crecimiento en torno a 25,4%. Este comportamiento obedece a la recuperación de la economía que impulsó una mayor demanda por bienes y servicios importados, al dinámico proceso de inversiones de la industria petrolera nacional tanto público como privado cuyo componente importado de bienes de capital e insumos es alto, y finalmente a la sobrevaluación creciente del tipo de cambio.

### **a. Balanza de pagos**

Como consecuencia del elevado aumento de las importaciones frente a un crecimiento moderado

en las exportaciones totales, el saldo estimado para 1997 de la balanza comercial fue cercano a los US\$11,4 mil millones, US\$2,0 mil millones inferior al obtenido en 1996. Por su parte, el saldo en la balanza de servicios fue negativo en cerca de US\$6,9 mil millones, superior en US\$1,3 mil millones frente al año anterior, debido principalmente al aumento del servicio de la deuda externa. Como resultado de lo anterior, aún cuando el saldo en la cuenta corriente se mantuvo positivo en US\$4,5 mil millones, éste se redujo en casi un 50% respecto al balance de 1996 de US\$8,8 mil millones (Gráfico 13).

La cuenta de capital presentó un saldo negativo aunque inferior al registrado en 1996. Según las estimaciones de MetroEconómica, éste fue del orden de US\$-1,4 mil millones. En particular, contribuyeron de manera favorable la entrada de divisas derivada de la adjudicación de 18 convenios operativos en la industria petrolera, la mayor inversión extranjera asociada a la apertura petrolera y el aumento en los niveles de endeudamiento de mediano y largo plazo del sector privado venezolano. Sin embargo, estos factores fueron contrarrestados por la salida de capitales de corto plazo del sector privado producto del mantenimiento de

tasas reales de interés negativas, por las expectativas de devaluación generadas por el alto nivel de sobrevaluación alcanzado y por una mayor amortización de deuda pública.

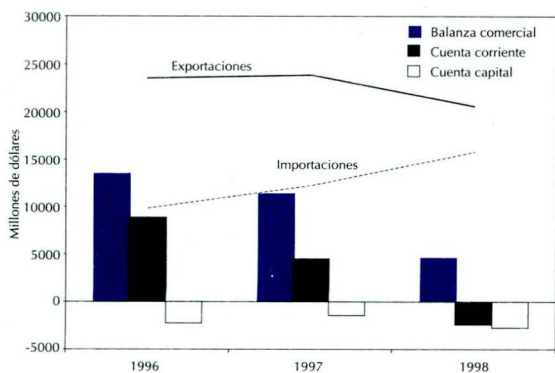
La combinación de los saldos positivo en la cuenta corriente y negativo en la cuenta de capital, condujo a una acumulación de reservas de US\$3,1 mil millones. Con este resultado, las reservas internacionales totales se ubicaron al cierre de 1997 en US\$17,8 mil millones, las más altas de la historia del país y equivalentes a 17 meses de importaciones.

### b. Tipo de cambio

El elevado nivel de reservas internacionales permitió a las autoridades venezolanas mantener el esquema de anclaje del tipo de cambio para controlar la inflación. La voluntad del BCV y del Gobierno de mantener este mecanismo se vio reflejada en las modificaciones realizadas a la banda cambiaria durante el año. En enero de 1997 se estableció un tipo de cambio central inicial de 472 Bs/US\$, el cual debería ajustarse a razón de 1,32% mensual de acuerdo con su objetivo de inflación, mientras que la tasa de cambio del mercado podría oscilar dentro del intervalo de  $\pm 7,5\%$  en torno a la tasa central. Este nuevo esquema significó desplazar el sistema de bandas hacia abajo y produjo una apreciación nominal de 7,2%. En el mes de junio el BCV anunció la reducción del ajuste de la tasa de cambio de 1,32% mensual a 1,16%, con lo cual desplazó nuevamente el sistema de bandas hacia abajo con un punto de referencia a partir de agosto para el tipo de cambio central de 497,5 Bs/US\$. De esta manera, se evidenció que cada vez que el tipo de cambio se sitúa en niveles cercanos al piso de la banda, el BCV desplaza la banda hacia abajo revaluando el tipo de cambio central.

Al final de 1997, el tipo de cambio se ubicó en 504,3 Bs/US\$, lo cual representa una devaluación

**Gráfico 13. BALANZA DE PAGOS**



Fuente: MetroEconómica.

de apenas 5,8% con respecto al tipo de cambio de diciembre de 1996, cuando fue de 476,5 Bs/\$US.

Como resultado de una elevada inflación cercana a 38%, la sobrevaluación efectiva durante 1997 creció de manera sistemática hasta alcanzar niveles de 21,1% en términos nominales y cercanos a 9% en términos reales. Sin embargo, con un monto acumulado de reservas internacionales de US\$17.810 millones, los niveles de sobrevaluación fueron fácilmente manejables para el gobierno y permitieron al BCV intervenir en el mercado de divisas para mantener estable el tipo de cambio, además de atenuar las presiones inflacionarias.

#### 4. Inflación

En 1997 la inflación alcanzó una cifra de 37,6%, lo cual indica un fuerte descenso de más de 60 puntos porcentuales frente a 1996 (Gráfico 14). Algunos factores impidieron que la tasa de inflación fuera menor como, entre otros, los aumentos en el ingreso mínimo de los trabajadores y a raíz de la reforma laboral y los aumentos salariales, el incremento en el precio de la gasolina, los ajustes en las tarifas telefónicas y eléctricas, las alzas en los precios de

los demás servicios públicos (gas doméstico y agua) y finalmente los aumentos autorizados de las tarifas de transporte.

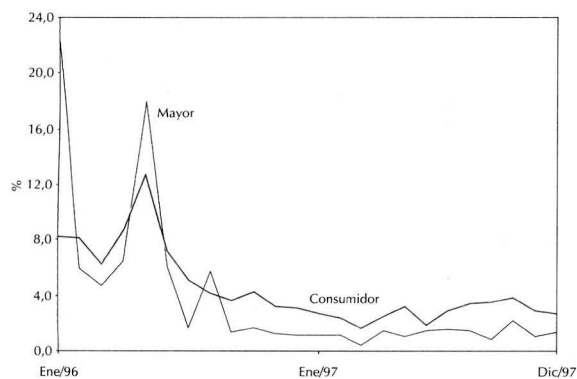
Se evidenciaron además presiones inflacionarias relacionadas con el incremento de la liquidez de la economía y del gasto público, debido a la realización tardía de algunas reformas iniciadas en 1996 que fueron culminadas en 1997.

#### 5. Aspectos monetarios y tasas de interés

Durante 1997 se registró un importante crecimiento de los agregados monetarios como consecuencia del aumento de las reservas internacionales generado por el elevado valor exportado de hidrocarburos líquidos y de la adopción de una política fiscal expansiva. Adicionalmente, la política de esterilización adoptada resultó ineficiente para controlar los excesos de liquidez. Como resultado, el aumento anual de la base monetaria pasó de cerca de 70% en enero de 1997 a 111,5% en el mes de octubre, y la liquidez monetaria (M2) al cierre del año aumentó en términos nominales 66,3% y en términos reales 20,8%.

A lo largo del año, las acciones de política monetaria del BCV estuvieron encaminadas a eliminar los excesos de liquidez existentes. En los primeros meses se intensificaron las operaciones de mercado abierto mediante una mayor colocación de Títulos de Estabilización Monetaria TEMS. La utilización de este instrumento no fue suficiente para controlar el crecimiento de la liquidez y, adicionalmente, resultó altamente costoso para el BCV debido al pago de intereses. En el mes de mayo, además del mecanismo de los TEMS, se incrementó el encaje legal de 12% a 15% y posteriormente a 17%, con el fin de acelerar el proceso de reducción de los excedentes. Hacia el mes de octubre, el BCV decidió reemplazar la emisión de TEMS por operaciones de

Gráfico 14. INFLACION



Fuente: MetroEconómica.

mercado abierto para la venta de bonos de deuda pública entregados por el Gobierno al BCV, con el propósito de hacer más eficiente la política monetaria y de reducir los costos de intereses asumidos por el Banco Central.

Durante 1997 las tasas de interés registraron un incremento frente al año anterior, en buena parte como resultado de la recuperación de la demanda interna y del mayor rendimiento de los títulos TEMS. Sin embargo, el aumento de la liquidez monetaria contrarrestó las presiones al alza e impidió un aumento mayor de las tasas de interés. Las tasas activas nominales promedio se ubicaron en 24,2%, mientras las pasivas se situaron en 12,9%. En términos reales, también hubo un ligero aumento frente a 1996, como resultado de mayores tasas nominales y de una menor inflación. No obstante, aún se sitúan en niveles negativos de -6,6% para la tasa real activa promedio anual y de -14,7% para el caso de la tasa pasiva. La diferencia entre las tasas activa y pasiva, condujo además a un incremento en el margen de intermediación.

## **6. Finanzas públicas**

De acuerdo con las estimaciones realizadas por MetroEconómica y por el Gobierno, el año de 1997 culminó con una situación fiscal ligeramente superavitaria, calculada en 0,5% del PIB para el Gobierno Central y en cerca de 2,4% para el Sector Público Consolidado. Este resultado es menos favorable que el registrado en 1996 cuando el superávit consolidado alcanzó un 8,6% del PIB. En especial, este comportamiento se debió a un incremento importante de gastos de PDVSA y al debilitamiento de las finanzas del Seguro Social.

Por otra parte, la brecha fiscal (ingresos ordinarios menos gastos totales) que MetroEconómica estima en Bs\$1.381 mil millones (3,7% del PIB), fue

cubierta por ingresos extraordinarios procedentes de las privatizaciones que se realizaron durante el año, dividendos que fueron cancelados por la industria petrolera al Fisco Nacional e ingresos extraordinarios procedentes de la Tercera Ronda de Licitaciones de la industria petrolera.

## **B. Perspectivas para 1998**

Durante el presente año, dado que posiblemente se mantendrá un elevado nivel de reservas internacionales, se asume que el Gobierno continuará con el esquema de anclaje del tipo de cambio para controlar la inflación, así como con la revisión periódica y semestral de la banda cambiaria interviniendo en el mercado para reducir al mínimo la variabilidad del tipo de cambio, e incluso corrigiendo, si fuera necesario, los niveles centrales de la banda. Bajo este supuesto, es de esperar una tendencia progresiva hacia la sobrevaluación del Bolívar.

Por esta razón, durante 1998 se conformarán expectativas devaluacionistas. Además, las distorsiones macroeconómicas que se han acumulado, la caída de los precios petroleros, los efectos de la crisis asiática y la contienda electoral reforzarán dichas tendencias. De esta manera, las expectativas determinarán una mayor presión sobre las cuentas externas, la inflación y el tipo de cambio. A su vez, la inflación también se verá presionada por la falta de una disciplina fiscal y monetaria con un gasto público y déficit fiscal crecientes, y con un mantenimiento de excesos de liquidez.

La sobrevaluación creciente y las expectativas devaluacionistas junto con la incertidumbre electoral, afectarán seriamente los volúmenes de inversión extranjera durante el último semestre, lo cual reza-gará los flujos de capitales de largo plazo. Adicionalmente, se acelerarán las salidas de capitales de corto plazo ante la incertidumbre política, los

posibles efectos de la crisis asiática, la caída de los precios del petróleo y las expectativas cambiarias. En lo que va corrido del año, los factores mencionados han motivado la salida de inversionistas extranjeros y nacionales del país, y la fuga de capitales se estima entre US\$2.000 y US\$2.400 millones.

Durante 1998, el Gobierno Nacional recibirá los ingresos provenientes de la privatización de Sidor efectuada en el mes de diciembre de 1997, e intentará mantener el proceso de privatizaciones. No obstante, con la excepción del sector de aluminio, en el marco de un año electoral es de esperar que se aplacen nuevos procesos de privatización o concesiones de inversión, principalmente todos aquellos que requieran el establecimiento de leyes regulatorias. Por las mismas razones, es posible prever que se retrasen políticas de reestructuración del gasto público, presionando así la mayor demanda interna, el crecimiento de la liquidez y haciendo más difícil la lucha contra la inflación.

### **1. Actividad económica y empleo**

De manera unánime, las diferentes entidades que realizan proyecciones sobre la economía venezolana han reducido en el último mes sus estimaciones sobre el crecimiento de la economía durante el año. De acuerdo con MetroEconómica, el ritmo de crecimiento económico será inferior al registrado en 1997, ya que se estima en 4,7% para la economía en su conjunto, en 3,1% para el sector no petrolero y en 7,3% para el petrolero. Por su parte, el Ministro de Hacienda anunció en días pasados que el objetivo es crecer al 4,5%, 7,7% proveniente del PIB petrolero y 2,8% del PIB no petrolero. Sin embargo, el crecimiento estimado de la economía se mantiene en niveles aún favorables.

Según las proyecciones oficiales, el crecimiento en 1998 estará determinado por el dinamismo de la

demanda que aumentará a una tasa de 7,9%. No obstante, con la reciente caída de más de 25% de los precios del petróleo es de esperar una contracción del gasto público y de la inversión propia de PDVSA, la cual limitará el crecimiento por el lado del sector público. Por otra parte, el alza de las tasas de interés podrá reducir la expansión del consumo privado que se estima en 6,6% y de la inversión privada no petrolera.

Adicionalmente, la tendencia a la sobrevaluación creciente del tipo de cambio limitará el crecimiento de las actividades que compiten con la producción externa, puesto que se producirá un abaratamiento de todos aquellos bienes importados que compiten con la producción nacional. Igualmente, la apreciación del tipo de cambio determinará una pérdida de competitividad en el exterior por el lado de las exportaciones no petroleras, las cuales verán afectados sus niveles de producción.

No obstante, el desempeño aún favorable de la economía tenderá a producir una ligera reducción en el desempleo. Se estima que en 1998 la tasa de desocupación podrá ubicarse alrededor de 9,8%.

#### **a. Mercado petrolero**

Durante el presente año, se materializarán mayores exportaciones de hidrocarburos líquidos, debido a que las asociaciones de la entidad garantizan una mayor colocación de crudos en el exterior y a que se abrirá el mercado de crudos de Venezuela en Mercosur.

De acuerdo a lo anterior, para el presente escenario están dadas las condiciones externas para que Venezuela pueda ejecutar su plan de inversiones y expandir sus niveles de producción a una tasa media de 8% por año, muy superior a la tasa media esperada en el crecimiento de la demanda de crudos

mundial de 2,8% y a la expectativa de crecimiento de la demanda que enfrenta la OPEP de 4,3%.

Con base en las consideraciones aquí referidas, se espera que durante 1998 la industria petrolera venezolana produzca unos 3,4 millones de barriles diarios de crudos y 3,7 millones de barriles diarios de derivados, y exporte un promedio de 3,3 millones de barriles diarios de hidrocarburos a un precio promedio de exportación de 13,0\$/b. Esto generará ingresos por exportaciones petroleras de US\$15.946 millones, cerca de US\$3.000 millones por debajo de lo obtenido en 1997, debido a la caída en los precios. Cabe resaltar que las estimaciones de PDVSA sobre los precios durante el año de 13\$/b pueden estar sobrestimadas, si se tiene en cuenta que hoy la canasta de crudos de Venezuela promedia 12,8\$/b.

## **2. Sector externo**

En materia de exportaciones, se espera una caída del orden de 14% del total exportado por Venezuela. Con el descenso esperado en los precios petroleros en 1998 y a pesar de las altas tasas de producción y exportaciones previstas en el plan de la industria petrolera venezolana que permitirán importantes ingresos por este concepto, se prevé una reducción cercana a 15,5% del valor de las exportaciones del sector petrolero. Adicionalmente, con un crecimiento económico elevado pero con niveles crecientes de sobrevaluación, es de esperar también que las exportaciones no tradicionales desciendan considerablemente en una magnitud estimada en 7,6%, para ubicarse en US\$4,5 mil millones.

En materia de importaciones, el crecimiento elevado en la actividad económica y el mantenimiento de altos niveles de sobrevaluación del tipo de cambio, determinarán un alto incremento de la demanda por importaciones respecto al ocurrido durante 1997. Así, para el año se prevé un crecimiento de

las importaciones en torno a 28,53%, para alcanzar un valor cercano a US\$15,8 mil millones.

### **a. Balanza de pagos**

En las anteriores circunstancias, el saldo de la balanza comercial se mantendrá en niveles positivos cercanos a US\$4,6 mil millones, aunque es US\$6,8 mil millones menor al registrado en 1997. Este comportamiento es el resultado del vertiginoso crecimiento en las importaciones frente al estancamiento en las exportaciones.

Durante 1998, la tendencia a la sobrevaluación determinará un incremento en la demanda por importaciones de servicios que crecerán a un ritmo muy elevado y superior a las exportaciones por estos conceptos. Por su parte, las entradas por ingresos sobre inversiones se reducirán fuertemente, debido a que los inversionistas prefieren mantener en el extranjero los intereses y dividendos que devengan sus activos en el exterior a la espera de posibles acciones adoptadas por la nueva administración.

Así, se estima que el saldo positivo en la cuenta corriente registrado en 1997 se convierta en 1998 en un saldo negativo de US\$2,4 mil millones, lo que equivale a cerca de 3% del PIB.

En cuanto al flujo de capitales, se esperan entradas durante el año relacionadas con inversiones directas de mediano y largo plazo y con los ingresos producto de la privatización de Sidor. Sin embargo, la presencia de tasas de interés reales negativas, la debilidad en las cuentas fiscales, los altos niveles de sobrevaluación, las expectativas electorales y devaluacionistas, probablemente se traducirán en elevadas salidas de capitales privados de corto plazo, que de hecho ya empezaron a avisarse. A lo anterior se suman los pagos por concepto de amortización de deuda externa privada, pública y de PDVSA, por encima de nuevas contrataciones.

Frente a este conjunto de circunstancias, se espera un saldo en la cuenta de capital negativo en US\$2,7 mil millones, que al sumarle el saldo negativo de US\$2,4 mil millones en la cuenta corriente, determinará un saldo adverso en torno a los US\$5,1 mil millones en la balanza de pagos.

De esta manera, se presentará una desacumulación de reservas cercana a US\$6.043. Sin embargo, gracias a los elevados ingresos petroleros y la dinámica inversión extranjera, el nivel de reservas totales se mantendrá relativamente elevado, estimado en US\$11,75 mil millones, lo que permitiría la cobertura de cerca de 9 meses de las importaciones.

#### **b. Tipo de cambio**

Dada la fuerte presión sobre el Bolívar, el 14 de enero el BCV modificó nuevamente la banda y anunció que ésta tendría una paridad de 508,5 Bs/US\$, con una amplitud equivalente a la de 1997 de  $\pm 7,5\%$  y con ajustes mensuales de 1,28% (antes de 1,16%). De esta manera, el tipo de cambio al final de 1998 podría ubicarse en cerca de 593,3 Bs/US\$ (antes estimado en 545 Bs/US\$), lo que determina una devaluación anual de 17,7% en dicho año y una devaluación promedio anual de 10,6%.

Por las razones antes expuestas, se puede esperar una devaluación mayor a la prevista por las autoridades, y queda abierta la posibilidad de que ocurra una maxidevaluación si las condiciones económicas se deterioran aún más durante el año.

### **3. Inflación**

Para 1998 está previsto que la tasa de inflación tienda a reducirse, ya que no se esperan nuevos correctivos de importancia en los precios de los bienes y servicios públicos, y no se repetirán los ajustes salariales ocurridos en 1997. Además, la abundancia de importaciones a bajos precios como

resultado de la sobrevaluación, podrá evitar presiones sobre los precios. En consecuencia, para 1998 MetroEconómica estima una tasa de inflación anual de 31,9% y una promedio anual de 34,9%. No obstante lo anterior, es previsible que se presenten presiones al alza en los precios, relacionadas principalmente con el aumento del gasto público, con los excesos de liquidez y con la mayor devaluación. Parecería poco probable que las metas de contener una inflación de 25% devaluando el Bolívar en 10% puedan cumplirse en el presente año.

### **4. Política monetaria y tasas de interés**

Para 1998 se espera una expansión monetaria inferior a la presentada en 1997, pero en niveles aún bastante elevados. Se estima un crecimiento nominal de la liquidez (medido como M2) de 40,5%. Esto se debe en especial a que las reservas internacionales seguirán fuertes, a las dificultades que se presentarán en el frente fiscal atenuadas por tratarse de un año electoral y al plan de expansión de PDVSA previsto para el año.

A pesar de lo anterior, no se espera una reducción de las tasas de interés debido a la mayor demanda de crédito. Se proyecta que en 1998 las tasas nominales activas se ubiquen en 42,6% al cierre del año con un promedio para los doce meses de 34,3%, y las pasivas en 30,5% y 23,9%, respectivamente. Sin embargo, en términos reales las tasas caerán frente a 1997, hasta alcanzar niveles promedio de 4,9% para las activas y de 3,3% para las pasivas.

### **5. Finanzas públicas**

El presupuesto original del Gobierno para 1998 fue elaborado considerando un precio promedio del petróleo de 15,5\$/b. Con el nuevo precio, estimado entre 12,5\$/b y 13\$/b, el Gobierno calcula que los ingresos por este concepto se reducirán en US\$1.800

frente a lo inicialmente proyectado. En estas circunstancias, se ha anunciado que habrá un recorte del gasto público en US\$2.564 millones.

De acuerdo con MetroEconómica, en 1998 se presentará un déficit fiscal equivalente a 2,3% del PIB para el Gobierno Central y de 1,9% para el Sector Público Consolidado.

Se observará un fuerte deterioro de las finanzas públicas frente a los dos años anteriores, debido principalmente a los menores ingresos y al mayor gasto público presionado por un año electoral y por los compromisos salariales derivados de la Ley de Trabajo.

### **C. Conclusiones**

A pesar de la revisión reciente de las proyecciones como consecuencia de la crisis asiática y de la caída de los precios del petróleo, se espera que en este año la economía venezolana mantenga la tendencia a la recuperación que se inició en 1997.

En 1998 las importaciones crecerán 28,5%, lo que constituye un factor altamente favorable para Colombia, que aporta el 8% del total de importaciones venezolanas. El elevado crecimiento de las importaciones está asociado a la sobrevaluación del Bolívar frente al dólar, estimada en 25,2%, como resultado del efecto combinado de un estancamiento de la tasa de cambio nominal (17,7% anual de devaluación) y de una creciente inflación (31,9% anual). En estas condiciones, los productos colombianos adquieren una mayor competitividad en el mercado venezolano. No obstante, este desequilibrio podría corregirse con una abrupta devaluación del Bolívar, la cual dependerá de las presiones sobre el tipo de cambio y del manejo del Gobierno venezolano para contenerlas.

Aún persiste el riesgo de que la crisis asiática y la caída de los precios del petróleo tengan efectos mayores sobre la tasa de cambio y produzcan una devaluación superior a la proyectada por las autoridades venezolanas, en cuyo caso el crecimiento de las exportaciones colombianas hacia dicho país se vería restringido.

## **IV. LA CRISIS ASIÁTICA**

La crisis del sudeste asiático que principalmente abarcó Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia a mediados del año pasado, fue para muchos analistas inesperada y diferente. Fue inesperada porque las variables fundamentales que usualmente se reconocen como las detonantes de las crisis, estaban relativamente balanceadas en dichas economías. Fue diferente, porque sus características no fueron similares a las otras crisis experimentadas en el pasado. Tal y como lo argumenta Krugman (1998)<sup>1</sup> ninguno de los modelos estándar de crisis cambiaria puede explicar la reciente crisis de los países Asiáticos. De hecho, no se trató de una crisis cambiaria. Sus manifestaciones y consecuencias se dieron principalmente en el sistema bancario y en el mercado de activos. Se tienen sin embargo antecedentes de crisis financieras similares, como la experimentada en Chile en 1982 y en México en 1994-1995, aunque con algunos rasgos diferentes.

### **A. Una explicación de la crisis del sudeste asiático**

Ninguno de los desbalances macroeconómicos que conducen a las de crisis cambiarias tradicionales, tales como grandes déficits fiscales, excesos monetarios, elevadas tasas de inflación o alto desempleo,

---

<sup>1</sup> Krugman, P., enero de 1998, "¿What Happened in Asia?", en Krugman's website.



estuvo presente en estas economías en los últimos años. Si bien es cierto que los países asiáticos sí experimentaron una crisis cambiaria, esta fue sólo una parte de la amplia crisis financiera, que poco tuvo que ver con aspectos cambiarios y monetarios per se. La crisis cambiaria en este caso, fue más un síntoma de la enfermedad que la causa de la misma.

Los principales elementos que caracterizaron el fenómeno asiático están relacionados con la existencia de un buen número de intermediarios financieros, el riesgo moral asociado a ellos como resultado de una inadecuada regulación y el colapso en el precio de los activos tales como el capital y la tierra.

En dicho proceso, los intermediarios financieros, ya fueran directamente los bancos o entidades independientes, jugaron un papel crucial. En buena parte, su labor consistía en adquirir depósitos de corto plazo usualmente en dólares a tasas de interés de mercado y después prestarlos a inversionistas especuladores a tasas de interés mayores, quienes invertían, entre otros activos, en finca raíz.

Debido a las fuertes conexiones políticas que tenían los dueños de dichas instituciones, éstos asumían que sus pasivos tenían una garantía implícita del Gobierno. Este hecho imponía un problema de riesgo moral que se manifestaba en que las inversiones no respondían al valor esperado de los activos y, por el contrario, se escogían aquellas que generaban los mayores rendimientos posibles asignándole poca probabilidad a la posibilidad de quiebra (ya que ésta estaría cubierta). Evidentemente, esto generó un aumento en el precio de los activos superior a su rendimiento esperado y estimuló el incremento de los volúmenes de préstamos. Los precios de los activos aumentaron a niveles que no estaban sustentados por

las variables fundamentales de la economía, lo que generó distorsiones en la inversión y un crecimiento de ésta bastante superior al adecuado según las condiciones reales de la economía.

Este proceso se mantuvo mientras los intermediarios percibieron que sus pasivos estaban garantizados por el Gobierno. Al revertirse esta creencia, los bancos dejaron de prestar, cayeron los precios de los activos, los intermediarios se volvieron insolventes, se derrumbó aún más el valor de los activos, se produjo la crisis bancaria y cayó la tasa de cambio (las reservas netas fueron insuficientes para cumplir compromisos de corto plazo).

## **B. Marco teórico de las crisis cambiarias tradicionales y nuevos desarrollos**

Los modelos que analizan este tipo de crisis se basan en aspectos relacionados con la tasa de cambio. Los llamados de *Primera Generación* surgen de la hipótesis de que los Gobiernos financian su déficit con emisión y a la vez utilizan reservas internacionales para estabilizar la tasa de cambio. Al aumentar la oferta de dinero se produce una mayor inflación y se devalúa la moneda. Para estabilizar esta última, las autoridades ofrecen divisas y utilizan sus reservas internacionales. Cuando el déficit del Gobierno es persistente, esta situación se vuelve insostenible: los inversionistas prevén que las reservas seguirán cayendo hasta ser insuficientes para mantener la tasa de cambio y se anticipan comprando las reservas que quedan. En estas circunstancias el sistema colapsa y se adelanta el momento crítico de la caída en las reservas. El ataque de los especuladores contra la moneda se produce cuando las reservas caen de cierto nivel. En términos generales, la crisis surge del conflicto entre los objetivos de estabilidad de la tasa de cambio nominal y la po-

lítica monetaria/fiscal que es inconsistente con estos objetivos<sup>2</sup>, y están precedidas por políticas fiscales y monetarias demasiado expansivas.

Los modelos llamados de *Segunda Generación*<sup>3</sup> surgieron para explicar ataques especulativos como los experimentados en México en los noventa y en los países europeos. Aunque utilizan los mismos fundamentales para explicar el proceso especulativo, tienen características diferentes<sup>4</sup>. Por una parte, los ataques no están directamente relacionados con los determinantes fundamentales de la economía. Por otra parte, el Gobierno no tiene una manera única de actuar y reacciona ante cambios en el comportamiento de los agentes privados<sup>5</sup>. Las expectativas de dichos agentes juegan un papel central y determinan en buena parte los ataques especulativos<sup>6</sup>. La hipótesis detrás de esto consiste en que las crisis están precedidas por un enorme flujo de capitales al país, lo cual vuelve al sistema muy vulnerable a cambios en las expectativas privadas.

Se han desarrollado marcos analíticos diferentes que permiten entender mejor el reciente fenómeno

---

<sup>2</sup> Dooley, M., (1997), "A Model of Crisis Emerging Markets", NBER, Working Paper No. 6300.

<sup>3</sup> Flood, R., and Marion, N., noviembre de 1997, "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", Mimeo.

<sup>4</sup> Eichengreen, B., (1996), "Speculative Attacks: Fundamentals and Self-Fulfilling Prospectives", NBER, Working Paper No. 5789.

<sup>5</sup> Se asume que el gobierno es más flexible y puede escoger entre fijar la tasa de cambio y otros objetivos de política, como por ejemplo reducir el desempleo. Sin embargo, en presencia de expectativas de los agentes privados, el costo de defender la tasa de cambio resulta ser mayor: si el mercado cree que la defensa de la tasa de cambio en última instancia va a fracasar, será más difícil para las autoridades defender la paridad y, en estas circunstancias, se presentará el ataque especulativo.

<sup>6</sup> Krugman, P. (1997), "¿Are Currency Crises Self-Fulfilling?", NBER Macroeconomics Annual, Cambridge: MIT Press."

de la región asiática. Se asume que el creciente flujo de capitales privados es parte integral de un ataque anticipado contra las reservas del gobierno y conduce a una mayor vulnerabilidad de la economía<sup>7</sup>. Dentro de las decisiones de los agentes se incorpora el elemento de moral hazard o riesgo moral, que resulta en buena parte de la falta de supervisión al sistema financiero. Adicionalmente, se asume que los pasivos de las entidades financieras privadas están garantizados por el gobierno, lo cual les permite asumir altos niveles de riesgo en sus decisiones de inversión. En estos esquemas la crisis se produce cuando se pierde la credibilidad por parte del mercado de que el gobierno podrá responder a las garantías<sup>8</sup>.

## C. Características económicas de los países asiáticos<sup>9</sup>

### 1. Variables macroeconómicas

Las variables relevantes en los modelos clásicos de crisis cambiaría como los descritos anteriormente, no presentaban mayores desequilibrios. El superávit fiscal consolidado para estas economías fue en promedio cercano al 1% del PIB durante el período 1994-97 (Gráfico 15). El aumento en los agregados monetarios no era excesivo, y osciló entre 17% y 20% anual (Gráfico 16). El crecimiento real del PIB estuvo entre 6% y 9% en el período 1990-1996 (Gráfico 17). La inflación se situó durante los cinco años previos a la crisis entre 5%-6% por año (Gráfico 18). Finalmente, no había señales de que las tasas

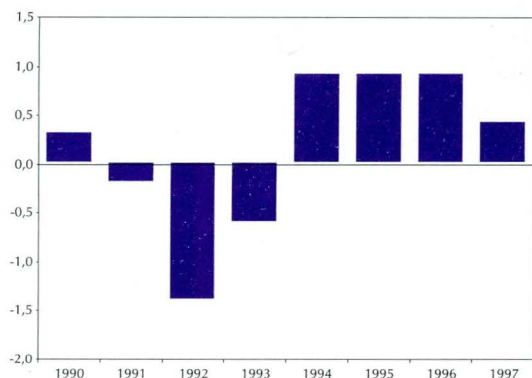
---

<sup>7</sup> McKinnon, R., and Pill, H., (1998), "International Overborrowing. A Decomposition of Credit and Currency Risks", Mimeo.

<sup>8</sup> Sachs, J., Tornell, A., and Velasco, A., (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", Brookings Papers on Economic Activity, No. 16.

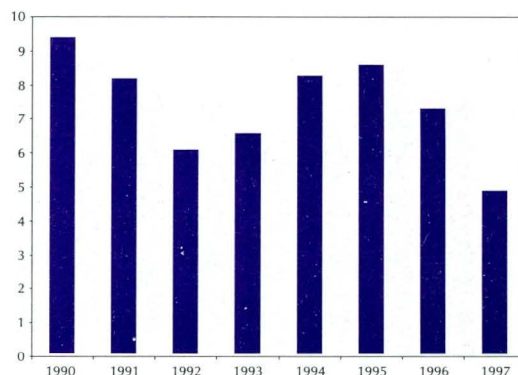
<sup>9</sup> Haremos referencia en adelante a los países del Sudeste asiático en crisis: Tailandia, Corea, Indonesia, Malasia y Filipinas.

**Gráfico 15. SITUACION FISCAL DE LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS\***



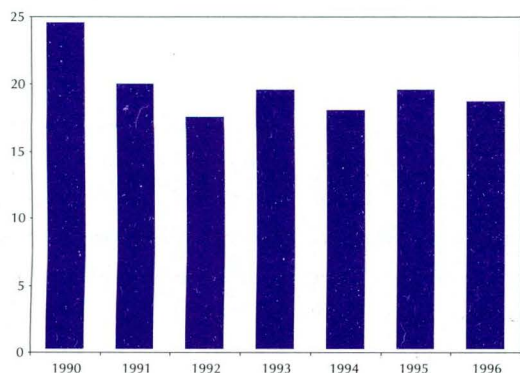
\* Indonesia, Korea, Malasia, Filipinas, Tailandia.  
Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

**Gráfico 17. CRECIMIENTO DEL PIB EN LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS (Tasa anual de crecimiento)**



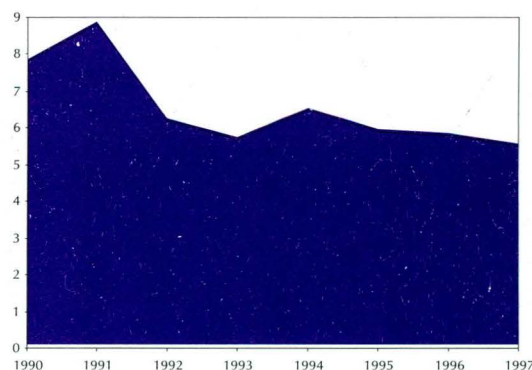
Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

**Gráfico 16. CRECIMIENTO MONETARIO DE LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS (Tasa anual de crecimiento fin de año)**



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

**Gráfico 18. INFLACION DE LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS**



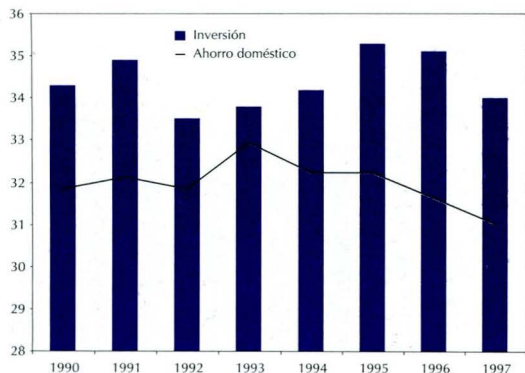
Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

de interés tuvieran que aumentar para defender la tasa de cambio y en consecuencia no había mayores presiones sobre el desempleo<sup>10</sup> (Gráfico 19).

<sup>10</sup> Davis, G., febrero de 1998, "Causes, Cures and Consequences of the Asian Economic Crises", Goldman Sachs.

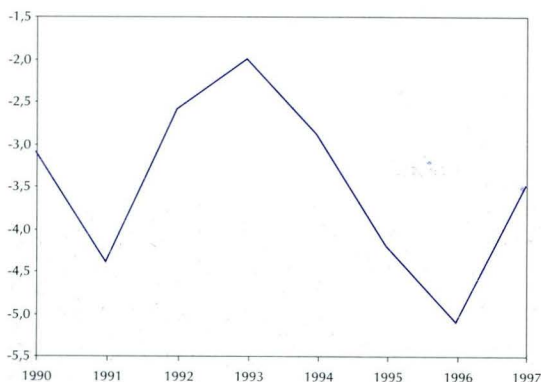
Había sin embargo algunas señales negativas. Los déficits en la cuenta corriente de estas economías aumentaron de 2% del PIB en 1993 a más del 5% del PIB en 1996 (Gráfico 20). En algunos países como Tailandia y Malasia, los desbalances eran particularmente marcados con cifras entre 8% y 10% del PIB. Este desequilibrio fue el resultado de

### Gráfico 19. INVERSION Y AHORRO DOMESTICO EN LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

### Gráfico 20. DEFICIT DE LA CUENTA CORRIENTE EN LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

una apreciación real de la tasa de cambio que estuvo entre 10% y 20% durante el período 1994-1997. La razón por la cual pudieron coexistir los déficit en cuenta corriente con una elevada apreciación de las monedas, fue precisamente que estas economías pudieron financiar con éxito sus desequilibrios con entrada de capitales. El flujo de capitales externos del sector privado fue de tal magnitud que, además de financiar los saldos negativos de la cuenta corriente,

permitió acumular importantes montos de reservas internacionales. La entrada de capitales privados ascendió de 5% del PIB en los primeros años 90 a cerca de 7% del PIB en 1996. Sólo un pequeño porcentaje de éstos correspondió a inversión extranjera directa, mientras que la mayor parte era inversión de portafolio y en especial recursos destinados al sector bancario (Gráfico 21A y 21B).

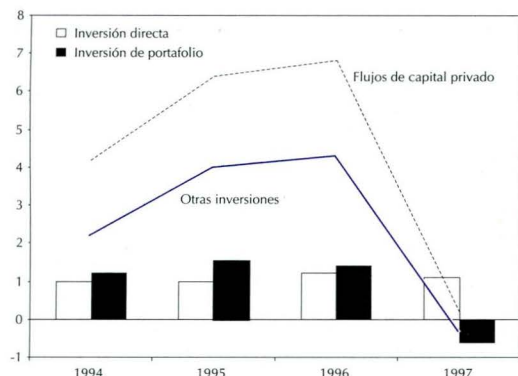
El gran interés del mercado internacional de capitales por estos países y la disponibilidad de recursos, condujo a un aumento en el precio de los activos domésticos. Estos últimos factores fueron determinantes en la crisis. En este proceso de sobreendeudamiento, el sector privado presenció un rápido crecimiento de sus pasivos en moneda extranjera, y los bancos y corporaciones se volvieron muy vulnerables a una inesperada devaluación de las monedas.

### 2. Características de los sistemas financieros

Si bien es cierto que los países en crisis no enfrentaban problemas significativos de índole macroeconómico, sí experimentaban grandes distorsiones en el sistema financiero. El proceso de desregulación financiera que se llevó a cabo en los últimos cinco años en los países del sudeste asiático, condujo a un sobredimensionamiento del sistema que se caracterizó además por una marcada ausencia de control y supervisión por parte de las autoridades, tanto del tamaño como de las prácticas de las entidades financieras. Por otra parte, existía lo que se ha llamado "conexiones perversas" que implica que los dueños de los bancos o las entidades financieras tenían fuertes nexos con el Gobierno.

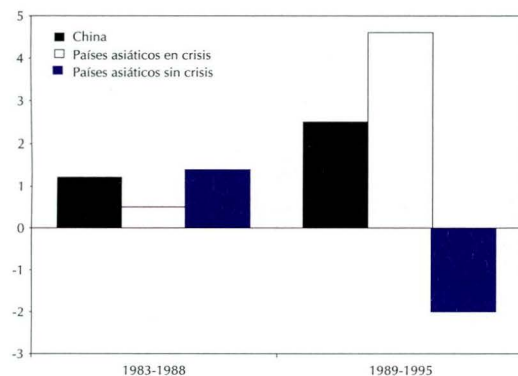
Los bancos se caracterizaban además por la mala calidad de los activos. Los recursos eran asignados a proyectos que no tenían viabilidad financiera o

### Gráfico 21A. FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO PRIVADO EN LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS (% PIB)



Fuente: Goldman Sachs y FMI.

### Gráfico 21B. FLUJOS DE CAPITAL ASIATICO (% del PIB)



Fuente: Goldman Sachs y FMI.

de alto riesgo a tasas de interés bajas. En buena parte de los casos, los créditos se dirigían a deudores con alguna relación con los dueños de los bancos y a sectores favorecidos por el Gobierno.

#### D. Implicaciones para América Latina

El colapso financiero de los países del sudeste asiático no sólo ha tenido fuertes repercusiones en

dichas economías, sino también ha tenido implicaciones directas e indirectas sobre otros países y regiones. En particular, vale la pena evaluar en detalle sus efectos sobre las demás economías emergentes y, para nuestros propósitos, sobre la región latinoamericana. Se han identificado dos grandes canales a través de los cuales se manifiestan los efectos; en primer lugar por la vía del comercio (efectos reales) y en segundo lugar por la vía del mercado de capitales. Como se verá más adelante, la magnitud en que cada uno de estos factores ha afectado las economías de la región, depende en buena parte de sus vínculos comerciales con los países asiáticos, de las necesidades de financiamiento proveniente del mercado internacional de capitales y del grado de vulnerabilidad de cada país.

#### 1. Efectos reales internacionales

Uno de los efectos posibles se deriva del hecho de que las economías en crisis reducen la cantidad de importaciones y por lo tanto presionan a la baja los precios internacionales de algunas *commodities*. Este impacto se produce ya que se trata de economías lo suficientemente grandes (tanto en importaciones como en exportaciones) como para afectar los precios internacionales.

En efecto, este ha sido el caso de productos como el petróleo y el cobre, cuya caída en precios ha afectado los países exportadores de dichos productos. En el caso del cobre, se han visto afectadas economías como la chilena y la peruana, y en el caso del petróleo, se han perjudicado países exportadores como México, Venezuela y Colombia. A raíz de la crisis, la demanda de petróleo por parte de los países asiáticos ha caído de manera dramática. Se espera para este año una reducción de cerca del 50% en el ritmo de crecimiento del consumo: el

año pasado fue de 800.000 b/d y se espera que este año sea de sólo 450.000 b/d<sup>11</sup>.

Existe también un impacto indirecto sobre América Latina y sobre la balanza comercial de algunos países, que se da a través del menor crecimiento de las economías avanzadas. Según datos recientes del FMI, la reducción en el crecimiento del producto de los países industrializados a raíz de la crisis será de 0,4 puntos del PIB. Evidentemente, esto implicará una menor demanda por exportaciones.

Por otra parte, como consecuencia de la devaluación real experimentada por las economías asiáticas, la competitividad de sus exportaciones se ha incrementado considerablemente. Este hecho afecta a aquellos países cuyas exportaciones tienen que competir con productos asiáticos más baratos en terceros mercados, así como a países cuyas importaciones provenientes de las economías asiáticas son importantes (Cuadro 2). En este último caso, las industrias domésticas enfrentan una mayor competencia y se ven obligadas a disminuir sus precios para mantenerse en el mercado interno.

## 2. Efectos sobre el mercado internacional de capitales

Cuando se produce una crisis en economías emergentes, los inversionistas reaccionan de manera

<sup>11</sup> Petroleum Argus, Global Markets, febrero de 1998. El consumo de Corea del Sur, de 500,000 b/d se espera que caiga al desacelerarse la economía. Las exportaciones de dicho país de 260,000 d/b podrán duplicarse si la demanda doméstica se contrae. Indonesia redujo a 40,000 b/d las importaciones en el mes de enero, de niveles de 100,000 b/d el año pasado y en marzo cancelaron todas las importaciones. China ha estado comprando no más de 150,000 b/d cada mes y se espera se reduzca. Las plantas de energía en Tailandia han sustituido la utilización de petróleo por el gas producido domésticamente con el fin de ahorrar divisas. Se espera que este año importe un tercio de los 20,000 b/d que importaba el año pasado

**Cuadro 2. ESTRUCTURA REGIONAL DE LAS EXPORTACIONES (% de exportaciones con destino al Asia)**

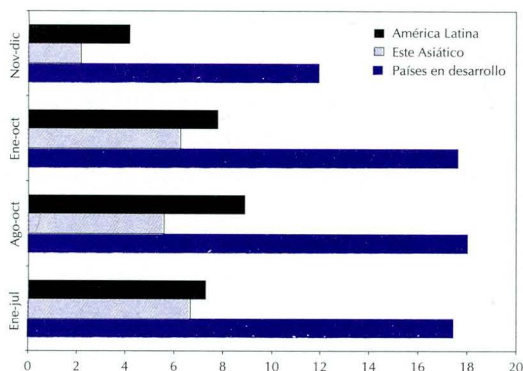
	1994	1995	1996
Argentina	8,4	11,0	10,9
Brasil	10,4	10,8	12,7
Chile	15,7	16,4	17,0
Colombia	1,6	2,3	1,0
México	0,7	1,2	1,3
Perú	16,7	16,9	19,1
Venezuela	0,5	0,5	0,6

Fuente: Dirección de Estadísticas Comerciales, FMI.

rápida en función de la información que posean. En presencia de altos niveles de incertidumbre sobre las demás economías emergentes, los inversionistas privados y extranjeros prefieren reasignar sus fondos a favor de economías más seguras, con pocos riesgos y con menor vulnerabilidad. Adicionalmente, liquidan inversiones en activos en aquellos países que consideran de alto riesgo, aún cuando éstos no se hayan visto afectados por la crisis, con el fin de reducir su portafolio de riesgo y de aumentar la liquidez.

El cambio de actitud en los mercados internacionales, la mayor cautela y el escepticismo de los banqueros, genera una caída tanto en los precios de los activos como en los flujos de capital hacia mercados emergentes, reduce el acceso de dichas economías a los mercados de capitales internacionales y presiona las tasas de cambio. Adicionalmente, se produce una pérdida de interés en invertir en economías emergentes diferentes a las asiáticas, puesto que las primeras han perdido competitividad comercial frente a los países asiáticos (debido a las fuertes devaluaciones) y, por consiguiente, se reducen los flujos de inversión extranjera directa (Gráfico 22). Por último, la crisis asiática ha propiciado un aumento de las primas de riesgo de los

## Gráfico 22. FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO EN LOS PAISES EN DESARROLLO, 1997 (US\$ billones promedios mensuales)



Fuente: Banco Mundial, (1998).

países emergentes aumentando los costos del financiamiento.

En estas condiciones, el efecto real de la escasez de recursos sobre las diferentes economías dependerá de los requerimientos de financiamiento externo de cada una. En un trabajo reciente de Goldman Sachs (1998)<sup>12</sup> se calculan las necesidades de financiación para 1998 para un grupo de 26 economías emergentes y se encuentra que América Latina será el mayor demandante de financiamiento externo en 1998 seguido por Asia. Sin embargo, el mismo cálculo teniendo en cuenta el tamaño de las economías (es decir los requerimientos como proporción del PIB), arroja resultados diferentes<sup>13</sup>. América

<sup>12</sup> Goldman Sachs, January 1998, "External and Public Sector Financing Needs for 1998", Emerging Markets Biweekly.

<sup>13</sup> Este indicador es más preciso si se asume que las economías más grandes tienen un mayor acceso al financiamiento externo ya que representan mayores proporciones del comercio mundial y ofrecen mayores oportunidades para la inversión extranjera directa.

Latina queda en una posición mejor, mientras que algunos países asiáticos resultan tener las mayores necesidades de recursos externos relativo a su tamaño. Se concluye del análisis que los países Latinoamericanos que eventualmente se verían más duramente afectados por la menor disponibilidad de financiamiento externo serían Brasil y Ecuador. Por su parte, Colombia se sitúa como un país sin riesgos mayores frente las demás economías emergentes.

### 3. Vulnerabilidad de América Latina ante el choque externo

Un último elemento relevante al analizar los efectos de la crisis asiática en los países latinoamericanos es la probabilidad del contagio y el grado de vulnerabilidad. Esto conduce a evaluar si las economías de la región presentan síntomas similares a los padecidos por las economías asiáticas antes de la crisis.

En primer lugar, los países latinoamericanos no han experimentado en los últimos años un crecimiento importante del crédito privado con excepción de Perú. Otros países de la región como Argentina, México y Venezuela, han incluso reducido el ritmo de crecimiento del crédito externo después de la crisis mexicana.

En segundo lugar, la deuda externa privada de corto plazo de dichos países se mantiene en niveles relativamente manejables, lo que los hace menos vulnerables a cambios en expectativas de corto plazo, salvo en el caso de Brasil. En Colombia el crédito externo de corto plazo representa apenas el 16% del total de la deuda externa y esto se debe a la imposición de restricciones al endeudamiento externo de corto plazo mediante el uso de depósitos.

En tercer lugar, la holgura en materia de reservas internacionales, medida como la relación entre las

reservas y M2, es superior en los países de América Latina. Sólo en Argentina, Brasil y México el índice está por debajo de 0,5 mientras que los demás países se sitúa por encima (en Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas y Corea el valor está entre 0,1 y 0,3).

En cuarto lugar, se observa una fortaleza de los sistemas bancarios de la región latinoamericana y el uso de mecanismos adecuados de regulación y supervisión. Desde principios de la década de los ochenta Colombia y Chile reestructuraron el sistema bancario de sus países e implementaron una serie de mejoras en este frente. Posteriormente Perú adoptó nuevas medidas a finales de la década y más recientemente, a raíz de la crisis mexicana, Argentina y México actualizaron sus esquemas de supervisión.

Finalmente, aún cuando los desequilibrios en la cuenta corriente en los países latinoamericanos son elevados y crecientes, éstos son menores a los registrados en los países asiáticos antes de la crisis (Cuadro 3).

#### 4. Impacto sobre la economía colombiana

Desde el punto de vista del comercio, el mayor impacto se manifiesta en la caída de los precios del

petróleo. Además de reducir los ingresos provenientes de las exportaciones de crudo y los ingresos fiscales, este hecho también repercute en el crecimiento de algunos de nuestros socios comerciales quienes se se verán forzados a reducir sus importaciones, tales como Venezuela y México. En el caso de Venezuela, por ejemplo, las proyecciones de crecimiento que se acercaban a una cifra de 6,0% para este año, fueron reducidas a un rango entre 3,5% y 4,5% a raíz de la caída en los precios del crudo.

Por otra parte, Colombia ha perdido competitividad frente a los productos asiáticos y tendrá que competir en terceros mercados como en México, en Chile y en Perú con productos a menores precios. Finalmente, el impacto directo por la vía de la entrada de mayores importaciones al país o por la reducción de las exportaciones colombianas hacia las economías asiáticas, parece no ser muy significativo habida cuenta de la estrechez del comercio con el sudeste asiático. El porcentaje de las exportaciones de Colombia a los países asiáticos es de solamente 1,0% del total exportado. Este efecto será mayor en el caso del Perú donde esta misma participación es de 19,1%, en Chile donde es de 17% y en Brasil donde las exportaciones hacia el Asia son el 12,7% del total (Cuadro 2).

**Cuadro 3. CUENTA CORRIENTE**  
(% del PIB)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Argentina	-1,5	-2,4	-2,9	-3,7	-0,9	-1,4	-3,7
Brazil	-0,4	1,6	-0,1	-0,3	-2,5	-3,3	-4,2
Chile	0,3	-1,6	-4,6	-1,2	0,2	-4,1	-4,0
Colombia	5,6	2,0	-4,4	-4,8	-5,4	-5,6	-5,7
México	-5,1	-6,7	-5,8	-7,0	-0,6	-0,6	-1,8
Perú	-3,0	-4,5	-5,2	-5,3	-7,3	-5,8	-5,1
Venezuela	3,2	-6,2	-3,3	4,4	3,0	12,2	6,9

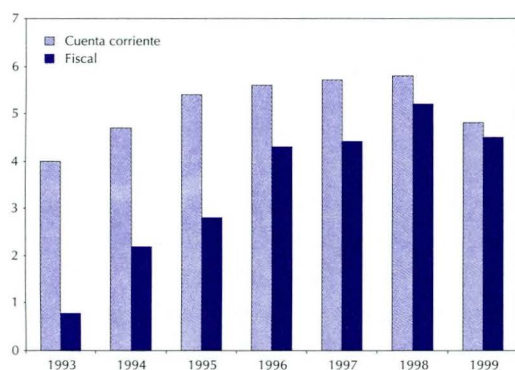
\* Cifras preliminares.

Fuente: Banco Mundial.



En cuanto al mercado internacional de capitales, la menor disponibilidad de recursos y el mayor costo del financiamiento tendrán una repercusión negativa en la economía del país a lo largo del presente año, dadas las elevadas necesidades de obtener recursos en el exterior para la financiación del déficit del Gobierno. De acuerdo con los cálculos oficiales, el Gobierno Central espera cubrir el 30% del déficit (estimado en \$6,7 billones) con crédito externo. Desde principios de la década el déficit en cuenta corriente había sido bastante superior al déficit fiscal y el ahorro externo podía destinarse a financiar actividad productiva privada. En los dos últimos años, y en particular en 1998, el creciente déficit fiscal se aproxima al correspondiente en la cuenta corriente, mostrando que el ahorro externo se dirige cada vez más a financiar el desequilibrio fiscal y se agotan los recursos para financiar la actividad productiva. Lo anterior indica las crecientes necesidades de ahorro externo del país, cuyas repercusiones se ven además reflejadas en un mayor déficit en la cuenta corriente por la vía de la balanza de servicios (Gráfico 23).

**Gráfico 23. DEFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL, REGIONAL Y LOCAL VS DEFICIT CUENTA CORRIENTE (% del PIB)**



Fuente: Confis, Banco de la República y Fedesarrollo.

Otro de los factores que permite apreciar el impacto del cambio en la actitud del mercado de capitales sobre el país, es el aumento en los costos de colocación de los bonos domésticos en el exterior. Durante un tiempo, el *spread* de la deuda colombiana estuvo muy por debajo Argentina y de México. En octubre de 1997 las calificaciones de riesgo aumentaron en los tres casos, lo cual es un reflejo de los costos de la crisis asiática. Pero en el caso de Colombia, este elemento estuvo acompañado de una percepción por parte de los mercados internacionales del deterioro de la situación macroeconómica, razón por la cual el *spread* de la deuda se igualó al de otros dos países (Gráfico 24).

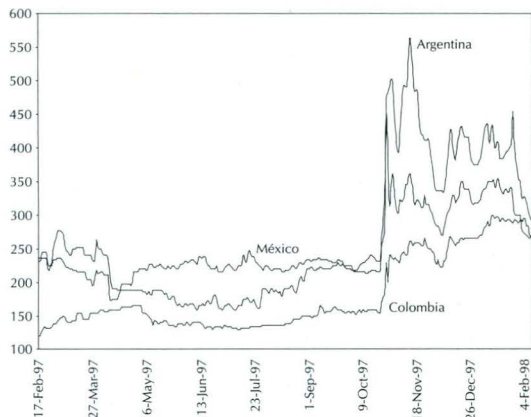
### E. Consideraciones finales

Aunque los efectos sobre América Latina no parecen ser muy fuertes, las perspectivas de crecimiento después de la crisis se han modificado. El crecimiento promedio del PIB estimado en 5,0% para 1998, se redujo a 3,8%<sup>14</sup>. De acuerdo con estas proyecciones, el país más afectado sería Brasil, seguido por Argentina y Chile, y el menos afectado sería Colombia (Cuadro 4).

En términos de los impactos específicos (Gráfico 25), Perú y Chile se han visto perjudicados principalmente por la caída de los precios del cobre, en tanto que Venezuela, México y Colombia por la caída en los precios del petróleo. En Chile, Colombia y México se ha registrado una devaluación del tipo de cambio y un incremento en las tasas de interés. En julio del año pasado con la devaluación del Bath se registró una caída en el mercado de valores en Chile, Perú, Argentina y Brasil, aunque en los dos últimos el precio de la bolsa se recuperó recién

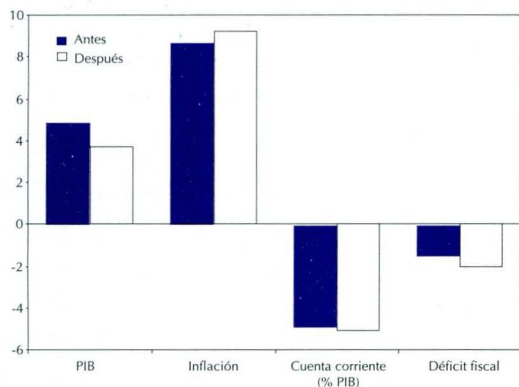
<sup>14</sup> Los datos provienen de proyecciones del Banco Mundial y corresponden a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. El promedio es un promedio simple.

**Gráfico 24. SPREADS SOBRE BONOS DEL TESORO (Puntos básicos)**



Fuente: Confis, Banco de la República y Fedesarrollo.

**Gráfico 25. PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA AMERICA LATINA\*, 1998 (Antes y después de la crisis Asiática)**



\* Incluye Argentina, Brasil, Chile, México, Perú y Venezuela.  
Fuente: Grupo de proyecciones del Banco Mundial.

temente. Este mismo efecto se dio en los meses recientes en Venezuela y en menor medida en Colombia.

Por otra parte, existe cierta coincidencia en que la crisis asiática no será duradera ni la recesión en los

**Cuadro 4. PROYECCIONES MACROECONOMICAS DE CRECIMIENTO DEL PIB (Antes y después de la crisis Asiática %)**

	1997	1998	
		Antes	Después
Argentina	7,8	5,5	4,0
Brazil	3,0	3,0	0,5
Chile*	6,6	6,5	5,0
Colombia	3,2	4,5	4,0
México	7,0	5,5**	4,8
Perú	7,5	6,0	4,9
Venezuela	5,1	4,5	3,5
Promedio	4,4	4,9	3,7

\* Cambios anteriores a las cuentas nacionales.

\*\* Sin el efecto de "El Niño".

Fuente: Grupo de proyecciones del Banco Mundial.

países será muy profunda. Algunas estimaciones muestran que en los próximos cinco años el promedio de crecimiento anual de estas economías será cercano a 6%. Se han registrado efectos como una drástica caída en el volumen real de crédito, los flujos de capital del sector privado se redujeron de 6,8% del PIB en 1996 a 0,2% en 1997, y ocurrieron devaluaciones importantes entre 60% y 70%.

Sin embargo, algunos factores hacen pensar que los países se recuperarán de manera relativamente rápida. Las condiciones para el crecimiento de las economías asiáticas se mantienen fuertes, a saber, los niveles de ahorro, la rápida mejora en los niveles de educación, condiciones de oferta apropiadas y la fortaleza exportadora. En el frente externo, se proyecta una importante mejoría en los balances en cuenta corriente. En materia de precios, no se espera que la inflación vaya a aumentar de manera importante y algunos analistas estiman que como máximo ésta crecerá en 10% (con la excepción de Indonesia). Por último, los países asiáticos tienen la gran ventaja de contar con una situación fiscal

sana. Esto evitará la necesidad de una monetización por parte del Banco Central para reparar la situación de los bancos y permitirá a los gobiernos asumir las

deudas y movilizarse para reprogramarlas o repactarlas y solucionar así los problemas del sector financiero.

**Inseguridad, violencia y actividad económica**

*Jesús Antonio Bejarano*

**Identificación de un modelo ARIMA cuando existen observaciones faltantes**

*Elkin Castaño*

**Valoración contingente para la creación de la reserva "Shangri-la", en la VIII región**

*Arcadio Cerda*

*Mercedes Riofrio*

*Fernando Vial*

**El dinero en el modelo Arrow-Debreu bajo incertidumbre**

*Francisco Lozano Gerena*

*Sergio Monsalve Gómez*

*Edgar Villa Pérez*

**Necesidad e importancia de las matemáticas en las Ciencias Económicas**

*Juan A. Viedma Castaño*

**Indicadores**

**Reseñas**

---

# LECTURAS DE ECONOMIA

---

**Departamento de Economía  
Centro de Investigaciones Económicas -CIE-  
Facultad de Ciencias Económicas  
Universidad de Antioquia**

**47**

**Julio-Diciembre 1997**

**CORRESPONDENCIA, CANJE Y SUSCRIPCIONES**

*Lecturas de Economía*. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia.  
Apartado 1226. Teléfonos : 210 58 42 y 210 58 44. Fax : (574) 233 12 49  
Medellín. Colombia. Suramérica.

# **Informes de investigación**

# PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

## Revista de Economía Política

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) Programa patrocinado por el Quinto Centenario del Descubrimiento de América.

Junta de Asesores: Presidente: Aníbal Pinto. Vicepresidente: Angel Serrano. Vocales: Rodrigo Botero, Fernando H. Cardoso, Aldo Ferrer, Enrique Fuentes Quintana, Celso Furtado, Norberto González, David Ibarra, Enrique V. Iglesias, José Matos Mar, Francisco Orrego Vicuña, Manuel de Prado y Colón de Carvajal, Luis Angel Rojo, Santiago Roldán, Gert Rosenthal, Germánico Salgado, José Luis Sampedro, María Manuela Silva, Alfredo de Sousa, María C. Tavares, Edelberto Torres-Rivas, Juan Velarde Fuentes, Luis Yáñez-Barnuevo.

Director: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

Consejo de Redacción: Carlos Bazdresch, A. Eric Calcagno, José Luis García Delgado, Eugenio Labera, Augusto Mateus, Juan Muñoz.

Número 19

Enero-Junio 1991

### SUMARIO

#### EL TEMA CENTRAL: «LA ENCRUCIJADA DE LOS NOVENTA. AMERICA LATINA»

##### PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE AMERICA LATINA EN LOS NOVENTA

- Luiz Carlos Bresser Perelra, La crisis de América Latina. ¿Consenso de Washington o crisis fiscal?
- Enrique V. Iglesias, La difícil inserción internacional de América Latina.
- Gert Rosenthal, América Latina y el Caribe. Bases de una agenda de desarrollo para los años noventa.
- José Antonio Ocampo, Perspectivas de la economía latinoamericana en la década de los noventa.
- Victor E. Tokman, Pobreza y homogeneización social: Tareas para los noventa.

##### CAPITAL HUMANO, INNOVACION TECNOLOGICA Y GESTION EMPRESARIAL

- Juan Carlos Tedesco, Estrategias de desarrollo y educación: El desafío de la gestión pública.
- Ennio Rodríguez, América Latina ante el abismo creciente de su rezago tecnológico.
- Bernardo Kliksberg, Las perspectivas de la gerencia empresarial en los años noventa.

##### ESCENARIOS POLITICOS Y SOCIALES

- Francisco Weffort, Notas sobre a crise do Estado-Nação.
- José Matos Mar, Los pueblos indios de América.
- Helio Jaguaribe, A social democracia e as condições da América Latina e do Brasil.

##### LAS RELACIONES DE AMERICA LATINA CON LOS EE. UU. Y LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA

- José Miguel Insulza, Estados Unidos y América Latina en los noventa.
- Bruce M. Bagley y Juan Gabriel Tokatlán, Droga y dogma: La diplomacia de la droga de Estados Unidos y América Latina en la década de los ochenta.
- Piero Gleijeses, Reflexiones sobre la victoria de los Estados Unidos en Centroamérica.
- Jorge Grandi, Las dimensiones del Mercado Unico Europeo y América Latina: Implicaciones y reflexiones sobre algunos interrogantes.

##### FIGURAS Y PENSAMIENTO: Homenaje a Aníbal Pinto

- Diez años después, Angel Serrano, Pedro Pablo Núñez, Rodolfo Rieznik y Carlos Abad.
- Discurso pronunciado en la Universidade Estadual de Campinas, con ocasión de conferirse a Aníbal Pinto el título de Doctor Honoris Causa, por José Serra.
- Genio y figura de Aníbal Pinto, por Alfredo Eric Calcagno.
- Aníbal Pinto. La significación de lo político, por Enzo Faletto.
- Referencias representativas de la obra de Aníbal Pinto, por Héctor Assael.

##### Y LAS SECCIONES FIJAS DE

- Reseñas Temáticas: Examen y comentarios —realizados por personalidades y especialistas de los temas en cuestión— de un conjunto de artículos significativos publicados recientemente en los distintos países del área iberoamericana sobre un mismo tema. Se incluyen seis reseñas realizadas por E. Lander, L. E. Lander, L. Gómez Calcaño, M. López Maya y H. Sonntag, Alfredo Stein y Marshall Wolfe (latinoamericanas); Carlos Berzosa, Manuel Ricardo López Aísa y Marisa Loredo (españolas).
- Revista de Revistas Iberoamericanas: Más de 1.100 artículos, publicados en las principales revistas académicas y científicas de Iberoamérica, clasificados en un índice alfabético-temático de economía política.
- Suscripción por cuatro números: España y Portugal, 6.600 pesetas; Europa, 60 dólares; América Latina, 50 dólares y resto del mundo, 70 dólares.

Agencia Española de Cooperación Internacional

Revista Pensamiento Iberoamericano

Avenida Reyes Católicos, 4

28040 Madrid

Teléfono: 583 83 91

Fax: 583 83 10

# Evolución y racionalidad de las instituciones presupuestales en Colombia

---

Rudolf Hommes R.<sup>1</sup>

## I. INTRODUCCION

La independencia de los bancos centrales tiene un efecto sobre los resultados macroeconómicos de los países y finalmente sobre la inflación<sup>2</sup>. Una relación similar existe entre las instituciones presupuestales y el desempeño fiscal de los gobiernos. Dichas instituciones pueden afectar los resultados fiscales<sup>3</sup>.

Existe evidencia, que indica que una posición fuerte de la autoridad presupuestal frente a otros miembros del gobierno o el mayor poder del Ejecutivo frente al Congreso, llevan a una mayor disciplina fiscal<sup>4</sup>. Eichengreen encontró que un "buen número de reglas que requieren un presupuesto balanceado están relacionadas de manera significativa con mayores superávits (menores déficits)<sup>5</sup> en las cuentas fiscales regionales de los Estados Unidos". Igualmente, Poterba observó que normas y factores políticos, tales como el control de la legislatura estatal por parte de un partido, son importantes para explicar las diferencias en el desempeño fiscal de diferentes estados de los Estados Unidos<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> El presente artículo hace parte de una investigación acerca del efecto de las instituciones presupuestales en el desempeño fiscal de los países latinoamericanos, conducida para la Oficina del Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo por Alberto Alesina, Ricardo Hausmann, Ernesto Stein y el autor, quien se desempeñaba como consultor para dicha Oficina. El texto original fue escrito en inglés y fue publicado como un documento de trabajo de la Oficina del Economista Jefe del BID (Working Paper Series 317). La traducción es de María Mercedes Rueda.

<sup>2</sup> Alesina, Alberto, (1988) "Macroeconomics and Politics", NBER Macroeconomics Annual 3:13-52.

<sup>3</sup> Un muy buen resumen de la literatura al respecto y sobre la hipótesis dominante se encuentra en Alesina, Alberto y Roberto Perotti, "Budget Deficits and Institutions", Primer Borrador, Noviembre de 1994.

---

<sup>4</sup> VonHagen, J., (1991) "A Note on the Empirical Effectiveness of Formal Fiscal Restraints", *Journal of Public Economics* 44: 99-110.

<sup>5</sup> Eichengreen, Barry, (1991) *¿Should the Maastricht Treaty be Saved?* Princeton: Princeton Studies in International Finance, Department of Economics, Princeton University, p. 31.

<sup>6</sup> Poterba, James, (1994) "State responses to Fiscal Crisis: The Effects of Budgetary Institutions and Politics", *Journal of Political Economy* 102, No. 4: 799-821.

Básicamente, la premisa es que normas y regulaciones que otorgan más poder al Ejecutivo frente al Congreso, se traducen en menores déficits. De manera similar, cuando las autoridades presupuestarias poseen herramientas institucionales para manejar conflictos dentro del gobierno durante la preparación del presupuesto y para controlar el apetito de los ministros del gasto, se pueden presentar menores déficits. Lo mismo sucede cuando normas estrictas gobiernan la ejecución del presupuesto, en el sentido de restringir la libertad del gobierno para cambiar aspectos presupuestales o para incrementar el gasto por encima de la autorización original del Congreso. En ese caso, los resultados fiscales probablemente serán más conservadores comparados con regímenes presupuestales en los cuales se permite que el gobierno proceda más libremente. La transparencia fiscal arroja mejores resultados porque fomenta la responsabilidad, y la universalidad del presupuesto -supresión de partidas extra-presupuestales- se traduce en una mayor disciplina fiscal.

En este orden de ideas, es posible que restricciones fiscales formales, tales como normas de presupuesto balanceado de carácter limitativo o vínculos automáticos con la tributación que obliguen al Congreso a incrementar los impuestos cuando el déficit esperado es grande, puedan conducir a menores déficits (mayores superávits). Los gobiernos de coalición son particularmente adeptos a incrementar el presupuesto, y los gobiernos fuertes tienen una mayor posibilidad de solucionar déficits presupuestales que los gobiernos débiles o divididos<sup>7</sup>. Por otra parte, cuando el presupuesto es diseñado en con-

junto con un programa macroeconómico y la composición y el tamaño del déficit están subordinados al logro de metas macroeconómicas, el resultado fiscal puede ser más conservador. Finalmente, debe notarse que cuando las instituciones y controles presupuestales sobre los gobiernos locales y regionales son débiles, el gasto autónomo y el endeudamiento de los gobiernos regionales pueden contribuir a un mayor gasto deficitario<sup>8</sup>.

Un proyecto de investigación de la Oficina del Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo ha encontrado evidencia preliminar, pero contundente, de que las instituciones presupuestarias en América Latina tienen un efecto significativo sobre los resultados fiscales (Alesina, Hausmann, Hommes y Stein). En este trabajo se ha construido un índice de desarrollo de instituciones presupuestales, siguiendo la línea de pensamiento descrita en los párrafos anteriores. El Gráfico 1\* ilustra la relación entre este índice y el déficit primario en 20 países latinoamericanos. Los resultados sugieren que instituciones fuertes tienen un impacto en el desempeño fiscal.

Se puede observar que muchas de estas normas y regulaciones están presentes en Colombia, y que el sistema se ha ido desarrollando desde mediados del siglo pasado, muy intensamente a partir de 1985. Probablemente estas instituciones y la política fiscal prudente que fomentan, han hecho posible que Colombia exhiba un récord de estabilidad fiscal dentro del continente (Gráfico 2), que se refleja de forma similar en términos de crecimiento estable e

<sup>7</sup> Estas características de los procedimientos e instituciones fiscales se discuten con gran detalle en Alesina A. y R. Perotti, *op. cit.*, pp. 18-34, donde se revisan varios estudios empíricos.

<sup>8</sup> Hommes, Rudolf, (1995) "Conflicts and Dilemmas of Decentralization", presentado en el Seminario Anual sobre Desarrollo del Banco Mundial (Washington, Mayo 1 y 2, 1995).

\* Los gráficos aquí mencionados aparecen en el Anexo No. 1.



inflación estable y predecible<sup>9</sup>. En la siguiente sección se analizará cómo estas instituciones entraron en vigencia dentro del contexto de la historia económica del país. Pero primero, es necesario explicar la naturaleza de estas instituciones colombianas y sus procedimientos.

Como primera medida, el Banco Central no puede hacer préstamos al sector privado. Sólo puede financiar al gobierno cuando su Junta Directiva autónoma vota unánimemente en favor de este financiamiento. Desde 1991, cuando la nueva Constitución estableció el Banco Central como una institución autónoma, ni el gobierno ni el sector privado han sido financiados por el Banco Central, mientras que en el pasado este mecanismo de financiamiento era utilizado frecuentemente.

El Ministro de Hacienda, conjuntamente con el Presidente, es responsable de presentar el presupuesto al Congreso, hecho que le otorga a este ministerio mayor autoridad con respecto al presupuesto que a los demás, especialmente en lo respecta al tamaño de dicho presupuesto. El Director de Planeación Nacional goza de una autoridad considerable sobre la distribución y el tamaño del componente de inversión del presupuesto nacional. La ley establece que el presupuesto debe ser consistente con un programa macroeconómico anual, aprobado por el gobierno en conjunto con el Banco Central. Esto actúa como una restricción formal. Ella puede llegar a ser más efectiva que las normas fijas de presupuesto balanceado debido, a que los superávits presupuestales y los pequeños déficits

no constituyen siempre el mejor resultado en materia fiscal ni son necesariamente deseables bajo cualquier circunstancia.

Frente al Congreso, el Ejecutivo es bastante poderoso a la hora de la discusión y aprobación legislativa del presupuesto. El Congreso tiene fecha límite para aprobar el presupuesto; si éste no es sometido a votación o no es aprobado, la propuesta original del gobierno se convertirá automáticamente en el nuevo presupuesto. El Congreso debe estudiar primero y separadamente el tamaño y, posteriormente, la composición del presupuesto. No se le permite aumentar los gastos -tanto en forma agregada como en ciertas partidas- ni reducir los ingresos sin la expresa autorización del Ministro de Hacienda.

Un presupuesto puede ser aprobado cuando los ingresos y gastos no están en equilibrio. Pero cuando existe un déficit, el gobierno debe proponer un incremento en los impuestos para cubrir la brecha fiscal. Si la reforma tributaria no es aprobada, puede cortar gastos de manera unilateral para lograr el equilibrio. Bajo condiciones normales, excepto en el caso de guerra o de "emergencia socio-económica", no se permite al gobierno incrementar los gastos por encima del presupuesto aprobado originalmente por el Congreso, sin devolverse al parlamento para buscar la aprobación de dicho incremento. Cuando el gobierno invoca un estado de emergencia, su decisión será revisada por el Congreso y el Consejo de Estado, con el fin de prevenir el mal uso de los poderes de emergencia. No hay mucha flexibilidad para cambiar los ítems del gasto, pero el gobierno puede reducir su gasto efectivo porque tiene un control estricto del flujo de caja a través del plan financiero. Este plan es aprobado por el Confis -Consejo Nacional para la Política Fiscal- en coordinación con el Banco Central.

---

<sup>9</sup> Eichengreen, B., en Calvo, Guillermo, et al. *Debt, Stabilization and Development; Ensayos en Memoria de Carlos Díaz Alejandro*, Oxford and Cambridge, MA: Blackwell; (1995): "¿Colombia: An Underestimated Success?", Artículo presentado en Zurich en un Seminario sobre América Latina auspiciado por FUNDES (Mayo 24, 1995).

Estas instituciones y procedimientos se traducen en una autoridad fiscal excepcionalmente fuerte -Ministerio de Hacienda- con el poder de objetar a otros miembros del gabinete en diferentes etapas del proceso presupuestal y en un ejecutivo también excepcionalmente fuerte. En comparación con otros regímenes presupuestales latinoamericanos, Colombia sólo es superada por Chile y por los recientemente establecidos procedimientos de Perú, en los cuales los poderes del Ejecutivo y del Ministro de Hacienda son aún mayores.

La próxima sección examina el desarrollo histórico de las instituciones presupuestales y, la siguiente, intenta explicar cómo y por qué el particular patrón colombiano de comportamiento fiscal adquirió su desarrollo.

## II. LA EVOLUCION DE LAS INSTITUCIONES PRESUPUESTALES

### A. Instituciones presupuestales en el siglo IX

El papel protagónico del Ministro de Hacienda en los asuntos presupuestales se remonta a 1847. El entonces Secretario de Hacienda, Florentino González, creó el Directorio de Impuestos del Ministerio de Hacienda y emitió el primer conjunto de normas que regularían el proceso de preparación y aprobación presupuestal (Ley 7, Junio de 1847). El Ministro de Hacienda fue designado como responsable de la presentación del presupuesto al Congreso. Se consideraba que el presupuesto aprobado era el nivel máximo de gasto, que no podía ser excedido. Las partidas del gasto debían ser específicas y no indefinidas, y el servicio de la deuda tenía prioridad sobre cualquier otro gasto. Esta regulación inicial fue perfeccionada en 1851 bajo el apadrinamiento del Secretario Murillo Toro (Ley 14, Junio de 1951). Durante el período 1851-1892 los procedimientos presupuestales estaban

contenidos en las regulaciones fiscales y, aunque éstas fueron objeto de numerosas reformas respondiendo a varias crisis financieras, la primera organización moderna del procedimiento presupuestal no apareció sino hasta 1892<sup>10</sup> en el medio de una crisis provocada por grandes incrementos en la base monetaria, inducidos por el financiamiento monetario del déficit<sup>11</sup>. Esta primera "Ley orgánica del presupuesto" (Ley 33, Octubre de 1892) contenía una regla de presupuesto balanceado y hacía responsable al Secretario del Tesoro de suprimir gastos hasta que éstos igualaran a los ingresos. También introdujo el requisito de que todos los gastos contenidos en la propuesta y en la ley final del presupuesto aprobada por el Congreso, debían ser expresamente autorizados por una ley preexistente.

Antes de que esta ley fuera emitida, la nueva Constitución de 1886 había trazado los fundamentos del procedimiento presupuestal: i) No podría haber gasto público sin haber sido aprobado por el Congreso o las instituciones legislativas de los gobiernos de menores niveles; ii) Cada ministerio podría realizar su propia propuesta presupuestal y enviarla al Ministerio de Hacienda, responsable del proyecto final del presupuesto nacional y quien debía remitirlo al Congreso para su aprobación; iii) El Congreso debía aprobar el presupuesto de gastos y los medios para cubrirlos. Esto determinaba que el Ministerio de Hacienda era la autoridad presupuestal, y que el Congreso y las legislaturas de las municipalidades y departamentos eran responsables de

---

<sup>10</sup> López, Luis Fernando, (1992) *Historia de la Hacienda y el Tesoro en Colombia* (Bogotá: Banco de la República, pp. 113-115).

<sup>11</sup> Meisel, Adolfo y Alejandro López, (1990) "Papel Moneda, Tasas de Interés y Revaluación Durante la Regeneración", en *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura* (Bogotá: Banco de la República, 1990, pp. 71-73).

la aprobación del presupuesto. Sin embargo, la Constitución limitaba severamente el poder del legislativo en este proceso, porque establecía que cuando el Congreso no aprobara el presupuesto para el año, se podría repetir el presupuesto aprobado previamente; más importante aún, también establecía que el gobierno podría incrementar el presupuesto de gastos si juzgaba que un mayor gasto era absolutamente necesario ("inevitable") durante períodos en los cuales el Congreso no estaba en sesión. Para legalizar estos gastos extraordinarios, todo lo que se necesitaba era que el Consejo de Ministros los autorizara y que el Consejo de Estado aprobara dicha acta. Cuando el Congreso volvía a sesionar era llamado a ratificar estas decisiones.

Esto, claramente, facilitaba el incremento de gastos e inducía al gobierno a esperar los recesos del Congreso para aumentar el presupuesto. También le otorgaba al Consejo de Estado un papel legislativo que se convertiría en vehículo para la corrupción clientelista. Esta Constitución y sus consecuencias presupuestales prevalecieron, sin embargo, hasta que una nueva Constitución fue aprobada en 1991, en la cual la aprobación del presupuesto por parte del Ejecutivo fue prohibida, al declarar que todos los gastos deben ser aprobados por el Congreso. Esto ha tenido, y se espera que tenga, un efecto restrictivo sobre las presiones tendientes a incrementar los gastos después de que el presupuesto ha sido aprobado, porque una nueva negociación con el Congreso es una aventura bastante costosa. La necesidad de obtener una nueva autorización del Congreso desanima las demandas de los ministerios relativas a aumentar los gastos y exige mayor transparencia en la propuesta inicial que el gobierno presenta al legislativo. Adicionalmente, la necesidad de más transparencia en el presupuesto aprobado por el Congreso, requiere nuevas habilidades del

Ejecutivo porque su aprobación, por primera vez en más de dos siglos, se ha convertido en un evento relevante. Anteriormente, este era un ritual sin sentido alguno, un gesto fingido a favor de la democracia. Naturalmente, el gasto aprobado por el Congreso será cada vez más importante, a medida que éste toma conciencia de su nuevo poder.

Muchas de las reformas del siglo diecinueve y algunas de principios del siglo veinte, no fueron llevadas a cabo en respuesta de crisis inminentes o como resultado de ellas. Fueron introducidas por funcionarios reformistas. Florentino González y Murillo Toro, por ejemplo, vieron la reforma presupuestal como parte de un amplio conjunto de reformas económicas, buscando introducir dinamismo al sector exportador de la economía.

La legislatura presupuestal de 1886 es parte de una contra-reforma política -la "Regeneración" de 1886- que le devolvió el poder al gobierno central. Los contra-reformistas del 86 tenían la intención de promover la moralidad y la disciplina social, y demandaban un mayor papel del estado<sup>12</sup>. Las reformas fiscales, monetarias y financieras fueron preparadas para incrementar el control del gobierno central y la eficiencia del gasto, y para racionalizar el uso de recursos fiscales exiguos.

En algunos casos -las reformas de 1892- las regulaciones presupuestales fueron impulsadas más por la proximidad de la crisis y como una reacción a las presiones inflacionarias creadas por la política monetaria del gobierno, que por un ánimo reformista. La mayoría de las otras reformas presupuestales del siglo diecinueve, fueron motivadas por la severa escasez de recursos y por la necesidad de

---

<sup>12</sup> Bushnell, David (1993), *The Making of Modern Colombia, A Nation in Spite of Itself*. Berkeley, University of California Press, pp. 141-142.

administrar lo poco que había de manera eficiente. Los reformadores estaban motivados principalmente por buenos principios administrativos.

## B. Instituciones presupuestales en el siglo XX

Como parte de los esfuerzos destinados a estabilizar la economía en los años inmediatamente siguientes a la "Guerra de los Mil Días", el proceso presupuestal fue reformado nuevamente en 1912 (Ley 10, Noviembre de 1912). Esta ley otorgó al Ministro de Hacienda el poder de definir la agenda de discusiones para la propuesta de la ley presupuestal y de los gastos extraordinarios dentro del Consejo de Ministros, y por primera vez, requería que el Congreso cumpliera estrictas fechas límite para la aprobación del presupuesto, incrementando de esta forma el poder del ejecutivo frente al legislativo. Otra ley del período (Ley 3, Julio de 1916) dio prioridad a los gastos destinados a partidas específicas, iniciando una práctica presupuestal que reduce flexibilidad y que tiende a incrementar el tamaño de los déficits. Esta modalidad de recursos con destinación específica penetró en los procedimientos presupuestales de Colombia, hasta que fue eliminada por la nueva Constitución de 1991, con excepción de los compromisos relativos al gasto social ya existentes.

Otra ley (Ley 7, Agosto de 1916) limitó aún más las fechas límite en que el Congreso debía cumplir con la aprobación del presupuesto, e introdujo la noción de que el equilibrio presupuestal consiste en la igualdad entre gastos e ingresos más nuevas deudas, neutralizando de esta forma el efecto que la medida de presupuesto balanceado existente podría haber tenido como fuente de restricción presupuestal. Esta ley, sin embargo, limitó la capacidad del Congreso para incrementar los gastos, puesto que establecía que cualquier nuevo gasto debía ser financiado con un nuevo ingreso o, en su defecto, con recortes en otros gastos.

No fue sino hasta 1923 que una norma de procedimiento moderna fue aprobada para los procesos presupuestales (Ley 34, Julio de 1923). Esta ley es el origen de muchas de las prácticas presupuestales aún vigentes en Colombia. La motivación detrás de esta ley era la necesidad de obtener crédito externo. En 1923 Colombia era uno de los países más atrasados del continente. La infraestructura iba de deficiente a inexistente. La extensión total de la red ferroviaria era sólo de 1.481 km, una de las menos extensas de la región. Esto impulsó al gobierno de Pedro Nel Ospina a buscar préstamos externos para financiar la inversión pública, incrementando de esta forma el apalancamiento de la indemnización de los Estados Unidos por la separación de Panamá y tomando ventaja del boom de Wall Street de comienzos de los años 20. Los banqueros extranjeros presionaron a favor de reformas como la creación de un Banco Central, la adhesión al patrón oro y la adopción de procedimientos presupuestales "modernos". Para lograr esto, el gobierno colombiano contrató los servicios de consultoría de una misión liderada por el profesor de economía de la Universidad de Princeton, Edwin W. Kemmerer -el "Doctor Dinero" de los Andes-. Las reformas fueron entonces impuestas desde afuera y motivadas por la escasez de recursos y por el deseo de obtener financiamiento externo<sup>13</sup>.

La misión Kemmerer trazó la nueva ley para determinar el presupuesto, y su ejecución y control. Después de ser aprobada por el Congreso, definió la mayoría de los principios básicos del manejo del presupuesto en Colombia vigentes en la actualidad. Esta nueva ley estableció que el Congreso no puede

---

<sup>13</sup> López, Alejandro, (1990) "Realizaciones, limitaciones y tensiones internas de la Misión Kemmerer en Colombia", en *Banco de la República*, op.cit., pp.239-249. Ver también Eichengreen, Barry (1989) "House Calls for the Money Doctor: The Kemmerer Missions to Latin America, 1917-1931".

aumentar unilateralmente el tamaño del presupuesto y que cualquier nuevo gasto requiere de la previa autorización del ejecutivo para ser incluido en él. Este es un paso importante para fortalecer al ejecutivo en las negociaciones del presupuesto. Además, la nueva ley estableció claramente que los préstamos no podrían considerarse como ingresos y requería que los gastos corrientes fueran menores que los ingresos de los gobiernos locales, imponiendo una leve norma restrictiva que fomentaría el ahorro público. También definió de forma precisa los gastos extraordinarios "inevitables", limitando la capacidad del ejecutivo para aumentar el presupuesto a través del Consejo de Estado, sin necesidad de la aprobación del Congreso. Finalmente, permitió al gobierno cortar gastos ya aprobados por ley, cuando los gastos corrientes superaran los ingresos totales.

Kemmerer fue llamado a liderar una nueva misión en 1931 con el fin de aconsejar al gobierno en asuntos monetarios y financieros, en una época en que Colombia sufría los efectos del colapso de Wall Street en 1929 y de la recesión mundial. Los precios del café habían caído dramáticamente y el país tenía dificultades para cumplir con el servicio de la deuda externa obtenida por el gobierno central y los gobiernos locales durante los años "a go-go" de la Danza de los Millones.

Como resultado de esta misión, se trazó una nueva ley orgánica del presupuesto que perfeccionó las normas creadas por la misión anterior (Ley 64, Mayo de 1931). Esta ley limitó aún más la capacidad del Congreso para incrementar los gastos y el tamaño del presupuesto y fortaleció la autoridad del Ministro de Hacienda, al requerir que cualquier nuevo gasto debía tener su aprobación antes de ser incluido en el presupuesto. Esta ley, además, eliminó las reservas presupuestales al final de cada año, excepto aquellos gastos relacionados con el servicio de la

deuda, gastos corrientes previamente aprobados y sancionados por el Ministro de Hacienda que no habían sido pagados al final del año fiscal y contratos vigentes, siempre y cuando estas mismas cantidades fueran incluidas en el presupuesto del nuevo año. Desafortunadamente, estas últimas provisiones fueron consideradas demasiado restrictivas y fueron reformadas por un acta administrativa de la Contraloría General de la República de manera cuestionable<sup>14</sup>. En 1995, el entonces Ministro Guillermo Perry volvería a cometer este mismo error, también de manera cuestionable.

Los procedimientos contenidos en esta ley permanecieron virtualmente intactos hasta 1950, cuando fueron reformados por un decreto de "estado de sitio" (Decreto 164, Enero de 1950). Este decreto hacía parte de un grupo de medidas destinadas a controlar el ascenso repentino de la inflación que no se había contenido durante el período 1946-1950, y que tuvo su pico en 1950 (20.5%)<sup>15</sup>.

Este decreto creó la Dirección del Presupuesto dentro del Ministerio de Hacienda, entidad responsable de la preparación de la propuesta presupuestal (proyecto del Presupuesto) y de la vigilancia de la ejecución y del control interno del presupuesto. Lo anterior estableció definitivamente la supremacía del Ministro de Hacienda sobre todos los demás ministerios en aspectos relacionados con el proceso presupuestal, dándole al ministerio, a través de la

---

<sup>14</sup> Esta información fue una contribución de Alfonso Palacio Rudas, entonces vinculado a la Contraloría. Curiosamente la historia se repite, porque los políticos han presionado al gobierno para que desaparezca la disposición que elimina gradualmente la reserva de partidas no gastadas, contenida en la nueva ley orgánica de presupuesto.

<sup>15</sup> Meisel Roca, Adolfo, (1990). "El Banco de la República, 1946-1954 y la Reforma de 1951", en *El Banco de la República...* op.cit. p. 421.

Dirección del Presupuesto, amplios poderes para recortar el presupuesto durante el proceso de ejecución y para supervisar la efectividad de todos los gastos del gobierno. Este decreto también eliminó los gastos de destinación específica.

Durante los años del Frente Nacional (1958-1974) el Congreso no intervino directamente en la determinación de los nuevos procedimientos presupuestales, pero le dio al gobierno autorizaciones incondicionales para reformar procedimientos e instituciones. Esto permitió al gobierno hacer algún progreso, pero las autorizaciones no siempre fueron utilizadas de forma tal que se obtuvieran menores déficits.

Por ejemplo, en 1963 (Ley 21, Agosto de 1993) se creó una Junta Monetaria independiente del Banco Central, que se convertiría en la autoridad monetaria, crediticia y cambiaria del país hasta la nueva Constitución de 1991. Los miembros de esta Junta eran el Ministro de Hacienda, el Director de Planeación, los Ministros de Agricultura e Industria, el Gerente del Banco Central, el Superintendente Bancario, el Director del Instituto de Comercio Internacional (INCOMEX) y dos asesores técnicos que determinarían la agenda y participarían en las discusiones pero no podrían votar. La composición de esta junta y las prácticas de financiación introducidas en la misma ley (el uso de las reservas bancarias para financiar el gasto del gobierno y el establecimiento de un presupuesto monetario para financiar las actividades del gobierno y del sector privado), fueron las semillas de un largo sesgo inflacionario durante el período 1963-1991<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Urrutia, Miguel, (1994) "Autonomía del Banco de la República", en Acosta, Olga L. e Israel Fainboim (editores), *Las Reformas Económicas del Gobierno del Presidente Gaviria: Una Visión desde Adentro* (Bogotá: Ministerio de Hacienda, pp. 45-47).

Esto introdujo formalmente la práctica de un financiamiento cuasi-fiscal del sector privado, que sobrevivió hasta 1991. El presupuesto se le dejó a políticos y al gobierno, y el gasto cuasi-fiscal se orientó hacia el sector privado para subsidios y rescates de empresas en dificultades.

La nueva ley también dio autorización al gobierno para reformar las normas del proceso presupuestal (Decreto 1675, Junio de 1964). Este decreto introdujo el concepto de que el presupuesto debía reflejar las metas y objetivos del plan de desarrollo y de los planes de inversión del gobierno. Esto creó un vínculo entre el manejo de la economía en el corto y en el largo plazo y sentó las bases para una posterior coordinación entre la política macroeconómica y el proceso presupuestal.

Se introdujo el Departamento de Planeación como una nueva autoridad presupuestal a cargo del presupuesto de inversión, pero aún subordinada al Ministerio de Hacienda en las decisiones finales de preparación y ejecución presupuestales. Este decreto reforzó el poder del Director de Presupuesto y manifestó nuevamente que la destinación de partidas a gastos específicos estaba prohibida.

Además, incrementó el poder del ejecutivo frente al legislativo, porque determinó que cuando el presupuesto no fuera aprobado por el Congreso, el nuevo presupuesto sería el del año anterior más las adiciones decretadas por el gobierno durante los recesos parlamentarios. Sin embargo, en este nuevo régimen estaban consagradas las "reservas presupuestales" consistentes en autorizaciones de gasto del año anterior que se mantenían con vida, trasladando las nuevas autorizaciones para el año corriente. Ello crea un cúmulo de autorizaciones por ejecutar, que presiona hacia mayores gastos y nubla la transparencia del proceso presupuestal y sus consecuencias macroeconómicas.

Usando facultades especiales otorgadas por el Congreso, el gobierno promulgó un nuevo régimen presupuestal en 1973 (Decreto 294, Febrero de 1973). Este régimen integró al presupuesto nacional los presupuestos de instituciones públicas independientes, limitando el componente extra-presupuestal del gasto del sector público. Le dio al Conpes (Consejo de Política Económica y Social) un papel de coordinación, que eventualmente evolucionaría hacia la formulación de un programa macroeconómico que se convertiría en una fuente de restricciones para el presupuesto gubernamental.

Le otorgó al Departamento de Planeación un nuevo papel en la asignación de recursos para la inversión, pero sujeto a las restricciones de recursos impuestas por el Ministerio de Hacienda. Hoy en día, este papel del Departamento de Planeación está vigente y crea una dicotomía de funciones que promueve tensiones entre Hacienda y Planeación, que desde el punto de vista del desarrollo económico y social pueden ser sanas, pero que pueden presionar mayores gastos. Planeación, aunque co-responsable del desempeño macroeconómico de la economía, siempre está presionando por un mayor gasto de inversión. Esto, en una economía bien manejada, podría resultar en un mayor ahorro público, un mayor nivel de inversión pública y un mayor crecimiento. Pero, cuando intervienen los políticos, resulta en mayores presupuestos y probablemente en mayor inflación -a través del financiamiento monetario- dependiendo de la fuerza del Ministro de Hacienda y del apoyo que recibe del Presidente.

Independientemente del poder formal otorgado al Ministerio de Hacienda y a las autoridades presupuestales, el Presidente juega un papel clave en la represión fiscal, porque todas estas autoridades son funcionarios nombrados que pueden ser despedidos y reemplazados sin vacilación, en caso de desacuerdo entre el Presidente y su Ministro.

En 1981, el gobierno reguló el proceso presupuestal de los gobiernos de niveles menores, siguiendo los lineamientos existentes para el gobierno central y sus instituciones (Decreto 2407, septiembre de 1981). Debe notarse que las autorizaciones para el endeudamiento público en todos los niveles del gobierno estuvieron siempre centralizadas en el Ministerio de Hacienda, hasta 1994 cuando la nueva ley de reducción del sector público dio más flexibilidad a los departamentos y municipios, a pesar de la oposición denodada del Ministerio de Hacienda.

Después de una severa crisis económica y financiera a comienzos de los años 80, el gobierno reunió en 1985 a un grupo de economistas y otros expertos para evaluar los problemas fiscales y presupuestarios del sector público, bajo la dirección de Luis Fernando Alarcón, quien era Director de Presupuesto y más tarde se convertiría en Ministro de Hacienda. Este grupo y el ajuste iniciado en 1984 por el Ministro de Hacienda, Roberto Junguito, señalaron el comienzo de un proceso de construcción institucional que aún está vigente, y que ha reformado profundamente las costumbres presupuestales en Colombia.

Principiando en los últimos años de la administración Betancur, y durante las administraciones Barco y Gaviria, el gobierno afiló sus habilidades técnicas para el manejo presupuestal y para la programación y coordinación macroeconómica y financiera del sector público. Por primera vez durante esos años, el gobierno era capaz de producir evaluaciones rutinarias sobre la consistencia del programa macroeconómico para seguir el comportamiento de variables fiscales y macroeconómicas y para programar de manera coherente las políticas fiscal, monetaria, crediticia y cambiaria. Estas nuevas habilidades fueron producto de la crisis fiscal de 1982-1989.

Las repetidas visitas de las misiones de supervisión del FMI bajo el Artículo IV del acuerdo del Fondo, hicieron necesario que el gobierno entrenara y mantuviera personal técnico capaz de producir y entender los datos requeridos regularmente por las misiones del FMI, usando el formato y la metodología del Fondo. Inicialmente, el Banco Central tenía el monopolio de la tecnología, pero después de varias misiones, estas habilidades técnicas fueron extendidas a Hacienda y a Planeación.

Fue en este ambiente de mayor capacidad de programación que se promulgó una cuidadosa reforma del régimen presupuestal (Ley 38, Abril de 1989; Decreto 3077, Diciembre de 1989; Decreto 41, Abril de 1989 y Decreto 2162, Septiembre de 1989). Se le dio al gobierno mayor poder para limitar el presupuesto del legislativo y del poder judicial, así como la autoridad de establecer objetivos financieros para las entidades para-estatales y hacer seguimiento de su desempeño financiero. Lo anterior extendió el control de las autoridades fiscales hacia todo el sector público no financiero.

La nueva ley introdujo formalmente un instrumento de coordinación macroeconómica del presupuesto -el plan financiero- que cubría la programación de las operaciones efectivas del total del sector público y exigía consistencia con un plan macroeconómico anual. Se requería que este plan financiero fuera compatible con el presupuesto de caja anual y con los objetivos de las políticas monetaria y cambiaria. En estas nuevas regulaciones, el presupuesto era también un elemento de coordinación con los planes del gobierno de mediano y largo plazo. Todos estos son requerimientos legales, pero el resultado final de importancia económica es que la programación y la presupuestación se han integrado al manejo macroeconómico como funciones esenciales que tienen que ser coordinadas dentro de una política que abarca también otras instituciones. Curiosa-

mente, en el pasado, la presupuestación era una actividad puramente burocrática y contabilística que se limitaba a acatar formalmente las disposiciones de la ley de presupuesto y supervisaba su acatamiento por parte de otras instituciones. Esto ya no sucede porque ha mejorado la programación. Sin embargo, el gobierno todavía está pobremente equipado para manejar los problemas de eficiencia del gasto público. Además, todavía no se considera a la presupuestación como una actividad de economistas, sino como algo afín a la contabilidad.

Un rasgo importante del nuevo régimen, y una ruptura con la tradición de concentración de la autoridad presupuestal en el Ministerio de Hacienda, fue el establecimiento del Consejo para la Política Fiscal (Confis), responsable de someter el plan financiero del sector público a la aprobación del Conpes -proceso formal que garantizaba coordinación macroeconómica- y de aprobar las operaciones efectivas anuales y los programas de ejecución presupuestal, mecanismos de calibración que estaban antes bajo el dominio del Director de Presupuesto. Este fue un paso hacia atrás para la autoridad del Ministerio de Hacienda debido a que, atribuciones que previamente habían sido exclusivas del Ministerio tales como la programación del flujo de caja, la ejecución presupuestal, el seguimiento del desempeño monetario y financiero y la supervisión de la ejecución presupuestal del sector público, fueron ahora otorgadas al Consejo del que formaban parte dos ministerios de gasto. ¿Cuál fue la razón para esto? Probablemente lo que sucedió es que los políticos y otros funcionarios públicos sufrieron el excesivo rigor del Ministerio de Hacienda durante el período de ajuste de 1984-1986. Los salarios del sector público fueron recortados en términos reales durante esos años y la inversión pública se redujo. Estos cambios fueron parte de una reacción dentro del gobierno y en el Congreso, en contra de la concentración del poder fiscal en un sólo sitio.



Para incrementar la efectividad del gasto público, esta ley requería que todos los proyectos de inversión fueran evaluados e incorporados en un "banco de proyectos" como condición necesaria para su inclusión en el plan de inversión. Esta nueva característica es muy importante, porque los demás procedimientos e instituciones están preparados para controlar la cantidad del gasto fiscal, y este es el primer intento para enfrentar el problema de la calidad de la inversión pública en un contexto técnico. El concepto de costo-efectividad es extraño al manejo fiscal y presupuestario en Colombia, y en la mayor parte de América Latina. En Colombia, la ausencia de controles de calidad y la consecuente falta de efectividad económica de la inversión pública, son resaltadas vívidamente por el hecho de que, cortes en la inversión pública durante los períodos de ajuste, aparentemente no tienen efectos significativos sobre el crecimiento económico (ver la sección de Racionalidad de los Procedimientos e Instituciones Fiscales).

El gobierno también fue autorizado para reducir sus gastos cuando se espera que los ingresos van a caer por debajo del monto aprobado en el presupuesto. Esta es una herramienta útil para el ejecutivo que le otorga flexibilidad en caso de choques negativos sobre los ingresos. La ley además reestructuró la Tesorería General de la República y limitó la autorización otorgada por el Congreso para utilizar el financiamiento del Banco Central a un nivel del ocho por ciento de los ingresos corrientes del gobierno en el año anterior. Aunque esta limitación es todavía muy laxa considerando que el déficit promedio de Colombia es tradicionalmente del mismo orden de magnitud, representó un paso en la dirección correcta. Adicionalmente, el nuevo régimen sujetó todo el endeudamiento público a la previa autorización del gobierno central. Lo anterior es particularmente importante para evitar el excesivo endeudamiento municipal y para-estatal.

### **C. La Constitución de 1991**

Un gran cambio en el proceso presupuestal fue introducido por la Constitución de 1991. Primero que todo, se otorgó autonomía al Banco Central. Este sería dirigido por una Junta Directiva de siete miembros -cinco miembros autónomos, el Gerente del Banco y el Ministro de Hacienda -. El Gerente es elegido por la Junta. El Ministro de Hacienda no tiene poder de veto excepto en la aprobación del presupuesto del Banco y el Presidente de Colombia sólo puede nombrar dos miembros durante su período, a menos que renuncie otro. El Banco es la autoridad independiente en materia crediticia, cambiaria y monetaria. El gobierno es responsable de dotar al Banco con suficientes recursos para intervenir de manera autónoma en los mercados financieros con sus operaciones de mercado abierto, y para supervisar la tasa de cambio. El Banco es responsable de reducir la inflación año tras año. La Constitución también prohibió el crédito del Banco Central al sector público, excepto para proveer liquidez al sector financiero y cuando el Banco actúa como prestamista de última instancia del sector bancario.

Adicionalmente, la Constitución estableció la universalidad del presupuesto, prohibiendo gastos extra-presupuestales y sujetando todos los impuestos y contribuciones a la aprobación del Congreso. La nueva Constitución aumentó la transparencia del proceso, al establecer que el presupuesto remitido al Congreso y la ley de presupuesto que eventualmente este aprobaría, deben incluir todos los ingresos y gastos. No se previó un presupuesto balanceado, pero se estableció que el gobierno debe obtener los ingresos adicionales requeridos para balancear el presupuesto, en un proyecto separado. Si no se logra lo anterior, la Constitución autorizó al gobierno a cortar gastos hasta que el presupuesto quede balanceado. De esta forma, el gobierno es el

único responsable del resultado fiscal, y la aprobación otorgada por el Congreso sólo puede ser considerada como una autorización máxima de gasto. Esto permite al gobierno conducir una política fiscal coherente, consistente con los objetivos macroeconómicos.

La nueva Constitución aumentó el poder del ejecutivo al establecer una fecha límite para la aprobación del presupuesto por parte del Congreso, y al permitir que el gobierno adopte su propia propuesta presupuestal, en caso de que el Congreso no apruebe la ley de presupuesto antes de la fecha límite. Además, estableció que el Congreso no podría incrementar el gasto o adicionarle partidas, ni cortar ingresos existentes sin la expresa autorización del Ministro de Hacienda. Adicionalmente, suprimió la figura de los "auxilios parlamentarios" creada por Abdón Espinosa, Ministro de Hacienda en la administración de Carlos Lleras. A través de esta figura, todos los congresistas obtenían recursos presupuestales para sus fundaciones políticas sin ánimo de lucro, supuestamente para buenas acciones y obras públicas de importancia local. Sin embargo, cada vez más, estos fondos fueron usados para financiar sus campañas políticas y para promover un sistema clientelista corrupto que dio excesivas ventajas a los beneficiados. Originalmente, la idea era que los congresistas estuvieran interesados sólo en la cantidad asignada para estos auxilios y que, una vez determinado su tamaño, el gobierno no enfrentara trabas en la aprobación del resto del presupuesto. Esto se cumplió, pero el costo fue que el proceso de aprobación presupuestal estaba contaminado por intereses personales, y que el Congreso abdicó una de sus principales responsabilidades en una democracia -la discusión y aprobación del presupuesto- a cambio de estos auxilios.

Sin embargo, al proscribir los auxilios parlamentarios no se calmó el apetito de los políticos por las par-

tidas de libre asignación por parte de los congresistas, ni el ejecutivo ha logrado suprimir estas partidas. De esta forma, el proceso de aprobación presupuestal es temporada abierta para hacer clientelismo presupuestal. Los políticos buscan proyectos regionales y encuentran las maneras de desviar recursos a objetivos de carácter político. Como resultado de esto, en Colombia hay economistas que piensan que la abolición de auxilios presupuestales podría traducirse en mayores déficits futuros, y que haber abandonado ese mecanismo de satisfacer la presión clientelista del Congreso será costoso en términos de gobernabilidad y estabilidad fiscal. En efecto, el sistema que operó antes de 1991 tenía una división del trabajo y de recursos bien definida.

Urrutia (1991) sostiene que industriales, políticos y uniones sindicales se diferenciaban unos de otros y tenían influencia sobre distintos dominios. De acuerdo con él, el presupuesto no favorecía al sector privado sino que era gastado de forma imparcial y progresiva en programas que tenían algunas consecuencias distributivas<sup>17</sup>. La parte del presupuesto tomada por los políticos para sus propios programas clientelistas era pequeña y el sector privado moldeaba el déficit cuasi-fiscal del banco central a través de los programas de crédito dirigido, pero no afectaba el presupuesto. Con la creación de un banco central autónomo que no podía prestar al sector privado, las presiones por obtener subsidios del presupuesto o exenciones de impuestos se elevaron. De forma similar, ahora que los políticos no tienen acceso a los auxilios, demandan fondos clientelistas. En total, el sistema

---

<sup>17</sup> Urrutia, Miguel, (1991) "On the Absence of Economic Populism in Colombia", en Dornbusch, Rudiger y Sebastián Edwards, *The Macroeconomics of Populism in Latin America*, Chicago: University of Chicago Press.

está progresando hacia una democracia participativa, pero puede llegar a ser más costosa, mientras que se desarrollan las normas para sortear las nuevas presiones tendientes a incrementar el gasto.

Otra contribución importante de la nueva Constitución fue la supresión de los procedimientos que permitían incrementar el gasto durante los recesos legislativos. Estos procedimientos le dieron al gobierno y al Consejo de Estado poderes legislativos que no contribuyeron al recorte fiscal ni a la independencia y rectitud del poder judicial.

Además, se eliminaron todos los gastos de destinación específica, excepto los designados para gastos de tipo social, pero se le otorgó prioridad al gasto social sobre cualquier otro tipo de gasto (anteriormente, el servicio de la deuda detentaba esta prioridad), y se estableció que el presupuesto de inversión social sería siempre una proporción no-decreciente del presupuesto total. Estas dos normas van a contribuir a incrementar el tamaño del presupuesto a través del tiempo. Hasta ahora, su efecto ha sido insignificante debido a la creatividad del equipo de la oficina del Director de Presupuesto, pero eventualmente llegarán a ejercer presiones efectivas sobre el gasto.

Con respecto a la distribución del gasto social, se exigieron normas de distribución que tuvieran en cuenta las necesidades relativas y los niveles de miseria de las regiones, así como su desempeño fiscal y efectividad administrativa.

La Constitución dio un paso muy importante hacia la descentralización del gobierno y, consecuentemente, del presupuesto. Estableció que, cada año, una proporción creciente del presupuesto se destinaría a financiar la provisión de servicios que serían responsabilidad de los gobiernos departamentales y municipales. Además, determinó que los gobier-

nos municipales debían obtener una proporción de los ingresos corrientes del gobierno para financiar inversión social a un nivel local. Se definió que esta proporción sería el catorce por ciento en 1993 y que aumentaría hasta el veintidós por ciento de los ingresos corrientes en el año 2002.

La ley estableció que la proporción de los ingresos corrientes del gobierno central, que sería repartida a gobiernos regionales, debía ascender de treinta y cuatro por ciento en 1993 hasta el cuarenta y dos por ciento en el 2002. Los servicios que deberían asumir los gobiernos regionales son, básicamente, educación, salud básica, agua y alcantarillado, policía, obras públicas locales, protección ambiental y recreación.

Si los gobiernos locales asumen seriamente estas responsabilidades y utilizan los recursos transferidos para pagar por ellos, el efecto en el tamaño del presupuesto debería ser insignificante. Pero se ha observado que el gobierno central y los políticos no quieren renunciar a estas funciones, debido a que toda la estructura del clientelismo político, controlada desde la cima, estaba construida sobre ellas. La base de los mecanismos del "ancien regime" era la provisión de estas funciones por parte del gobierno central. De esta forma, los congresistas influenciaban la asignación de servicios y el gobierno recompensaba o castigaba a los gobiernos locales canalizando más o menos servicios a ellos. Para preservar este poder, el gobierno central está asumiendo nuevamente la financiación de estos servicios, de tal forma que se está re-centralizando el presupuesto y se crea también una presión de gasto desmedida porque la mayoría de los gastos deben ser financiados dos veces: una, a través de los ingresos transferidos por mandato constitucional y después, por segunda vez, a través de transferencias ad-hoc hacia los departamentos y municipios para obtener apoyo

político<sup>18</sup>. Además, el proceso de descentralización puede tener consecuencias fiscales adversas, porque en las etapas tempranas de la transición de formas de gobierno centralizadas a descentralizadas, es improbable que se desarrollen instituciones presupuestales fuertes a nivel local *pari-passu* con la descentralización.

A fines de 1994 el Congreso aprobó una ley que determinó las nuevas reglas para el proceso presupuestal bajo la Constitución de 1991. Esta ley contiene varios rasgos innovadores que deben señalarse de manera especial: introduce como principios básicos del proceso presupuestal, tanto la consistencia macroeconómica del presupuesto como la necesidad de auto-regulación del proceso, en el sentido de que, cuando los ingresos se incrementan por encima de los niveles normales debido a un choque positivo de ingresos de carácter temporal, el exceso de ingresos no debe ser incorporado inmediatamente como parte de los ingresos corrientes sino que debe ser ahorrado y absorbido en años posteriores. Esto le da la posibilidad al gobierno de ahorrar las utilidades de un nuevo incremento en la producción de petróleo y distribuir esta parte de los ingresos corrientes a gobiernos regionales, sólo cuando estos ingresos se han incorporado gradualmente en los presupuestos de años futuros. En el primer semestre de 1995, fue aprobada otra ley que convierte estos ahorros en un fondo de estabilización petrolera obligatoria para los ingresos procedentes de nuevos campos petroleros. Sin embargo, esta norma les permitió que el ahorro se invierta en bonos del gobierno, con lo cual se borró con una mano lo que se hizo con la otra.

---

<sup>18</sup> La relación entre gobierno y recentralización y el marco político en que las transferencias *ad-hoc* a los gobiernos de menores niveles afectan el desempeño final del presupuesto puede verse en Hommes, R. *op.cit.*, p. 28.

La nueva ley de presupuesto de 1994 también devolvió el Confis al Ministerio de Hacienda, reintegrando la autoridad presupuestal a esa institución. Creó el vínculo formal entre el proceso presupuestal y las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, al disponer que el Banco Central debe asesorar al Congreso con respecto a los efectos macroeconómicos del presupuesto propuesto por el gobierno, que el presupuesto debe ser consistente con el programa macroeconómico aprobado por el Conpes cada año, y que el gobierno y el Banco Central deben coordinar los contenidos del plan financiero al cual debe subordinarse el presupuesto.

También autorizó al gobierno a eliminar todos los elementos del presupuesto que no hayan sido gastados al final de cada año<sup>19</sup> (deben ser incorporados en el nuevo presupuesto si el gobierno y el Congreso así lo deciden), y a crear un fondo de estabilización -el Fondo de Recursos Excedentes- cuando se obtienen ingresos que podrían causar un desequilibrio macroeconómico.

La ley creó un nuevo elemento en la aprobación del presupuesto: la Comisión de Presupuesto del Congreso debe aprobar primero el incremento del presupuesto y luego votar sobre su contenido. Se esperaba que este procedimiento ayudara a controlar el apetito del Congreso durante la discusión del presupuesto, al establecer rápidamente su tamaño al comienzo del proceso de aprobación. Sin embargo, no parece haber sido una norma efectiva porque cuando se está decidiendo el tamaño, los miembros de la comisión presupuestal se están asegurando que sus proyectos y los de sus colegas obtengan financiamiento.

---

<sup>19</sup> Inexplicablemente desde un punto de vista técnico, el Ministro de Hacienda Guillermo Perry y su Director de Presupuesto hicieron aprobar en el Congreso la derogación de esta norma. Es una ligereza que les cobrará la historia.

La ley le otorgó nuevos poderes al Ministerio de Hacienda, autorizándolo a cortar gastos cuando caigan los ingresos, cuando el Congreso no apruebe un incremento en los impuestos que permita balancear el presupuesto, o cuando la "coherencia macroeconómica" así lo requiera. Esto, acompañado de la definición del presupuesto aprobado por el Congreso como un máximo, da al gobierno una variedad de herramientas para ejercer recortes presupuestales. Esto representa una gran diferencia con respecto a la situación descrita por Eduardo Wiesner, quien como Ministro de Hacienda en 1982, públicamente dudó que algún gobierno tendría el apoyo político suficiente para detener el proceso de deterioro fiscal, que alcanzó un nivel crítico bajo su administración<sup>20</sup>. Hay señales, sin embargo, que no permiten adoptar una posición sobre-optimista: la ausencia de auxilios que calmen la sed de los políticos, la separación de los políticos de la base monetaria y las reformas democráticas que no le permiten al ejecutivo aprobar adiciones al presupuesto sin la previa autorización del Congreso, implican nuevas presiones sobre el presupuesto de gastos. Esto requerirá habilidades adicionales, políticas y administrativas por parte del Ministerio de Hacienda. Es posible también que nuevas normas y regulaciones -instituciones adicionales- sean necesarias, y que se encuentre la manera de controlar a los Presidentes "manirrota".

Sin embargo, se ha podido mostrar un gran progreso después de un período de diez años de construcción institucional que principió el segundo semestre de 1984 y culminó con esta ley de presupuesto a fines de 1994. Los procedimientos presupuestales desarrollados en Colombia han facultado al

ejecutivo para ejercer un mayor control sobre los resultados fiscales. Centrar la responsabilidad en el gobierno quitándosela al Congreso cuando es posible, no asegura un buen manejo fiscal pero incrementa la probabilidad de una administración fiscal cuidadosa y permite, por lo menos, focalizar las responsabilidades en el Ministerio de Hacienda.

### III. LA RACIONALIDAD DE LOS PROCEDIMIENTOS E INSTITUCIONES FISCALES

#### A. ¿Por qué importan los déficits públicos?

La evolución de las instituciones presupuestales sugiere que la política colombiana tradicionalmente ha apoyado políticas financieras ortodoxas y ha facultado al gobierno para desempeñarse de manera acorde. "En Colombia el manejo de los déficits fiscales y su financiamiento ha sido generalmente sólido. Episodios de política fiscal laxa han sido menores en comparación con otros países latinoamericanos. La "casi crisis" de comienzos de los 80 fue dirigida con el tiempo hacia un ajuste fiscal sostenido" (Easterly, 1994, p.262)

¿De donde proviene el apoyo político? ¿Por qué hay soporte político hacia menores déficits, en un país caracterizado por necesidades básicas insatisfechas e infraestructura deficiente? ¿Por qué se espera que los ministros de Hacienda colombianos deben ser despiadados en su búsqueda de menores déficits y son públicamente condenados cuando no lo logran, o incluso cuando encuentran los medios para aumentar el gasto público sin incrementar los déficits? Para tratar de responder estas preguntas, el punto de partida, y quizás uno de los elementos cruciales, es comprender hasta qué punto los déficits fiscales son buenos indicadores de salud macroeconómica y cómo afectan el desempeño fiscal en Colombia.

---

<sup>20</sup> Wiesner, Eduardo, "El Origen Político del Desequilibrio Fiscal", discurso pronunciado en la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, Bogotá, Junio 23 de 1982.

El primer factor que hay que considerar es la relación entre los déficits y la inflación. En Colombia, el gasto público o los déficits no exhiben por sí mismos una relación con la inflación, demostrable estadísticamente. El Gráfico 3 ilustra el comportamiento de la inflación y del déficit primario del gobierno central entre 1950 y 1992; el Gráfico 4 muestra el de la inflación y el del déficit del sector público no financiero de 1960 a 1992. No se puede establecer una relación clara entre los déficits públicos y la inflación<sup>21</sup>. Esto se confirma en otros estudios recientemente publicados y no parece ser únicamente una cualidad típicamente colombiana sino más bien un resultado general<sup>22</sup>. "La inflación y los déficits no muestran una correlación simple. Pero existe una asociación de largo plazo entre la inflación y un mecanismo de financiamiento del déficit -la creación de dinero-"<sup>23</sup>. También existe evidencia de que la volatilidad de los déficits públicos muestran una asociación con la volatilidad de la inflación, cuando los déficits son grandes en comparación con los mercados financieros domésticos<sup>24</sup>.

El financiamiento monetario de los déficits puede estar ligado a mayores tasas de inflación<sup>25</sup>. Cuando

---

<sup>21</sup> La correlación entre el déficit primario del gobierno y la tasa anual de inflación para el período 1970-92 es 0.28 ( $t=1.31$  con 21 g.l.).

<sup>22</sup> Easterly, William, 1994. "Colombia: Avoiding Crises Through Fiscal Policy", en Easterly et.al. (editores), op.cit. pp. 254-255.

<sup>23</sup> Outreach No. 10. Policy View from the Policy Research Department, The World Bank, Mayo de 1993.

<sup>24</sup> Una investigación en curso conducida por la Oficina del Economista Jefe del Banco Interamericano de Desarrollo, indica que los efectos de los déficits fiscales sobre la inflación, no están relacionados con los primeros momentos sino con los segundos. La volatilidad de la inflación muestra una relación significativa con la volatilidad de los déficits fiscales, relativos al tamaño de los mercados financieros.

<sup>25</sup> Ibid, p. 253.

el déficit del sector público -o el déficit privado- es financiado a través de creación de dinero, contribuye a incrementar la inflación. El Gráfico 5 traza la relación entre el financiamiento del Banco Central y los déficits del sector público desde 1950, indicando que el financiamiento del déficit por parte del Banco Central fue sustancialmente mayor antes de 1984<sup>26</sup>, excepto durante las administraciones Lleras Restrepo (1966-1970) y López Michelsen (1974-1978). Después de 1984, esta fuente de financiamiento fue reducida rigurosamente y la práctica fue virtualmente abolida en 1991 con la nueva Constitución, eliminando una fuente de presiones inflacionarias. Sin embargo, no se eliminó enteramente debido a que el Banco Central continuó utilizando el señoreaje para sus propias actividades de intervención en los mercados monetario y cambiario.

En Colombia existe la creencia de que, cuando los déficits crecen por encima de un umbral relativamente pequeño, las fuentes de financiamiento requeridas -financiamiento del Banco Central, crédito doméstico y externo- generan efectos colaterales que tienen consecuencias negativas a nivel macroeconómico. Como se ilustra en el Gráfico 6, cuando el déficit crece por encima de niveles históricos normales, su financiamiento interno se torna inusualmente grande. El Gráfico 7 indica que los intentos de financiar el déficit público con crédito doméstico pueden inducir considerables incrementos en la tasa de interés doméstica. También, dentro del sector privado existe el temor de que el gasto público podría inhibir la inversión privada, debido a que el país ha vivido más frecuentemente bajo condiciones de racionamiento de crédito,

---

<sup>26</sup> La correlación entre el déficit del sector público y el crédito del banco central al gobierno para el período 1950-90 es 0.77 ( $t=7.49$  con 39 g.l.).

causantes de que el gasto público desplace a la inversión privada, que bajo condiciones de abundancia de capital. "El capital público tiene un efecto negativo sobre la inversión privada (...) y la contribución de la inversión pública al crecimiento es altamente incierta" (Easterly, 1994, p. 262). En otras palabras, retrasar o detener la inversión pública no ha tenido consecuencias negativas demostrables sobre el crecimiento. Probablemente, esto es causado por la escasa efectividad del gasto público. En todo caso ha reducido la relevancia del "trade-off" entre ajuste y crecimiento en la historia económica de Colombia.

Se percibe una relación fuerte entre el déficit de cuenta corriente y el déficit público (Gráfico 8). Además, existen fuertes vínculos entre la creación de déficits públicos y la apreciación de la tasa de cambio real.

Esto no solamente es causado por el hecho de que el gobierno tradicionalmente ha impuesto controles estrictos sobre el endeudamiento privado y ha monopolizado la utilización de crédito externo, sino también porque el déficit era parcialmente financiado a través de la creación de dinero y la expansión de la demanda se extiende hacia el sector externo.

También existe una fuerte relación entre el tamaño del déficit y los flujos de crédito externo (Gráfico 6) y la balanza comercial. Estos dos factores -déficit fiscal y financiamiento externo- afectan la balanza comercial en la misma dirección: un incremento en el superávit del sector público contribuye a generar mayores excedentes comerciales y una disminución en el financiamiento externo del déficit tiene un efecto similar (Easterly, 1994, pp. 257-259). Además, un incremento en el superávit comercial contribuye a la depreciación del tipo de cambio real (TCR), mientras que una disminución actúa en favor de su apreciación. De esta manera,

mayores déficits fiscales pueden causar indirectamente apreciación de la moneda.

El gasto del gobierno en Colombia, por otro lado, ha mostrado en el pasado una relación positiva con la tasa de cambio real -un mayor gasto del gobierno como porcentaje del PIB está asociado con depreciación de la tasa de cambio- (Easterly, 1994, p. 256)<sup>27</sup>.

Con respecto al comportamiento de las tasas de interés domésticas, considerando la restricción financiera externa y el bajo impacto del gasto público sobre el crecimiento, la búsqueda permanente del equilibrio fiscal ha sido un acercamiento racional: el gobierno ha respondido a las presiones políticas para incrementar los gastos buscando mantener el déficit en niveles relativamente bajos, apremiando los ingresos cada vez que los gastos aumentan. Cuando esta norma se verifica frecuentemente, como ha sido el caso en Colombia, el proceso prácticamente se convierte en casi autorregulado porque hay un límite para aumentar los ingresos a través de impuestos, hecho que le pone un tope al crecimiento del gasto.

Esto también disuade poderosamente la creación del déficit cuando el Banco Central es independiente y cuando la disponibilidad de crédito externo está restringida desde afuera. El gobierno no puede sobredepender del crédito doméstico, dada la muy estrecha relación existente entre los déficits del sector público y la tasa de interés doméstica, y las negativas consecuencias que altas tasas de interés tienen

---

<sup>27</sup> La correlación entre la TCR y la balanza comercial para el período 1975-92 es 0.8 (t=5.33 y 16 g.l.). La correlación entre la TCR y el gasto del gobierno en t-1 para el mismo período es 0.64 (t=3.36 y 16 g.l.). La correlación entre la balanza comercial y el déficit del sector público para el período 1970-92 es 0.81 (t=6.44 con 21 g.l.).

sobre la estabilidad y el crecimiento. Los artífices de la opinión pública reaccionan negativamente a los incrementos de las tasas domésticas de interés real porque pueden causar una caída en la tasa de inversión privada como proporción del PIB, y finalmente pueden afectar el crecimiento<sup>28</sup>. La relación entre tasa de cambio real y el déficit público también disuade poderosamente la creación del déficit en Colombia, debido a la existencia de un muy fuerte lobby del sector exportador y dada la abrumadora influencia tradicional de los productores de café y otros exportadores que están siempre buscando mayores precios para sus productos y que aborrecen la apreciación real de la moneda.

Por ende, al balancear los objetivos políticos de corto plazo con las demandas de largo plazo del manejo económico, las ventajas de una política financiera conservadora son claras para cualquiera que analice la situación, porque los mayores déficits afectan negativamente todas las variables que constituyen los elementos claves de la estabilidad macroeconómica y del progreso económico -crecimiento, inversión del sector privado, inflación, tasas de cambio reales y balanza comercial-. Lo que no queda muy claro todavía es por qué el gobierno, antes de Samper, ha buscado siempre una política sólida y muy racional en el largo plazo sin someterse al atractivo del gasto público en el corto plazo. Para responder esto es necesario penetrar en el dominio de la economía política. La preferencia mostrada por las instituciones presupuestales y por la racionalidad económica en el largo plazo debe ser un reflejo de quien realmente detenta el poder en Colombia.

Un aspecto que debe ser entendido, es que los electores de los Ministros de Hacienda en Colombia,

---

<sup>28</sup> Easterly, W. 1994, op.cit. p. 251.

no son los partidos políticos, ni el público, sino los gremios relativamente poderosos y muy vociferantes. Otro aspecto que debe destacarse es que, tradicionalmente, el grupo de presión más poderoso en Colombia ha sido la Federación Nacional de Cafeteros, un conglomerado y lobby de carácter mixto, que tuvo virtualmente el monopolio de las divisas durante muchos años y representó los intereses de los principales productores de bienes de exportación del país. Las otras agremiaciones están conformadas por exportadores o por productores de sustitutos de importaciones. No existe una asociación fuerte de consumidores y, afortunadamente para Colombia<sup>29</sup>, no existe un lobby importador poderoso, ni tampoco un partido populista bien organizado. La izquierda ha sido un foco confuso de oposición a los partidos tradicionales y no ha tenido nunca un apoyo popular amplio ni influencia significativa sobre la opinión pública.

En materia económica, los artífices de la opinión pública son predominantemente los grupos económicos de presión, entidades independientes como Fedesarrollo y economistas particulares. Existe también una pequeña tecnocracia económica que puede aplicar presión de grupo sobre el gobierno. Dada esta mezcla de fuentes de opinión pública, debe existir, y existe, un sesgo definitivo en favor de políticas que no causen grandes déficits. Existe también una fuerte presión de la opinión pública para evitar políticas que puedan conducir a una apreciación de la tasa de cambio real. Esto no siempre ha sido así, pero desde 1967 se ha convertido en norma. Además, el sector privado casi siempre está a favor de menores tasas de interés y, dada la escasez de financiamiento externo, debe existir una fuerte preferencia por menores déficits públicos y por balanzas comerciales positivas.

---

<sup>29</sup> Urrutia, M. 1994, op.cit. p.251.



Dado que los grupos que podrían presionar por políticas populistas no tienen representación política o ante la opinión pública de manera permanente, la prudencia macroeconómica constituye la mezcla de políticas premiadas en Colombia. Políticamente ha tenido sentido para los gobiernos darle mucho peso a la creación y mantenimiento de instituciones fiscales fuertes que impidan excesos de gasto por parte del Congreso y controlen el endeudamiento del ejecutivo, debido a que los principales electores de la política económica se ven beneficiados con políticas fiscales prudentes y estables. El nuevo mandato constitucional, relativo a un Banco Central independiente, puso fin a los previos excesos que se daban al ser esta fuente de financiamiento de los sectores público y privado, y tiene el mismo aval que las instituciones fiscales fuertes.

Esta organización política puede ser criticada por ser de naturaleza indebidamente oligárquica, o por no permitir que otros mecanismos de participación democrática prosperen, pero en términos puramente fiscales ha sido una bendición. Ha facilitado la lenta pero segura transición de Colombia, que ha pasado de ser uno de los países más pobres del continente, a estar ubicado desde los años setenta en el grupo de países de ingreso medio.

Es particularmente interesante cómo el gobierno y los gremios económicos organizados han trabajado juntos para incluir un objetivo de tasa de cambio real en la política fiscal. Por ejemplo, en el pasado, el ajuste por choques positivos en los precios internacionales del café se logró más a través de medios fiscales, que a través de modificaciones de la tasa de cambio real. De forma similar, cuando los precios del café caen, los precios domésticos del grano son sostenidos utilizando recursos fiscales del Fondo Nacional del Café. Esto ayuda a explicar por qué, durante largos períodos de tiempo, la tasa de cambio real se ha movido independientemente

de los precios internacionales del café<sup>30</sup>. Los productores de bienes de exportación diferentes del café y de bienes sustitutos de importaciones han sido protegidos del efecto de los booms internacionales sobre la tasa de cambio (tendencia hacia la apreciación), y han sido capaces de crecer y desarrollarse con relativa independencia de las variaciones en los precios del principal producto de exportación. En el largo plazo, esto ha hecho al país más elástico frente a choques externos, a través de la diversificación de las exportaciones.

Con todos sus méritos, el consenso gobierno-empresarios vigente en Colombia durante el período 1967-1991, también tuvo algunos costos, en su mayoría en términos de inflación y crecimiento. Esto está relacionado estrechamente con la política fiscal y merece ser analizado: aunque Colombia ha tenido una política fiscal estable, no ha sido sobre-restrictiva. Como norma, el gobierno ha elegido generar déficits moderados y estables, produciendo superávits sólo cuando las condiciones externas extremadamente favorables lo requieran. Estos superávits también han sido moderados. La tasa de inflación también ha sido estable pero moderadamente alta. Estos resultados de política parecen reflejar una preferencia nacional por la calle de en medio. Un conocido aforismo colombiano dice: "ni tanto que queme al santo, ni tan poco que no lo alumbré". En política económica, esta ha sido la regla.

Desde finales de los sesenta hasta comienzos de los noventa, Colombia tenía una política de tasa de cambio nominal que intentaba favorecer a los exportadores: a través de un mecanismo de crawling-

---

<sup>30</sup> Cárdenas, Mauricio, 1994, "Stabilization and Redistribution of Coffee Revenues: A Political Economy Model of Commodity Marketing Boards". *Journal of Political Economy*. 44:351-380.

peg, la tasa de cambio nominal estaba confinada a un sendero determinado por las inflaciones doméstica y externa. Estas tasas de inflación eran cuidadosamente supervisadas y proyectadas mensualmente y la tasa de devaluación estaba determinada por esta expectativa. Los pronósticos y la programación macroeconómica estaban basados en un supuesto de inflación estable, pero moderadamente elevada.

Adicionalmente, el Banco Central financiaba al sector privado a través de programas de crédito de fomento u otorgando directamente crédito a empresas de sectores deprimidos o en apuros. Estas actividades eran total o parcialmente financiadas a través de expansiones monetarias. La base monetaria era moldeada y distribuida por una Junta Monetaria, que la percibía como un presupuesto que debía ser asignado y desembolsado; el crecimiento de la base y de M1 era cuidadosamente programado para que la tasa de cambio nominal y el crédito al sector privado y al gobierno pudieran ser provistos. La regla de programación implícita era que M1 crecería a la misma tasa que el crecimiento esperado del PIB nominal, suponiendo una inflación estable. La devaluación de la tasa de cambio nominal sería programada, por lo tanto, con un objetivo de tasa de cambio real estable. Esto hizo a la inflación y a la devaluación fácilmente predecibles y se convirtió en una regla que se autosostenía. La adaptación a una alta inflación principió a comienzos de los setenta y continuó hasta 1991. El gobierno de Misael Pastrana ganó estrechamente las elecciones presidenciales de 1970 y buscó obtener el apoyo del público a través de expansiones del gasto público y de mayores subsidios cuasi-fiscales de crédito. Con el tiempo, el gobierno y el público llegaron a un acuerdo tácito: si la inflación se mantenía al rededor del veinticuatro por ciento al año, en una banda que no excedería el treinta por ciento, el público no buscaría reducir sus activos monetarios. El

gobierno también toleraba la indexación de contratos nominales y eventualmente aceptaba una forma de indexación de los salarios, ajustando cada año el salario mínimo con base en la inflación pasada<sup>31</sup>.

Dadas estas costumbres en el manejo monetario, y en vista de las fuertes presiones para evitar la apreciación de la tasa de cambio, es asombroso que Colombia tenga uno de los récords más notables -inflación estable y moderada-. Aún en una economía cerrada, mantener la tasa de cambio y el dinero bajo control es una misión improbable, pero explica por qué la restricción fiscal es esencial: no hay suficientes grados de libertad cuando la mayoría de las otras variables están predeterminadas. Aún así, el gobierno obtuvo el financiamiento que necesitó para un grupo de proyectos que favoreció y para sus programas estatistas de desarrollo, incluyendo su estrategia de promoción de exportaciones, al costo de una mayor inflación.

Jorge García García ha manifestado cómo estas políticas lograron mantener el consenso vivo "principalmente sobre premisas falsas", con algunos costos, pero produciendo resultados macroeconómicos estables.

La devaluación (nominal) no impidió una apreciación real del peso; tampoco favoreció a los exportadores o protegió a los sectores que compiten con las importaciones. Sin embargo, produjo la ilusión de que tenía que hacerse algo para favorecer a los productores domésticos. También contribuyó a mantener altos niveles de inflación. El público

---

<sup>31</sup> Carrasquilla, Alberto (1994). "Desarrollo Reciente de las Políticas Monetaria y Cambiaria en Colombia", Borradores Semanales de Economía. Banco de la República, Bogotá, Colombia.

creyó que, establecer objetivos reales, impulsaba un crecimiento en las exportaciones y nunca se cuestionó si existía una relación o no entre liberalización comercial y promoción de exportaciones; y el país mantuvo (por muchos años) un régimen externo muy restrictivo. Colombia tenía una economía estable pero reprimida<sup>32</sup>.

## **B. ¿Realmente importan los cambios legales?**

Colombia ha mostrado una destacada estabilidad en términos de inflación y déficits públicos, sin paralelo en el continente y con algunos pocos rivales fuera de él. Un récord similar puede ser reclamado en términos de crecimiento económico<sup>33</sup>. Como hemos visto, las instituciones presupuestales han jugado un papel en este cuadro de estabilidad y crecimiento moderado. Aún así permanece una pregunta: Qué tan importantes han sido los cambios legales e institucionales para el desempeño fiscal. Para tener una impresión sobre esto, se desarrolló un test simple que compara el tamaño de los déficits primarios como proporción del PIB para tres años inmediatamente anteriores a cada una de las más importantes reformas presupuestales del siglo, desde 1931 hasta 1989, con su tamaño para los tres años inmediatamente siguientes a la reforma. Esto produjo dos muestras de 15 observaciones. El déficit primario promedio de los años precedentes a las reformas fue de 1.35 mayor que el de los años posteriores, como porcentaje del PIB<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Jorge García García (1994). "Crecimiento, estabilización y Ajuste en Colombia: Lecciones del Período 1966-1992" en Aparicio, Mónica y William Easterly (editores), Crecimiento Económico, Teoría, Instituciones y Experiencia Internacional. Banco de la República y Banco Mundial, Bogotá.

<sup>33</sup> Urrutia, Miguel, 1995. "The Climate for Investment: The Macroeconomic Framework", Bogotá, Banco de la República. Inédito.

Una observación casual de el Gráfico 3 muestra que los déficits se están reduciendo pero que hay un patrón cíclico. Los gobiernos permiten que la situación se deteriore y luego la corrigen. Esto se puede concluir también a partir de la comparación de antes y después de las reformas: aparentemente se requieren reformas periódicas para construir un espíritu de recorte del déficit, y este gusto desaparecerá con el tiempo, haciendo necesario un nuevo conjunto de reformas para despertar el espíritu ortodoxo una vez más. En conclusión, aparentemente las instituciones realmente importan, pero también los gobiernos y la opinión pública deben permanentemente trabajar con ellas, porque la efectividad de las reglas disminuye con el tiempo.

## **IV. CONCLUSIONES**

El desarrollo de instituciones presupuestales en Colombia abarca un período que comienza algunas décadas después de la Independencia y continua hasta el tiempo presente. Ha sido un desarrollo gradual y, excepto por la descentralización del gobierno inducida por la nueva Constitución de 1991 que abrió una senda paralela para el desarrollo institucional de los gobiernos locales aún en su infancia, el proceso ha apuntado casi continuamente en una sóla dirección. La inercia de construcción institucional le ha dado al gobierno el poder para determinar de manera autónoma el resultado de la política fiscal en un marco democrático. La Constitución de 1991 le dio un nuevo significado democrático al proceso de aprobación presupuestal, y dio al Congreso más poder del que tenía en asuntos

---

<sup>34</sup> Las reformas se llevaron a cabo en 1931, 1950, 1963, 1973 y 1980. El déficit primario promedio para los 15 años que precedieron las reformas fue de 1.11% del PIB y el superávit primario promedio para los 18 años posteriores a las reformas fue de 0.24% del PIB. La diferencia de 1.35% del PIB es significativa ( $t=3.61$ ,  $p=0.0005$ ).

presupuestales. No obstante, actualmente el gobierno colombiano tiene las instituciones y los mecanismos que le aseguran el control del resultado fiscal y le permiten ser responsable por ellos, a pesar de las presiones políticas involucradas en los procesos de aprobación presupuestal y de formación de la política fiscal. Con las normas presupuestales que existen ahora y dada la autoridad del gobierno central en asuntos presupuestales, acompañada por la independencia del Banco Central, no es posible que un Ministro de Hacienda de nuestros días -como lo han hecho otros en el pasado- culpe al Congreso, al poder judicial, al sistema descentralizado de gobierno y a la Constitución o a la repartición de ingresos entre regiones, por la expansión del gasto público o por el resultado fiscal de un año determinado. Al contrario, la opinión pública puede señalar al gobierno como completo responsable de los resultados fiscales, porque se han puesto a su disposición las herramientas necesarias para un buen manejo fiscal.

Esto se deriva básicamente de las normas legales y de las instituciones que gobiernan la formación, aprobación y proceso de ejecución del presupuesto, en el cual el gobierno tiene la ventaja. El principal rasgo de este entorno legal es la independencia del Banco Central, porque asegura que el gobierno no se puede apropiarse del impuesto de inflación para financiar sus déficits o para subsidiar al sector privado. Entonces, existe la concordancia requerida entre el tamaño y distribución del déficit y un programa macroeconómico, en cuyo proyecto el Banco Central ha jugado un papel clave en coordinación con el gobierno. Esto provee la restricción fiscal que frecuentemente se busca, al imponer "reglas de presupuesto balanceado", sin los obstáculos derivados de estas reglas. Adicionalmente, si el Presidente es fiscalmente responsable, el Ministerio de Hacienda en Colombia tiene mayor poder que los demás ministerios en el proceso de formación pre-

supuestal, porque puede imponer su autoridad en la cuenta final cuando el presupuesto es llevado al Congreso en búsqueda de aprobación, y porque el proceso de formación presupuestal está sesgado a darle más poder a este ministerio y al Departamento de Planeación para definir objetivos y finalmente para asignar los gastos. Además, el Congreso, aunque dotado de autoridad para aprobar el presupuesto, no puede incrementar el gasto sin la expresa autorización del Ministro de Hacienda, ni puede amenazar al gobierno rehusándose a aprobar el presupuesto, porque en este evento el gobierno puede imponer por decreto la propuesta presupuestal que llevó al Congreso. Después de que el presupuesto es aprobado, el Ministro de Hacienda puede pedir al Congreso nuevos impuestos para balancear el resultado fiscal. Si estos impuestos no son aprobados, el Ministro de Hacienda está autorizado para cortar gastos hasta lograr el equilibrio. Durante la ejecución del presupuesto, no se pueden efectuar cambios entre partidas y los aumentos del presupuesto sin la autorización del Congreso están prohibidos, excepto en los casos en que un estado de emergencia pueda ser invocado de manera legítima.

La máxima autoridad que establece los objetivos mensuales del gasto y determina el flujo de caja es el Confis -una dependencia del Ministerio de Hacienda-. El manejo del flujo de caja es esencialmente la herramienta fiscal más importante, porque es la que finalmente determina la ejecución presupuestal y es manejada por Hacienda. En resumen, el Ministerio está equipado con todos los mecanismos para asegurar los resultados fiscales en contra de choques negativos derivados de acciones políticas y del Congreso, dentro y fuera del ejecutivo, con la única excepción de aquellos provenientes de la Presidencia de la República. También tiene las herramientas para reaccionar ante choques adversos derivados de mercados inter-

nacionales o hechos naturales. Adicionalmente, el gobierno también posee herramientas para sortear choques positivos. La ley orgánica del presupuesto introdujo dos nuevos principios al proceso de formación del presupuesto: coherencia macroeconómica y homeostasis. De acuerdo con la primera, el gobierno está autorizado a cortar gastos cuando el entorno macroeconómico así lo requiera; el segundo principio de auto-regulación, da la posibilidad al gobierno de crear fondos de estabilización cuando los ingresos excedan la capacidad de absorción de la economía, en casos como el incremento de recursos petroleros que se aproxima. Muchos de estos "lindos rasgos" del proceso presupuestal han sido realizados por las administraciones Gaviria y Barco. El gobierno Samper también ha mejorado el sistema, promoviendo una ley que ha sido aprobada y que le permitirá al gobierno crear y operar un fondo de estabilización petrolera, pero cometió un error imperdonable al revivir las reservas presupuestales.

Tal vez el aspecto más interesante del proceso es que hay fuertes razones macroeconómicas detrás del apoyo político que la política fiscal ha recibido en Colombia. Hasta la administración Samper, el mantenimiento de un pequeño déficit del sector público ha ayudado a Colombia a mantener una tasa de cambio estable y competitiva, ha contribuido a evitar grandes oscilaciones en la cuenta corriente de la balanza de pagos, y la ha mantenido dentro de niveles sostenibles, y ha sido un factor clave para evitar incrementos sustanciales en el endeudamiento público que hubieran reducido el déficit en la balanza comercial y contribuido a la apreciación de la moneda. Además, la economía política del manejo fiscal en Colombia puede ser enriquecida, si se tiene en cuenta que la inversión pública no es un complemento de la inversión privada, sino un sustituto indeseable; y que en Colombia el creci-

miento no sufre considerablemente cuando el gobierno debe reducir su inversión para acomodar los programas de ajuste fiscal. Esto es particularmente crítico porque puede indicar que, a pesar de todos los procedimientos que actúan a favor de menores déficits, no hay instituciones que controlen la calidad y efectividad del gasto público.

El análisis de la economía política de las políticas fiscal y macroeconómica desde 1967 arroja varias conclusiones interesantes. Primero, provee un marco político para explicar porqué los colombianos prefieren controlar el gasto público que dejarlo correr a ciegas. Un cuidadoso manejo de los déficits públicos se traduce en un desempeño macroeconómico más estable que tiende a beneficiar al sector privado y permite obtener su apoyo. Dado que no hay competencia activa de los electores con objetivos opuestos, esta política ha sido mantenida más fácilmente que en países donde el populismo se ha organizado como un partido político o donde las facciones políticas tienen mayor influencia sobre el presupuesto. La inflación se mantuvo en sus niveles moderadamente altos durante muchos años, sin ningún intento serio de reducirla permanentemente, porque era la forma de financiación monetaria de los déficits -en su mayoría- moderados; y el sector privado toleró el nivel predecible de inflación moderadamente alta, a cambio de crédito más barato y de una tasa de cambio real estable. Las políticas fueron exitosas en el sentido de haber producido estabilidad y crecimiento moderado. El tiempo dirá si el manejo económico en la economía más abierta que comenzó en 1991 será capaz de producir mejores resultados. Hasta ahora, se puede notar que en una economía abierta el gobierno debe aplicar aún más fuertes restricciones fiscales, si espera continuar proporcionando estabilidad de precios y de la tasa de cambio real.

# Anexo 1

Gráfico 1. DEFICIT PRIMARIO/PIB E INDICE ESTRUCTURAL

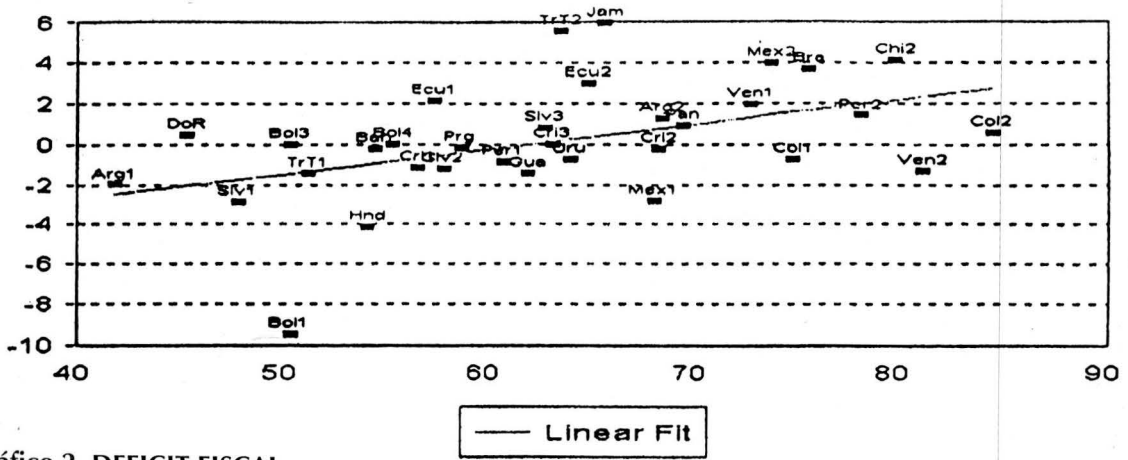


Gráfico 2. DEFICIT FISCAL

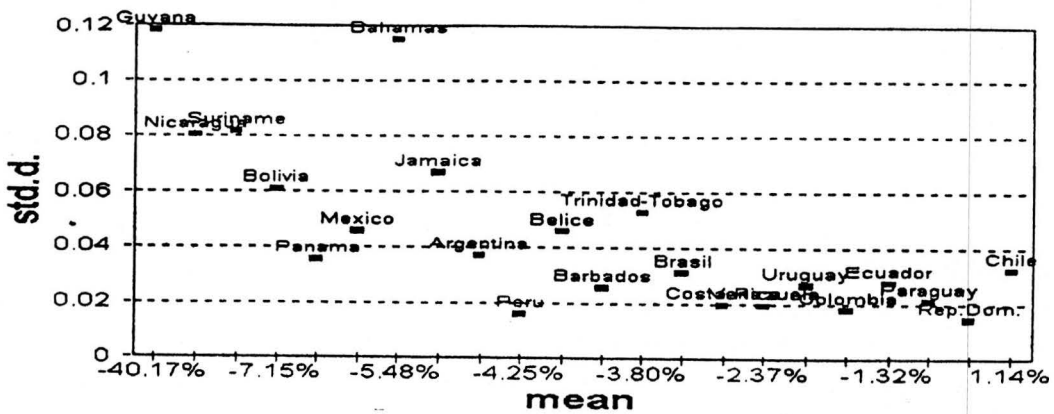
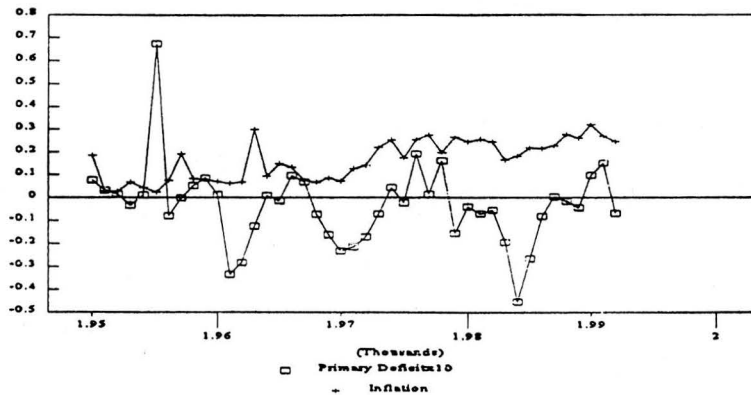


Gráfico 3. INFLACION Y DEFICIT PRIMARIO DEL GOBIERNO/PIB: 1950 -1992



**Gráfico 4. INFLACION Y DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO/PIB: 1960 - 1992**

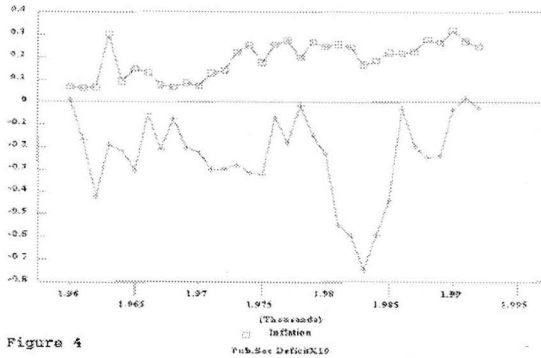
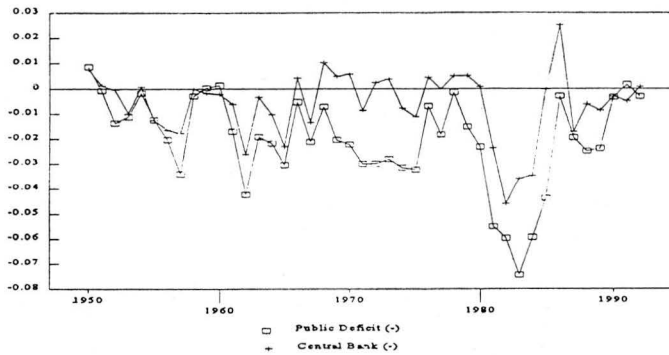


Figura 4

**Gráfico 5. DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO/PIB Y BANCO CENTRAL**



**Gráfico 6. DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO/PIB Y FINANCIAMIENTO INTERNO Y EXTERNO**

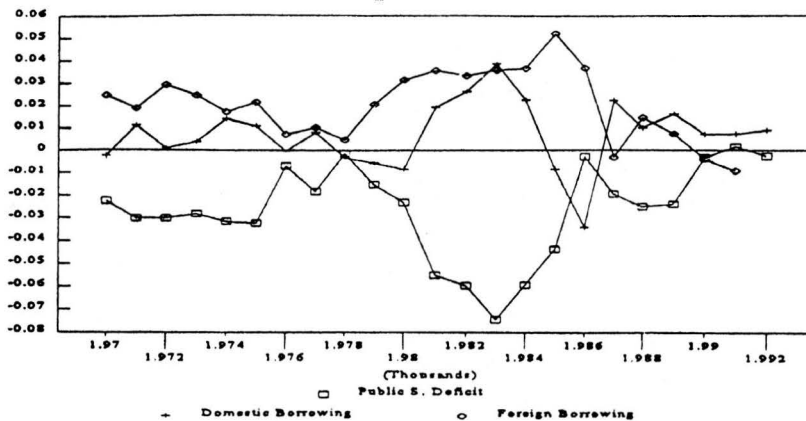


Gráfico 7. DEFICIT FISCAL/PIB Y TASA DE INTERES REAL

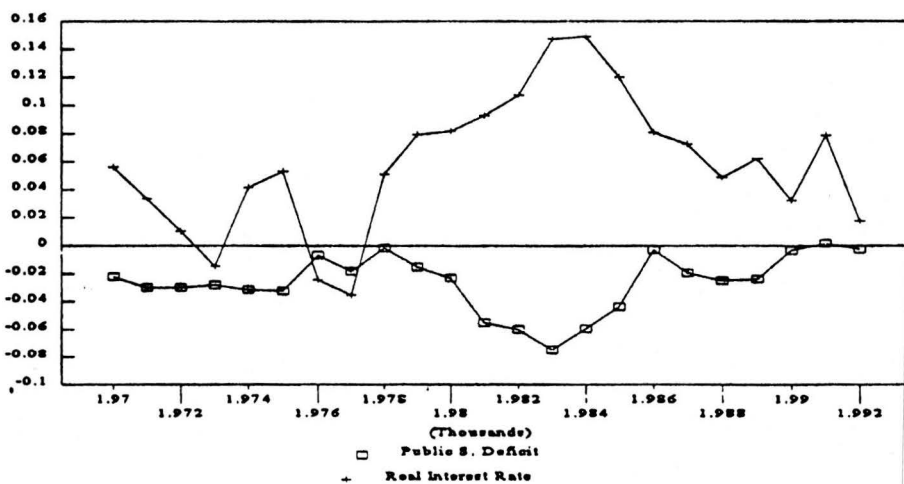
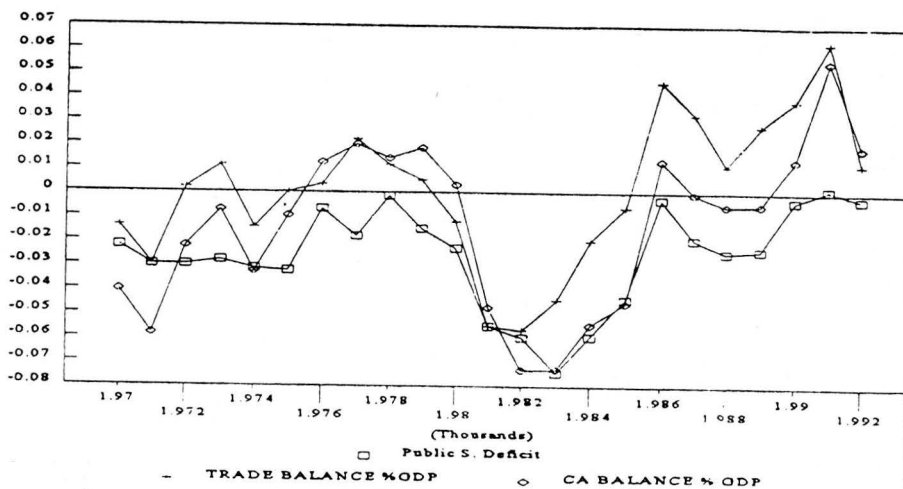


Gráfico 8. DEFICIT DE CUENTA CORRIENTE/PIB Y DEFICIT PUBLICO/PIB





# La Banca Central en Colombia: de la autonomía privada a la autonomía pública, 1923-1997

---

*Adolfo Meisel R.<sup>1</sup>*

## I. INTRODUCCION

En la década de 1920 un gran número de naciones crearon bancos centrales autónomos del gobierno. Se quería así reducir la ingerencia de los gobiernos en el manejo de la moneda y, por lo tanto, conservar el poder de compra de la misma. El consenso era que, sin autonomía los bancos centrales, terminaban financiando el déficit fiscal y generando inflación.

En parte por la razón anterior, pero tal vez más por el interés en atraer inversión norteamericana, cinco países andinos fundaron, con la asesoría del economista Edwin W. Kemmerer, bancos centrales autónomos: Colombia (1923), Chile (1925), Ecuador (1926-1927), Bolivia (1927) y Perú (1931).

Con el cambio de paradigma que representó la revolución Keynesiana, y con el nuevo énfasis en la promoción del desarrollo económico en los países del Tercer Mundo que se desató con el advenimiento

de la Guerra Fría, los objetivos de los bancos centrales creados por Kemmerer fueron variados.

En el caso de Colombia, por ejemplo, desde la década de 1950 se le dio gran importancia al crédito de fomento, por medio del cual se financiaban con emisión sectores que el gobierno consideraba estratégicos, como el industrial. Los créditos se otorgaban con tasas de interés subsidiadas, y que a menudo eran negativas en términos reales.

Con la pérdida de la autonomía del banco central colombiano en 1963, cuando se creó la Junta Monetaria, se abrió la puerta institucional para la mayor inflación que ha vivido el país en toda su historia, si se tiene en cuenta el número de años que ha perdurado.

En todos los países andinos en la cual Kemmerer creó bancos centrales entre 1923 y 1931, con los años se perdió la autonomía con respecto al gobierno. Por ello, no debe sorprender que entre la década de 1950 y la de 1980, la región se caracterizó por tener algunas de las inflaciones más altas del

---

<sup>1</sup> Gerente del Banco de la República de Cartagena, Colombia.

mundo que, en algunos casos, desembocaron en hiperinflaciones.

Afortunadamente, a partir de 1989 cuando Chile nuevamente le otorgó autonomía a su banco central, las cosas mejoraron en varios países de América Latina y se organizó la banca central dándole mayor independencia del gobierno. Por ejemplo, en 1991 la nueva constitución de Colombia restableció la autonomía del banco central, pero ya no como ente privado sino como ente público.

En este trabajo estudiamos algunos de los antecedentes de la creación de un banco central autónomo en Colombia en 1923, bajo la orientación de un grupo de expertos financieros norteamericanos que dirigió Edwin W. Kemmerer. Luego, analizamos las etapas de la banca central colombiana hasta nuestros días y las interrelaciones de los distintos arreglos institucionales con los niveles de inflación.

## **II. EDWIN W. KEMMERER Y LA CREACION DEL BANCO DE LA REPUBLICA EN 1923**

### **A. ¿Quien fue Edwin W. Kemmerer?**

Edwin Walter Kemmerer nació en Scranton, Pennsylvania, el 29 de junio de 1875 y murió en Princeton, New Jersey, el 16 de diciembre de 1945. Su vida refleja, en un caso individual, el ascenso económico de los Estados Unidos en la era posterior a la Guerra de Secesión hasta convertirse en la primera potencia mundial. Kemmerer provenía de una familia de clase media asalariada de New England. Su padre era un empleado encargado del despacho de los trenes en una empresa de ferrocarriles. Para costearse los estudios secundarios en un colegio privado, Kemmerer se vió obligado a trabajar, incluso retirándose del colegio durante un

tiempo para acumular más fondos con ese fin, tal como lo describió con muchos detalles en su autobiografía.

También, durante los años de su formación inicial en economía en Wesleyan University, Kemmerer trabajó todos los veranos. Años después, su experiencia como asesor económico de un amplio número de países y de inversionistas y banqueros norteamericanos, le permitió adquirir una sólida posición económica y una gran reputación académica internacional.

Es necesario hacer énfasis en la experiencia adquirida por Kemmerer en las asesorías en materia monetaria y financiera en diversos países entre 1903 y 1919 ya que, junto con la formación económica que obtuvo en Wesleyan University y en Cornell University, contribuyó a la visión práctica y teórica del "Money Doctor". En 1923 ésta dirigió la misión de expertos que en Colombia estableció el patrón oro y organizó el Banco de la República, la Contraloría y la Superintendencia Bancaria, tres instituciones que hasta nuestros días constituyen el eje del régimen monetario, el control fiscal y la regulación del sistema financiero del país.

Sobre las experiencias de Kemmerer antes de su trabajo en Colombia en 1923, cabe resaltar varios aspectos. Su primera experiencia como reformador monetario se dio dentro del marco del primer experimento colonial de los Estados Unidos, es decir, en las islas Filipinas, que habían sido adquiridas en la guerra de 1898 con España. Y fue a las Filipinas, por lo tanto, en calidad de profesional contratado por el ejército norteamericano a través del Departamento de Estado.

Otro aspecto de la experiencia de Kemmerer anterior a 1923, que estimamos conveniente mencionar, es

que todos los países en los que estuvo como asesor económico habían sido colonias españolas. Además, con la excepción de las Filipinas, todos ellos también hispanoamericanos. Adicionalmente, en 1922 Kemmerer había viajado durante siete meses por América Latina en calidad de Trade Commissioner de los Estados Unidos, con el fin de conocer y familiarizarse con los problemas financieros y monetarios de estos países. En esa ocasión, visitó Argentina, Chile, Uruguay, Paraguay, Bolivia, Brasil, Perú y Panamá<sup>2</sup>.

Como resultado de las anteriores experiencias y de su estadía en Colombia en 1923, logró adquirir una gran familiaridad con la cultura y las instituciones de los países hispanoamericanos y con el idioma español, que lo prepararon para que en las décadas de 1920 y 1930 la mayoría de los países a los cuales asesoró estuvieran en esta región (véase Cuadro 1)<sup>3</sup>. En efecto, en 1924 no aceptó una oferta para asesorar al gobierno de Turquía pues prefirió ir a Guatemala: "... tal vez porque después de Colombia él estaba más interesado y se sentía más cómodo en América Latina..."<sup>4</sup>

En la autobiografía de Kemmerer el relato llega hasta el verano de 1918, cuando trabajó con el Federal Reserve Bank de Nueva York en una asesoría

**Cuadro 1. PAISES EN LOS QUE EDWIN W. KEMMERER ESTUVO COMO ASESOR FINANCIERO**

País	Año
Filipinas	1903-1906
México	1917
Guatemala	1919
Colombia	1923
Guatemala	1924
Sur África	1924-1925
Chile	1925
Polonia	1926
Ecuador	1926-1927
Bolivia	1927
China	1929
Colombia	1930
Perú	1931
Turquía	1934
Liberia	1936

Fuente: "Hoja de vida de Edwin W. Kemmerer", Edwin Walter Kemmerer Papers, Box 501 Princeton University, Manuscript Library; "Record of the Whereabouts of Dr. Edwin Walter Kemmerer, 1922-1931", Prepared by Donald Kemmerer, January 13, 1983 (mimeo).

para el desarrollo de la sección de estadística en dicho banco. Los años comprendidos entre esa fecha y la Gran Depresión, marcaron la sustitución en América Latina de la hegemonía de la Gran Bretaña debilitada por la Primera Guerra Mundial, por la de los Estados Unidos<sup>5</sup>.

Fue también la "época dorada" de Kemmerer como reformador monetario. En efecto, durante la década de 1920, Kemmerer reformó, con notable éxito y celeridad, los regímenes financieros y monetarios y estableció los bancos centrales de Colombia (1923), Chile (1925), Ecuador (1926-1927), Bolivia

<sup>2</sup> "Hoja de Vida de Edwin W. Kemmerer", Box 501, Edwin Walter Kemmerer Papers, Princeton University, Manuscript Library.

<sup>3</sup> De acuerdo con información de Donald Kemmerer, hijo de Edwin Walter Kemmerer y quien fue profesor de historia económica en la Universidad de Illinois hasta que se jubiló, este último leía sin dificultades en español y entendía bastante bien, pero no tenía un dominio similar para hablarlo, Conversación con Donald Kemmerer, Urbana, Illinois, 29 de julio de 1988.

<sup>4</sup> Donald Kemmerer and Bruce Dalgaard, "Inflation, Intrigue, and Monetary Reform in Guatemala, 1919-1926", *The Historian*. Vol. XLVI, No. 1, November, 1983, p. 30.

<sup>5</sup> Rosemary Thorp, "América Latina y la Economía Internacional, desde la Primera Guerra Mundial hasta la Depresión", en Leslie Bethell (editor), *Historia de América Latina*, Tomo 7, Editorial Crítica, Barcelona, 1991.

(1927) y en 1931 realizó profundas reformas al Banco Central del Perú<sup>6</sup>.

Los países que en los años veinte tuvieron misiones de expertos financieros dirigidas por Edwin W. Kemmerer, lograron siempre uno de los fines principales que tenían al contratar este tipo de asesoría: el acceso a los mercados de capital es de los Estados Unidos<sup>7</sup>. En efecto, los inversionistas norteamericanos, una vez que una nación había adoptado todas las medidas e instituciones recomendadas por Kemmerer, se mostraron mucho más inclinados para extender sus créditos. Para ello contribuyó también la intervención directa de Edwin W. Kemmerer, quien tenía estrechos vínculos con algunas de las principales casas bancarias de Nueva York<sup>8</sup>.

Colombia fue el país latinoamericano que tuvo un mayor crecimiento, en términos porcentuales, de la inversión por parte de los Estados Unidos en la década de 1920 y, sin lugar a dudas, la misión Kemmerer de 1923 desempeñó un papel imprescindible en este desarrollo<sup>9</sup>. Pero también fue fundamental para este proceso la existencia de un excedente de capital que los banqueros norteamericanos querían invertir en los países que

ofrecieran unas condiciones mínimas de estabilidad fiscal y monetaria. Todo ello, por supuesto, cambió radicalmente con el advenimiento de la Gran Depresión en 1929.

Al cerrarse los mercados internacionales de capital con el pánico financiero de 1929, algunos países de América Latina consideraron que estaban ante una situación coyuntural. Por ello, trataron de mantenerse dentro del patrón oro y de cumplir con sus pagos por deuda externa, esperando mejores tiempos. Algunos invitaron también al profesor Edwin W. Kemmerer pensando que de esa manera nuevamente podrían atraer a los inversionistas norteamericanos. Colombia fue uno de los países que apeló a este recurso, y en 1930 invitó a Kemmerer para que dirigiera su segunda misión financiera en el país<sup>10</sup>. Pero cuando se vio que, pese a los esfuerzos de los asesores extranjeros, no había prestamistas internacionales interesados en invertir en el país, se recurrió a medidas expansionistas que representaron un cambio de la filosofía inicial del Banco Central<sup>11</sup>.

En contraste con el pragmatismo que desplegaron los conductores de la política económica en los países andinos, acercándose a tientes a políticas de corte "keynesiano" antes de la Teoría General, Kemmerer continuó aferrado a la más pura ortodoxia monetaria y empeñado en el restablecimiento del patrón oro.

---

<sup>6</sup> Para un estudio acerca de estas experiencias, véase: Paul Drake, *The Money doctor in The Andes, The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Duke University, USA, 1989.

<sup>7</sup> Refiriéndose a los países andinos que tuvieron la asesoría de Kemmerer en la década de 1920, dice el historiador Paul Drake: "Por encima de todo, los países andinos querían mejorar el acceso a los mercados financieros y de bienes de Estados Unidos", Paul Drake, *Op. cit.*, p. 2.

<sup>8</sup> Emily S. Rosenberg and Norman L. Rosenberg, "From Colonialism to Professionalism; The Public-Private Dynamic in United States Foreign Financial Advising, 1898-1920", *Journal of American History*, Vol. 74, No. 1, June, 1987, p. 77.

<sup>9</sup> En efecto, la inversión de Estados Unidos en Colombia pasó de solo US\$2 millones en 1913 a US\$260 millones en 1929, *Investments of United States Capital in Latin America*, World Peace Foundation Pamphlets, Boston, 1928, pp. 1031-1034.

---

<sup>10</sup> "Carta del doctor Enrique Olaya Herrera a Edwin W. Kemmerer", 14 de marzo de 1930, Edwin W. Kemmerer Papers, Box 120, Princeton University Manuscript Library.

<sup>11</sup> Véase, Carlos Díaz-Alejandro, "Latin America in the 1930's" en Rosemary Thorp (editor), *Latin America in the 1930's*, Mac Millan Press, Hong Kong, 1984, p.22 y Adolfo Meisel Roca, *La Organización del Banco de la República y su papel como gestor de la política monetaria durante los primeros años, 1923-1934, El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá, 1990, pp. 292-293.

Esa inflexibilidad ante el cambio de las circunstancias, llevó a que la posición central que tenía en los círculos académicos y financieros en los años veinte, pasara a convertirse, para finales de la década de 1930 en una figura marginal.

En la primavera de 1933, Louis Howe, uno de los principales asesores del recién electo presidente nortamericano Franklin D. Roosevelt visitó la Universidad de Princeton para explicar las políticas monetarias y financieras del nuevo gobierno. Cuando uno de los profesores de esa universidad preguntó la razón por la cual la nueva administración no consultaba al profesor Kemmerer, Howe contestó: "Sabemos acerca de él y no queremos su tipo de consejos"<sup>12</sup>.

Estados Unidos abandonó el patrón oro a comienzos de 1933 y en julio Roosevelt hizo algunos anuncios sobre medidas tendientes a generar una reflación. Ante esta evolución, un grupo de destacados economistas organizó un comité nacional: Economist's National Committee on Monetary Policy ( ENCMP). Entre los fundadores estaban el propio Kemmerer, Ray Westerfield de Yale, Frank Taussig, H. Parker Willis de Columbia, entre otros expertos en temas monetarios.

A lo largo de la década de 1930, Kemmerer fue muy crítico de las políticas monetarias de Roosevelt. En 1936, le escribió a un alumno suyo: "Personalmente creo que nada puede evitar que flotemos hacia la inflación"<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Bruce R. Daalgard, "E. W. Kemmerer: The Origins and Import of the 'Money Doctor's' Monetary Economics", *Variations in Business and Economic History, Essays in Honor of Donald L. Kemmerer*, JAI Press, USA, Supplement 2, 1982.

<sup>13</sup> *Ibid*, p. 41.

Además, Kemmerer no se acogió ni al cambio en las circunstancias económicas ni a la variación en el paradigma económico que representó la revolución keynesiana. Al respecto, comentó Frank W. Fetter, uno de sus alumnos en Princeton University:

*"Kemmerer encontró dificultades para adaptarse a las nuevas condiciones económicas que trajo la depresión. El patrón oro había desaparecido y la deflación y el desempleo se habían convertido en los principales problemas, pero Kemmerer continuaba considerando a la inflación como el principal peligro. Fue crítico de la administración Roosevelt y aún en 1944 sugirió un plan para rehabilitar el sistema monetario bajo el patrón oro en la post-guerra"*<sup>14</sup>.

En 1943, Kemmerer se jubiló de la Universidad de Princeton y murió en 1945 de un infarto.

En las décadas siguientes a su muerte, Edwin W. Kemmerer fue prácticamente olvidado, hasta el punto que no ocupa un lugar de importancia en la historia del pensamiento económico. Sobre esto, la explicación de Bruce Daalgard es que Kemmerer ha sido olvidado por tres razones principales:

- ❑ Fue, ante todo, un practicante de la economía aplicada y, aunque fue influyente en los asuntos monetarios de los Estados Unidos en la década de 1920, su principal aporte fue a través de sus asesorías en diferentes países, especialmente en América Latina.
- ❑ Sus principales aportes teóricos, relacionados con la teoría cuantitativa del dinero, fueron opacados por el trabajo de otros economistas y en especial el de Irving Fisher.

---

<sup>14</sup> Frank W. Fetter, "Edwin Walter Kemmerer", *Dictionary of American Biography*, Charles Scribner's Sons, Supplement Three, 1941-1945, New York.

- No se adaptó a los cambios que se dieron en los años treinta y cuarenta y continuó aferrado al metalismo<sup>15</sup>.

En cuanto al primer factor que señala Dalgaard, cabe mencionar que, en efecto, los logros más importantes de Kemmerer fueron sus éxitos como asesor y reformador en el campo monetario en un amplio grupo de países, especialmente de la periferia, y en particular con los andinos en la década de 1920. Fue por ello que Kemmerer escogió para su discurso como Presidente de la Asociación Americana de Economía en la reunión anual de 1926, el tema de la asesoría económica a los gobiernos.

En este campo de la asesoría económica, el "Money Doctor" alcanzó a tener una enorme reputación internacional y adquirió una gran destreza en la organización de las misiones, su conducción, y en la aprobación de las reformas planteadas. Por ello, Kemmerer era muy cuidadoso en todos los aspectos que afectarían a las misiones, empezando por el proceso de selección de los integrantes. Al respecto, comentó su hijo Donald Kemmerer:

*"...le gustaba en sus misiones una "mezcla" razonable de teóricos (profesores universitarios) y hombres prácticos que tuvieran experiencia en el mundo de los negocios o el gobierno. Sin embargo, con el tiempo llegó a preferir a los teóricos por encima de los hombres de negocio, debido a que los hombres de negocio rara vez eran capaces de escribir un conjunto satisfactorio de recomendaciones y éstas eran la evidencia más palpable del trabajo de una misión asesora. Los hombres de negocios a menudo tenían el conocimiento instintivo de lo que se debía recomendar pero poco entendimiento de los principios básicos detrás de sus ideas. No eran*

---

<sup>15</sup> Dalgaard, *Op. cit.*, pp. 41-42.

*capaces de justificar en forma persuasiva lo que recomendaban. A menudo escuché a mi padre decir, y también lo escribía en su diario, que el experto X lo había defraudado y tenía él mismo que reescribir el informe de esa persona*"<sup>16</sup>.

Los aportes de Kemmerer a la teoría económica fueron fundamentalmente en el campo monetario. En 1907 publicó su principal trabajo técnico, *Money and Credit Instruments in Their Relation to General Prices*. En dicho trabajo reformuló la teoría cuantitativa del dinero para incluir los depósitos a la vista, demostrando estadísticamente que esta reformulación servía para dar una explicación más acertada de los cambios en el nivel de precios. Sobre este trabajo comentó Joseph A. Schumpeter en su *Historia del análisis económico*:

*"...brillante logro que tuvo la desgracia de quedar en la sombra proyectada por otro aún mayor, el de Fisher..."*<sup>17</sup>.

## **B. La misión Kemmerer de 1923 y la creación del Banco Central de Colombia**

La idea de esta primera misión surgió del interés que tenía el gobierno colombiano por obtener asesoría, entre otros temas económicos, para la utilización de los fondos provenientes de la indemnización norteamericana por la pérdida de Panamá, cuyo primer pago, de cinco millones de dólares, ocurrió en septiembre de 1922.

---

<sup>16</sup> Donald Kemmerer, "How Dr. E. W. Kemmerer Worked and How He Directed The Work of His Advising Commissions" (mimeo), s.f. pp. 1-2.

<sup>17</sup> Joseph A. Schumpeter, *Historia del Análisis Económico*, Ediciones Ariel, Barcelona 1971, p. 1182. Schumpeter se refiere al trabajo del profesor Irving Fisher (1867-1947) de la Universidad de Yale, y quien se destacó como uno de los principales economistas teóricos norteamericanos en la primera mitad del presente siglo, especialmente en el campo monetario.

Acerca de este tema, comentó posteriormente el profesor Kemmerer: "Un fuerte sentimiento público en Colombia demandaba que estos dineros de Panamá fueran a ser utilizados solamente para obras públicas duraderas, especialmente la construcción de ferrocarriles, y para la creación de un banco central de emisión y redescuento"<sup>18</sup>.

Cuando el gobierno colombiano le pidió al Departamento de Estado de los Estados Unidos un posible candidato para dirigir una misión de expertos en temas bancarios y financieros, el secretario Hughes sugirió el nombre de Edwin W. Kemmerer, profesor de economía de la Universidad de Princeton<sup>19</sup>.

Por parte del gobierno colombiano, el encargado de realizar la contratación de Kemmerer fue el embajador en los Estados Unidos, Enrique Olaya Herrera. Además de Kemmerer, la misión quedó integrada por tres expertos más y por un secretario con buenos conocimientos del idioma español, todos estos últimos sugeridos por el primero. Ellos fueron: Howard M. Jefferson, experto en temas bancarios; Fred R. Fairchild, especialista en tributación; Thomas R. Lill, contador quien trabajó en temas financieros y contables, y Frederick B. Luquiens, profesor de español y quien actuó como traductor y secretario de la misión.

En el diario que Kemmerer llevó durante su estadía en Colombia en 1923, este contaba aspectos relacionados con la rutina diaria de la misión y en

---

<sup>18</sup> Address of Professor Edwin Walter Kemmerer of Princeton University at a luncheon given to the Commission by the Pan American Society of United States at the Banker's Club, New York City, November 24, 1923, p.1, Edwin Walter Kemmerer Papers, Box. 488, Princeton University, Manuscript Library.

<sup>19</sup> "Trabajos hechos en Colombia", Edwin Walter Kemmerer Papers, Princeton University, Manuscript Library, Box 198, p. 1.

ocasiones hacía comentarios acerca de los integrantes de la misma. En general, no quedó muy satisfecho con el nivel técnico de los expertos, con excepción de Fairchild. Sin embargo, con este último no tuvo muy buenas relaciones personales, y con frecuencia se refería a su tendencia a apoyar a Luquiens, quien en ocasiones parecía más interesado en jugar golf que en trabajar.

Además de las personas anotadas, colaboraron con la misión dos colombianos, el exministro Esteban Jaramillo, en calidad de asesor jurídico y Vicente Villa, un empresario colombiano radicado en Nueva York y que participó en forma voluntaria y sin remuneración.

Los miembros de la misión zarparon del puerto de Nueva York el 14 de febrero de 1923 y luego realizaron una travesía por el río Magdalena desde Barranquilla hasta Honda, donde abordaron un tren que los condujo a Bogotá. En esta última ciudad iniciaron labores el 20 de marzo. Dos meses después, la misión presentó al gobierno nacional diez proyectos de ley, con sus respectivas exposiciones de motivos. De estos proyectos, el Congreso aprobó las ocho siguientes<sup>20</sup>:

- La Ley 25 que establecía el estatuto orgánico del Banco de la República.
- La Ley 45 que reglamentaba los bancos privados y establecía la Superintendencia Bancaria.
- La Ley 46 sobre títulos negociables.
- La Ley 20, orgánica del papel sellado y del timbre nacional.

---

<sup>20</sup> Fabio Gómez Arrubla, *Historia del Banco de la República*, Banco de la República, Bogotá, 1983, pp. 47-48. Los dos proyectos que no se aprobaron fueron, uno que reglamentaba el impuesto a la renta y otro sobre el impuesto a los pasajes.

- La Ley 42, que reorganizó la contabilidad nacional y creó la Contraloría General.
- La Ley 34, sobre formación del Presupuesto Nacional.
- La Ley 31, por la cual se fijaba el número y nomenclatura de los ministerios.
- La Ley 36, sobre la administración y recaudo de rentas nacionales.

La razón por la cual los miembros de la Misión Kemmerer lograron sacar adelante en unas pocas semanas un conjunto de leyes de tanta trascendencia para el sistema monetario, financiero y fiscal del país, está en que, en gran medida, sus integrantes traían un esquema bastante fijo de lo que debía ser la estructura institucional de Colombia en estos campos y su estadía en el país sólo sirvió para darle legitimidad a su propuesta y para hacer algunos ajustes de acuerdo con las particularidades de la legislación nacional. Por ello, el historiador norteamericano Paul Drake ha señalado que: "En términos estrictamente técnicos él hubiera podido (Edwin W. Kemmerer, AMR) enviar la mayoría de las leyes por correo"<sup>21</sup>.

Sin embargo, no se debe subestimar la importancia de la presencia de los miembros de esta misión en el país para que efectivamente se pudieran lograr las reformas que estamos comentando. En primer lugar, que las propuestas fueron hechas por técnicos extranjeros altamente calificados y que estaban por fuera de los intereses de la política local, les daba una mayor legitimidad. En efecto, el mismo profesor

Kemmerer señaló que ese hecho constituía una de las motivaciones de los gobiernos que contrataban ese tipo de misiones y que: "...la probabilidad de que una misma sugerencia sea aprobada es mucho mayor si esta la hace un experto extranjero y no un economista local"<sup>22</sup>.

Entre el momento de su instalación en Bogotá y la presentación de los proyectos de ley al Congreso, los miembros desarrollaron una intensa actividad, tanto laboral como social. Buena parte de esa actividad técnica y social estaba encaminada a conseguir apoyo para las reformas entre la élite financiera y comercial colombiana. Por esa razón, Kemmerer le dedicó muchas horas a extensas entrevistas con algunos de los principales banqueros y hombres de negocios establecidos en el país. Afortunadamente para nosotros, los miembros de la misión hicieron una cuidadosa transcripción de las conversaciones sostenidas con las diferentes personas con quienes se entrevistaron.

Esos intercambios son de gran valor histórico por la enorme cantidad de información de primera mano acerca del sistema bancario y financiero del país en 1923, entre otros temas. También se puede concluir de su lectura que, desde el punto de vista de la legislación que redactó la Misión Kemmerer, estas entrevistas no tenían mayor relevancia, lo cual confirma que se hicieron sobre todo para crear un clima favorable para las reformas entre la élite empresarial y comercial.

Las reuniones con los miembros representativos de la empresa privada de diferentes regiones del país se hicieron casi todas en Bogotá, por razón del

<sup>21</sup> Paul Drake, *The Money Doctor in the Andes, The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Duke University Press, Dunham and London, 1989.

<sup>22</sup> Edwin Walter Kemmerer, "Economics Advisory Work for Governments", *American Economic Review*, Vol XVII, No. 1, March, 1927.



poco tiempo con que se contaba y de las enormes dificultades para el transporte en la Colombia de 1923. Al respecto, comentó Kemmerer:

*"Las dificultades para viajar en Colombia son tan grandes y el tiempo de nuestra estadía en el país era tan breve que infortunadamente no podíamos viajar mucho por el país para estudiar las condiciones de primera mano, como hubiéramos querido hacerlo. Pero si Mahoma no podía ir a la montaña, la montaña podía venir a donde Mahoma y casi todos los catorce departamentos nombraron comisiones especiales de hombres de negocios, profesionales y funcionarios oficiales, para venir a Bogotá y presentar ante la misión, tanto en forma oral como escrita, información acerca de las condiciones y necesidades de sus respectivos departamentos"<sup>23</sup>.*

La única ciudad que Kemmerer visitó en el transcurso de la misión fue Medellín. Esta excepción se debió a que en la capital antioqueña, que en algunos renglones económicos como el de la industria manufacturera era la principal del país, existía mucho recelo con respecto a la propuesta de los expertos norteamericanos. Por esa razón, a comienzos de julio de 1923, Kemmerer partió con otro integrante de la misión, Howard Jefferson, para Medellín. El objetivo de la visita era conocer mejor las condiciones financieras y bancarias que prevalecían en esa región y calmar un tanto la oposición de algunos dirigentes antioqueños a la reforma que adelantaba la Misión.

A su regreso a Bogotá, y mientras viajaba por el río Magdalena, el profesor Kemmerer se enteró de que en el Banco López se había desatado una crisis y

que varias de sus sucursales a lo largo del río Magdalena habían suspendido pagos.

Apenas llegó a Bogotá, el doctor Kemmerer se puso al tanto de los hechos, que tendían a agravarse, y en seguida le planteó al Comité Organizador del Banco de la República la necesidad de hacer la apertura inmediata de dicho banco central, que estaba programada para enero de 1924.

Algunos de los miembros del Comité Organizador del Banco de la República no estaban muy inclinados a aceptar la propuesta de Kemmerer para enfrentar la crisis bancaria generada por las dificultades del Banco López poniendo en funcionamiento en forma inmediata el Banco de la República. En efecto, Félix Salazar, quien posteriormente ocupó la gerencia del Banco de la República (1924-1926), propuso otra alternativa que Kemmerer encontró poco atractiva: la declaración de una moratoria. Finalmente, Kemmerer logró convencer a Félix Salazar, a quien consideraba bastante terco y carente de los más elementales conocimientos en materia monetaria y bancaria, así como al resto del Comité Organizador del Banco de la República, para que se procediera a la puesta en funcionamiento de éste en forma inmediata con el objeto de afrontar la crisis bancaria que se vivía<sup>24</sup>. El lunes 23 de julio, el Banco de la República abrió sus oficinas en el recién adquirido edificio del Banco López. Ese mismo día la crisis bancaria empezó a dispersarse.

Cabe anotar que, en buena medida como resultado de las reformas que realizó Kemmerer en 1923, en

---

<sup>23</sup> "Address of Professor Edwin Walter Kemmerer of Princeton University, at a Luncheon given to the Commission By the Pan American Society of the United States, at the Banker's Club", New York City, November 24, 1923. Edwin Walter Kemmerer Papers, Box 488, Princeton University, Manuscript Library.

---

<sup>24</sup> Sobre la iniciación de operaciones del Banco de la República en julio de 1923, véase, Adolfo Meisel Roca, "La organización del Banco de la República y su papel como gestor de la política monetaria durante los primeros años, 1923-1934", *el Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Banco de la República, Bogotá, 1990.

el país se inició un auge sin precedentes en la inversión extranjera. En efecto, los años veinte del presente siglo constituyen uno de los períodos cruciales de la historia económica nacional. En ellos, el país vivió una verdadera "explosión del desarrollo capitalista", bajo la influencia vigorizadora de veinte años de paz, un auge exportador sin precedentes y las reformas al sistema monetario y financiero que se adelantaron bajo la asesoría de la Misión Kemmerer. El país se lanzó en los años posteriores a 1923, por la vía de una actividad febril en obras públicas (principalmente construcción de ferrocarriles) financiadas a través del endeudamiento externo: esto se denominó la "Danza de los Millones".

La transformación más importante del período que se está analizando se dio en el régimen de transporte. Hasta ese momento, y a causa de su abrupta topografía, el país vivió bajo lo que un autor ha denominado la "tiranía de las distancias".

Entre 1923 y 1932, el Ministerio de Obras Públicas invirtió cerca de \$183,7 millones en obras de infraestructura, entre las cuales se cuentan la construcción de ferrocarriles (\$118,3), carreteras (\$42,2), en la adecuación del río Magdalena y de otros medios de comunicación (\$9,9)<sup>25</sup>.

Como resultado, entre 1923 y 1934 la red de ferrocarriles se amplió de 1.481 kilómetros a 3.262 y la de carreteras aumentó en 2.700 kilómetros<sup>26</sup>.

A pesar de estos logros, en los años veinte llovieron las críticas en contra de las obras públicas finan-

---

<sup>25</sup> Donald Barnhart, "Colombian transportation Problems and Policies, 1923-1948", Ph.D. Thesis, University of Chicago, 1953, p. 182.

<sup>26</sup> William Paul McGreevey, *Historia Económica de Colombia, 1845-1930*, Tercer Mundo, Bogotá, 1982, p. 262.

ciadas con los empréstitos externos. Hubo exageración sobre la magnitud de los fondos despilfarrados y mucho sensacionalismo.

Y hoy, desde nuestra perspectiva, podemos evaluar en forma bastante favorable los resultados obtenidos durante la "prosperidad al debe". Sabemos que el grueso de las inversiones se hizo en ferrocarriles (el 64,4%). El historiador económico norteamericano William Paul MacGreevey, realizó cálculos acerca de la rentabilidad de la inversión en este medio de transporte y encontró, usando información para 1936-1949, que: "... (los) ferrocarriles generaban una tasa de ahorro social tan alta como el estimativo máximo de Fogel para los ferrocarriles de los Estados Unidos en 1890"<sup>27</sup>. La razón beneficio-costos que encontró MacGreevey fue de 2,1 para los ferrocarriles de la zona cafetera y de 1,2 para los de otras zonas (excluyendo las líneas de los puertos del Caribe). De estos cálculos resulta claro que las obras adelantadas durante la "Danza de los Millones", que se generó en los años posteriores a la Misión Kemmerer, fueron bien concebidas desde el punto de vista económico.

### III. BANCA CENTRAL E INFLACION: LA EXPERIENCIA COLOMBIANA, 1923-1997

#### A. Atonomía de la banca central e inflación

Con el aumento generalizado en los niveles de inflación a partir de la culminación en 1973 del acuerdo de Bretton Woods, en la cual las tasas de cambio fijas servían como "anclas nominales" del régimen monetario, se han venido presentando diferentes alternativas para tratar de garantizar la estabilidad en el nivel de precios.

---

<sup>27</sup> *Ibid*, p. 273.

Una de las primeras propuestas para lograr estabilizar los precios fue la de Milton Friedman, quien sostuvo que ello se podía lograr si los bancos centrales seguían una política monetaria determinada por una regla de crecimiento fija y preanunciada. Sin embargo, se puede demostrar que, en general, no resulta óptimo que el banco central siempre se ajuste a una regla fija, ya que elimina su capacidad para responder a perturbaciones no anticipadas, especialmente los choques de oferta<sup>28</sup>.

Una propuesta mucho más radical para lograr la estabilidad en los precios es la de F.A. Hayek de 1976<sup>29</sup>. El argumento de este autor es que, con la desnacionalización del dinero, se puede lograr estabilidad en los precios. El sistema que propuso fue uno de competencia en la emisión privada de papel moneda inconvertible. Los bancos emisores tendrán el incentivo de obtener fondos libres de interés al inducir a los consumidores a poseer sus billetes. Es lo que se conoce en la literatura como un régimen de banca libre.

Como resultado de esta propuesta "excéntrica", se despertó un enorme interés académico por el tema de la banca libre, un tipo de organización bancaria que existió en muchos países antes de que se consolidara el esquema de los bancos únicos para emisión de billetes. En la banca libre no hay barreras a la entrada del negocio bancario y no hay control central de las reservas<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Al respecto vease Kenneth Rogoff, "The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 2, No. 4, Nov. 1985.

<sup>29</sup> F.A. Hayek, *The Denationalization of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, London Institute of Economic Affairs, Great Britain, 1976.

<sup>30</sup> Kurt Schuler, "The World History of Free Banking, An Overview", en Kevin Dowd (editor), *The Experience of Free Banking*, Routledge, Great Britain, 1992, p.8.

Los historiadores económicos tradicionales, especialmente en Estados Unidos, evaluaron las experiencias de la banca libre en forma negativa, ya que supuestamente llevó a la "sobre-emisión", lo cual la hacía vulnerable a las corridas de depósitos y a los pánicos. Los trabajos más recientes de historiadores económicos como Hugh Rockoff, A.J. Rolnick, W.E. Weber, Laurence White y Kevin Dowd, han contribuido para revisar las diferentes experiencias históricas de la banca libre. En general, se ha encontrado que estas experiencias fueron bastante exitosas<sup>31</sup>.

A pesar de que la evaluación de la experiencia histórica con la banca libre es bastante favorable, esta tiene pocos adeptos en la práctica. En realidad, no es muy claro como podría ser operacionalizado un sistema de banca libre sin retornar a un patrón oro o plata, lo cual probablemente reduce su atractivo<sup>32</sup>.

Una propuesta para lograr la estabilidad de los precios que resulta mucho menos radical que la anterior, es la de establecer un banco central autónomo. En efecto, desde finales de la década de 1980, la autonomía de la banca central ha venido ganando adeptos.

---

<sup>31</sup> H. Rockoff, "The Free Banking Era: A Reexamination", *Journal of Money, Credit and Banking*, 6, 1974; A.J. Rolnick y W.E. Weber, "New Evidence on the Free Banking Era", *American Economic Review*, 73, 1983; Lawrence White, *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800-1845*, Cambridge University Press, New York, 1984; Kevin Dowd (editor), *The Experience of Free Banking*, Routledge, Great Britain, 1992. Para el caso colombiano vease: Lina Echeverri, "Free Banking in Colombia, 1865-1886", Ph.D. Dissertation, University of Georgia, 1991, y Adolfo Meisel, "Free Banking in Colombia". en Kevin Dowd (editor), *Op.Cit.*

<sup>32</sup> Larry J. Sechrest, *Free Banking, Theory, History, and a Laissez-Faire Model*, Quorum Books, USA, 1993, pp. 6-7.

En este resultado parece haber tenido una gran influencia el éxito del Bundesbank, uno de los bancos centrales más autónomos del mundo, en mantener una tasa de inflación relativamente baja durante varias décadas<sup>33</sup>.

Porqué un banco central independiente puede llevar a que la inflación promedio sea menor? Al menos tres argumentos se han esgrimido para sustentar este punto de vista. En primer lugar, algunos exponentes del enfoque de "public choice", como Buchanan y Wagner, argumentan que hay una fuerte presión política para que las autoridades monetarias se comporten de acuerdo con las preferencias del gobierno. Al respecto, Buchanan y Wagner señalan que, en la ausencia de autonomía de la banca central:

*"Las autoridades monetarias están en una posición poco distante de los políticos elegidos directamente. Además, normalmente estos han sido nombrados por un político que se debe someter a los resultados electorales. Es poco probable que autoridades monetarias escogidas de esta forma puedan ser del tipo que adoptan posiciones de política contrarias a las de sus amigos políticos, especialmente cuando esas posiciones van en contra de la opinión pública y los medios de comunicación..."*<sup>34</sup>.

Un segundo argumento en favor de la autonomía de la banca central surge del análisis según el cual los gobiernos con poder discrecional sobre la política monetaria tienen un gran incentivo para seguir una senda expansionista para lograr reduc-

ciones de corto plazo en el desempleo. En la medida en que el uso frecuente de estos instrumentos eleva las expectativas, se incrementa el nivel de la inflación sin tener efectos reales. Por tal motivo, en este contexto un banco central autónomo llevaría a una menor inflación sin afectar el sector real.

T.J. Sargent y N. Wallace (1981) presentan un tercer argumento en favor de la autonomía de la banca central<sup>35</sup>. Dichos autores señalan que, si la política fiscal es la dominante, es decir que las autoridades monetarias no pueden afectar el tamaño del déficit fiscal, la oferta monetaria se vuelve endógena. Sin embargo, si la política monetaria es dominante, las autoridades fiscales se verían forzadas a reducir el déficit.

Pero tal vez más que por los argumentos teóricos, la creciente opinión favorable a la autonomía de la banca central, ha estado determinada por la contundente evidencia empírica internacional en el sentido de que el grado de independencia del banco central afecta el nivel medio de la inflación. En efecto, desde el trabajo pionero de R. Bade y M. Parkin (1985), diferentes investigadores han encontrado para los países desarrollados una relación inversa entre el grado de independencia del banco central y la inflación promedio<sup>36</sup>.

Bade y Parkin (1985), tomaron una muestra de doce países desarrollados en el período posterior a Bretton Woods y escalafonaron sus bancos centrales de acuerdo con una medida del grado de independencia que varía entre uno (mínima independencia)

---

<sup>33</sup> La tasa de inflación promedio de la República Federal Alemana para el período 1970-1990, fue de 3,8%, la más baja entre las principales economías del mundo.

<sup>34</sup> Citado en J. de Haan y J.E. Sturm, "The Case for Central Bank Independence", Quarterly Review, No. 182, September, 1992, p. 306.

---

<sup>35</sup> T.J. Sargent y N. Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, 5, 1981.

<sup>36</sup> Alberto Alesina, "Macroeconomics and Politics", NBER Macroeconomics Annual, 1988, p.41.

y cuatro (máxima independencia). Los resultados indican que la independencia del banco central es una determinante importante de la inflación y que los dos países con mayor independencia, Alemania y Suiza, tuvieron inflaciones por debajo de la muestra. Por otra parte, no encontraron diferencias importantes en los niveles de inflación entre los países con los índices de independencia más bajos.

Alesina (1988) utilizó el índice de autonomía desarrollado por Bade y Parkin, pero le adicionó cuatro países más a la muestra (Dinamarca, Nueva Zelandia, Noruega y España)<sup>37</sup>. Su conclusión es que hay una clarísima relación inversa entre el grado de autonomía del banco central y el nivel promedio de la inflación en el período 1973-1985, para una muestra de dieciseis países desarrollados.

Los resultados de Grilli, Masciandaro y Tabellini (1991), corroboran los de Bade y Parkin y los de Alesina. Por otra parte, Grilli, et al., desarrollaron dos tipos de indicadores nuevos para medir el grado de autonomía del banco central, uno para la autonomía política y otro para la económica. En el análisis de regresión realizado para el período 1950-1989 para dieciocho países desarrollados, los indicadores de autonomía siempre tienen el signo esperado (negativo)<sup>38</sup>. Por otra parte, el coeficiente del indicador de independencia económica es significativo en los períodos de inflación alta y el de la independencia política lo es en la década de 1970.

A la fecha, uno de los trabajos más amplios sobre la relación entre autonomía del banco central e

inflación es el de A. Cukierman, et al., quienes tomaron una muestra de 72 países (21 desarrollados y 51 en desarrollo)<sup>39</sup>. Los resultados de estos autores son bastante claros en el sentido de que entre los países industrializados la inflación está correlacionada negativamente con el grado de independencia legal del banco central. Para el caso de los países en vías de desarrollo no se encuentra evidencia estadística en ese sentido. Consideran los autores que la autonomía formal puede diferir de la real. Por eso desarrollan indicadores de autonomía real, como la rotación del Gobernador del Banco y su vulnerabilidad política, medida como la probabilidad de que cambie con el cambio de gobierno. Los datos sugieren una clara relación estadística positiva entre el nivel de la inflación y el grado de rotación de los directores generales de los bancos centrales y su grado de vulnerabilidad política.

Debido a que los autores encuentran que en los países en vías de desarrollo existe causalidad en ambas direcciones, en el sentido de Granger, entre inflación y el grado de rotación de los directores generales de los bancos centrales, el papel de la autonomía no es tan claro como en el caso de los países desarrollados. Cabe señalar, además, que en la medida en que la independencia de la banca central es un fenómeno relativamente reciente en muchos países del Tercer Mundo, encontrar una relación estadística clara entre ésta y la inflación promedio se vuelve mucho más difícil.

La característica principal de los estudios empíricos que hemos venido comentando es que utilizan análisis de sección cruzada. Estas correlaciones,

---

<sup>37</sup> Alesina, *Op. Cit.*, p.41.

<sup>38</sup> V. Grilli, D. Masciandaro y G. Tabellini, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, October, 1991, p. 372.

---

<sup>39</sup> A. Cukierman, S.B. Webb y B. Neyapti, Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes, *The World Bank Economic Review*, Vol. 6, No.3, September, 1992.

por supuesto, no establecen relaciones de causalidad. Por ejemplo, Alesina señala que la correlación negativa entre autonomía e inflación podría presentarse debido a que los países que prefieren inflaciones bajas también prefieren bancos centrales independientes<sup>40</sup>.

Las dificultades para encontrar una clara correlación entre autonomía de la banca central y la inflación en los países en desarrollo, y las dudas acerca de las relaciones de causalidad que siempre surgen en los análisis de sección cruzada, pueden ser obviadas por los estudios de caso. En éstos se puede analizar a fondo, y a lo largo del tiempo, la experiencia de un sólo país con los distintos grados de autonomía de la banca central. En el caso de América Latina, Colombia es uno de los países que mejor se presta para este tipo de análisis.

Por las razones anteriores, a continuación nos proponemos investigar, utilizando el caso de Colombia, si existe una relación estadística clara entre el nivel medio de la inflación (y su variabilidad,) y el grado de autonomía del banco central.

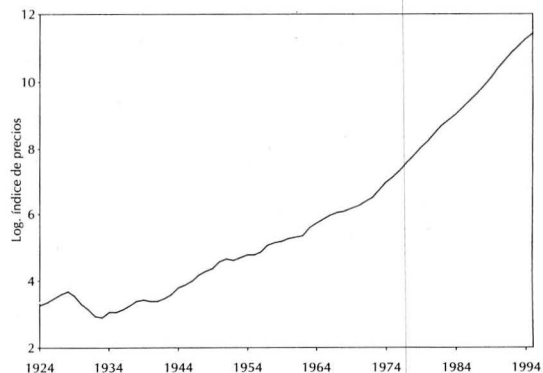
Colombia tiene una de las experiencias más variadas en América Latina en materia de banca central. En efecto, el banco central colombiano creado en 1923, fue el segundo de América Latina, ya que sólo el del Perú, que inició operaciones en 1922, lo precede en el tiempo. Además, a lo largo de sus setenta y tres años de operación, la banca central colombiana ha tenido características institucionales muy diferentes que han afectado su grado de independencia con respecto al gobierno central. Por lo tanto, esta experiencia se constituye en un escenario ideal para explorar la pregunta: Qué

relación existe entre el grado de autonomía del banco central y el nivel medio (y la variabilidad) de la inflación.

Lo primero que hay que establecer son los diferentes períodos y las características institucionales de los mismos, por los cuales ha pasado la banca central de Colombia. Estas etapas se resumen en el Cuadro 2. Como se puede apreciar hay dos variables que diferencian los sub-períodos: la existencia o no de autonomía y el objetivo principal que se busca. Como veremos, la evidencia empírica revela que ambas variables influyen sobre el nivel medio y la variabilidad de la inflación (Gráfico 1).

Cabe señalar que las cuatro etapas jurídicas por las cuales ha transitado el banco central corresponden, en términos generales, a las distintas etapas por las cuales ha pasado el comportamiento de la inflación en Colombia. Sin embargo, esa correspondencia no es exacta por cuanto hay un cambio estructural en la tendencia del índice de precios un poco antes de la reforma de 1951 (hacia 1946) y en el caso de la reforma de 1963, el cambio estructural ocurre hacia 1971.

**Gráfico 1. INDICE DE PRECIOS DE COLOMBIA (1924-1995)**



Fuente: cálculos del autor.

<sup>40</sup> Alesina, *Op. Cit.*, p. 42.

**Cuadro 2. ETAPAS DE LA BANCA CENTRAL EN COLOMBIA  
(1923 - presente)**

Período	Nombre del Banco Central	Naturaleza	Objetivo principal	¿Claro compromiso con la estabilidad de los precios?
1923-1951	Banco de la República	Privado y autónomo	Estabilidad en los precios	Si
1951-1963	Banco de la República	Privado y autónomo	Estabilidad en los precios y "desarrollo acelerado de la economía"	No
1963-1991	Junta Monetaria	Estatal y sin autonomía	Manejo monetario, cambio y crediticio	No
1991- presente	Banco de la República	Estatal y autónomo	Estabilidad en los precios	Si

Fuente: Banco de la República.

**B. Autonomía con banco central privado y compromiso con la estabilidad en el poder adquisitivo, 1923-1951**

El 23 de julio de 1923 inicia operaciones el Banco de la República como banco central dentro de los parámetros definidos por la Misión de expertos financieros norteamericanos que, bajo la dirección de Edwin W. Kemmerer, reorganizó el régimen fiscal, bancario y monetario de Colombia. En materia monetaria y bancaria, el pensamiento de Kemmerer estaba ceñido a los dictámenes del patrón oro. Por lo tanto, estableció que el objetivo del banco central debía ser el de mantener la estabilidad en el poder de compra del dinero manteniendo en funcionamiento el patrón oro.

Para lograr que eso ocurriera, Kemmerer, como muchos de sus contemporáneos, estaba convencido que se requería de la autonomía de la banca central<sup>41</sup>. Por ejemplo, en la Conferencia Internacional

de Finanzas celebrada en Bruselas en septiembre de 1920, se exhortó a todas las naciones para que crearan bancos centrales autónomos y libres de las presiones políticas de los gobiernos<sup>42</sup>.

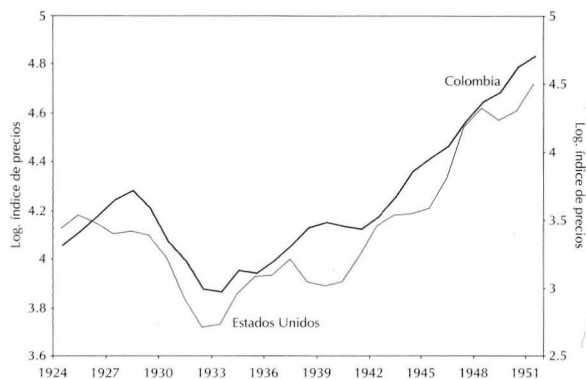
Al repasar la experiencia de la banca central colombiana en el período 1923-1951, observamos que el país se mantuvo dentro del patrón oro hasta 1931 y luego mantuvo tasas de cambio fijas que fueron estables hasta 1949, con excepción del período 1933-1935 cuando se devaluó para contribuir a la recuperación de la economía. Por lo tanto, la oferta monetaria en este período era una variable endógena y el nivel de precios estaba dado por el de los principales socios comerciales. El coeficiente de correlación entre el nivel de precios de Estados Unidos y de Colombia entre 1923 y 1931 fue de .96.

Como se observa en el Gráfico 2, el índice de precios de ambos países tuvo un comportamiento muy similar en este período.

<sup>41</sup> Majorie Deane and Roberto Pringle, *The Central Banks*, Homish Hamilton, London, 1994, p.56.

<sup>42</sup> *Ibid.*

## Gráfico 2. INDICE DE PRECIOS DE COLOMBIA Y LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: cálculos del autor

El resultado de la autonomía del Banco de la República, más un ambiente de compromiso institucional con la estabilidad en los precios que se creó con el patrón oro en el período 1923-1951, fue la estabilidad en el poder adquisitivo del peso. En efecto, la inflación promedio fue de 5,9%, con un coeficiente de variación de .52.

### C. El Banco de la República y su compromiso con la promoción del desarrollo, 1951-1963

A finales de la década de 1940, se empezaron a proponer reformas al papel del Banco de la República. Uno de los temas recurrentes en estas propuestas era la política de crédito, que era considerada demasiado ortodoxa. Se proponía a cambiar la orientación de ésta para que se le diera un gran desarrollo al llamado "crédito de fomento"<sup>43</sup>. Como resultado de esas propuestas, en 1949 el Gobierno Nacional invitó a los señores Richard Grove y Gerald Alter de la Junta de la Reserva Federal de

<sup>43</sup> Una de las primeras propuestas en ese sentido fue la del senador Jorge Eliécer Gaitán. Al respecto véase, Antonio Ordoñez, *El Banco Emisor, El Crédito y la Moneda*, Bogotá, 1947, p.209.

los Estados Unidos, para que realizaran un diagnóstico del sistema bancario y financiero colombiano. Las recomendaciones del señor Grove se encuentran en dos documentos: "Deficiencias en la estructura de la banca central colombiana" y "Memorando sobre la reorganización del Banco de la República"<sup>44</sup>. En lo fundamental, estas quedaron plasmadas en el Decreto 756 de 1951, por medio del cual se redefinieron los instrumentos y objetivos del Banco de la República.

Cabe resaltar que el artículo primero de dicho decreto revela un cambio muy significativo en la filosofía del banco central colombiano por cuanto señala: "... el Banco de la República realizará una política monetaria, de crédito y de cambios encaminada a estimular condiciones propicias al desarrollo acelerado de la economía colombiana"<sup>45</sup>.

Una de las consecuencias más importantes de la reforma bancaria de 1951 fue el gran impulso que recibió el crédito subsidiado. Como resultado, la cartera de fomento tuvo un crecimiento considerable. En 1952 el crédito de fomento representó el 7,6% de la cartera bancaria y en 1960 ya había alcanzado al 15,0%<sup>46</sup>. Además, como porcentaje de la base monetaria el crédito de fomento representó a comienzos de la década de 1960, cerca del 20%<sup>47</sup>.

<sup>44</sup> Ambos documentos están publicados en *Banca y Finanzas*, No.2, marzo-abril, 1986.

<sup>45</sup> Jaime Recaman, *Historia Jurídica del Banco de la República*, Banco de la República, Bogotá, 1980, p.61.

<sup>46</sup> *El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República, 1990, p. 690.

<sup>47</sup> *Informe del gerente del Banco de la República a la Junta Directiva*, varios años.



La nueva filosofía del Banco de la República llevó a que se resquebrajara el ambiente de compromiso con la estabilidad en los precios que había predominado en la mayor parte del período 1923-1951. Como resultado, la política monetaria fue más laxa. Sin embargo, debido a que el país no había abandonado el esquema de la tasa de cambio fija, la expansión monetaria llevó a ciclos de revaluación de la tasa de cambio real que conducían a devaluaciones de la tasa de cambio nominal, que a su vez reiniciaban el ciclo inflacionario. Es lo que en la historia macroeconómica del país se conoce como el período del "pare y siga".

El resultado del período 1952-1963, desde la óptica de la estabilidad macroeconómica, es particularmente negativo. Por un lado, la tasa de inflación prácticamente se duplicó. Además, se presentó un enorme aumento en la variabilidad de la inflación, ya que el coeficiente de variación de ésta pasó de .52 en el período 1924-1951 a .86 en el período 1952-1963.

Ahora bien, tal como lo revelan las pruebas de estabilidad, hacia 1946 ocurre un cambio estructural en la tendencia del índice de precios. O sea que, desde el punto de vista del comportamiento de los precios, el período 1946-1951 ya tiene las mismas características del período 1952-1963. Al repasar la experiencia monetaria de estos últimos años de la década de 1940, encontramos que entre 1946 y 1951 se presentó un proceso inflacionario con un nivel promedio de aumento en los precios de 13,4%, de acuerdo con el índice del costo de la vida obrera en Bogotá. Detrás de este aumento generalizado en los precios estaba el crecimiento exagerado de la base monetaria debido al crecimiento del crédito del Banco de la República a los bancos comerciales<sup>48</sup>. Al estar fija en términos nominales la tasa de redescuento de los bancos comerciales desde 1933 y producirse un proceso inflacionario en el

período 1941-1945, como resultado del aumento en las reservas internacionales, se volvió muy atractivo para los bancos comerciales endeudarse con el Banco de la República. Indudablemente, en estas condiciones la composición de la Junta Directiva del Banco de la República, en la cual predominaban los presidentes de los bancos comerciales, no fue muy conducente para que se le diera prioridad a la estabilidad en el poder adquisitivo del peso.

#### **D. Banca central sin autonomía: la junta monetaria, 1963-1991**

Desde la década de 1940 entre algunos sectores de la opinión pública se empezó a proponer la reforma al carácter privado del Banco de la República. Por ejemplo, la Misión Grove de 1949 había propuesto que el capital del Banco de la República pasara a manos del gobierno. Finalmente, en 1963, Colombia siguió el camino de otros países de América Latina que en la década de 1940 estatizaron parte de la banca central a través de la creación de la Junta Monetaria: Paraguay (1944), Guatemala (1945) y Ecuador (1948). A partir de 1963 la banca central colombiana quedó dividida en dos: la Junta Monetaria, encargada de la orientación de la política monetaria y el Banco de la República, encargado de su ejecución.

A la Junta Monetaria se le asignó la conducción de la política monetaria, crediticia y cambiaria, pero no se le estableció como un objetivo específico y prioritario, la estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda. Además, se abandonaba completamente el concepto de la autonomía de la banca central. Al respecto, señaló el Ministro de Hacienda de la época:

---

<sup>48</sup> Hernando Agudelo Villa, *Cuatro Etapas de la Inflación en Colombia*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, 1967, p.66.

*"Si los gobiernos son malos, habrá mal manejo monetario, habrá mala situación en el país y habrá dificultades. Si los gobiernos son buenos mejorará la situación del país. Pero es el Estado, representado por el gobierno el que debe dirigir la moneda"<sup>49</sup>.*

La experiencia de este período muestra que la pérdida de la autonomía del banco central no fue conducente para la estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda. En efecto, el nivel promedio de la inflación prácticamente se duplicó con respecto al período anterior, pasando de 10,6% en 1952-1963 al 20,7% en 1964-1991.

Cabe anotar, sin embargo, que la variabilidad de la inflación se redujo en el período 1964-1991. En efecto, mientras que en 1952-1963 el coeficiente de variación de la inflación fue de .86, en 1964-1991 fue de .40. En este resultado probablemente jugó un papel importante la indización de la tasa de cambio con el régimen de minidevaluaciones que se introdujo en 1967 y la creciente indización de la economía, con innovaciones tales como el UPAC, a comienzos de la década de 1970.

El lado negativo de esta indización contribuyó a que los aumentos en el déficit fiscal de comienzos de la década de 1970 se tradujeran en un cambio estructural en la serie de índice de precios alrededor de 1971.

#### **E. Nuevamente la autonomía del Banco Central, 1991 - presente**

En 1991 Colombia promulgó una nueva constitución. En el campo económico una de las reformas más importantes que introdujo fue la de establecer

---

<sup>49</sup> Carlos Sanz de Santamaría, *Una época difícil*, Tercer Mundo, Bogotá, 1965, p. 228.

la autonomía del banco central en cabeza del Banco de la República, que ya había sido nacionalizado en 1973. Además, la Ley 31 de 1992, que reglamentó los artículos sobre banca central de la Constitución, estableció como objetivo principal del Banco de la República: "... el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda...". Es decir, se volvió a la situación de 1923-1951, en la cual existió autonomía del banco central, así como un claro compromiso por parte de éste para mantener la estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda. Aunque la experiencia con el nuevo ordenamiento institucional es aún muy corta como para poder tener una idea de sus resultados, lo observado hasta la fecha concuerda con las expectativas sólo parcialmente.

En primer lugar, se redujo el nivel medio de la inflación con respecto al período anterior, pasando del 21% anual al 16% (medida a través del índice de precios al productor).

Sin embargo, cabe señalar que el nivel de la inflación de Colombia en esta última etapa es bastante elevada para un país con un banco central autónomo y que está comprometido con la estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda. Ello es resultado de no haberse realizado una reforma monetaria en 1991 cuando se introdujo la autonomía, como ha sido lo común en la mayoría de las experiencias de este tipo.

#### **IV. CONCLUSIONES**

En el Cuadro 3 se presenta el resumen del resultado en cuanto a la inflación y su variabilidad, de las cuatro etapas de la banca central colombiana. Es claro que en las etapas 1 y 4, cuando se dio la autonomía y el compromiso con el poder adquisitivo de la moneda, se obtuvieron los mejores resultados. Por otro lado, los períodos 2 y 3 cuando no existió

### Cuadro 3. ETAPAS DE LA BANCA CENTRAL EN COLOMBIA (1923-1995)

Período	Nivel medio de inflación	Coefficiente de variación	¿Aumentó la inflación respecto al período anterior?
1924-1951	5,9	0,52	No
1952-1963	10,6 (8,4)	0,86 (0,70)	Si
1964-1991	20,7 (16,0)	0,40 (0,33)	Si
1992-1995	16,5 (21,5)	0,16 (0,12)	Si

Nota: Las cifras de inflación entre paréntesis se refieren al índice de precios al consumidor, las otras se refieren al índice de precios al productor.

un claro compromiso con la estabilidad del poder adquisitivo, se presentan los peores resultados en cuanto a la inflación promedio y su variabilidad. La comparación del período 1 con el 4 resulta favorable para el primero: es decir el Banco Central privado y autónomo comprometido con objetivos ortodoxos parecería ser mas efectivo que el Banco Central público y autónomo comprometido con objetivos ortodoxos. Sin embargo, dado que este último es de reciente creación (1991), los resultados son muy tentativos. En contraste a la comparación de los resultados del período 2 con el 3, no arroja un resultado tan claro. En lo que sí son contundentes los hallazgos, es en que la presencia de la autonomía del banco central más el compromiso con la estabilidad del poder adquisitivo, produce los resultados más favorables.

En el Cuadro 4 se presenta un resumen de los distintos tipos de bancos centrales de acuerdo con su relación con el gobierno y con sus objetivos de política. Tanto la teoría como la evidencia empírica internacional permiten predecir que los niveles mínimos de inflación se presentan en bancos centrales comprometidos con objetivos ortodoxos, es decir la estabilidad de los precios. En contraste, la máxima inflación se puede esperar que ocurra

cuando no hay independencia del banco central y este busca objetivos múltiples, es decir no sólo busca la estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda sino un conjunto adicional de objetivos tales como el crecimiento, el nivel del empleo o la promoción de sectores "estratégicos" por medio del crédito subsidiado.

Por último, con un banco central autónomo y objetivos heterodoxos, se esperaría un nivel intermedio (superior) de inflación. Igualmente, con un banco central dependiente que tenga objetivos ortodoxos, debe generarse un nivel intermedio (inferior) de inflación.

La experiencia de Colombia en el período 1923-1997 se ajusta claramente a las predicciones del cuadro 4. Estos resultados se presentan en el Cuadro 5. Ahora bien, como se aprecia en dicho cuadro, Colombia transitó en el período 1923-1991 por una senda que la llevó de la casilla uno del Cuadro 4 a la casilla tres, luego a la cuatro y nuevamente a la uno. Los niveles de inflación promedio que se presentan en los tres primeros subperíodos coinciden exactamente con las predicciones del Cuadro 4: la inflación más baja se presentó en la época del banco central autónomo y ortodoxo, la intermedia con el banco central autónomo y heterodoxo y la máxima con el banco central dependiente y heterodoxo.

### Cuadro 4. DETERMINANTES INSTITUCIONALES DEL NIVEL DE LA INFLACION

Tipo de Banco	Objetivos del Banco Central	
	Ortodoxos	Heterodoxos
Autónomo	Mínima Inflación	Intermedia Superior
Dependiente	Intermedia Inferior	Máxima Inflación

## Cuadro 5. DETERMINANTES INSTITUCIONALES DE LA INFLACION Y LA EXPERIENCIA COLOMBIANA

Objetivos del Banco Central		
Tipo de Banco	Ortodoxos	Heterodoxos
Autónomo	1923-1951 (5,9) 1992-1997 (16,5)	1952-1963 (10,6)
Dependiente		1964-1991 (20,7)

Nota: Inflación promedio del período entre paréntesis.

No concuerdan las predicciones del Cuadro 4 con los resultados del período 1992-1997, en los cuales nuevamente existió un banco central autónomo con objetivos ortodoxos. Se trata sin lugar a dudas de una anomalía, pues Colombia debe ser uno de

los países con un banco central de esas características que tiene una de las tasas de inflación más altas.

Se podrá argumentar que, si bien la autonomía del banco central aunado a la búsqueda de objetivos ortodoxos por parte de éste conduce a menores niveles de inflación, como lo demuestra la experiencia colombiana, tal vez se esté sacrificando el crecimiento económico. Sin embargo, en Colombia la evidencia empírica apunta hacia un efecto negativo significativo de la inflación sobre el crecimiento económico, a través de su efecto sobre la eficiencia en la asignación de los recursos<sup>50</sup>. Por lo tanto, la independencia y la ortodoxia del banco central tendrían la doble ventaja de contribuir a generar inflaciones bajas y mayor crecimiento económico.

<sup>50</sup> Al respecto vease, José Darío Uribe, "Inflación y Crecimiento Económico en Colombia, 1951-1992", Borradores Semanales de Economía, No. 1, Banco de la República, 1994.

## BIBLIOGRAFIA

- Agudelo Villa, Hernando, *Cuatro Etapas de la Inflación en Colombia*, Ediciones Tercer Mundo, Bogotá, 1967, p.66.
- Alesina, Alberto, "Macroeconomics and Politics", *NBER Macroeconomics Annual*, 1988, P.41.
- Barnhart, Donald, "Colombian transportation Problems and Policies, 1923-1948", Ph.D. Thesis, University of Chicago, 1953.
- Cukierman, A., S.B. Webb y B. Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effects on Policy Outcomes", *The World Bank Economic Review*, Vol. 6, No.3, September, 1992.
- Daalgard, Bruce, "E.W.Kemmerer: The Origins and Import of the "Money Doctor's Monetary Economics", *Variations in Business and Economic History, Essays in Honor of Donald L.Kemmerer*, JAI press, USA, Supplement 2, 1982.
- Deane, Majorie and Roberto Pringle, *The Central Banks*, Homish Hamilton, London, 1994, p.56.
- Díaz-Alejandro, Carlos, "Latin America in the 1930's" en Rosemary Thorp ed., *Latin America in the 1930's*, Mac Millan Press, Hong Kong, 1984.
- Dowd, Kevin, (editor), *The Experience of Free Banking*, Routledge, Great Britain, 1992.
- Drake, Paul, *The Money Doctor in the Andes, The Kemmerer Missions, 1923-1933*, Duke University, USA, 1989.
- Echeverri, Lina, "Free Banking in Colombia, 1865-1886", Ph.D. Dissertation, University of Georgia, 1991.
- El Banco de la República, Antecedentes, Evolución y Estructura*, Banco de la República, 1990, p. 690.
- de Haan, J. y J.E. Sturm, "The Case for Central Bank Independence", *Quarterly Review*, No. 182, September, 1992, p. 306.
- Fetter, Frank, "Edwin Walter Kemmerer", *Dictionary of American Biography*, Charles Scribner's Sons, Supplement Three, 1941-1945, New York.
- Gómez, Fabio, *Historia del Banco de la República*, Banco de la República, Bogotá 1993.
- Hayek, F.A., *The Denationalization of Money: An Analysis of the Theory and Practice of Concurrent Currencies*, London Institute of Economic Affairs, Great Britain, 1976.
- Junguito, Roberto, "La Independencia de los bancos centrales en entre dicho: el caso colombiano", *Revista del Banco de la República*, Vol. LXVIII , No. 812, junio, 1995.
- Kemmerer, Donald; Dalgaard Bruce, Inflation, Intrigue, and Monetary Reform in Guatemala, 1919-1926, *The Historian*, Vol.XL.VI, No.1, November 1983.
- Kemmerer, Donald, "How Dr. E.W.Kemmerer Worked and How He Directed The Works of His Advising Commissions" (mimeo), s.f.pp. 1-2.
- Kemmerer, Edwin, "Hoja de vida de Edwin W. Kemmerer", Box.501, Princeton University, Manuscript Library.
- Kemmerer, Edwin, "Trabajos hechos en Colombia", Princeton University, Manuscript Library, Box 198.
- Kemmerer, Edwin, "Economics Advisory Work for Governments", *American Economic Review*, Vol XVII, No.1, March, 1927.
- Kemmerer, Edwin, "Address of Professor Edwin Walter Kemmerer of Princeton University, at a Luncheon given to the Comission By the Pan American Society of the United States, at the Banker's Club", New York City, November 24, 1923, Princeton University, Manuscript Library.
- Masciandaro, V. Grilli D. y G. Tabellini, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries", *Economic Policy*, October, 1991, p. 372.
- Meisel, Adolfo, "La Organización del Banco de la República y su papel como gestor de la política monetaria durante los primeros años, 1923-1934", *El Banco de la República, antecedentes, evolución y estructura*, Bogotá, 1990.
- Ordoñez, Antonio, *El Banco Emisor, El Crédito y la Moneda*, Bogotá, 1947, p.209.
- Recaman, Jaime, *Historia Jurídica del Banco de la República*, Banco de la República, Bogotá, 1980, p.61.
- Rockoff, H., "The Free Banking Era: A Reexamination", *Journal of Money, Credit and Banking*, 6, 1974.
- Rogoff, Kenneth, "The Optimal Degree of Comittment to an Intermediate Monetary Target", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 2, No. 4, Nov. 1985.
- Rolnick, A.J. y Weber, W.E., "New Evidence on the Free Banking Era", *American Economic Review*, 73, 1983.
- Rosemberg, Emily; Rosemberg Norman, "From Colonialism to Professionalism; The Public Private Dynamic in United

- States Foreign Financial Advising, 1898-1920", *Journal of American History*, Vol.74, No.1, June, 1987.
- Sanz de Santamaría, Carlos, *Una época difícil*, Tercer Mundo, Bogotá, 1965, p. 228.
- Sargent, T.J. y N. Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 5, 1981.
- Schuler, Kurt, "The World History of Free Banking, An Overview", en Kevin Dowd (editor), *The Experience of Free Banking*, Routledge, Great Britain, 1992, p.8.
- Sechrest, Larry J., *Free Banking, Theory, History, and a Laissez-Faire Model*, Quorum Books, USA, 1993, pp. 6-7.
- Schumpeter, Joseph, *Historia del Análisis Económico*, Ediciones Ariel, Barcelona 1971.
- Uribe, José Darío, "Inflación y Crecimiento Económico en Colombia, 1951-1992", *Borradores Semanales de Economía*, No. 1, Banco de la República, 1994.
- White, Lawrence, *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800-1845*, Cambridge University Press, New York, 1984;

# CUADERNOS DE ECONOMIA

---

Año 34

Agosto 1997

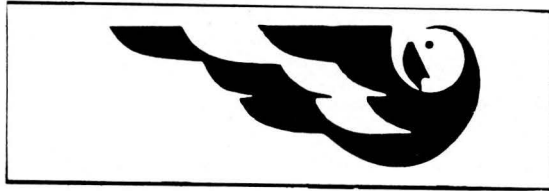
N° 102

---

## SUMARIO

OPCIONES DE POLÍTICA COMERCIAL PARA CHILE: UNA EVALUACIÓN CUANTITATIVA <i>Glenn W. Harrison</i> <i>Thomas F. Rutherford</i> <i>David G. Tarr</i>	101
COSTO DE CAPITAL EN SEGMENTOS INDUSTRIALES: UNA ESTIMACIÓN ROBUSTA <i>Michael Basch</i> <i>Gonzalo García-Huidobro</i>	139
ESTABILIZACIÓN, TIPO DE CAMBIO E INGRESOS FISCALES: EL CONTEXTO LATINOAMERICANO <i>Felipe Larrain B.</i>	161
TARIFICACIÓN ELÉCTRICA EN PRESENCIA DE ECONOMÍAS DE ESCALA: DIFERENCIACIÓN HORARIA <i>Fernando Coloma C.</i> <i>Salvador Valdés P.</i>	189
LOS ADRS CHILENOS Y SUS IMPLICANCIAS EN PRECIO Y VARIANZA EN SUS ACTIVOS SUBYACENTES <i>Franco Parisi</i>	217
SUSTAINABILITY OF PRIVATE CAPITAL FLOWS TO DEVELOPING COUNTRIES: IS A GENERALIZED REVERSAL LIKELY? <i>Leonardo Hernández</i> <i>Heinz Rudolph</i>	237

# Adpostal



*Llegamos a todo el mundo !*

**CAMBIAMOS PARA SERVIRLE MEJOR  
A COLOMBIA Y AL MUNDO**

ESTOS SON NUESTROS SERVICIOS

VENTA DE PRODUCTOS POR CORREO

SERVICIO DE CORREO NORMAL

CORREO INTERNACIONAL

CORREO PROMOCIONAL

CORREO CERTIFICADO

RESPUESTA PAGADA

POST EXPRESS

ENCOMIENDAS

FILATELIA

CORRA

FAX

LE ATENDEMOS EN LOS TELEFONOS

243 8851 - 341 0304 - 341 5534

980015503

FAX 283 3345