

Análisis Coyuntural

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 30

Agosto 1993

Nº 90

SUMARIO

EL DINERO COMO UN OBJETIVO INTERMEDIO DE POLÍTICA MONETARIA EN CHILE: UN ANÁLISIS EMPÍRICO <i>Patricio Rojas R.</i>	139
ANÁLISIS DE LA ZONA OBJETIVO PARA EL TIPO DE CAMBIO EN CHILE <i>José Antonio Licandro</i>	179
LA TEORÍA DEL FEDERALISMO FISCAL Y SU RELEVANCIA EN EL CASO MUNICIPAL CHILENO <i>Leonardo Letelier S.</i>	199
EL PROBLEMA DEL EMPLEO: ENFOQUES ORTODOXOS Y ESTRUCTURALES <i>Joseph R. Ramos</i>	225
UN MODELO DE ESTIMACIÓN DEL COSTO DE FALLA: EL CASO DE CHILE <i>Gabriel Fierro y Pablo Serra</i>	247
RESEÑAS DE LIBROS	261

INSTITUTO DE ECONOMIA PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE

PRECIO SUBSCRIPCIÓN ANUAL 1993 (CUATRIMESTRAL)

Chile	\$	6.500	
América Latina	US\$	38	(incluye envío aéreo)
Europa y USA	US\$	46	(incluye envío aéreo)

NUMEROS SUELTOS O ATRASADOS

Chile	\$	2.500	
Extranjero	US\$	15	(incluye envío aéreo)

Enviar pedidos de suscripción y cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a nombre de:

Pontificia Universidad Católica de Chile
Instituto de Economía
Oficina de Publicaciones
Casilla 274 V
Correo 21 Santiago
CHILE
FAX 56-2-5521310

Análisis Coyuntural

I. DESEMPEÑO ECONOMICO DURANTE 1993

A finales de 1993 el Departamento Nacional de Planeación dio a conocer sus estimaciones de crecimiento de la economía durante ese año. El hecho de que estas estimaciones hubiesen sido elaboradas cuando aún no había terminado el año y no se conocía el desempeño definitivo de sectores como agricultura e industria y menos aún del comercio exterior, en el que sólo se contaba con información hasta septiembre, implica que deben ser tomadas con cautela. Corresponderá al DANE precisar estos estimativos preliminares.

Según estas estimaciones, la economía habría crecido 5.16% en 1993, resultado bastante favorable comparado con 2.1% y 3.5% en los dos años anteriores. Los sectores productores de bienes no comercializables y en particular la construcción y los servicios del gobierno, que se estima crecieron 9.3 y 7.7%, respectivamente, fueron los que más impulso le dieron a la economía. Los demás sectores de servicios crecieron en promedio por encima del resto de la economía.

En contraste, la agricultura y la industria, sectores productores de bienes transables internacionalmente,

se vieron afectados negativamente por la competencia de bienes procedentes del exterior y la revaluación del peso. De esta manera, se estima en 2.7% el crecimiento del sector agropecuario y en 1.9% el de la industria con trilla de café (5.1% si se excluye esta actividad). A pesar de la pobre tasa de crecimiento de la agricultura (superior sin embargo en más de un punto a la estimada por el gremio), este sector tuvo una importante mejoría en comparación con 1992, cuando su producción se contrajo 1%. Además, el resultado de 1993 estuvo fuertemente influido por una caída del 13% en la producción cafetera como consecuencia de la disminución del precio interno del grano en términos reales, el envejecimiento de los cultivos y la política de erradicación de cafetales llevada a cabo durante 1992. El gobierno estima que el resto del sector agrícola habría crecido 3.8%, lo cual se explica principalmente por una recuperación de los cultivos transitorios, que en 1992 sufrieron las consecuencias de una fuerte sequía. La tasa de crecimiento estimada para el sector pecuario es de 6.8%, influida positivamente por la producción vacuna y avícola.

La crisis del sector cafetero también se reflejó en los resultados de la industria, ya que la trilla se contrajo

16%. En el resto de la industria se observó una situación polarizada. Las industrias proveedoras de insumos para la construcción y el sector automotriz, como son las ramas productoras de madera, muebles de madera, cerámicas, vidrio, plásticos, caucho, minerales, metales y maquinaria, compartieron el auge de estas dos actividades. Por el contrario, los fabricantes de productos de consumo liviano y algunas de las materias primas de baja elaboración fueron fuertemente afectados por la competencia de los productos importados, el contrabando, el dumping y la recesión de los mercados internacionales. Esa fue la situación de las industrias productoras de alimentos, tabaco, textiles, confecciones, cuero y calzado, papel, químicos industriales y equipos profesionales.

La demanda interna fue el principal motor del crecimiento de la economía. El gasto público se expandió 11%, el consumo privado 7.7% y la inversión privada 30%. En contraste, las exportaciones totales aumentaron apenas 4.9%. El extraordinario aumento de las importaciones (estimado en 45.1%) drenó hacia el exterior una parte importante del crecimiento de la demanda.

II. PROYECCIONES PARA 1994

A. Las proyecciones oficiales

La proyección oficial que sirvió de base para el Programa Macroeconómico de 1994 contempla un crecimiento que, en el escenario alto, es del 5% (Cuadro 1). Los sectores más dinámicos serían, según este mismo escenario, la minería (9%), los servicios del gobierno (7.5%), algunos servicios modernos (7.1%) y la construcción (6%). La industria, sin incluir trilla de café, registraría un crecimiento de 4.5% (2.6% al incluir trilla, debido a que se espera una caída de más del 10% en esta actividad). El sector agropecuario en su conjunto aumentaría 3.3%, como resultado de una disminución del 2% en la producción de café, y un crecimiento del 4.1% en el resto.

En la proyección oficial se espera que continúe el dinamismo de todos los renglones de la demanda

interna. Se prevé, así, un aumento de 5% en el consumo privado, 9% en el consumo de las administraciones públicas y 20% en la inversión total. A pesar del aumento en las exportaciones mineras, el cuántum de las exportaciones totales aumentaría un modesto 4.5%, mientras que los volúmenes de importaciones crecerían 17%.

El buen clima de opinión que reina entre los empresarios y las tendencias de crecimiento que trae la economía sustentan plenamente estas proyecciones optimistas. Existe, sin embargo, un conflicto potencial con el objetivo de inflación del 19% que se ha fijado la autoridad monetaria. Para lograr simultáneamente este objetivo y los guarismos de crecimiento proyectados por el gobierno sería preciso una abundante oferta de productos alimenticios y una sustancial reducción en los márgenes de ganancia y comercialización de los productos industriales y los servicios. La primera condición parece difícil de cumplir, dados los bajos precios que recibieron los productores de alimentos en las cosechas pasadas, lo cual, como es usual, limitará su capacidad inmediata de producción. Fedesarrollo ha calculado que la producción de alimentos tendría que crecer cerca del 7% para mantener sus precios en línea con el objetivo del 19%. Por su parte, la reducción de los márgenes de ganancia seguramente se dará, pero estará limitada a los artículos que son objeto de competencia internacional. Un fuerte crecimiento de la demanda, como el previsto por el gobierno, no propiciará reducciones de márgenes en los artículos no comercializables.

En adición a las condiciones anteriores, la proyección oficial requeriría que las tasas de ahorro de las familias se elevaran, regresando aproximadamente a sus niveles de 1992, y que el crecimiento de la inversión privada en maquinaria y equipo fuera del 40%, lo cual parece improbable.

B. Las proyecciones de Fedesarrollo

La principal debilidad de las proyecciones oficiales es la posible inconsistencia entre el crecimiento esperado del 5% y la meta de inflación del 19%. El

Cuadro 1. RESULTADOS MACROECONOMICOS
(Variaciones porcentuales)

	1992	1993	Proyecciones 1994	
			Oficial	Fedesarrollo
A. DEMANDA AGREGADA				
Consumo privado	4.0	7.7	5.0	4.4
Consumo del gobierno	12.4	11.0	9.0	6.0
Inversión total	15.5	29.8	20.0	12.1
Inversión privada	27.5	37.2	26.4	14.8
Inversión pública	7.4	16.4	6.4	6.4
Variación de inventarios	3.2	37.0	6.5	6.5
Exportaciones	6.7	4.9	4.5	5.7
Importaciones	29.4	41.0	17.0	13.2
B. VALOR AGREGADO				
Agropecuario	-1.0	2.7	3.3	3.3
Café	-0.3	-13.0	-2.0	-2.0
Resto	-1.1	5.2	4.1	4.1
Minería	1.0	0.1	9.0	15.2
Industria	4.8	1.9	2.6	0.5
Trilla de café	30.7	-16.0	-10.3	-10.3
Resto	1.2	5.1	4.5	2.0
Construcción	11.5	9.3	6.0	7.8
Comercio	4.0	5.0	5.1	3.8
Transporte	2.3	6.2	5.0	3.8
Resto de servicios modernos	4.2	8.9	7.1	3.5
Servicios personales	3.0	4.2	5.0	3.4
Servicios domésticos	3.5	3.0	3.0	2.5
Alquiler de vivienda	1.8	3.1	4.0	3.5
Servicios del gobierno	6.2	7.7	7.5	6.0
PRODUCTO INTERNO BRUTO	3.5	5.2	5.0	4.0
C. PRECIOS (Var.nominal %)				
Deflactor del PIB	21.8	22.0	n.d.	21.6
IPC	25.1	22.6	19.0	21.6
Tasa de cambio real ^a	-5.1	0.8	0.0	-5.3
Tasa de cambio real ^b	-7.7	-5.9	n.d.	-5.1

^a 1992 y 1993: promedio anual calculado con base en la metodología del Banco de la República.

1993: promedio enero-noviembre.

1994: respecto al deflactor implícito del PIB, según proyecciones.

^b 1992 y 1993: promedio anual calculado con base en la metodología de Fedesarrollo.

1993: tres primeros trimestres.

1994: respecto al IPC, según proyecciones.

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

supuesto básico de las proyecciones de Fedesarrollo es que, en los hechos, y siguiendo la tradición colombiana, el conflicto entre estas dos variables posiblemente se solucionará llegando a un compromiso entre ambas. Para ello, el gobierno se verá forzado a moderar sus aspiraciones de gasto para contribuir a reducir las presiones inflacionarias y la autoridad monetaria tendrá que aplicar una política conducente a elevar las tasas de interés y moderar el ritmo de devaluación de la tasa de cambio de mercado.

De hecho, en el mes de enero se tomaron medidas en ambas direcciones. El gobierno anunció que estaba dispuesto a reducir sus planes de gasto para 1994 en \$369,823 millones, un 4% del gasto total programado del Gobierno Central. Simultáneamente, la autoridad monetaria decidió desmontar el mecanismo de los Certificados de Cambio y fijar una banda de flotación de la tasa de cambio con un piso inferior al de sustentación del Certificado, abriéndose así un margen de reducción de la tasa de cambio de mercado (véase más adelante).

Teniendo en cuenta estas decisiones, las proyecciones de Fedesarrollo suponen que el consumo de las administraciones públicas crecerá 6% (en vez del 9% supuesto en las proyecciones oficiales de fin de año), y que la tasa de cambio de mercado se devaluará 12%. Aunque este es un ritmo bastante bajo, podría resultar optimista si el Banco hace uso del margen adicional de revaluación mencionado, en el evento de que tuviera que contener presiones inflacionarias excesivas.

Otras variables que implican diferencias con los supuestos implícitos en las proyecciones oficiales son la tasa de crecimiento de la producción de alimentos agrícolas, que Fedesarrollo supone en 3%, los márgenes de ganancia de los sectores industriales y de servicios, que se suponen constantes, el crecimiento de la inversión privada, del 12%, y los coeficientes de ahorro, los cuales se mantienen sin cambio.

Fedesarrollo estima así que el PIB podría crecer alrededor del 4% y la inflación mantenerse entre

21% y 22%. Con ese ritmo de inflación y la devaluación supuesta del tipo de cambio de mercado continuará debilitándose la competitividad de los sectores industriales. Así las cosas, el crecimiento de la industria manufacturera (sin trilla de café) sería apenas 2%, en vez del 4.5% previsto por el gobierno.

El mejor desempeño sectorial en 1994 se dará en el sector minero, gracias a los nuevos pozos petroleros y a la recuperación de las exportaciones de carbón. El sector de la construcción también tendrá un crecimiento sobresaliente, cercano al 8%, ya que aunque posiblemente se modere el dinamismo de la edificación privada, también habrá un impacto positivo por cuenta del desarrollo de Cusiana.

En relación con los componentes de la demanda agregada, prevemos un crecimiento del 4.4% en el consumo privado, del 6% en el consumo de las administraciones públicas y del 12.1% en la inversión total. Como ya señalamos, la proyección oficial alta supone un aumento del 9% en el consumo público y del 20% en el total de la inversión. En relación con el consumo privado, el estimativo oficial no es muy diferente (5%).

Las proyecciones de Fedesarrollo suponen que se llegará a un compromiso entre los objetivos de crecimiento e inflación, como ya se mencionó. Naturalmente, de no darse este compromiso los resultados podrían desviarse, incluso en forma apreciable, de las proyecciones. En particular, puede conseguirse una tasa de crecimiento de la economía incluso superior al 5% previsto por el gobierno si se mantiene la combinación de políticas expansivas que predominó en 1993. En efecto, la política monetaria se caracterizó por la abundancia de crédito y bajos rendimientos al ahorro financiero, constituyéndose en un estímulo para la inversión y otras formas de gasto en bienes durables. De igual forma, la política cambiaria contribuyó a la expansión del gasto al facilitar la entrada de capitales y abaratar los bienes importados. La política fiscal, por su parte, contribuyó a fortalecer la demanda mediante la expansión del gasto público corriente y de inversión, contrarrestando el efecto contractivo de la mayor presión tributaria.

Esta combinación de políticas, que sería nuevamente favorable al crecimiento en 1994, resultaría sin embargo contraria a la reducción de la inflación, a menos que se descargue todo el peso de la estrategia anti-inflacionaria en el frente cambiario, induciendo una severa revaluación de la tasa de cambio real.

A pesar de las decisiones que se tomaron para recortar el presupuesto de gastos del gobierno y modificar el sistema cambiario, no existe sin embargo suficiente claridad sobre el grado de prioridad que le concederán las autoridades económicas a los distintos objetivos de política económica en 1994. Como veremos en las secciones siguientes, esta falta de claridad se ha reflejado en una cierta indecisión sobre la forma como deben operar la política monetaria y de tasas de interés y el nuevo sistema de bandas del tipo de cambio. En relación con el manejo del gasto público, ha surgido un fuerte consenso en torno a la necesidad de una mayor dosis de disciplina. Sin embargo, no es claro que los anuncios de recortes de los programas de gasto que se han hecho hasta ahora impliquen disminuciones efectivas suficientemente significativas, ni que el gobierno esté dispuesto a introducir reformas más severas si así lo requiere la política anti-inflacionaria.

Finalmente, es importante mencionar que las proyecciones no tienen en cuenta los efectos que posiblemente tendrán las medidas económicas que ha empezado a adoptar en Venezuela el nuevo gobierno. Al momento de cerrar esta edición sólo se conocía la decisión de controlar algunos precios y el anuncio de eliminación de las garantías constitucionales a la libertad económica. Estas noticias habían creado ya un clima de gran incertidumbre, pero no daban bases para alterar los cálculos de exportaciones colombianas hacia ese país o para modificar otros aspectos de las proyecciones. De concretarse una posible devaluación masiva del bolívar se reducirían las perspectivas de las exportaciones, pero mejorarían las posibilidades de reducción de la inflación en Colombia, especialmente si se hacen efectivos los controles de precios a los productos básicos en Venezuela. Este tipo de medidas, que Venezuela ya ha adoptado en el pasado, generan un flujo de

productos hacia Colombia que tiene gran incidencia sobre nuestros índices de inflación.

III. LA EXPANSION CREDITICIA

La expansión del crédito ha sido un factor de impulso de la inversión y otras formas de gasto, especialmente en bienes durables. De esta manera, ha contribuido a sostener el crecimiento económico aunque puede convertirse en un obstáculo para la reducción de la inflación. Es de interés analizar las características que ha tenido este crecimiento del crédito con el objeto de discutir sus posibles consecuencias y la conveniencia de profundizar este proceso.

A. Financiamiento según entidades prestamistas y sectores prestatarios

El crédito financiero creció en 1993 a ritmos sin precedentes en la historia reciente del país. Como ilustra el Cuadro 2, la cartera de créditos del sistema financiero, que venía expandiéndose a un ritmo aproximado del 25% anual entre 1990 y 1992, inferior en algunos puntos a los niveles de inflación de esos años, mostró en 1993 un crecimiento del 57%, lo cual representa un incremento real del 28.1%.

El destino económico de la cartera es un reflejo del desempeño económico de los distintos sectores de la economía durante 1993 (Cuadro 3). Con base en la información disponible hasta junio de ese año se puede observar que los productores de bienes no comercializables, no expuestos a los rigores de la apertura, como los servicios y la construcción fueron los que mayor dinamismo mostraron en su endeudamiento con el sistema financiero. Este último creció 87% en el caso de los servicios y 64% en el de la construcción. La agricultura y la industria, productoras de bienes transables en el comercio internacional, tuvieron crecimientos menores al promedio (entre 30 y 35%). El crédito al sector petrolero no tuvo un crecimiento importante a pesar de estar realizando cuantiosas inversiones para la expansión de su capacidad productiva, porque el grueso de tal inversión está siendo financiada con recursos externos.

**Cuadro 2. CARTERA DE CREDITOS DEL SISTEMA FINANCIERO
(Variación porcentual anual)**

	1989	1990	1991	1992	1993	
					Junio	Diciembre
CONSOLIDADO ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO						
Cartera de créditos neta	18.07	25.62	23.76	25.80	54.42	57.01
Cartera vigente	-	-	-	27.91	56.83	57.36
Cartera vencida	17.73	25.46	-91.26	-2.39	15.83	37.61
0 y 6 meses	18.85	26.73	-94.50	-21.68	31.64	66.64
6 y 12 meses	-23.07	8.61	47.26	21.54	-14.46	20.08
Más de 12 meses	0.04	-12.88	21.10	30.87	7.57	5.51
SISTEMA BANCARIO						
Cartera de créditos neta	17.27	12.17	10.01	61.95	58.06	49.25
Cartera vigente	-	-	-	64.46	61.41	49.56
Cartera vencida	16.81	11.84	-89.75	26.09	14.03	29.15
0 y 6 meses	18.38	12.94	-94.52	12.51	27.64	59.44
6 y 12 meses	-23.27	12.79	55.49	29.88	-18.63	9.23
Más de 12 meses	-3.29	-17.39	28.73	45.19	11.49	1.08
CORPORACIONES FINANCIERAS						
Cartera de créditos neta	21.32	53.79	-33.85	36.57	45.96	44.38
Cartera vigente	-	-	-	37.65	46.43	42.89
Cartera vencida	20.79	54.83	-98.06	1.70	21.54	117.34
0 y 6 meses	21.22	55.59	-98.91	11.73	56.37	150.76
6 y 12 meses	2.76	21.10	59.37	-21.47	-8.14	160.31
Más de 12 meses	-10.36	-21.21	14.17	-3.72	-23.81	9.77
CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA						
Cartera de créditos neta	15.04	29.10	34.63	37.61	46.38	74.92
Cartera vigente	-	-	-	37.33	48.38	77.85
Cartera vencida	15.24	29.61	-95.48	40.51	14.11	-8.26
0 y 6 meses	15.97	30.43	-98.30	87.77	46.93	-34.02
6 y 12 meses	-31.72	-11.88	-16.25	48.77	-1.65	2.77
Más de 12 meses	9.09	11.41	1.34	8.01	-2.49	19.12
COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL						
Cartera de créditos neta	23.65	37.13	19.04	15.94	73.15	78.73
Cartera vigente	-	-	-	19.75	76.57	72.01
Cartera vencida	23.19	36.77	-89.17	-29.34	32.56	188.37
0 y 6 meses	23.47	39.09	-91.59	-29.67	32.41	232.33
6 y 12 meses	-14.81	-2.60	94.18	-29.08	43.44	64.63
Más de 12 meses	32.69	-45.37	45.61	-27.52	25.46	34.88
ORGANISMOS COOPERATIVOS						
Cartera de créditos neta	177.63	-28.47	43.36	1.85	117.23	67.14
Cartera vigente	-	-	-	2.68	118.86	67.38
Cartera vencida	168.95	-26.12	-92.66	-28.57	77.81	59.06
0 y 6 meses	42.30	42.51	-95.89	-2.32	85.58	46.50
6 y 12 meses	9352.44	-98.48	3.58	-42.31	102.97	137.43
Más de 12 meses	-70.62	281.51	13.55	-67.83	29.56	60.93

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

**Cuadro 3. DISTRIBUCION DE LA CARTERA POR DESTINO ECONOMICO
(Porcentajes)**

	Varición anual		Participación	
	1992	1993 Junio	1992 Junio	1993 Junio
CONSOLIDADO DE ESTABLECIMIENTOS DE CREDITO	47.7	56.2	100.0	100.0
Agropecuario	38.8	35.7	18.0	15.7
Explot. minas extrac. petróleo	-7.5	-16.3	1.5	0.8
Extrac. minerales metálicos y no met.	65.4	72.7	0.6	0.7
Elaborac. de productos alimenticios	26.0	35.7	3.8	3.3
Elaborac. de bebidas y tabaco	98.5	-1.8	0.9	0.6
Fabricac. productos textiles	43.6	44.8	5.9	5.5
Fabric. papel productos imprent. y edit.	46.6	36.2	3.1	2.7
Fabric. sustancias y productos químicos	23.2	20.2	6.2	4.8
Fabric. prod. deriv. de petróleo y carbón	7.9	18.5	0.4	0.3
Fabric. prod. minerales no metálicos	22.1	30.6	1.4	1.2
Fabric. prod. met. de bases y elaborados	16.4	32.6	2.5	2.1
Fabric. de maquinaria y equipo	23.1	34.4	1.7	1.5
Fabric. de material de transporte	-2.8	15.6	1.4	1.1
Fabric. de otros prod. manufacturados	61.0	79.9	1.0	1.1
Suministro de electricidad, gas y agua	10.4	15.7	1.8	1.3
Construcción	31.7	46.1	3.4	3.2
Comercio al por mayor y al por menor	67.2	87.0	14.3	17.1
Hoteles y restaurantes	69.9	87.1	0.2	0.3
Transporte y comunicaciones	74.3	98.7	1.7	2.2
Servicios prestados a las empresas	87.1	146.0	1.2	1.9
Administración pública y defensa	47.5	53.4	3.2	3.1
Servicios salud, enseñanza, cultura	63.8	67.3	1.0	1.0
A las familias para vivienda	90.3	64.2	0.9	0.9
A las flias para adquisic de bienes y servs.	74.4	89.5	6.6	8.0
Financ. venta de bienes recibidos en pago	-13.2	-11.5	0.1	0.1
Otros	62.6	78.8	17.0	19.5

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

La fuerte expansión del crédito de consumo y para vivienda de las familias (64.2 y 89.5%, respectivamente), y también el destinado a las administraciones públicas (53.4%) son igualmente reflejo de la gran expansión de demanda tanto pública como privada que viene experimentando la economía colombiana desde 1992.

B. Financiamiento de la industria manufacturera

Fedesarrollo ha realizado dos encuestas entre las empresas industriales sobre sus prácticas de financiamiento, las cuales aportan información complementaria sobre la evolución del crédito según tamaño de las empresas, endeudamiento en moneda

Cuadro 4. VARIACION DEL MONTO DE LOS PASIVOS FINANCIEROS EN EL SECTOR INDUSTRIAL (Porcentajes)

	Entre Junio/91 y Junio/92	Entre Diciembre/92 y Junio/93	Entre Junio/92 y Junio/93
TOTAL NACIONAL	28.9	15.3	51.1
Grandes empresas	19.4	28.4	69.4
Medianas empresas	33.6	12.6	52.8
Pequeñas empresas	28.5	6.9	24.6
Exportadoras	n.d	14.9	48.2
No Exportadoras	n.d	15.9	54.8

Fuente: Fedesarrollo, Módulo Especial de la Encuesta de Opinión Empresarial.

extranjera y perspectivas de financiamiento. Según estas encuestas, los pasivos financieros de las empresas aumentaron 51.1% entre junio de 1992 y el mismo mes de 1993, tasa de crecimiento un poco superior a la correspondiente a la información de la Superintendencia Bancaria sobre la evolución de la cartera industrial del sistema financiero en el mismo período, pero similar a la del total del crédito del sistema financiero (Cuadro 4).

Al contrario de lo sucedido entre 1991 y 1992, entre junio de 1992 y 1993 las empresas grandes aumentaron sus pasivos financieros más que las pequeñas: las primeras lo hicieron en 69.4% y las segundas en 24.6%.

Como ilustran los Cuadros 5 y 6, la encuesta muestra que desde 1992 las empresas de todos los tamaños vienen sustituyendo pasivos en moneda legal por

Cuadro 5. COMPOSICION DE LOS PASIVOS FINANCIEROS TOTALES EN EL SECTOR INDUSTRIAL (Porcentajes)

	TOTAL			GRANDES			MEDIANAS			PEQUEÑAS		
	A Dic/91	A Dic/92	A Jun./93	A Dic/91	A Dic/92	A Jun./93	A Dic/91	A Dic/92	A Jun./93	A Dic/91	A Dic/92	A Jun./93
a. Bancos en el país												
- Moneda legal	37.8	42.1	37.0	36.2	38.8	34.2	37.5	40.4	35.3	41.6	51.9	47.5
- Moneda extranjera	16.5	24.3	29.2	24.2	27.6	33.3	16.0	25.0	29.7	6.5	17.5	21.0
b. Otros intermediarios financieros en el país	29.6	20.2	20.3	18.5	12.9	12.6	32.7	24.3	24.4	36.1	17.6	21.8
- Moneda legal	n.d	15.8	15.6	n.d	7.7	6.1	n.d	19.0	18.6	n.d	17.6	20.8
- Moneda extranjera	n.d	4.4	5.0	n.d	5.2	6.5	n.d	5.5	5.8	n.d	0.0	0.2
c. Otros pasivos financieros (Bonos, papeles comerc.etc)	10.1	4.5	4.5	9.4	7.1	8.0	8.9	2.3	1.8	15.5	7.8	8.5
d. Financiación externa directa	5.7	8.8	8.7	11.4	13.6	12.1	4.8	7.7	9.0	0	5.2	2.1
e. Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Fedesarrollo, Módulo Especial de la Encuesta de Opinión Empresarial.

Cuadro 6. PARTICIPACION ESPERADA DE LOS PASIVOS EN MONEDA EXTRANJERA EN EL TOTAL DE LOS PASIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR INDUSTRIAL (Porcentajes)

	A Diciembre/93	A Diciembre/94	A Diciembre/95
TOTAL NACIONAL	52.6	55.0	56.8
Grandes empresas	64.4	67.2	67.8
Medianas empresas	49.7	51.8	54.2
Pequeñas empresas	40.7	44.4	46.5
Exportadoras	55.3	59.4	61.5
No Exportadoras	47.6	47.4	48.8

Fuente: Fedesarrollo, Módulo Especial de la Encuesta de Opinión Empresarial.

pasivos en moneda extranjera, proceso que esperan continuar por lo menos hasta 1995, aunque a un ritmo más lento. Sin embargo, el 78.7% de las empresas encuestadas considera que no es atractivo adquirir deudas en dólares con plazos hasta de 18 meses dado el encaje del 47% sobre los recursos externos hasta dicho plazo (el 21.3% piensa lo contrario, Cuadro 7).

A plazos mayores de un año y medio, el endeudamiento en dólares se vuelve atractivo para la mayoría de empresas, pero especialmente para

las de mayor tamaño y aquéllas que son exportadoras. Sin embargo, el atractivo disminuye en la medida en que se alarga el período de amortización: para un plazo de 18 a 24 meses el 82% de las empresas lo considera favorable, cifra que se reduce al 46% para un plazo entre 24 y 48 meses, y al 15% para más de 48 meses (Cuadro 8).

Este es uno de los resultados más reveladores de la encuesta, ya que pone de presente que las empresas no están previendo un proceso indefinido de lenta devaluación del tipo de cambio. Los resultados

Cuadro 7. CONVENIENCIA DE OBTENER CREDITOS EN DOLARES PARA CAPITAL DE TRABAJO CON PLAZOS HASTA DE 18 MESES EN EL SECTOR INDUSTRIAL (Porcentajes del total de respuestas)

	SI	NO	TOTAL
TOTAL NACIONAL	21.3	78.7	100.0
Grandes empresas	23.9	76.1	100.0
Medianas empresas	19.8	80.2	100.0
Pequeñas empresas	22.2	77.8	100.0
Exportadoras	16.4	83.6	100.0
No Exportadoras	27.5	72.5	100.0

Fuente: Fedesarrollo, Módulo Especial de la Encuesta de Opinión Empresarial.

**Cuadro 8. CONVENIENCIA DE TOMAR DEUDAS EN DOLARES A DISTINTOS PLAZOS
(Porcentajes del total de las respuestas)**

	TOTAL	GRANDES	MEDIANAS	PEQUEÑAS	EXPORTADORAS	NO EXPORTADORAS
De 18 a 24 meses						
SI	81.6	89.7	80.0	76.5	86.2	75.0
NO	18.4	10.3	20.0	23.5	13.8	25.0
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
De 24 a 48 meses						
SI	46.0	55.6	43.3	46.7	50.0	42.9
NO	53.7	44.4	56.7	53.3	50.0	57.1
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Mayores a 48 meses						
SI	14.7	20.0	15.0	11.1	18.8	11.1
NO	85.3	80.0	85.0	88.9	81.3	88.9
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Señalaron SI para todos los períodos	15.4	8.5	5.3	1.6	11.7	3.7

Fuente: Fedesarrollo, Módulo Especial de la Encuesta de Opinión Empresarial.

sugieren que hay confianza en que la devaluación se mantenga en niveles bajos durante los próximos 24 meses, pero no necesariamente más adelante.

C. Causas y consecuencias de la expansión del crédito

Las causas de esta expansión del crédito se encuentran, por el lado de la oferta de recursos en moneda nacional, en el viraje que sufrió la política monetaria a mediados de 1991, que reemplazó el control de la tasa de crecimiento de los medios de pago como objetivo prioritario de esta política, por la reducción de las tasas de interés. Este hecho permitió una expansión de los medios de pago entre 30 y 35% anual en 1993, y amplió la liquidez del sistema financiero, haciendo posible el crecimiento de la cartera.

En cuanto a la expansión del endeudamiento en moneda extranjera, la apertura cambiaria establecida por la Ley 9 de 1991 permitió el endeudamiento en dólares por parte de todos los agentes económicos. Complementariamente, las bajas tasas de interés

internacional y las reducidas expectativas de devaluación del peso han disminuído sustancialmente el costo de estos recursos. Adicionalmente, la reforma financiera llevada a cabo en 1993 flexibilizó y amplió el espectro de operaciones de captación y colocación permitidas para la mayoría de las entidades del sistema, aumentando la competencia entre ellas por la colocación de los recursos tanto en moneda nacional como extranjera.

Por el lado de la demanda, estos recursos contribuyeron a financiar la expansión del consumo de las familias y de la inversión de las empresas, estimuladas por la disminución de las tasas de interés y la reducción de los precios relativos de bienes importables, entre otros factores. También, la presión por la modernización de las empresas impuesta por la apertura económica y las favorables tasas de crecimiento económico estimularon la inversión. Además, las recientes reformas a los regímenes de cesantías y pensiones han aumentado las liquidaciones de estas prestaciones sociales, obligando a las empresas a endeudarse más. A esto

se le suma un dinámico endeudamiento de las entidades territoriales apalancado en los crecientes ingresos, presentes y futuros, transferidos por la Nación.

¿Qué puede esperarse de este proceso en el futuro cercano? Por el lado de la oferta, la Junta del Banco de la República ya ha anunciado que este año no permitirá una expansión monetaria como la del año pasado, lo cual le dará menor liquidez al sistema financiero y presionará al alza las tasas de interés. Como veremos en la sección siguiente, el nuevo sistema de flotación de la tasa de cambio le devuelve a las autoridades monetarias la posibilidad de un mayor control monetario, que es consistente con esos anuncios.

Por el lado de la demanda, para este año se proyectan tasas de crecimiento del consumo y de la inversión más moderadas que las del año pasado, teniendo en cuenta que parte de la demanda por bienes de capital y de consumo durable ya se debe haber satisfecho, y que son bajos los márgenes de ganancia de los productores y altos los niveles de endeudamiento alcanzados por las familias y empresas. Todos estos factores contribuirán a moderar las tasas de crecimiento del crédito financiero, pero su dinamismo seguirá siendo alto para los niveles históricos.

¿Qué tan deseable es este proceso de expansión del crédito financiero? Es indudable que la amplia disponibilidad de crédito ha contribuido al fortalecimiento de la demanda agregada y, por consiguiente, al dinamismo reciente de la actividad productiva. También ha permitido la modernización del aparato productivo. Pero, desde el punto de vista macroeconómico, ha tenido efectos negativos como la ampliación del desfase entre el crecimiento de la demanda agregada y del producto, lo que ha originado un creciente déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y ha ocasionado mayores ritmos de crecimiento de los precios. Por su parte, los mayores ingresos de moneda extranjera han presionado hacia abajo la tasa de cambio, con sus bien conocidos efectos sobre los sectores de bienes comercializables.

En este proceso también está en juego la salud de las entidades financieras. Paralela a la expansión del crédito, puede haberse dado una flexibilización de los controles a la cartera y una dispersión de la misma, en la medida en que se ha favorecido el crédito de consumo que se otorga en montos pequeños a muchos prestatarios. Esto aumenta la dificultad y los costos de recaudo de la cartera como lo indican las calificaciones de la cartera del sistema financiero, en las que el crédito de consumo tiene las mayores participaciones en las categorías denominadas de "difícil cobro" e "irrecuperable" (Cuadro 9). También ha aumentado el crédito a numerosas actividades de servicios, cuyo control del riesgo está menos desarrollado que en el caso de los sectores industriales.

A pesar de ello, la rápida expansión del crédito es un fenómeno reciente, por lo cual aún no es posible medir sus efectos sobre la calidad de la cartera. Actualmente, los indicadores de calidad son muy satisfactorios, y vienen mejorando. Esto no quiere decir, sin embargo, que pueda descartarse la aparición de futuros problemas. De hecho, la cartera vencida hasta 6 meses aumentó 66.6% durante 1993, siendo particularmente alto su crecimiento en el caso de las Compañías de Financiamiento Comercial (232.3%) y de las Corporaciones Financieras (150.8%). Por cuidadosas que sean las entidades financieras, no están además en capacidad de evitar que los riesgos aumenten por razones macroeconómicas. Un apretón monetario o una abrupta desaceleración de la demanda agregada podrían entorpecer los flujos de caja de los deudores, deteriorando la cartera. De hecho, algunos estudios sobre el tema señalan que el riesgo de la cartera del sistema financiero aumenta con incrementos de las tasas de interés y disminuciones de la liquidez del sistema y de la tasa de crecimiento del PIB. Aunque no se prevé que en futuro próximo se den cambios drásticos en estas variables, tampoco puede descartarse su ocurrencia. Este punto debe ser tenido en cuenta por las instituciones financieras para sus programas de colocación de recursos, y por las autoridades macroeconómicas en la toma de decisiones de política que puedan afectar estas variables.

**Cuadro 9. CALIFICACION DE LA CARTERA TOTAL DEL SISTEMA FINANCIERO
(Participación en el total)**

	Diciembre 1990		Diciembre 1991		Junio de 1993	
TOTAL	100		100		100	
Normal	77	100	73	100	88	100
Comercial		59		56		51
Consumo		23		23		29
Hipotecaria		18		21		20
Subnormal	18	100	21	100	7	100
Comercial		83		85		55
Consumo		3		3		14
Hipotecaria		14		12		31
Deficiente	2	100	1	100	1	100
Comercial		60		47		55
Consumo		21		31		29
Hipotecaria		19		22		16
Difícil cobro	1	100	1	100	1	100
Comercial		42		45		40
Consumo		24		28		40
Hipotecaria		34		26		20
Irrecuperable	2	100	2	100	3	100
Comercial		41		35		20
Consumo		51		56		73
Hipotecaria		8		9		7
No calificada	0	100	0	100	0	100
Comercial		100		100		98
Consumo		0		0		2
Hipotecaria		0		0		0

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

En las circunstancias macroeconómicas actuales no resultaría prudente estimular aún más el otorgamiento de crédito. La gran abundancia de crédito ha sido uno de los factores que más ha impulsado la demanda agregada, lo que ha dificultado la reducción de la inflación y ha propiciado la revaluación de la tasa de cambio en términos reales. Por consiguiente, no

sería razonable inducir actualmente una reducción de las tasas de interés de colocación del sistema financiero, como lo han sugerido algunas autoridades económicas. Aunque el propósito de tal reducción sería desestimular las entradas de capitales, es difícil que pueda lograrse tal objetivo sin una reducción muy significativa de las tasas domésticas, la cual

llevaría a aumentar aún más rápido los niveles de endeudamiento.

Por otro lado, la disponibilidad de crédito para las entidades territoriales está contribuyendo al aumento del gasto público y posiblemente a una inadecuada asignación de los recursos territoriales, puesto que el proceso de descentralización hasta ahora está comenzando y los mecanismos necesarios para un gasto eficiente por parte de estos entes están aún por desarrollarse. Para evitar la incubación de futuros problemas fiscales en las regiones, es recomendable que la autoridad monetaria imponga un límite al endeudamiento de las entidades territoriales.

IV. LA TASA DE CAMBIO Y LA POLITICA CAMBIARIA

La política cambiaria ha sido objeto de intensos debates en los últimos años. En 1993 contribuyó en forma decisiva a reducir la inflación y a sostener el crecimiento económico. En efecto, el lento ritmo de devaluación de la tasa de cambio de mercado en el contexto de apertura comercial contribuyó a reducir las presiones inflacionarias, si bien al costo de abaratar los bienes importados y en general los comercializables frente al resto de artículos. Por su parte, la libre entrada de capitales estimuló diversas formas de gasto, incluyendo la inversión productiva, la construcción y el consumo de bienes durables.

Sin embargo, el sistema de certificados de cambio que se tenía desde 1991 había perdido efectividad como instrumento para diferir la monetización de las divisas y, en cambio, estaba restando flexibilidad al manejo monetario. El nuevo sistema de flotación de la tasa de cambio permite en principio corregir esta deficiencia, aunque tal cosa dependerá en la práctica de la forma como se maneje, según sean los objetivos de política de las autoridades monetarias. Hasta el momento, el Banco de la República no ha dejado en claro si este nuevo instrumento cambiario será utilizado prioritariamente para mantener bajo control la oferta monetaria y para lograr los objetivos de inflación o si, en su lugar, privilegiará el sostenimiento de la tasa de cambio real. La escogencia es inevitable ya que en 1994 no será posible tratar de perseguir ambos objetivos.

A. El sistema de bandas de flotación del tipo de cambio

A finales de enero de 1994 la Junta del Banco de la República suspendió los certificados de cambio y fijó una tabla para la redención de los que se encontraban vigentes. En lugar de este mecanismo de determinación de la tasa de cambio de mercado, introdujo una banda de tasas de cambio, dentro de la cual puede variar libremente el tipo de cambio de mercado. Al interior de esta banda, las fuerzas predominantes en la fijación de la tasa de cambio son la oferta y demanda de divisas, aunque no se excluye la posibilidad de que el Banco intervenga. Los valores máximo y mínimo de la banda de cada día son determinados por el Banco de la República. El Banco anuncia además sus intenciones sobre cuáles serán los límites de la banda en los siguientes 10 días. Este anuncio no obliga a esta institución a comprar y vender efectivamente a esas tasas.

La banda establecida tiene una amplitud del 15%, definida como la diferencia porcentual entre las tasas de venta y compra. Esta es superior al descuento máximo que tenía el certificado de cambio (12.5%). El nivel inicial de la banda se fijó tomando como punto medio la tasa de cambio representativa del mercado del día anterior a la implantación de este mecanismo. En ese momento el descuento del certificado era del 11.6%, muy cercano a su máximo. Esto implicó una disminución en el nivel mínimo de la banda, abriendo un margen adicional, de aproximadamente 6%, para una posible revaluación nominal de la tasa de cambio (Gráficos 1A y 1B). La intención que tuvo el Banco para definir así el margen mínimo ha sido objeto de alguna discusión, como veremos más adelante. La tasa de devaluación anual correspondiente a los anuncios de tasa de cambio que ha venido haciendo la Junta del Banco de la República es de 11% anual, inferior en 2 puntos a la del año pasado. Naturalmente, la devaluación de la tasa de cambio será menor a la de la banda en la medida en que aquélla se sitúe por debajo del centro de ésta, o viceversa.

La eliminación de los certificados de cambio simplifica el funcionamiento del sistema de cambios. Hoy en día la tasa de mercado se deriva directamente

de las transacciones de los intermediarios del mercado y no hay que recurrir, como antes, al mercado de valores para saber el descuento de un certificado que al ser aplicado a su precio de compra por parte del Banco de la República daba la tasa de cambio del mercado. Además, los exportadores no tienen que incurrir ya en los costos de transacción relacionados con la venta de los certificados de cambio en el mercado de valores.

B. Experiencias de otros países con sistemas de bandas

Antes de discutir la forma como el nuevo sistema cambiario interactúa con las demás políticas macroeconómicas, conviene reseñar muy brevemente las experiencias de algunos países con sistemas de bandas semejantes. Estas experiencias son diversas y por lo tanto muestran diferentes formas como puede evolucionar el sistema colombiano.

Las bandas de tasa de cambio fueron adoptadas en Israel, Chile y México después de obtener resultados exitosos en programas de estabilización que utilizaron la tasa de cambio como ancla nominal de los precios. Entonces, las bandas fueron vistas como un mecanismo que permitía introducir elementos

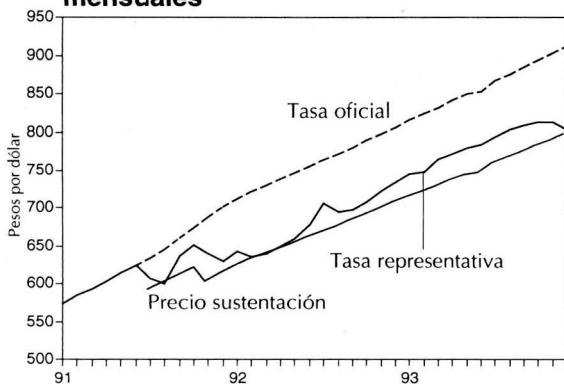
de mercado en la determinación de la tasa de cambio.

Israel introdujo un sistema de bandas en 1989. En un principio ellas consistían en una tasa de paridad del New Israel Shekel (NIS) con respecto a una canasta de monedas fija en términos nominales, alrededor de la cual se permitía una fluctuación de 3% para ambos lados. Aunque la tasa de mercado tendió a mantenerse cerca al límite inferior de la banda, los extremos de la banda fueron aumentados de nivel cinco veces entre 1989 y 1991, en un intento de defender el nivel real de la tasa de cambio. Estos cambios le restaron credibilidad al sistema, obligaron a costosas intervenciones del banco central y aumentaron la inestabilidad del sistema financiero (Gráfico 2). Estos problemas en buena parte se corrigieron desde diciembre de 1991 con la aplicación de mini-devaluaciones a la banda, a un ritmo entre 8 y 9 % anual.

En 1985, Chile adoptó las bandas con unas características muy similares a la del nuevo sistema colombiano. De hecho el sistema colombiano se inspiró en el chileno. Sin embargo, la forma como la banda se calcula y divulga es diferente a como se hace en Colombia. Al empezar cada mes, las

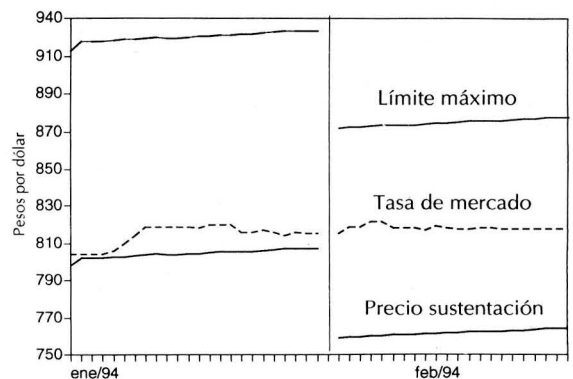
Gráfico 1 BANDAS DE TASA DE CAMBIO DE MERCADO

A. Enero/91 - Diciembre/93 (promedios mensuales)



Fuente: Banco de la República.

A. Enero - Febrero/94 (diarios)



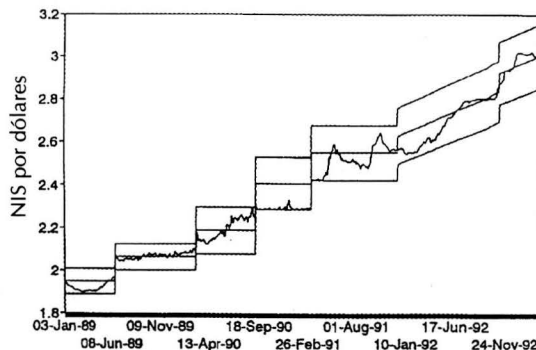
autoridades chilenas anuncian los niveles diarios de la banda, las cuales se calculan con base en la diferencia entre la inflación doméstica del mes anterior y un pronóstico de la inflación externa. Si la inflación se acelera, la tasa de cambio se acomoda en el mes siguiente a través de una más rápida depreciación de la moneda.

La banda se ha ido ampliando, comenzando con un 2% para cada lado sobre el nivel central de paridad hasta llegar a un 10% a partir de enero de 1992 (Gráfico 3). Por períodos largos la tasa de cambio ha tendido a quedarse pegada a los límites de la banda, obligando al Banco Central a realizar inversiones cercanas a US\$4,500 millones de dólares entre 1990 y 1991. Las persistentes presiones hacia la apreciación del peso llevaron a las autoridades a ajustar el nivel de la tasa de paridad con una revaluación del 5% en enero de 1992.

Las bandas mexicanas, adoptadas en diciembre de 1991, tienen la particularidad de ser asimétricas. Mientras el techo de la banda se devalúa diariamente, el piso se mantiene constante (Gráfico 4). Aparte de esto, los incrementos del límite superior de la banda se expresan en términos de un número constante de centavos de peso por día y no en términos porcentuales. En los primeros nueve meses de 1992, la banda se depreció a razón de 20 centavos por día y a partir de octubre del mismo año la variación se elevó a 40 centavos diarios para permitir una devaluación anual del 4.6% en 1993. Este cambio ha sido el único ajuste que se ha hecho a las bandas desde su existencia. La tasa de cambio de mercado se ha mantenido cerca al centro de la banda, aunque ha tenido unos ciclos muy marcados.

Estas experiencias muestran que el sistema no es inherentemente estable, ya que en algunos casos ha sido objeto de importantes ajustes. También muestra que difícilmente pueden evitarse fluctuaciones importantes de la tasa de cambio dentro de las bandas establecidas, a menos que la tasa de cambio se mantenga pegada a los límites de la banda, exigiendo así la intervención del Banco Central. Sin embargo, como discutiremos en seguida, estas deficiencias no pueden atribuirse al sistema en sí

Gráfico 2. ISRAEL: BANDAS DEL TIPO DE CAMBIO DE MERCADO



Fuente: Helpman E., Leiderman L. y Bufman G.

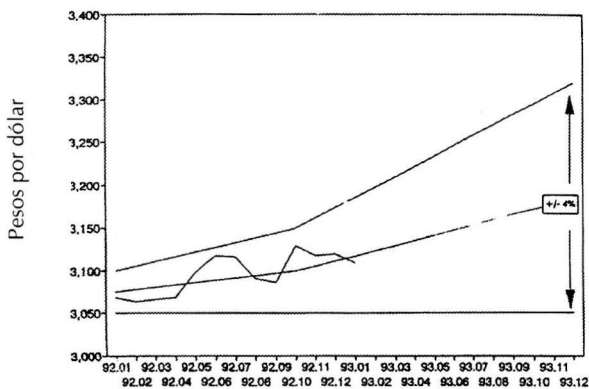
mismo, sino a su interacción con las demás políticas económicas y en relación con los objetivos de las autoridades económicas.

C. El sistema de bandas y la política macro-económica

El principal beneficio del sistema de bandas consiste en otorgar margen de control monetario al Banco Central. El viejo sistema de los Certificados de Cambio había sido establecido por razones semejantes, puesto que difería la monetización de la acumulación de reservas internacionales. Los beneficios de control monetario que ofrecían estos certificados se obtuvieron principalmente durante el primer año de su vigencia, hasta mediados de 1992, período en el cual ningún certificado era aún redimible. Posteriormente este efecto fue desapareciendo gradualmente. Al eliminarse los certificados, su saldo vigente estaba cercano a los \$350,000 millones, después de haber alcanzado \$1 billón en agosto de 1992.

El sistema de bandas devuelve la posibilidad de un mayor control monetario, en la medida en que el Banco permita que sea el mercado quien se ocupe de igualar la oferta y la demanda de divisas mediante cambios en el tipo de cambio. Obviamente, esta posibilidad deja de existir si el Banco se propone

Gráfico 3. CHILE: BANDAS DEL TIPO DE CAMBIO DE MERCADO

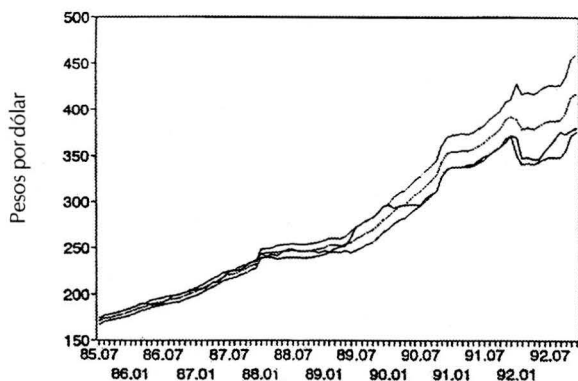


Fuente: Helpman E., Leiderman L. y Bufman G.

mantener estable la tasa de cambio interviniendo en el mercado o si el tipo de cambio se sitúa en los extremos de la banda, exigiendo así la intervención.

Los anuncios de estabilidad de la tasa de cambio real que han hecho directivos del Banco no dejan en claro si la adopción del sistema de bandas tiene o no por objeto recuperar el manejo monetario. Se entiende que en la programación financiera que ha hecho el Banco la estabilidad de la tasa de cambio real (con su propia metodología de cálculo) es

Gráfico 4. MEXICO: BANDAS DEL TIPO DE CAMBIO DE MERCADO



Fuente: Helpman E., Leiderman L. y Bufman G.

consistente con el resto de supuestos macroeconómicos, y en particular con la situación fiscal esperada. Pero esto no implica que ése sea el objetivo del nuevo sistema, y resultaría bastante extraño que así fuera porque la estabilidad de la tasa de cambio real puede ser incompatible con el control monetario si hay tendencias de acumulación de reservas internacionales.

Se ha dicho que, justamente, el nuevo sistema busca comprometer al gobierno con el manejo fiscal consistente con dicha programación, ya que en caso de que no se ciñera a él, el Banco podría permitir una caída del tipo de cambio con el objeto de compensar los efectos inflacionarios de la indisciplina fiscal. Así se ha explicado también el hecho de que el límite inferior de la banda se haya fijado 6% por debajo del precio de sustentación anterior de los certificados de cambio. Sin embargo, la indisciplina fiscal es sólo una de las circunstancias que podrían causar una caída del tipo de cambio de mercado. Una entrada de capitales de origen privado o una coyuntura de iliquidez en el mercado financiero podrían producir un resultado semejante. Es difícil creer que el Banco puede distinguir en forma nítida entre estas circunstancias y el caso de indisciplina fiscal. Por lo tanto, no queda claro si hay o no un objetivo de mantener la tasa de cambio real. El que un ejercicio de programación financiera muestre resultados que simultáneamente son compatibles con la estabilidad de la tasa de cambio real y la reducción de la inflación no debe confundirse con el hecho real de que las autoridades monetarias no cuentan con instrumentos para asegurar ambos objetivos. Para ello se requiere además el concurso de la política fiscal.

V. IMPLICACIONES DE POLITICA ECONOMICA DE CORTO PLAZO

De las secciones anteriores se desprende que la economía está siendo sometida a dos grandes presiones: por un lado, un crecimiento sin precedentes de la demanda agregada; por otro, una gran abundancia de divisas. Estas dos presiones han sido apoyadas por la combinación de políticas utilizadas. La amplia disponibilidad de crédito

interno y externo, el abaratamiento de los bienes importados y el generoso gasto público han estimulado por distintos canales el consumo y la inversión. Por su parte, la abundancia de divisas ha sido propiciada por la política de libertad cambiaria y el amplio acceso al crédito externo en condiciones ventajosas frente al crédito doméstico por parte de los sectores público y privado.

En dosis moderadas, una situación de crecimiento de la demanda agregada con disponibilidad de divisas sería saludable, ya que haría posible un crecimiento sostenido de la producción sin tropezar con problemas cambiarios. El problema reside en que, en las dosis actuales, ambas fuerzas sólo son compatibles con una combinación de más inflación o más revaluación. Esto es así porque la demanda agregada está creciendo 11% en términos reales, muy por encima de las posibilidades de crecimiento de la producción, y porque simultáneamente se están recibiendo muchas más divisas que las que podrían gastarse al nivel actual de la tasa de cambio real.

Son muy pocas las opciones para resolver este conflicto. Una de ellas consiste en recortar significativamente el gasto público y producir un superávit fiscal. De esta manera es posible reducir la demanda agregada y contener el uso directo o indirecto de recursos de financiamiento externo para el sector público. Las medidas que se tomaron en enero para recortar en 4% el programa de gastos del Gobierno Central apuntan en esta dirección. Sin embargo, no han sido suficientes, como lo sugieren los preocupantes resultados de la inflación en el mes de febrero, cuando la inflación acumulada llegó a 6.95%. Por consiguiente, el gobierno deberá introducir nuevos recortes para reducir en forma inmediata los pagos efectivos de Tesorería, con el fin de contener estas tendencias.

Es importante señalar que aunque las privatizaciones concretadas en enero, que no estaban contempladas en el Presupuesto, fortalecen las cuentas fiscales no ayudan a mejorar la situación. Esto se debe a que las privatizaciones no disminuyen la demanda agregada —es posible incluso que la aumenten a través de los

gastos de inversión real—, ni reducen la oferta de divisas al país, ya que originan entradas adicionales de recursos del exterior para realizar los pagos. De ahí que el Banco de la República haya solicitado que estos recursos sean mantenidos por el Gobierno en el exterior. Pero aún así, con cuentas externas más abultadas, el gobierno y el país en general mejoran como sujetos de crédito externo. Por consiguiente, las privatizaciones a la larga aumentan la oferta de recursos externos para el país, agravando el problema.

El gobierno ha manifestado su interés en que el Banco de la República propicie una reducción de tasas de interés, con el fin de desestimular la entrada de capitales. Esta fue la opción que se tomó en 1991, cuando la economía se encontraba en una situación de muy bajo crecimiento de la demanda y eran algo mayores las expectativas de devaluación del tipo de cambio. Sin embargo, en las circunstancias actuales, esta opción sería totalmente equivocada. Para que fuera efectiva, sería preciso que se disminuyeran en forma muy apreciable las tasas de interés de los créditos, que hoy superan en no menos de 10 puntos el costo esperado de los recursos externos. Una fuerte reducción de las tasas de interés activas no sólo sería un estímulo adicional para la demanda, sino también un aliciente para que el crédito doméstico continuara creciendo a tasas excesivas y en forma indiscriminada, poniendo en riesgo la futura solidez del sistema financiero (véase la Sección II). Desde el punto de vista de los objetivos monetarios, la reducción de la tasa de interés llevaría rápidamente a sobrepasar los límites de crecimiento establecidos para los medios de pago, que ya han resultado difíciles de cumplir.

En las circunstancias actuales lo aconsejable no es reducir sino elevar las tasas de interés, como mecanismo para contener el gasto. Sin embargo, por sí sola esta opción podría acentuar la entrada de capitales, como bien se aprendió en 1991. Por consiguiente, esta es una política limitada, que además debe complementarse con la imposición de controles a las entradas de capitales. Los controles son una importante opción de política en la actual situación. La cuenta de capital del sector privado en

la balanza cambiaria ha venido creciendo desde 1991 muy rápidamente y en los últimos meses del año pasado tuvo un repunte importante (Gráfico 5). En esos tres años pasó de un saldo negativo de US\$32.6 millones a uno positivo superior a los US\$1,000 millones. Además, como ya se observó, los empresarios tienen planes de continuar aumentando su endeudamiento externo.

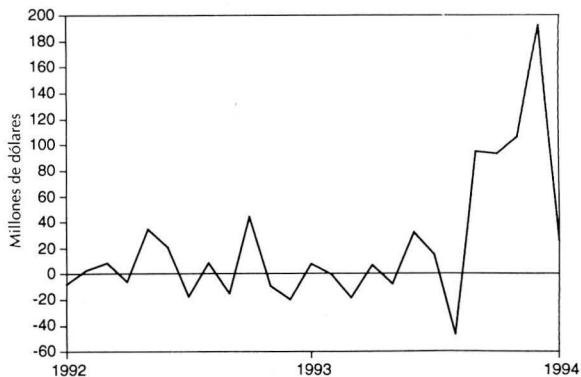
El control a las entradas de capitales frenaría algunas formas de gasto, especialmente la compra de bienes raíces, vehículos y otros artículos durables. Por estas vías contribuiría a contener la demanda agregada, además de reducir directamente la afluencia de divisas. Los controles darían un mayor margen de manejo monetario, con lo cual se ganaría un instrumento adicional para contener las presiones de demanda.

La imposición de controles a las entradas de capitales ayudarán a reducir el riesgo de continuar revaluando la tasa de cambio en términos reales posiblemente más allá de niveles sostenibles en el mediano plazo. Sin embargo, los controles a las entradas de capitales deben adoptarse como una medida temporal, ya que no puede desconocerse que su efectividad tenderá a erosionarse en el tiempo y que en el largo plazo serían contrarios a la competitividad de diversos sectores. Para sustituirlos posteriormente, deben diseñarse desde ya mecanismos que desincentiven de forma más selectiva el ingreso de capitales de origen ilegal, que pueden ser en la actualidad uno de los factores más distorsionantes de los precios relativos. En efecto, las prácticas de lavado de dólares están abaratando en forma artificial diversas importaciones y están presionando en forma directa la demanda interna de la propiedad raíz y otros bienes durables, y en forma indirecta los precios de todos los sectores no comercializables, en detrimento de la rentabilidad de los comercializables.

VI. PERSPECTIVAS DE MEDIANO PLAZO DEL SECTOR EXTERNO

La apertura económica ha traído consigo un cambio en la dinámica de las relaciones económicas de

Gráfico 5. ENDEUDAMIENTO EXTERNO NETO DEL SECTOR PRIVADO



Fuente: Banco de la República.

Colombia con el resto del mundo. La cuenta comercial se ha venido deteriorando de tal forma que después de mostrar un superávit superior a US\$2,300 millones en 1991, en 1993 el déficit superará los US\$ 1,000 millones. La afluencia de capitales especulativos e inversión directa ha financiado estos déficit, ha permitido una reducción de los niveles de deuda externa y ha causado además una acumulación de divisas de aproximadamente US\$1,500 millones entre 1992 y 1993. El creciente endeudamiento en dólares por parte de los agentes privados, permitido por la reforma cambiaria y estimulado por el diferencial de costos de los recursos, ha comenzando a influir también en forma importante en los resultados de balanza de pagos.

Otros países latinoamericanos, como Argentina y México, que abrieron sus economías y a la vez utilizaron la tasa de cambio como principal instrumento de lucha contra la inflación, causaron unos gigantescos déficit en cuenta corriente. Aunque estos constituyen casos extremos de la tendencia reciente observada en el sector externo colombiano, sí indican que éste es un fenómeno que debe ser motivo de análisis y seguimiento permanente, para evitar que deterioros importantes de la balanza de pagos obliguen a revertir la liberación comercial.

Por esta razón, Fedesarrollo ha elaborado proyecciones de balanza de pagos para Colombia hasta el año 2000 y unos ejercicios de sensibilidad de estas proyecciones a algunas variables que tienen alta influencia sobre los resultados y que son difíciles de proyectar.

A. Metodología para la elaboración de las proyecciones

Para proyectar la balanza de pagos, se construyó un sencillo modelo a partir de cuentas detalladas de las balanzas comercial y de capitales y algunas funciones de comportamiento.

Las exportaciones tradicionales son exógenas, en tanto que las menores se proyectaron usando estimaciones econométricas recientes, según las cuales éstas dependen de la tasa de cambio, el PIB real del país y el de los países desarrollados.

Las importaciones de armas, combustibles y otras especiales se tomaron de los valores previstos por el Gobierno. El resto de importaciones de bienes de consumo, intermedios y de capital fueron proyectadas con base en sus principales determinantes, cuales son el PIB real y la tasa de cambio real efectiva, para las dos primeras, y la inversión y la tasa de cambio real efectiva para las de bienes de capital.

En ausencia de estimaciones econométricas que permitieran explicar las transferencias externas, se supuso sencillamente que su valor neto crecería en línea con el PIB real.

Siguiendo la metodología utilizada en los cálculos del gobierno, los ingresos por embarques y otros transportes, que son parte de la cuenta de servicios no financieros, se proyectaron en función de las exportaciones diferentes a oro. Los egresos se calcularon con base en la evolución de las importaciones. En el caso de los viajes, los ingresos se proyectaron en función del valor conjunto de las exportaciones y las importaciones, y los egresos se hicieron función de las importaciones¹. Las transacciones petroleras, que consisten en ingresos para financiar inversiones en moneda local y en egresos por compras de crudo y gas natural por parte

de Ecopetrol y pagos por servicios técnicos contratados, son exógenas al modelo y corresponden a las estimaciones oficiales.

En cuanto a los servicios financieros, los rendimientos de las reservas internacionales se supusieron una función del saldo de las reservas y de las tasas de interés externas. Esta última variable aplicada al saldo de la deuda externa también determina los intereses pagados por la deuda externa. Las utilidades y dividendos, constituidos en su mayoría por transacciones de las compañías petroleras asociadas, se calcularon, en el caso de Cusiana, con base en el valor de las exportaciones de crudo realizadas por estas empresas y los costos de operación en que ellas incurren. Las remisiones de utilidades de otras explotaciones se proyectaron con base en los valores pasados y el crecimiento proyectado de las exportaciones.

En cuanto a los componentes de la cuenta de capitales, la inversión extranjera se tomó de la programación oficial. El endeudamiento de corto plazo se hizo función de las importaciones y exportaciones. El endeudamiento de largo plazo se utilizó como variable de cierre del modelo, con el fin de lograr que las reservas internacionales sean equivalentes a 9 meses de importación en 1995 y 8 en los años siguientes. Para 1994 se tomaron las cifras oficiales de endeudamiento, siendo las reservas internacionales la variable residual del modelo.

B. Las proyecciones

1. Supuestos

Los principales supuestos necesarios para realizar las proyecciones se refieren a la evolución de la tasa de cambio, la inflación y crecimiento económico internos y externos, y los precios de los principales productos exportados tradicionalmente por Colombia. Como ilustra el Cuadro 10, en el escenario básico se supuso una devaluación nominal de la tasa de cambio de 12% para 1994 y de 10% para los años siguientes. La inflación interna se supuso decreciente en un rango entre 21.6% y 13% en el año 2000, mientras la externa se asumió creciente

entre 1994 y 1996, pasando de 2.4 a 3.8% para luego mantenerse constante. Con estos supuestos, la tasa de cambio real sufre un proceso decreciente de revaluación hasta 1998, y de lenta devaluación durante los últimos años del siglo.

En cuanto a la tasa de crecimiento del PIB, se supuso de 4% este año, 5% los dos años próximos, 7% en 1997, año en que Cusiana alcanza su nivel máximo de producción, y 4% los últimos tres años de la década. En el caso del café se supusieron unas exportaciones de 12 millones de sacos para todo el período analizado y un precio ex-doc de US\$0.90 la libra para 1994, con una tendencia creciente a partir de 1996. Para el petróleo se trabajó con las proyecciones oficiales de cantidades bajo un escenario de producción de crudo de Cusiana de 600 mil barriles diarios, valoradas a un precio de US\$14 por barril en 1994 y aumentos anuales de US\$0.5 por barril.

En la cuenta de capitales se supuso que en 1994 no ingresan divisas por concepto de las recientes privatizaciones realizadas. Como ya se mencionó, a partir de 1995 el endeudamiento total de largo plazo es residual para lograr los niveles escogidos de reservas internacionales.

2. Resultados

Las proyecciones resultantes muestran déficit comercial y en cuenta corriente crecientes hasta 1995 como resultado de un crecimiento de las importaciones a una tasa promedio del 16% en tanto que las exportaciones lo hacen al 12%. Entre 1996 y 1997 estos saldos mejoran debido al rápido crecimiento de las exportaciones de crudo de Cusiana, pero en los últimos años de la década vuelve a predominar el efecto de rápido crecimiento de las importaciones (Cuadro 11). El déficit en cuenta corriente alcanza un máximo de 5.2% del PIB en 1995 y un mínimo de 1.7% en 1997.

El saldo negativo de la balanza de servicios crece durante toda la década: los crecientes ingresos netos por servicios no financieros son compensados por el pago de intereses y la remisión de utilidades de las compañías petroleras. Sin embargo, como porcentaje del PIB este saldo tiende a mantenerse estable alrededor de 3%.

Las transferencias crecen permanentemente hasta llegar a un valor de US\$1,440 millones al final de la década, el cual representa 1.3% del PIB. Sin embargo, dado que el método de proyección utilizado es claramente arbitrario, más adelante se analiza la sensibilidad de los resultados de la balanza de pagos a cambios en el monto de esta importante variable.

La inversión directa de la cuenta de capital llega a su máximo nivel en 1995, 3.2% del PIB, como resultado de las inversiones necesarias para el desarrollo de Cusiana. Posteriormente cae, para mantenerse en niveles equivalentes a 1.5% del PIB los últimos años de la década. Siguiendo la tendencia observada en los años recientes y como resultado de la ampliación del comercio externo, el capital de corto plazo aumenta durante toda la década, partiendo de casi US\$600 millones en 1995 hasta llegar a US\$1,300 millones en el año 2000. Como consecuencia de estas tendencias, y dado el requerimiento de que las reservas internacionales sean iguales al valor de ocho meses de importaciones, el endeudamiento de largo plazo aumenta hasta 1995, cuando alcanza casi US\$1,000 millones, se vuelve negativo hasta 1997 por los mayores ingresos de exportación de Cusiana y vuelve a aumentar hasta el final de la década, reflejando el gran dinamismo de las importaciones.

Por último, el supuesto de un saldo de reservas equivalente a 9 meses de importaciones en 1995 y 8 meses de ahí en adelante conduce a unas reservas siempre crecientes, que partiendo de US\$8,000 millones en 1994 llegan a más de US\$12,000 millones en el año 2000.

Un análisis global de estas proyecciones muestra que gracias a la cuenta de capitales y a los altos niveles iniciales de reservas internacionales las

1 Lora et. al., "Turismo año 2000", mimeo Fedesarrollo, mayo de 1993.

Cuadro 10. SUPUESTOS DE PROYECCION DE LA BALANZA DE PAGOS 1994-2000

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
SUPUESTOS GENERALES							
Inflación							
Doméstica -IPC- (%)	21.60	19.00	17.00	16.00	15.00	14.00	13.00
Externa (%)	2.40	2.90	3.80	3.80	3.80	3.80	3.80
Tasa de cambio nominal							
Devaluación promedio (%)	12.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
Producto interno bruto							
Variación PIB real (%)	4.00	5.00	5.00	7.00	4.00	4.00	4.00
Tasas de interés							
Prime (%)	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
Libor (%)	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
Aranceles a las importaciones							
Nominales (%)	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50	11.50
Implícitos (%)	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40	6.40
SUPUESTOS EXPORTACIONES							
Café							
Volumen (Mill. sacos)	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
Precio EX-DOC (US\$/lb)	0.90	0.90	0.92	0.95	0.98	1.02	1.06
Hidrocarburos							
Exportaciones de crudo (MBD)	248.20	352.40	553.60	760.50	730.90	724.70	705.80
Precio (US\$/lb)	14.00	14.50	15.00	15.50	16.00	16.50	17.00
Carbón							
Volumen (mill. tons.)	19.30	24.70	32.00	33.90	38.10	39.50	40.40
Precio (US\$/Ton)	29.00	30.30	32.10	34.00	36.00	38.20	40.40
Ferroníquel							
Volumen (mill lbs.)	45.60	45.80	50.20	52.60	53.60	57.30	62.50
Precio (US\$/lb)	2.00	3.00	3.20	3.40	3.60	3.80	4.00
Oro							
Volumen (miles Oz. troy)	1025.00	1035.30	1045.60	1056.10	1066.60	1077.30	1088.10
Precio (US\$/lb)	360.50	393.00	411.40	430.70	450.80	471.90	494.00
SUPUESTOS IMPORTACIONES							
Gasolina							
Volumen (MBD)	47.20	45.80	53.90	64.10	70.50	76.50	82.60
Precio (US\$/bl.)	18.60	19.10	19.60	20.10	20.60	21.10	21.60

Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

Cuadro 11. BALANZA DE PAGOS - ESCENARIO BASICO
(Millones de dólares)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
I. CUENTA CORRIENTE	-1578.5	-2859.1	-3501.7	-2583.6	-1418.8	-2193.8	-2864.4	-3619.5
A. BALANZA COMERCIAL	-1107.9	-2171.6	-2190.7	-1243.0	-41.4	-555.0	-1166.3	-1828.6
1. Exportaciones FOB	7627.5	8220.9	9530.1	11483.1	13370.5	14220.7	15288.2	16402.6
No tradicionales	4038.0	4447.5	4845.4	5298.2	5731.1	6311.4	7024.8	7871.2
Tradicionales	3589.5	3773.4	4684.7	6184.9	7639.4	7909.3	8263.4	8531.4
Hidrocarburos	1456.8	1483.5	2122.5	3265.7	4504.2	4467.5	4568.4	4588.3
Café	1160.4	1269.5	1269.5	1301.2	1348.8	1396.5	1459.9	1523.4
Carbón	530.1	559.7	748.4	1027.2	1152.6	1371.6	1508.9	1632.2
Ferroníquel	104.7	91.2	137.4	160.6	178.8	193.0	217.7	250.0
Oro	337.5	369.5	406.9	430.2	454.9	480.8	508.4	537.5
2. Importaciones FOB	8735.3	10392.5	11720.8	12726.1	13411.9	14775.7	16454.5	18231.2
Bienes de consumo	1506.0	1827.2	2136.7	2435.0	2680.3	3003.2	3394.0	3791.2
Bienes intermedios	3836.4	4577.8	5151.4	5962.4	6678.4	7584.8	8691.2	9943.3
Bienes de capital	3392.9	3987.5	4432.6	4328.7	4053.1	4187.7	4369.2	4496.8
B. BALANZA DE SERVICIOS	-1535.6	-1774.0	-2451.8	-2538.4	-2659.1	-2971.8	-3084.5	-3232.7
1. Servicios no financieros	223.4	101.5	-117.3	349.9	594.0	486.1	552.0	589.1
2. Servicios financieros	-1759.0	-1875.4	-2334.5	-2888.4	-3253.2	-3458.0	-3636.5	-3821.8
C. TRANSFERENCIAS NETAS	1065.0	1086.5	1140.8	1197.9	1281.7	1333.0	1386.3	1441.8
II. CUENTA DE CAPITAL	1487.2	3283.1	3903.5	2277.1	1875.9	3103.0	3983.6	4804.0
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	834.9	2655.7	3180.8	1483.7	933.5	1855.1	2638.2	3524.0
1. Inversión directa neta	682.3	1873.0	2204.6	1966.8	1320.9	1379.5	1433.6	1488.8
2. Endeudamiento externo neto	152.6	782.7	976.2	-483.1	-387.4	475.6	1204.6	2035.2
B. CAPITAL DE CORTO PLAZO	652.3	627.4	722.7	793.4	942.4	1247.9	1345.5	1280.0
III. CONTRAPARTIDAS	7.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
IV. ERRORES Y OMISIONES	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
V. CAMBIO EN RESERVAS BRUTAS	-83.4	424.0	401.8	-306.5	457.2	909.2	1119.2	1184.5
VI. CAMBIO EN RES. NETAS DE CAJA	-91.3	424.0	401.8	-306.5	457.2	909.2	1119.2	1184.5
VII. RESERVAS INTERN. BRUTAS	7964.7	8388.8	8790.6	8484.1	8941.2	9850.5	10969.7	12154.2
INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS								
I. Devaluación real anual (%)	-3.9	-5.7	-4.9	-2.4	-1.6	-0.7	0.2	1.0
II. Deuda externa total (Mill.US\$)	18591.2	19749.4	21186.9	21287.4	21571.0	22865.3	24856.5	27748.4
III. Deuda externa neta/PIB (%)	20.1	19.0	18.3	16.9	14.8	14.0	13.9	14.6
IV. Déficit corriente/PIB (%)	-3.0	-4.8	-5.2	-3.4	-1.7	-2.4	-2.9	-3.4
V. Pago de intereses/exportaciones (%)	16.2	16.6	16.2	13.5	11.7	11.6	11.7	12.1
VI. Transferencias/PIB (%)	2.0	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
VII. Reservas en meses de importación	10.9	9.7	9.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
VIII. Importaciones/PIB (%)	16.5	17.4	17.3	16.8	15.7	15.9	16.4	17.0

Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

perspectivas de mediano plazo de la balanza de pagos son favorables, a pesar de la tendencia hacia el deterioro de la cuenta corriente. El exceso de gasto interno, que se refleja en saldos en la cuenta comercial cada vez menores, tiende a ser compensado por transferencias de ahorro externo que causan saldos fuertemente positivos en el rubro de transferencias y de cuenta de capitales. El sector externo colombiano se vuelve cada vez más dependiente de los capitales procedentes del exterior.

3. Sensibilidad a cambios en algunos supuestos

Es muy alto el margen de error en cualquier tipo de proyección que cubra un período mayor a uno o dos años. Por lo tanto es importante realizar ejercicios de sensibilidad de los resultados a cambios en algunos de los supuestos claves. A continuación analizamos la sensibilidad a tres variables: la tasa de devaluación, el precio del petróleo y las transferencias.

Las dos primeras variables fueron también introducidas en los ejercicios de sensibilidad de las proyecciones de finanzas públicas presentadas en la anterior entrega de Coyuntura Económica. La tasa de cambio es la variable fundamental en la determinación de los más importantes rubros de la balanza de pagos. Además, en términos reales ha sufrido fuertes variaciones en los últimos años. Entre 1985 y el tercer trimestre de 1990 aumentó 85% y entre ese momento y finales de 1993 disminuyó 13.8%.

Por su parte, los intentos por proyectar el precio del petróleo en los últimos 20 años han sido muy poco acertados. La alta concentración de la producción en una zona de alta inestabilidad política como ha sido el Medio Oriente y la existencia de un cartel que agrupa a la mayor parte de los grandes productores, cuya eficacia ha sido muy variable, introduce factores extraordinarios de incertidumbre².

2 Perry G. y Barrera f., "¿Cusiana un hecho aislado? Determinantes de la exploración y producción petroleras en Colombia. *Coyuntura Económica*, Vol. XXIII, diciembre de 1993.

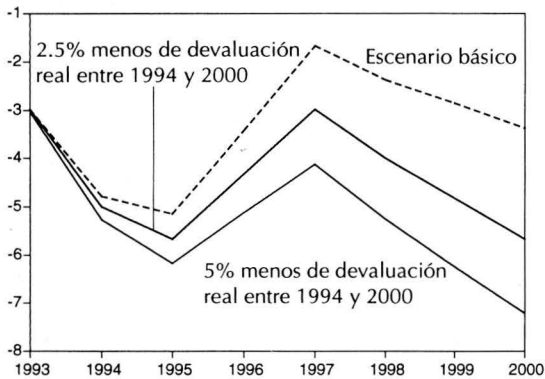
Por otro lado, el fracaso de todos los analistas por encontrar los determinantes tanto de las transferencias como de la inversión directa, indica que podrían producirse cambios imposibles de predecir. Además, las transferencias se han vuelto un rubro muy importante de la balanza de pagos ya que, para dar una idea, en 1991 y 1992 fueron superiores a los ingresos por exportaciones de café. Su variabilidad en los años recientes ha sido alta: aumentaron 65% entre 1990 y 1991 y disminuyeron 39% entre 1992 y 1993.

En un primer ejercicio se supone que, ya sea por una menor tasa de devaluación nominal o una mayor tasa de inflación, la devaluación real de la tasa de cambio es 2.5% inferior a la del escenario inicial, durante todos los años comprendidos entre 1994 y el año 2000. En un escenario alternativo se supone que esta diferencia es de 5 puntos porcentuales. Los efectos sobre la cuenta corriente y la deuda externa neta se ilustran en los Gráficos 6A y 6B. Como es de esperar, el impacto es acumulativo sobre los dos indicadores. El déficit en cuenta corriente como proporción del PIB llega a casi 6% en el año 2000 bajo el escenario de menor revaluación, y a más del 7% cuando se supone mayor revaluación. La deuda neta como proporción del PIB pierde la tendencia decreciente que muestra en el escenario básico y llega a representar 27% del PIB bajo el escenario de mayor revaluación, cifra superior en 12 puntos a la correspondiente a las estimaciones iniciales.

En segunda instancia, se cuantifica el efecto de una disminución permanente del precio del petróleo de US\$2 dólares por barril, por una parte, y de US\$4/ barril, por otra. El efecto máximo sobre la cuenta corriente se obtiene en el año 2000 y es de sólo 1% del PIB (Gráficos 7A y 7B). Esto se debe a que la disminución en el valor de las exportaciones de crudo queda parcialmente compensada por menores remisiones de utilidades.

En cuanto a las transferencias, se analizan dos escenarios alternativos de disminución: el primero supone una disminución de las transferencias de US\$538 millones en 1994, cifra equivalente a la desviación estándar de la serie en el período

Gráfico 6A. SENSIBILIDAD DE LA CUENTA CORRIENTE/PIB A UNA MENOR DEVALUACION

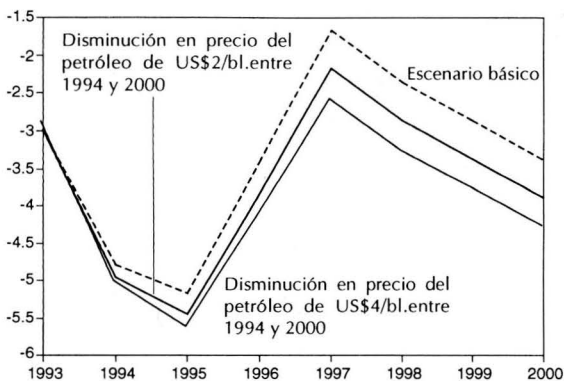


Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

comprendido entre 1970 y 1993; el segundo supone que se produce una caída de dos desviaciones estándar en ese mismo año. Dado que las transferencias están proyectadas con una tasa de crecimiento sobre el valor del año anterior, la disminución en el valor de un año tiene efectos en el resto del período.

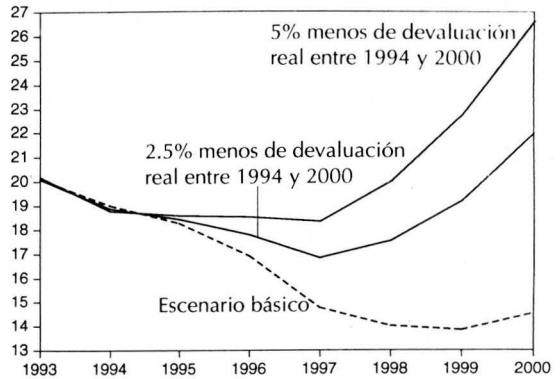
El efecto de esta disminución puntual en el monto de las transferencias sobre la deuda externa neta es constante durante todo el período y equivalente a

Gráfico 7A. SENSIBILIDAD DE LA CUENTA CORRIENTE/PIB A UNA CAIDA EN EL PRECIO DEL PETROLEO



Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

Gráfico 6B. SENSIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERNA NETA /PIB A UNA MENOR DEVALUACION REAL

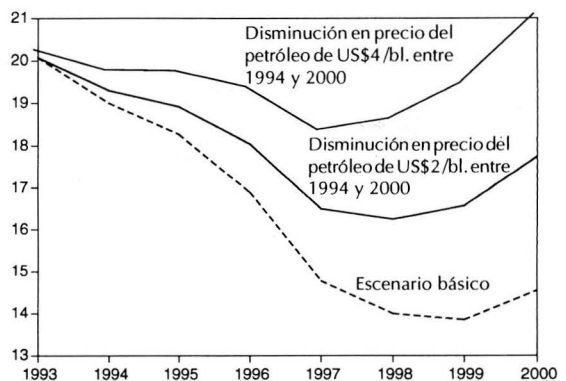


Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

1% del PIB cuando la disminución es de una desviación estándar y de 2% del PIB cuando la caída se duplica (Gráficos 8A y B).

Por último, la crisis económica que enfrenta Venezuela y la alta probabilidad de que este año se produzca una devaluación masiva del bolívar hacen muy oportuno analizar el posible impacto que tal medida tendría sobre las exportaciones colombianas. En 1983 este país sufrió una crisis cambiaria que lo

Gráfico 7B. SENSIBILIDAD DE DEUDA EXTERNA NETA/PIB A UNA CAIDA EN EL PRECIO DEL PETROLEO



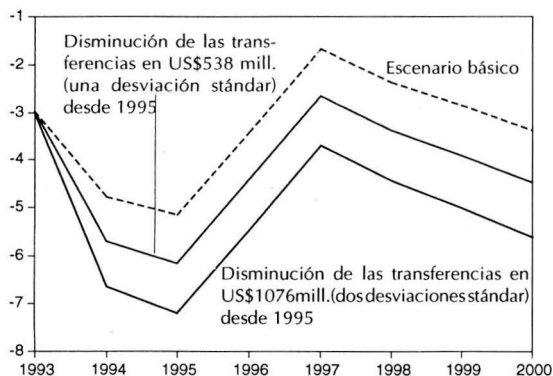
Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

llevó a devaluar su moneda y a intensificar las restricciones cuantitativas a las importaciones. Se ha estimado que esa crisis disminuyó las exportaciones colombianas a ese país en US\$285 millones, un 0.7% del PIB de ese momento³. De darse en 1994 una caída de las exportaciones colombianas a Venezuela de la misma proporción del PIB, implicaría una disminución del valor de las exportaciones de US\$450 millones, es decir, una reducción de casi 65% en las ventas externas al vecino país. En este caso, el déficit en cuenta corriente ascendería a 5.8% del PIB en 1994.

De estos análisis de sensibilidad se concluye que las perspectivas de la balanza de pagos son bastante sólidas. No parece existir alto riesgo de que se produzca una crisis cambiaria en el resto de la década. Sin embargo, de continuarse el actual

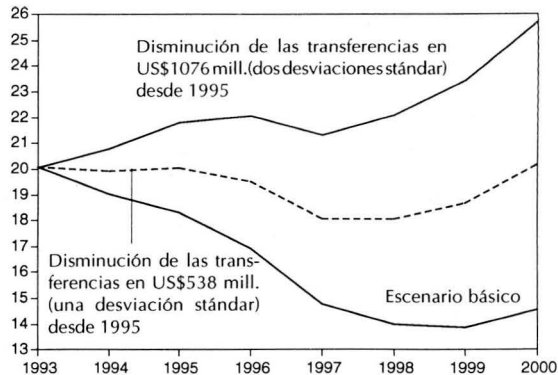
proceso de revaluación, el déficit en cuenta corriente tendería a perpetuarse en niveles cercanos al 5% del PIB, lo cual requeriría amplios recursos de financiación externa. Si por la misma tendencia de la cuenta corriente, la tasa de cambio real comenzara a aumentar, es muy probable que los capitales que entraron atraídos por las mejores rentabilidades externas comenzaran a salir, disminuyendo la disponibilidad de divisas. A esto se uniría una mayor dificultad para acceder a recursos de crédito externo, que han demostrado estar disponibles cuando los países menos los necesitan. Hay que tener presente que la cuenta de capitales puede cambiar muy rápidamente en tanto que la cuenta corriente tiene una inercia mucho mayor. Este desfase puede crear dificultades de financiamiento durante algunos períodos u obligar a imponer restricciones a las importaciones.

Gráfico 8A. SENSIBILIDAD DE LA CUENTA CORRIENTE/PIB A UNA DISMINUCION EN LAS TRANSFERENCIAS



Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

Gráfico 8B. SENSIBILIDAD DE LA DEUDA EXTERNA NETA/PIB A UNA DISMINUCION EN TRANSFERENCIAS



Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

3 Lora E., "Factores explicativos del desequilibrio comercial externo 1980-1983", *Revista de Planeación y Desarrollo*, Vol. XVI números 2 y 3, abril septiembre de 1984.