

colombia

DIRECTOR EJECUTIVO

Miguel Urrutia Montoya

SECRETARIO GENERAL

Juan Sebastián Betancur Escobar

DIRECTOR DE PUBLICACIONES

Carlos Caballero Argáez

INVESTIGADORES MIEMBROS

Hernando Gómez Buendía

Roberto Jugueto Bonnet

Rodrigo Losada Lora

Guillermo E. Perry Rubio

Juan José Echavarría Soto

Alfredo Fuentes Hernández

Juan Buitrago D'Alleman

Cecilia Mejía Hernández

María Cristina Trujillo de Muñoz

María Luisa Rojas de Mendoza

INVESTIGADORES ASOCIADOS

Mauricio Carrizosa Serrano

Luis Jorge Garay Salamanca

Jorge Ospina Sardi

Diego Pizano Salazar

Diego Roldán Luna

José Vallejo Gómez

Ricardo Villaveces Pardo

INDICE

Introducción y Resumen	7
Actividad Económica General	8
Sector Industrial	9
Precios	11
Moneda y Crédito	15
Finanzas Públicas	28
Sector Externo	36
Sector Cafetero	48

Introducción y Resumen

En el número anterior de **Coyuntura Económica** se analizaron con algún detalle el desenvolvimiento de la economía colombiana en 1977, y las perspectivas para 1978. La información estadística disponible para el primer semestre de este año confirma estas previsiones. Se destaca un buen año agrícola en el cual la producción será suficiente para el mercado interno con la posibilidad de generación de excedentes exportables. Por otra parte, la información definitiva de la Encuesta Industrial de FEDESARROLLO hace prever la continuación de una expansión rápida en ese sector, con aumentos de producción superiores al 12% y altas tasas de inversión. En 1977 la industria creció a una tasa probablemente superior al 6%.

Precios

El principal signo negativo en la economía durante 1977 fue la aceleración en la tasa de inflación, siendo el aumento del índice de precios a mitad de año del orden de 40%. Este fenómeno se explicó por deficiencias en la oferta

de alimentos relacionadas en buena parte con un intenso verano, y con un crecimiento muy acelerado en la demanda agregada y la oferta monetaria, fenómeno a la vez relacionado con un dramático aumento en los ingresos por exportaciones de café.

El análisis hecho en este capítulo confirma la previsión de un aumento de precios inferior al 20% para 1978, consignada en la entrega anterior de la revista. A esto contribuiría la continuación de un manejo monetario adecuado, con mayores grados de libertad debido a que no se anticipan más aumentos sustanciales en las reservas internacionales. Por otra parte, si no se efectúan adiciones al presupuesto en lo que resta del año en 1978 el sector público no debería ser causa de expansión monetaria. Y si la producción agrícola se ajusta a las expectativas, los anteriores factores determinarían entonces una reducción sustancial del ritmo de inflación.

Dada la situación monetaria actual y en vista de perspectivas de comercio

exterior que no permiten proyectar aumentos de reservas para 1979 —por el contrario podría haber una baja en estas— se considera que aún con un aumento prudente del uso del crédito interno y externo para inversión pública en 1979, la tasa de inflación en ese año será significativamente inferior a la de 1978.

Comercio Exterior

Dentro del análisis del comercio exterior en esta entrega, sobresale un manejo cafetero ajustado a las circunstancias, en las cuales es claro que Colombia no puede seguir incrementando su participación en los inventarios de café a nivel mundial. La mayor agresividad en ventas es adecuada y dentro de esta política es lógico el crecimiento en la participación de los exportadores privados. En efecto, el gran aumento en la producción colombiana hace necesario que la estrategia de mercado conduzca gradualmente a la colocación de mayores volúmenes de exportación de aquellos que el país estaba acostumbrado a vender.

La baja en el precio del café para 1979 y el alto déficit comercial del país, estimado en US\$800 millones para 1978, hace necesario volver a reiniciar una política agresiva de exportaciones no tradicionales. Para hacer esto se

requiere recuperar el nivel de la tasa real de cambio de principios de la década lo que implicaría una devaluación con relación al dólar de 12% a 15% en los próximos 12 meses, dentro del mecanismo tradicional de ajustes graduales.

Tanto en materia cambiaria como monetaria, la gran incógnita para el país sigue siendo el problema petrolero. Si no se vuelve a reajustar el precio de la gasolina, se generarán déficit muy cuantiosos en ECOPEPETROL que solo se podrán cubrir a costa de recursos que aumentarían peligrosamente la oferta monetaria. Por otra parte, si no se hacen las inversiones necesarias para aumentar la producción de energéticos, las importaciones de petróleo generarán en la década del ochenta una situación de déficit cambiario de muy difícil manejo.

Finalmente, el análisis que aquí se efectúa de la situación fiscal sugiere que el sistema impositivo no está en condiciones para aumentar los subsidios a ECOPEPETROL y a otros institutos descentralizados, lo cual hace imposible posponer los reajustes necesarios en el costo de la energía. Este es el principal reto para el nuevo gobierno, cosa no muy sorprendente, pues sigue siendo el principal para el Presidente Carter y para muchos otros gobernantes.

Actividad económica general

La información disponible al fin del primer semestre de 1978 indica que el crecimiento de la economía colombiana durante el año en curso oscilará dentro del rango estimado por FEDESARROLLO en abril de entre 5.8% y 7.4%, por cuanto el desempeño de los sectores

productivos ha correspondido al previsto al iniciarse el año. En el Cuadro 1 se reproducen, entonces, los estimativos de crecimiento en el PIB y en el ingreso nacional de Colombia para 1977 y 1978 presentados en el número anterior de *Coyuntura Económica*.

Cuadro 1

**ESTIMATIVOS DE CRECIMIENTO EN EL PIB
Y EN EL INGRESO NACIONAL DE COLOMBIA
(%)**

Sector	1977		1978	
	Estimativo A	Estimativo B	Estimativo A	Estimativo B
Agricultura y Ganadería	1.8	2.2	5.0	6.0
Industria	5.0	6.0	12.0	15.0
Minería	-4.0	-5.0	-3.0	0.0
Construcción	6.0	6.0	6.0	8.0
Comercio	7.0	8.0	8.0	9.0
Transporte	6.0	7.0	7.0	9.0
Gobierno	2.5	2.5	4.0	4.0
Resto	8.0	10.0	5.0	7.0
PBI Total	5.0	6.0	6.8	8.4
Ingreso Nacional Real	8.0	9.0	5.8	7.4

Metodología: El ingreso nacional real se obtiene ajustando el ingreso nacional a precios constantes de 1970 por la ganancia o pérdida en los términos de intercambio. Esta última está dada por:

$$GTI = \frac{\bar{X}(p^x - 1)}{p^m}$$

donde,

\bar{X} = Valor de las exportaciones de bienes y servicios a precios constantes de 1970.

p^x = Índice de precios al por mayor de los bienes exportados.

p^m = Índice de precios al por mayor de los bienes importados.

Sector Industrial

Por considerarlo de interés, se presentan en este número las cifras principales de la industria manufacturera en 1977 de acuerdo con los resultados definitivos de la Encuesta Industrial de FEDESARROLLO correspondiente al año anterior. Según la Encuesta, que incluye empresas cuya producción representa cerca del 30% de la del sector (ver Cuadro 2), el crecimiento de la industria en 1977 fue de 8.6% (ver Cuadro 3) con respecto a 1976, lo que confirmaría el estimativo inicial de un crecimiento para el conjunto del sector entre 5 y 6%, por cuanto debe tenerse en cuenta que los guarismos del DANE arrojan una cifra menor y su cobertura es mayor que la de la Encuesta de FEDESARROLLO.

En cuanto a las perspectivas del sector industrial para 1978, el Cuadro 4 señala un incremento en la producción, en términos reales, de 16.9% que es ligeramente inferior al previsto inicialmente con base en los resultados parciales de la Encuesta. Esta cifra puede estar un tanto sobrestimada por el altísimo crecimiento previsto en la producción de subsectores como el de los productos metálicos básicos, maquinaria y equipo de transporte, superior al 30%. Con todo, la proyección de una expansión industrial durante 1978 superior al 10% y cercana al 15% continúa siendo apropiada.

Con la información de la Encuesta, los datos de la Muestra Mensual Ma-

Cuadro 2
REPRESENTATIVIDAD Y COMPOSICION DE LA MUESTRA
(cifras porcentuales)

Código CIU	Sector Industrial	Participación de la muestra en la producción industrial	Distribución del valor de la producción	
			En la muestra	En la industria manufacturera ¹
31	Productos alimenticios, bebidas y tabaco	17.1	20.2	33.7
32	Textiles, prendas de vestir e industrias del cuero	42.1	23.4	15.8
33	Industrias de la madera y sus productos, incluidos muebles	1.7	.1	1.1
34	Papel y sus productos, imprentas y editoriales	24.7	5.5	6.4
35	Sustancias y productos químicos, derivados del petróleo y del carbón, de caucho y plásticos	44.9	34.9	22.1
36	Productos minerales no metálicos	25.6	3.9	4.3
37	Industrias metálicas básicas	44.4	4.1	2.6
38	Productos metálicos, maquinaria y equipos de transporte	15.9	7.9	14.0
	Industria manufacturera fabril	28.4	100.0	100.0

Fuente: FEDESARROLLO, Encuesta Industrial 1977.

¹ DANE, "Industria Manufacturera 1974", Octubre 1977.

manufacturera del DANE a marzo de 1978 y la evolución de las importaciones de bienes de capital y del otorgamiento de licencias globales para la importación de equipos para la industria, es posible estimar que 1978 sería el mejor año de la década de los setenta para el sector industrial por haber sido este el perío-

do en el cual, el impacto de la mayor demanda agregada producida por la "bonanza cafetera" se vio plasmado en la renovación y expansión del equipo industrial existente, y en un aumento importante de la producción, las ventas y el empleo en la industria manufacturera.

Cuadro 3
CIFRAS PRINCIPALES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA 1977
(variación porcentual)

Código CIU	Sector Industrial	Producción		Ventas						Porcentaje de utilización de la capacidad instalada			
		Nominal	Real	Internas		Exportaciones		Totales		Inversión	1976	1977	Variac. %
				Nominal	Real	Nominal	Real	Nominal	Real				
31	Productos alimenticios, bebidas y tabaco	40.1	7.7	44.5	11.2	-58.3	-73.4	42.4	9.5	23.9	76.3	76.5	0.3
32	Textiles, prendas de vestir e industrias del cuero	18.3	8.3	20.2	10.1	-21.3	-30.5	15.8	5.8	119.9	88.4	91.2	3.2
33	Industrias de la madera y sus productos, incluidos muebles	35.7	6.7	30.0	2.2	44.1	27.3	31.5	4.9	568.4	69.3	69.6	0.4
34	Papel y sus productos, imprentas y editoriales	22.0	6.6	25.9	10.1	-52.7	-58.2	22.2	6.9	-8.5	83.4	84.4	1.2
35	Sustancias y productos químicos, derivados del petróleo y del carbón, de caucho y plásticos	38.1	17.8	40.9	20.2	20.8	1.7	37.8	17.3	26.6	85.8	90.8	5.8
36	Productos minerales no metálicos	23.3	2.4	27.3	5.7	-30.7	-38.8	23.0	2.4	73.6	90.6	90.2	-0.4
37	Industrias metálicas básicas	16.1	6.2	32.1	20.9	-48.8	-54.8	31.8	20.6	89.7	78.5	82.7	5.4
38	Productos metálicos, maquinaria y equipos de transporte	19.6	0.3	32.4	11.0	18.3	3.6	31.7	10.6	177.6	49.5	51.4	3.8
	Industria manufacturera fabril	30.8	8.6	34.7	14.4	4.3	-11.5	31.7	11.9	36.3	77.6	79.6	2.6

Fuente: FEDESARROLLO, Encuesta Industrial 1977.

Cuadro 4

PERSPECTIVAS DE LAS PRINCIPALES VARIABLES
DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA PARA 1978

(variación porcentual)

Cód. CIU	Sector Industrial	Producción real	Ventas internas reales	Exporta- ciones reales	Empleo	Inversión nominal
31	Productos alimenticios, bebidas y tabaco	16.2	17.5	-8.7	9.1	12.6
32	Textiles, prendas de vestir e industrias del cuero	12.1	9.7	33.2	1.4	103.7
33	Industrias de la madera y sus productos, incluidos muebles	48.1	34.4	90.0	4.0	-69.3
34	Papel y sus productos, imprentas y editoriales	11.1	11.8	18.5	9.9	247.5
35	Sustancias y productos químicos, derivados del petróleo y del carbón, de caucho y plásticos	3.7	5.8	29.2	2.0	50.7
36	Productos minerales no metálicos	19.7	23.2	22.6	3.6	90.5
37	Industrias metálicas básicas	29.4	14.8	122.3	1.8	79.6
38	Productos metálicos, maquinaria y equipos de transporte	41.6	34.3	11.5	4.5	80.5
	Industria manufacturera fabril	16.9	12.6	27.7	4.3	57.7

Fuente: FEDESARROLLO, Encuesta Industrial.

Precios

A. Introducción y Resumen

En la sección sobre Moneda y Crédito se examina el comportamiento del nivel general de precios, señalando la disminución gradual registrada por la inflación durante los últimos meses como consecuencia de un ritmo más lento en el crecimiento de la liquidez, de una parte, y de mejores resultados en el sector productivo, de otra. En esta se trata un problema diferente: el de la evolución de los precios relativos de las diferentes categorías de bienes. Se intenta analizar los factores de oferta y demanda que se encuentran detrás del precio real de cada producto, haciendo abstracción de su nivel absoluto.

El precio relativo de un bien se puede medir de varias formas, dependiendo del término de referencia adoptado. De hecho, para cada bien existen un número de precios relativos, igual a la cantidad de productos alternativos en el mercado. Cada uno de ellos se mide como la razón aritmética entre los dos precios de los bienes que son objeto de comparación. Algunos de estos son interesantes de analizar, especialmente cuando los productos comparados son sustitutos o complementos en oferta o demanda. Por ejemplo, un análisis de la composición de la demanda por gasolina según tipos de gasolina, debe examinar el precio de la gasolina corriente relativo al de la gasolina de calidad superior.

Cuadro 5

INDICES DE PRECIOS REALES DE BIENES SEGUN ORIGEN Y DESTINO ECONOMICO, 1974-1978

Período	Según origen del artículo				Según uso o destino económico			Agricultura, Silvicultura, caza y pesca	Minería	Producción industrial nacional	Total
	Producidos y consumidos	Impor- tados	Expor- tados	Exportados sin café	Bienes de capital	Mat. prim. y prod. interm.	Bienes de consumo				
1974 Promedio	0.986	1.014	1.107	1.478	0.902	1.050	0.969	1.077	1.129	0.937	1.00
I Trimestre	0.982	0.999	1.150	1.150	0.879	1.046	0.983	1.052	1.178	0.932	1.00
II Trimestre	0.989	0.995	1.137	1.505	0.891	1.068	0.950	1.098	1.119	0.937	1.00
III Trimestre	0.997	1.044	1.055	1.456	0.933	1.040	0.972	1.063	1.135	0.948	1.00
IV Trimestre	0.990	1.025	1.086	1.383	0.917	1.040	0.976	1.103	1.117	0.933	1.00
1975 Promedio	1.003	1.024	1.034	1.324	0.907	1.006	1.024	1.158	1.094	0.913	1.00
I Trimestre	1.006	1.012	0.988	1.326	0.906	1.004	1.027	1.169	1.103	0.910	1.00
II Trimestre	1.011	1.024	0.947	1.302	0.918	0.982	1.052	1.176	1.104	0.908	1.00
III Trimestre	1.002	1.020	1.084	1.330	0.901	1.017	1.012	1.157	1.088	0.914	1.00
IV Trimestre	1.002	1.030	1.099	1.357	0.901	1.014	1.015	1.157	1.074	0.913	1.00
1976 Promedio	1.037	0.976	1.383	1.411	0.886	1.021	1.011	1.168	1.016	0.916	1.00
I Trimestre	1.016	0.995	1.132	1.328	0.887	1.028	1.003	1.153	1.037	0.921	1.00
II Trimestre	1.031	0.996	1.401	1.434	0.914	1.025	0.997	1.128	1.030	0.929	1.00
III Trimestre	1.043	0.978	1.400	1.458	0.904	1.016	1.012	1.154	1.006	0.922	1.00
IV Trimestre	1.068	0.925	1.584	1.455	0.853	1.019	1.024	1.252	0.994	0.889	1.00
1977 Promedio	1.093	0.865	1.699	1.452	0.825	0.952	1.122	1.297	0.917	0.889	1.00
I Trimestre	1.080	0.893	2.285	1.789	0.830	0.986	1.076	1.231	0.966	0.908	1.00
II Trimestre	1.105	0.838	1.819	1.496	0.789	0.931	1.161	1.331	0.891	0.879	1.00
III Trimestre	1.099	0.849	1.376	1.296	0.833	0.936	1.140	1.326	0.884	0.879	1.00
IV Trimestre	1.092	0.867	1.431	1.296	0.854	0.945	1.121	1.329	0.904	0.882	1.00
1978											
I Trimestre	1.089	0.873	1.393	1.267	0.876	0.945	1.114	1.323	0.939	0.882	1.00
II Trimestre	1.094	0.875	1.292	1.307	0.876	0.934	1.128	1.341	0.902	0.875	1.00

Fuente: Banco de la República.

En esta sección se presentan los precios de las diferentes categorías de bienes, deflactándolos por el nivel del índice total; si bien este procedimiento dista de presentar una descripción completa, resume, de todas maneras, la información adecuada para los fines del análisis desarrollado.

B. Comportamiento de los precios relativos

Los precios de los bienes se pueden clasificar de acuerdo con diferentes criterios. En los cuadros que se presentan más adelante se incluyen cuatro clasificaciones diferentes. En primer término se analiza la descomposición del índice de precios total según el origen del artículo, lo que permite distinguir entre bienes comerciados y no comerciados, categorías ampliamente utilizadas en la literatura sobre comercio internacional, y analizar los efectos de diferentes desarrollos en el área cambiaria y comercial sobre los precios relativos de los bienes. Además, se presenta un índice de productos exportados diferentes de café, cuyos precios se comportan de manera diferente al del grano principal de exportación.

1. Precios según origen del producto

El Cuadro 5 registra la descomposición de los precios al por mayor del comercio según origen. Como se comentó en la entrega anterior de esta revista, los últimos años se caracterizan por mayores precios de los artículos exportados y menores de los importados. Lo primero se vincula con las mejores cotizaciones internacionales de los precios de los productos exportados por Colombia, fenómeno que se ha reflejado en los precios internos; lo segundo obedece al ajuste cambiario efectuado ante los mayores ingresos de divisas y que resulta en un menor precio real de la divisa.

En Colombia, este ajuste se ha efectuado a través de una inflación superior al ritmo de devaluación del peso, pro-

ceso apoyado, además, por la pérdida en el poder adquisitivo del dólar. Con el menor precio real de la divisa, el costo de importar disminuye, permitiendo una caída en el precio relativo interno de los bienes importados.

Durante el presente año, los precios de los bienes comerciales registran un comportamiento algo diferente. De una parte, la caída en la cotización internacional del café se hace visible en el índice de precios agregado de los bienes exportados. Además los precios relativos de las exportaciones diferentes al café han aumentado durante 1978 pero se ubican por debajo del promedio observado en el año anterior; estos presentan, sin embargo favorables perspectivas en el futuro inmediato, toda vez que en los mercados internacionales de productos básicos la tendencia vigente es hacia el aumento de precios. El índice correspondiente a bienes importados no presenta modificaciones sustanciales; la baja registrada a partir de 1975 parece haberse detenido por cuanto al bajar el precio del café las reducciones en los precios reales de los bienes importados, atribuibles al menor tipo de cambio real, pierden importancia relativa.

2. Precios según uso o Destino Económico

En el cuadro aparece también la descomposición del índice de precios al por mayor, según uso o destino económico. Esta distingue entre bienes de capital, materias primas y productos intermedios, y bienes de consumo, y resulta especialmente útil para analizar el comportamiento de la asignación de recursos entre consumo e inversión.

La tendencia de los precios de los bienes de capital se asocia con la de los importados, por cuanto una fracción importante de estos últimos está constituida por bienes de capital. Se observa entonces que la política de devaluación real del dólar ejecutada en 1977 y 1978 ha conducido a una disminución de los

Cuadro 6

INDICES DE PRECIOS REALES DE SECTORES INDUSTRIALES, 1974-1977

PRODUCCION INDUSTRIAL NACIONAL											
Período	Alimentos	Textiles	Bebidas	Químicos	Calzado y prendas de vestir	Metales básicos	Derivados petróleo y carbón	Papel y sus productos	Manufacturas diversas	Total	Indice Total
											al por mayor
1974 Promedio	0.933	1.184	0.815	0.887	0.916	1.028	1.119	0.922	0.746	0.937	1.00
I Trimestre	0.962	1.235	0.836	0.833	0.947	1.002	1.164	0.814	0.728	0.932	1.00
II Trimestre	0.933	1.238	0.788	0.880	0.925	1.044	1.136	0.934	0.750	0.938	1.00
III Trimestre	0.933	1.216	0.797	0.931	0.911	1.065	1.102	0.924	0.785	0.948	1.00
IV Trimestre	0.948	1.106	0.811	0.889	0.880	1.027	1.026	0.962	0.660	0.933	1.00
1975 Promedio	0.917	1.026	0.909	0.857	0.843	0.928	1.170	0.936	0.627	0.913	1.00
I Trimestre	0.924	1.009	0.894	0.844	0.847	0.947	1.013	0.985	0.648	0.910	1.00
II Trimestre	0.903	1.023	0.929	0.852	0.840	0.952	1.095	0.968	0.629	0.908	1.00
III Trimestre	0.918	1.042	0.900	0.852	0.843	0.913	1.164	0.903	0.623	0.914	1.00
IV Trimestre	0.901	1.040	0.884	0.868	0.831	0.876	1.537	0.871	0.597	0.913	1.00
1976 Promedio	0.890	1.110	0.831	0.840	0.811	0.822	1.658	0.888	0.595	0.916	1.00
I Trimestre	0.907	1.101	0.853	0.876	0.841	0.830	1.598	0.940	0.639	0.921	1.00
II Trimestre	0.897	1.153	0.862	0.859	0.811	0.859	1.636	0.906	0.599	0.929	1.00
III Trimestre	0.889	1.126	0.821	0.830	0.804	0.818	1.785	0.861	0.613	0.923	1.00
IV Trimestre	0.847	1.062	0.805	0.789	0.772	0.772	1.645	0.813	0.569	0.889	1.00
1977 Promedio	0.910	0.926	0.822	0.748	0.784	0.725	1.650	0.803	0.556	0.889	1.00
I Trimestre	0.893	1.072	0.833	0.771	0.786	0.756	1.731	0.813	0.545	0.908	1.00
II Trimestre	0.930	0.908	0.816	0.718	0.760	0.698	1.566	0.748	0.540	0.879	1.00
III Trimestre	0.917	0.824	0.651	0.748	0.787	0.711	1.607	0.763	0.562	0.880	1.00
IV Trimestre	0.906	0.820	0.811	0.756	0.802	0.733	1.677	0.857	0.594	0.882	1.00
1978											
I Trimestre	0.872	0.848	0.782	0.753	0.791	0.857	1.948	0.811	0.600	0.882	1.00
II Trimestre	0.849	0.883	0.761	0.745	0.808	0.906	1.855	0.773	0.571	0.875	1.00

Fuente: Banco de la República.

Metodología: Cada índice individual se divide por el índice total de precios al por mayor.

precios relativos de los bienes de capital, lo que puede explicar la mayor inversión privada registrada en los últimos meses.

3. Precios Sectoriales

Al examinar los índices de precios relativos globales de los diferentes sectores económicos, se observa la ampliamente comentada tendencia alcista en el sector agropecuario durante los últimos años, resultado del incremento en las cotizaciones de los mercados internacionales y del acercamiento de los niveles de los precios internos con los externos. De otra parte, los elevados índices registrados durante el año en curso son de carácter estacional en buena parte, por cuanto la época de cosechas del primer semestre comienza hacia junio de cada año. Es previsible entonces que, como en años anteriores, los precios reales de los alimentos disminuyan durante el segundo semestre.

Dentro del sector industrial (Cuadro 6) el año en curso registra alzas en el índice de precios de los metales básicos y de los derivados de petróleo y carbón. El alza en el precio de la gasolina, a comienzos del año en curso explica el mayor nivel del último a partir de enero. La elevación de los precios de los metales básicos se registra luego de tres años de una baja continua en tér-

minos reales, y explica parte del auge reciente en los costos de construcción.

4. Precios al Consumidor

El Cuadro 7 presenta el índice de precios reales al consumidor, discriminado por grupos de productos. Tanto en el índice de empleados como en el aplicable a obreros, se destacan bajas en el precio real de los alimentos, resultado previsible ante las condiciones atípicas del sector agropecuario durante 1977, que llevaron a un aumento sin precedentes en los precios de los productos alimenticios. La buena marcha del sector durante 1978 hace previsible un volumen normal de producción. De otra parte, los precios reales del vestuario se han recuperado en alguna medida, con las alzas registradas durante 1978. El renglón de vivienda presenta niveles relativamente bajos, comparados con los vigentes antes de 1977, aspecto que se puede relacionar con el sesgo en la información debido al control de los precios de los arrendamientos ya que, al informar sobre los precios, es bien posible que se reporten cifras ficticias para ajustarse al decreto de control de fines de 1976. Otra posibilidad es que el control de arrendamientos sea parcialmente efectivo para vivienda vieja pero que el índice no refleja los arrendamientos de vivienda nueva que parecen haber tenido aumentos muy grandes.

Moneda y Crédito

A. Introducción y Resumen

Durante el primer semestre de 1978 se registró una disminución en el ritmo de crecimiento de la liquidez que ha permitido menores alzas en el nivel general de precios. El crecimiento de la cantidad de dinero y de la oferta mone-

taria ampliada se ubica en la actualidad en niveles parecidos a los que regían al inicio de la administración López Michelsen, luego de dos años de un notorio desorden monetario. La inflación también ha cedido después de crecer durante los mismos dos años a tasas superiores al 20% anual.

Cuadro 7

INDICES DE PRECIOS REALES AL CONSUMIDOR, 1974-1977

Periodo	Empleados					Obreros				
	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Misceláneo	Total	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Misceláneo	Total
1974 Promedio	1.188	0.761	0.948	0.935	1.00	1.149	0.813	0.934	0.860	1.00
I Trimestre	1.182	0.766	0.940	0.945	1.00	1.147	0.819	0.923	0.864	1.00
II Trimestre	1.185	0.764	0.958	0.931	1.00	1.151	0.811	0.942	0.850	1.00
III Trimestre	1.186	0.766	0.946	0.932	1.00	1.145	0.821	0.936	0.858	1.00
IV Trimestre	1.196	0.746	0.946	0.940	1.00	1.155	0.793	0.932	0.874	1.00
1975 Promedio	1.222	0.727	0.902	0.936	1.00	1.182	0.762	0.881	0.862	1.00
I Trimestre	1.215	0.724	0.900	0.953	1.00	1.177	0.764	0.880	0.879	1.00
II Trimestre	1.234	0.716	0.898	0.930	1.00	1.196	0.745	0.872	0.850	1.00
III Trimestre	1.227	0.730	0.887	0.928	1.00	1.184	0.764	0.869	0.858	1.00
IV Trimestre	1.158	0.737	0.912	0.932	1.00	1.172	0.774	0.892	0.866	1.00
1976 Promedio	1.236	0.721	0.892	0.924	1.00	1.185	0.759	0.873	0.863	1.00
I Trimestre	1.232	0.722	0.887	0.932	1.00	1.181	0.762	0.872	0.869	1.00
II Trimestre	1.234	0.718	0.908	0.922	1.00	1.182	0.754	0.889	0.865	1.00
III Trimestre	1.240	0.718	0.880	0.922	1.00	1.184	0.759	0.862	0.867	1.00
IV Trimestre	1.240	0.719	0.891	0.923	1.00	1.190	0.754	0.868	0.861	1.00
1977 Promedio	1.316	0.668	0.839	0.866	1.00	1.258	0.686	0.796	0.799	1.00
I Trimestre	1.265	0.698	0.855	0.917	1.00	1.211	0.730	0.824	0.854	1.00
II Trimestre	1.361	0.641	0.812	0.836	1.00	1.302	0.644	0.757	0.752	1.00
III Trimestre	1.330	0.659	0.829	0.857	1.00	1.270	0.674	0.782	0.784	1.00
IV Trimestre	1.307	0.668	0.865	0.871	1.00	1.243	0.693	0.824	0.815	1.00
1978 Promedio										
I Trimestre	1.296	0.672	0.883	0.907	1.00	1.216	0.702	0.831	0.834	1.00
II Trimestre	1.297	0.658	0.892	0.929	1.00	1.204	0.700	0.838	0.860	1.00

Fuente: DANE.

Las reservas internacionales continúan aumentando, pero en forma más lenta y su efecto monetario se ha compensado, como en el año anterior a través de restricciones al crédito interno, especialmente al dirigido al Gobierno Nacional. Las operaciones de mercado abierto, que tanta dinámica presentaron durante 1977 se han estancado durante el presente año ante la decisión de las autoridades monetarias de disminuir su rendimiento. De otra parte, la política en materia de encajes ha sido más restrictiva al intentarse una aplicación más estricta del encaje marginal de 100%, instaurado a comienzos del año anterior, y que más que compensa los recursos liberados por la baja de 1.5 puntos en el encaje ordinario. En materia de crédito de fomento, se ha programado un incremento de los recursos del Fondo Financiero Agropecuario levemente inferior a la inflación prevista en los productos agrícolas. El costo de dicho crédito, así como del otorgado con otros recursos institucionales ha disminuido ante el descenso de la inflación y el objetivo persistente de subsidiarlo.

Las perspectivas para el resto del año son favorables en lo que toca con el ritmo de inflación por estimarse que difícilmente superará la cifra de 20%. En materia monetaria, sin embargo, subsisten los peligros que se originan en el aumento de las reservas internacionales por estimarse que se podrían exportar volúmenes altos de café, y en un mayor crédito interno ante la posibilidad de un incremento en el gasto público. Además, el control del rendimiento del certificado de cambio puede limitar seriamente la eficacia de este documento como instrumento de control de la liquidez. Sin embargo, a medida que disminuye el precio del café y baja la tasa de cambio real, cede la emisión monetaria originada en el sector externo.

B. Evolución de la liquidez

Al examinar el comportamiento reciente de la cantidad de dinero y

crédito (Cuadro 8), se destacan los siguientes aspectos. En primer término, el crecimiento de los medios de pago continúa presentando signos de disminución. Como se anotó en la entrega anterior de **Coyuntura Económica**, la masa monetaria alcanzó ritmos de aumento superiores al 40% anual durante el año pasado, en tanto que hacia comienzos del presente se había reducido para colocarse alrededor del 30%. Al comparar la situación a fines de junio del presente año con la de la misma fecha del año anterior, se observa una variación de 25.5%, confirmándose así la tendencia hacia la estabilización de la cantidad de dinero. Posteriormente se analizarán las perspectivas para el futuro inmediato. Por ahora basta notar que, con base en la aplicación directa de la ecuación cuantitativa, el comportamiento observado es consistente con una inflación inferior al 20%, toda vez que el crecimiento del producto interno bruto previsto para 1978 sería superior al 6%, de acuerdo a los estimativos presentados por FEDESARROLLO, en la edición de abril de **Coyuntura Económica**.

Se observa, además, que en 1977 el crecimiento monetario se concentró en el segundo y cuarto trimestres del año, en tanto que en los años anteriores, este se concentraba primordialmente en el último trimestre. En el año en curso parece confirmarse el patrón de 1977, asociado con la recolección de las cosechas de café, bien sea a través de la redención de divisas al emisor o de la compra directa por parte de la Federación.

La oferta monetaria ampliada, concepto que incluye los llamados cuasidineros (Depósitos de ahorro, certificados de Depósito, y Depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda), continúa aumentando más aceleradamente que los medios de pago. Ello indica que persiste el proceso de sustitución de activos hacia aquellos documentos financieros que ofrezcan algún rendimiento, de tal suerte que la fracción de

Cuadro 8
COMPORTAMIENTO DE LA CANTIDAD DE DINERO Y CREDITO

	Fin del Trimestre	Especies Monetarias	M1		Cuasidineros		Total oferta Monetaria Ampliada	M2		M1		Colocaciones Bancarias		
			Depósitos Cta. Cte.	Total	Variación Trimestral (%)	Corrido del Año (%)		Variación Trimestral (%)	Corrido del Año (%)	M2	Total	Variación Trimestral (%)	Corrido del Año (%)	
1974	I	8.751	30.660	39.411	2.2	2.2	15.313	54.724	6.9	6.9	0.72	32.903	6.2	6.2
	II	9.206	30.810	40.015	1.5	3.7	17.384	57.399	4.9	12.1	0.70	34.342	4.4	10.9
	III	8.993	31.760	40.753	1.8	5.7	19.614	60.367	5.2	17.9	0.67	38.007	10.7	22.7
	IV	16.094	30.019	46.113	13.2	19.6	20.592	66.705	10.5	30.3	0.69	41.381	8.9	33.6
1975	I	10.631	36.591	47.223	2.4	2.4	25.488	72.711	9.0	9.0	0.65	44.307	7.1	7.1
	II	11.366	36.924	48.291	2.3	4.7	27.791	76.082	4.6	14.1	0.63	46.018	3.9	11.2
	III	11.033	40.442	51.445	6.5	11.6	31.854	83.299	9.5	24.9	0.62	50.989	10.8	23.2
	IV	20.816	38.099	58.915	14.5	27.8	31.231	90.146	8.2	35.1	0.65	52.760	3.5	27.5
1976	I	13.562	47.059	60.620	2.9	2.9	36.903	97.523	8.2	8.2	0.62	54.654	3.6	3.6
	II	15.200	47.545	62.745	3.5	6.5	38.644	101.389	4.0	12.5	0.62	55.614	1.8	5.4
	III	14.119	51.159	65.278	4.0	10.8	43.416	108.694	7.2	20.6	0.60	61.333	10.3	16.2
	IV	28.778	50.605	79.383	21.6	34.7	45.953	125.336	15.3	33.0	0.63	66.321	8.1	25.7
1977	I	17.585	63.411	80.996	2.0	2.0	56.088	137.084	9.4	9.4	0.59	71.875	8.4	8.4
	II	20.691	69.755	90.446	11.7	13.9	59.074	149.520	9.1	19.3	0.60	77.960	8.5	17.5
	III	20.756	69.905	90.661	0.2	14.2	63.920	154.581	3.4	23.3	0.59	86.099	10.4	20.8
	IV*	40.406	63.045	103.451	14.1	30.3	61.052	164.503	6.4	31.2	0.63	92.969	8.0	40.2
1978	I*	25.513	79.333	104.846	1.3	1.3	74.883	179.729	9.3	9.3	0.58	97.037	4.4	4.4
	II*	28.641	84.902	113.543	8.3	9.8	83.571	197.114	9.7	19.8	0.57	103.137	6.3	10.9

* Cifras provisionales.

Fuente: Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO.

¹ Los cuasidineros incluyen Depósitos de Ahorro, Certificados de Depósito y Depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

² M2 está compuesta por M1 y los Cuasidineros.

la oferta monetaria ampliada constituida por billetes y depósitos en cuenta corriente es de 0.58, en tanto que la cifra correspondiente cuatro años atrás era 0.70. Teóricamente, esto significa que a la par con el aún desmesurado aumento de la oferta de medios de pago se ha venido presentando una disminución en su demanda, fenómeno que agrava el impacto sobre el nivel general de precios. A ello debe añadirse la mayor propensión de la gente a sustituir dinero y cuasidineros por otros activos que ofrezcan una protección mayor y más automática contra la inflación. Tal es el caso de la propiedad raíz y otros activos reales, y de documentos financieros emitidos por intermediarios no vigilados por la Superintendencia Bancaria, y para los cuales las disposiciones en materia de control de tasas de interés no resultan efectivas.

Las colocaciones bancarias, indicador de la situación crediticia, crecen durante 1978 a un ritmo algo inferior al notorio aumento registrado durante el año anterior, cuando el redescuento de pagarés del Instituto de Mercadeo Agropecuario y otros efectuados a través del Fondo de Desarrollo Eléctrico irrigaron más de 4.000 millones de pesos. De todas formas, el crecimiento de las colocaciones ha superado ampliamente al ritmo de inflación: entre junio de 1978 y el mismo mes del año anterior se incrementaron en 32.2%, en tanto que la inflación durante el mismo período fue de 14% aproximadamente, de donde resulta la significativa elevación en su nivel real. Aún si se sustraen los redescuentos arriba mencionados, las colocaciones acusan un alza de 10% en su valor real.

Al examinar el comportamiento de la liquidez durante los cuatro últimos años se encuentra que la de ahora es bastante parecida a la de ese entonces. Al final de la administración anterior el crecimiento de los medios de pago y de la oferta monetaria ampliada eran de 23% y 38% respectivamente; al concluir la presente administración, las

cifras correspondientes son de 25% y 31% respectivamente, si bien las registradas durante el período fueron notoriamente más elevadas como resultado de las rigideces incorporadas de la política cambiaria, ampliamente analizadas en entregas anteriores de esta revista.

C. Activos de las cuentas monetarias del Banco de la República

En los Cuadros 9 y 10, se presenta la estructura y el comportamiento de las Cuentas Monetarias del Banco Emisor. A partir de diciembre del año pasado, el Banco está presentando sus cuentas en un formato revisado, con un mayor desglose de las diferentes cuentas, permitiendo así una visión más desagregada del panorama monetario. Por tanto, desde este número de *Coyuntura Económica* se registran el crecimiento y la participación de los principales rubros. En general, el crecimiento de los activos del Banco se puede expresar como la suma del crecimiento porcentual de los diferentes rubros activos, ponderándolos por su participación en los totales. Igualmente, el crecimiento de los pasivos puede descomponerse en el de sus diferentes renglones, ponderándolos por sus participaciones respectivas dentro de los totales. Se ha considerado útil describir las cuentas monetarias en términos de su composición y del crecimiento porcentual de las diferentes cuentas individuales, y la contribución de un rubro individual al crecimiento de los activos (o pasivos) totales se mide simplemente por el producto de su variación porcentual y de su participación en el total.

En el Cuadro 9 se presenta la composición de los activos del Banco de la República y la variación porcentual de cada uno de sus rubros. Se observa la notoria transformación de las cuentas como fruto del auge exportador registrado en la presente década, y del particular manejo cambiario adoptado ante tales circunstancias. En tanto que en 1971, las reservas internacionales representaban tan solo el 15.8% de los

Cuadro 9

ACTIVO DEL BANCO DE LA REPUBLICA — COMPOSICION DEL NIVEL (C) Y VARIACION PORCENTUAL (V)

		CREDITO INTERNO									
		Reservas Inter- nacionales Netas	Total	Tesorería	Resto del Sec- tor Público	Bancos Comerciales	Entidades de Fomento	Sector Privado	Diferencia cambiaria neta	Otros Acti- vos Netos	Activo To- tal
1971	C	15.8	83.6	25.1	3.9	16.7	29.2	8.6	0.3	0.3	100.0
1972	V	123.5	9.1	2.3	-38.3	- 6.6	27.5	18.1	-67.5	-250.8	26.1
	C	27.9	72.3	20.3	1.9	12.4	29.6	8.1	0.1	- 0.3	100.0
1973	V	59.3	28.8	-10.2	-26.2	70.1	40.6	33.4	-28.0	414.1	36.0
	C	32.7	68.5	13.4	1.0	15.5	30.6	7.9	0.0	- 1.3	100.0
1974	V	-8.6	29.8	52.2	-194.3	37.7	41.8	-40.1	561.1	-170.6	20.0
	C	24.9	74.1	17.0	- 0.8	17.8	36.1	4.0	0.2	0.7	100.0
1975	V	47.0	16.8	28.0	-32.2	1.1	17.4	23.3	693.1	94.3	26.2
	C	29.0	68.6	17.3	- 0.4	14.3	33.6	3.9	1.2	1.1	100.0
1976	V	148.5	3.8	-34.9	-95.6	- 8.2	8.7	36.3	-213.3	29.4	38.4
	C	52.2	47.8	8.1	0.0	9.5	26.4	3.8	- 1.0	1.1	100.0
1977	V	70.4	51.7	-36.2	2,381.8	97.7	71.1	23.0	271.0	46.3	59.1
	C	55.8	45.5	3.3	- 0.2	11.2	28.4	2.9	- 2.4	1.0	100.0
1978 ¹	V	13.0	- 5.7	-50.1	-26.0	- 4.2	- 2.2	3.0	-27.5	31.7	5.7
	C	59.7	40.6	1.5	- 0.2	10.1	26.2	2.9	- 1.6	1.2	100.0

Fuente: Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO.

¹ Primeros cinco meses

activos totales del Banco, para diciembre de 1977, este rubro se acerca al 56%. Tautológicamente, esta mayor participación de los activos externos esta acompañada de una menor participación del crédito interno, dentro de la cual se destaca la baja en el crédito del Emisor al sector público, resultante en la significativa reducción del gasto público que moderó el efecto monetario del alza en las reservas internacionales.

Durante los primeros cinco meses de 1978 se mantuvo la tendencia señalada en el párrafo anterior. Las reservas internacionales aumentaron en 13.0% elevando en 4 puntos su participación dentro de los activos totales del Banco de la República. Nuevamente el endeudamiento de la Tesorería y del resto del sector público disminuyó tal como se comenta en la sección sobre Finanzas Públicas. El crédito a las entidades de fomento y a los bancos, cuya participación en los activos totales del Banco ascendió hasta 1974, presenta un crecimiento menos riguroso desde aquel año y, durante los primeros cinco meses de 1978, registra una disminución en términos absolutos, debido a la contracción estacional típica de los primeros meses del año. Con todo, es posible afirmar que el control del crédito del emisor a las entidades financieras ha sido otro de los mecanismos de compensación del efecto monetario de las reservas internacionales.

La principal preocupación consignada en las disposiciones crediticias de la Junta Monetaria sigue siendo el sector agropecuario. Para el primer semestre de 1978 los programas de crédito del Fondo Financiero Agropecuario contemplaron un aumento del 22.1% en las asignaciones previstas respecto de las efectivamente realizadas para el mismo periodo de 1977, cifra que probablemente no alcanza a compensar el aumento en los costos de producción, teniendo en cuenta que el alza de los precios del sector agrícola entre marzo de 1977 y el mismo mes del presente año se acerca al 25%. De otra parte, la

Junta Monetaria por medio de las Resoluciones Nos. 8 y 21 del año en curso atendió la solicitud del sector algodonero de refinanciación parcial de los créditos concedidos por el Fondo Financiero Agropecuario durante el segundo semestre de 1977, teniendo en cuenta pérdidas que de acuerdo a los productores se acercan a los 3.000 millones de pesos¹. Además, la Resolución 30 creó un cupo de crédito destinado a la adecuación de tierras para la siembra de algodón durante el segundo semestre de 1978.

En general, el costo de los créditos mencionados en el párrafo anterior oscila alrededor de 15% anual, con un mínimo de 12% y un máximo de 17%. Al considerar que la tasa de rendimiento nominal debe ubicarse actualmente en un mínimo de 25% anual (10% de rendimiento real más 15% de inflación), los préstamos contemplan un subsidio implícito de 10% (o probablemente menor) habida cuenta de otros elementos del costo del crédito diferentes de la tasa de interés explícita. No es aún claro el propósito de tales subsidios; no hay evidencia de que ellos contribuyan a la producción, disminuyan el ritmo de inflación, o mejoren la distribución del ingreso. De hecho, la evidencia sugiere que el crédito subsidiado es regresivo desde el punto de vista distributivo². De otra parte, al ser la inflación un fenómeno fundamentalmente monetario, las tasas de interés altas son un resultado de la inflación y no, como se argumenta frecuentemente, una causa de ella. La contribución de una baja en las tasas de interés a la estabilización de los precios, por conducto de menores expectativas de inflación, se cristaliza cuando las condiciones monetarias permiten efectivamente la **estabilización**, en cuyo caso las tasas de interés de los mercados financieros privados libres caen

¹ Véase Banca y Finanzas, Revista de la Asociación Bancaria de Colombia, Marzo de 1978, p. 147.

² Véase Urrutia M. y Berry A. *La Distribución del Ingreso en Colombia*, pp. 249-256.

Cuadro 10

PASIVOS NO MONETARIOS DEL BANCO DE LA REPUBLICA — PARTICIPACION EN LOS PASIVOS TOTALES (C) Y VARIACION PORCENTUAL (V)

		Operaciones en el Mercado Monetario							Otros Pasivos				
		Bancos Comerciales	Entidades Fomento	Reservas Internacionales a largo plazo	Total	Títulos de Participación	Títulos Canjeables	Certificados de Cambio	Divisas libres adquiridas venta Sector Privado	Entidades de Fomento	Sector Privado	Tenencias interbancarias	Total Pasivos No Monetarios
1971	C	0.2	0.0	6.1	1.0	0.0	0.0	1.0	3.0	0.0	2.7	0.6	13.6
1972	V	200.0	0.0	43.7	-14.8	—	—	-14.8	3.9	—	26.3	3.8	28.0
	C	0.5	0.0	7.0	0.7	0.0	0.0	0.7	2.5	0.0	2.7	-0.5	13.8
1973	V	188.2	-100.0	16.4	173.9	—	—	-62.5	-2.4	—	74.6	-263.2	28.9
	C	1.1	0.0	6.0	1.3	0.0	1.2	0.2	1.8	0.0	3.5	-0.6	13.1
1974	V	-70.8	—	20.7	107.5	—	0.2	576.8	2.7	-22.2	-13.6	9.4	10.8
	C	0.3	0.0	6.0	2.3	0.3	1.0	1.0	1.5	0.0	2.5	-0.5	12.1
1975	V	86.0	—	34.4	51.7	249.7	113.3	-66.4	-1.6	-14.3	26.6	0.0	34.3
	C	0.4	0.0	6.4	2.8	0.9	1.6	0.3	1.2	0.0	2.5	-0.4	12.9
1976	V	36.9	200.0	37.6	221.0	68.0	328.1	74.5	6.3	-50.0	24.0	0.0	73.3
	C	0.4	0.0	6.3	6.5	1.1	5.1	0.4	0.9	0.0	2.3	0.3	16.1
1977	V	44.2	450.0	29.6	223.5	-100.0	-26.7	4.950.0	-2.4	-66.7	66.5	0.0	112.4
	C	0.4	0.0	5.2	13.2	0.0	2.3	10.9	0.6	0.0	2.4	0.2	21.5
1978 ¹	V	-1.6	-81.8	5.6	-3.0	—	73.8	-12.2	-10.2	0.0	17.9	0.0	4.8
	C	0.3	0.0	5.2	12.9	0.0	3.9	9.1	0.5	0.0	2.6	0.2	21.3

Fuente: Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO

* Cifras Provisionales

¹ Primeros cinco meses.

automáticamente. La tendencia general de las autoridades monetarias a reducir las tasas oficiales y vigiladas, también consignada en las Resoluciones Nos. 23 y 24 y en el Decreto No. 984, se puede interpretar mejor como un resultado de las menores condiciones inflacionarias y de la persistente disposición a mantener subsidios en el crédito institucional. Queda por establecer, sin embargo, la contribución del crédito subsidiado a la asignación de recursos hacia los sectores beneficiados, contribución que no dispone de asidero firme en la teoría microeconómica.

Con todo, el rubro líder en los activos del Emisor continúa siendo el de las reservas internacionales; durante el primer semestre aumentaron en 258 millones de dólares, cifra inferior, sin embargo a la registrada durante el período correspondiente del año anterior. El menor aumento de las reservas se debe principalmente a mayores pagos por importaciones, toda vez que los ingresos en moneda extranjera presentan un nivel y composición parecidos a los registrados el año anterior. Durante el semestre en curso no se han adoptado medidas fundamentales en materia de política cambiaria. El manejo de la tasa de cambio continúa disminuyendo el valor real de la divisa, toda vez que el ritmo de devaluación de la tasa nominal (2.4% en los primeros 6 meses) es bien inferior a la variación del nivel de precios (aproximadamente 13% en el mismo período). Se explica así la reacción del valor nominal de las importaciones (23.8% más elevado que el del primer semestre de 1977) y el estancamiento de las exportaciones diferentes de café (7.6% más altas en valor nominal en términos de reintegro). Con una inflación mundial que se acerca al 10%, el volumen exportado de bienes diferentes de café probablemente ha disminuido,³ mientras que el volumen

importando se ha incrementado. Por su parte los ingresos provenientes de café durante el primer semestre de 1978 fueron inferiores a los del mismo período del año anterior. Todo parece indicar que el proceso de ajuste a través de la revaluación real del dólar continúa aproximando la economía al equilibrio en el sector externo. Una medida adicional que ha contribuido al abaratamiento de las importaciones ha sido la de incrementar gradualmente la fracción del depósito previo a la nacionalización de mercancías que se puede efectuar con certificados de cambio, por el menor precio de la cotización del certificado en la Bolsa de Valores con respecto al precio oficial de la divisa. Con la Resolución 33, se dispuso que la totalidad del depósito previo podía efectuarse en esta forma.

Corresponde ahora analizar las perspectivas en materia de activos del Emisor para el año completo de 1978. Como se explica en la sección sobre Finanzas Públicas, el endeudamiento neto del Gobierno con el Banco de la República será probablemente nulo una vez concluya el año. Esta previsión se hace con un margen de error de 1.000 millones de pesos. De otra parte, las proyecciones en materia de Balanza Cambiaria muestran una acumulación de reservas entre -150 y 350 millones de dólares, con un impacto total sobre los activos del Emisor que oscilaría entre -5.850 y los 13.650 millones de pesos. Finalmente, si se supone que el crédito, a los bancos comerciales y a las entidades de fomento crece entre un 15% y un 25%, este rubro representaría una cifra entre 7.000 y 12.000 millones del total de los activos. Tomando el punto medio de los rangos previstos, los activos totales podrían crecer en 14.850 millones de pesos, cifra que representa el 10% del nivel de pasivos registrado al final del año pasado. En la sección siguiente se analiza el comportamiento de los pasivos y se establece el curso probable de la base monetaria, necesario, a su vez, para anticipar la trayectoria futura de los medios de pago.

³ Sin embargo, la cifra de registros de exportación es totalmente diferente e indica un crecimiento del orden del 25% en el valor de los productos exportados diferentes del café.

D. Pasivos del Banco de la República

En el Cuadro 10 se presenta la composición y el comportamiento de los pasivos no monetarios del Banco de la República⁴. El aspecto más destacado de dicho cuadro es la mayor participación de los pasivos no monetarios dentro de los pasivos totales en los últimos dos años, consecuencia, principalmente, de las operaciones de mercado abierto, que, con la instauración del mercado privado de certificados de cambio, adquirió un impulso sin precedentes en el país. Los certificados constituyen un instrumento financiero con

una tasa de interés determinada libremente en el mercado y permitieron, por tanto, una colocación cuyo valor supera los 12.000 millones de pesos al final de junio del presente año. Pero la principal preocupación de las autoridades monetarias con el mercado de certificados ha sido, precisamente, la de las altas tasas de interés frente a las permitidas en el sector financiero institucional. En el Cuadro 11 se observa el comportamiento de los rendimientos históricos efectivos del certificado y los previstos para el futuro inmediato. Las disposiciones pertinentes de la Junta Monetaria, han reducido el descuento aplicable antes del término de maduración (hoy tres meses) desde 15% hasta 7%, y con el lento ritmo de devaluación se ha puesto así un techo efectivo al rendimiento como bien se plasma en la evolución a partir de enero del presente año.

De otra parte, la demanda por certificados se ha incrementado como resultado de tres factores. En primer término, y como ya se señaló anteriormente, las Resoluciones Nos. 1, 10 y 33 am-

⁴ Existe una discrepancia menor con respecto a la clasificación adoptada en la Revista del Banco de la República, en *Coyuntura Económica* se incluyen los depósitos del BCH y del Fondo Financiero Industrial dentro de los pasivos monetarios (la Revista del Banco los incluye dentro de los pasivos no monetarios) al igual que los depósitos del público (que la Revista sí incluye dentro de los pasivos monetarios). De otra parte, la clasificación de *Coyuntura Económica* incluye también los depósitos para importaciones y giros al exterior dentro de los pasivos monetarios (en la Revista del Banco hacen parte de los no monetarios). Ello permite una consideración explícita de dichos depósitos dentro del multiplicador de la base monetaria.

Cuadro 11

COTIZACION DEL CERTIFICADO DE CAMBIO

	Tasa Oficial de Compra	Cotización en la Bolsa de Bogotá	Descuento en la Bolsa	Rendimiento Trimestral	Descuento Oficial
Julio	36.54	33.95	7.1	10.0 ¹	15.0
Agosto	36.82	33.91	7.9	10.7 ¹	15.0
Septiembre	37.14	35.00	5.8	8.5 ¹	15.0
Octubre	37.35	35.00	6.3	8.8 ¹	15.0
Noviembre	37.55	35.08	6.6	9.2 ¹	15.0
Diciembre	37.96	35.21	7.2	9.1 ¹	10.0
Enero	38.08	35.72	6.2	8.0 ¹	7.5
Febrero	38.22	37.00	3.2	4.7 ¹	7.5
Marzo	38.42	36.96	3.8	5.2 ¹	7.0
Abril	38.58	36.90	4.4	5.8 ¹	7.0
Mayo	38.75	36.90	4.8	6.2 ²	7.0
Junio	38.87	36.80	5.3	6.9 ²	7.0
Julio	39.02	38.00	2.6	4.0 ²	7.0

Fuente: Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO.

¹ Rendimiento calculado al dividir la tasa oficial de compra vigente tres meses después por la cotización de bolsa al fin del mes indicado.

² Rendimiento calculado al dividir la tasa oficial de compra (Estimada en base a un ritmo de devaluación de 0.4 % mensual por la cotización de bolsa al fin del mes indicado).

Cuadro 12

PASIVOS MONETARIOS DEL BANCO DE LA REPUBLICA
PARTICIPACION EN LOS PASIVOS TOTALES Y VARIACION PORCENTUAL (V)

Año		Depósitos en Moneda Nacional									
		Billetes en Circulación				Para Encaje		Importaciones y giros al exterior Sector Priv.	Entidades de Fomento	Sector Privado	Total Pasivos Monetarios
		Bancos Comerciales	Entidades de Fomento	Sector Privado	Total	Bancos Comerciales	Entidades de Fomento				
1971	C	1.7	0.5	38.7	40.9	23.1	2.2	9.8	1.5	0.2	86.4
1972	V	8.5	-5.6	26.1	25.0	27.3	22.3	16.4	19.0	-26.1	25.8
	C	1.5	0.4	38.7	40.5	23.3	2.2	9.1	1.5	0.1	86.2
1973	V	22.6	51.5	17.6	18.1	58.4	-12.2	46.7	-19.2	64.7	37.1
	C	1.3	0.4	33.5	35.2	27.1	2.0	9.8	0.9	0.1	86.9
1974	V	19.0	22.2	26.0	25.7	13.7	-57.1	4.8	208.6	-21.4	21.3
	C	1.3	0.4	35.2	36.9	25.7	0.5	8.6	0.2	0.1	87.9
1975	V	65.7	24.1	29.3	30.6	26.9	55.6	-48.6	-74.5	27.3	25.1
	C	1.7	0.4	36.0	38.2	25.9	1.8	3.5	0.4	0.1	87.1
1976	V	3.6	21.2	38.5	36.7	46.5	83.3	-53.8	4.7	-26.8	33.2
	C	1.3	0.4	36.1	37.7	27.4	2.4	1.2	0.3	0.0	83.9
1977	V	33.5	9.3	40.7	40.1	40.3	35.1	459.3	14.6	270.7	48.9
	C	1.1	0.3	31.9	33.2	24.1	2.0	4.1	0.2	0.1	78.5
1978 ¹	V	51.7	125.2	-35.1	-31.1	54.7	-7.9	-3.2	22.2	74.7	5.9
	C	1.6	0.5	19.6	21.7	35.3	1.8	3.3	0.3	0.0	78.7

¹ Primeros cinco meses.

pliaron la fracción del depósito previo a la nacionalización de mercancías susceptible de ser constituido en certificados de cambio. La última de estas disposiciones permite constituir la totalidad de este depósito en certificados. De otra parte, la Resolución No. 37 amplió el término de vencimiento (diferente del término de maduración de tres meses) de 6 a 8 meses, permitiendo a los particulares mantener los certificados por dos meses más sin ser objeto de las sanciones y perjuicios aplicables a los certificados vencidos. Finalmente, es factible que expectativas de devaluación recientemente creadas hayan motivado a los particulares a una mayor demanda por el documento. Con todo, el rendimiento trimestral parece aproximarse a un mínimo registrado de 4%, que corresponde a 17%, cifra difícilmente sostenible, cuando la inflación prevista supera el 15%, y cuando la tasa de interés vigente en mercados financieros paralelos supera el 25%.

El control sobre las tasas de interés de los certificados probablemente ha contribuido a disminuir el dinamismo de los mismos. Después del vigoroso crecimiento registrado durante 1977, el valor colocado disminuyó a partir de marzo, después de que las disposiciones que rebajaron el descuento redujeron, efectivamente, el rendimiento del certificado. Es este un ejemplo más del conocido postulado sobre la imposibili-

dad de manejar la tasa de interés independientemente de la trayectoria de la cantidad de dinero. De continuar el control sobre el tipo de interés, se limitará la contribución de los certificados al control del crecimiento de la base monetaria.

En el Cuadro 12 aparecen las cifras que describen el comportamiento de los pasivos monetarios del Banco de la República. Se destaca cómo, el rubro que ha compensado la mayor participación de las operaciones en el mercado monetario dentro de los pasivos totales ha sido el de billetes en circulación en el sector privado. Su participación disminuyó de 36% al final de 1976 a 32% al final de 1977. La baja observada en los primeros cinco meses de 1978 es de carácter estacional. En el Cuadro 13 se calcula la base monetaria definida como la suma de los pasivos monetarios del Banco más la moneda de Tesorería y se observa que el máximo crecimiento de este agregado tuvo lugar en 1977, como consecuencia del notorio aumento en las reservas internacionales del Banco. En los primeros cinco meses del presente año, el aumento ha sido de 6%; para efectos de anticipar la cifra correspondiente al año completo es necesario hacer algún supuesto sobre el comportamiento de los pasivos no monetarios. Como se indicó anteriormente, aquel depende de la política en materia de operaciones en el mercado mo-

Cuadro 13

BASE MONETARIA

	Pasivos Monetarios del Banco de la República	Moneda de Tesorería	Base Monetaria Nivel	Base Monetaria Variación %
1971	18.816	181	18.997	—
1972	23.672	228	23.900	25.8
1973	32.458	264	32.722	36.9
1974	39.387	281	39.668	21.2
1975	49.263	362	49.625	25.1
1976	65.632	486	66.118	33.2
1977	97.744	598	98.342	48.7
1978 Mayo	103.507	773	104.280	6.0

Fuente: Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro 14
MULTIPLICADOR MONETARIO

Fin	Relación de efectivo a depósitos	Encajes en Moneda Nacional							Relación de depósitos para importaciones y giros al ex.	Multiplificador de M1	Multiplificador de M2	
		A la vista y antes de 30 días	A más de 30 días	Sección Fiduciaria	Depósitos de Ahorro	Certificados de Depósito	Depósitos de establecimientos públicos	Otros				
1971	0.56	31.50	29	21	20				13.6	1.26	1.48	
1972	0.57	31.50	29	21	20	19		25	12.6	1.25	1.50	
1973	0.49	38.00	29	21	20	19		25	12.6	1.18	1.56	
1974	0.54	18 y 35	29	21	20	5 y 10		5	8.6	1.16	1.68	
1975	0.55	18 y 36	29	21	20	10		80 y 60	4.2	1.19	1.82	
1976	0.57	18 y 43.5	29	21	20	10		100	1.3	1.20	1.90	
1977	0.65	18 y 46.5	29	21	20	10		80	100	5.2	1.05	1.67
1978 ¹	0.34	18 y 45.0	29	21	20	10		80	100	—	1.06	1.84

Fuente: Revista del Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO.

¹ Primeros cinco meses.

netario. Si se persiste en mantener el rendimiento del certificado por debajo de "la" tasa de interés de mercado, es más probable que los pasivos no monetarios disminuyan. Si, por el contrario se amplía el descuento aplicable a los certificados que no han madurado, o si se acelera el ritmo de devaluación, es factible prever un aumento de las colocaciones de aquel documento. Aquí se supone que los pasivos no monetarios mantienen su participación dentro de los pasivos totales. Ello implica un crecimiento de 10% en dicho renglón y en la base monetaria. Y, para que la participación de los certificados no se modificara, estos deberían crecer igualmente 10%.

E. Multiplicador de la oferta monetaria

En el Cuadro 14 se presentan los parámetros más importantes del multiplicador de la oferta monetaria. Como los depósitos para importaciones y giros al exterior se han incluido dentro de la base monetaria, uno de los parámetros calculados es la relación entre aquellos depósitos y los egresos de cambio extranjero⁵. Se destaca la elevación del encaje sobre los depósitos a la vista y antes de 30 días, durante

1976 y 1977. En el presente año se han dictado algunas disposiciones sobre la materia. En primer término el nivel de exigibilidades por debajo del cual se aplica el encaje preferencial de 18% se elevó de 100 a 130 millones por medio de la Res. No. 17. Con el elevado crecimiento de los medios de pago, el valor real de aquel nivel había perdido importancia, tal como se desprende del descenso en la fracción de las exigibilidades que se beneficiaban de dicho encaje⁶.

Con todo, la presente resolución no alcanza a mantener la fracción vigente inmediatamente después de la modificación efectuada por la Resolución 7 de 1976. De otra parte, el encaje sobre montos superiores a los 130 millones, e inferiores al nivel a partir del cual se aplica el encaje marginal (Res. No. 2, 1977), se disminuyó en 1.5 puntos, por medio de la Resolución No. 9. Esta misma disposición limitó los recursos propios bancarios susceptibles de ser contabilizados como disponibilidad para la liquidación del encaje marginal de 100%, toda vez que el objetivo contractionista de este último encaje se había limitado por los aportes computables de los bancos.

De otra parte, la Resolución 17 del presente año también modificó la estructura del encaje sobre las exigibili-

⁵ No todos los depósitos se relacionan con las importaciones. Una fracción de los señalados por la Resolución No. 53 de 1964 responden a otros renglones de los giros al exterior. Lo mismo ocurre con los señalados por la Resolución No. 46 de 1977. De otra parte, el valor total de los Depósitos de que trata la Resolución 53 de 1976 se relacionan con el pago de importaciones.

⁶ Véase *Banca y Finanzas*, Revista de la Asociación Bancaria de Colombia No. 160 (Junio, 1978), p. 90.

dades en moneda extranjera de los bancos y de las corporaciones financieras, elevando de 2.5 a 4.0 millones de dólares el límite del encaje preferencial de 6%, y de 10 a 15 millones de dólares la base mínima de aplicación del encaje marginal para aquellos establecimientos que registraron exigibilidades menores a dicho monto en octubre 22 de 1976. Estas medidas permiten reducir los ingresos de intermediación en créditos de corresponsalía, especialmente para los establecimientos pequeños, disminuyendo —en alguna medida— la tendencia vigente de acudir al crédito externo directo previsto por el artículo 132 del Decreto 444.

En lo que toca a los depósitos para giros al exterior, es claro el descenso que aquellos registran a partir de 1974, cuando se formuló la política de restarle importancia a este tradicional instrumento de control monetario. Con todo, la Resolución 46 de 1977 acudió a él nuevamente, ante el desorden monetario que se generó a mediados del año pasado. Sin embargo, durante los primeros meses del año en curso, los depósitos para giros al exterior han disminuido en 3.2%.

Las medidas de restricción han logrado disminuir sensiblemente el multiplicador de los medios de pago. Como se observa en el Cuadro 14, éste registra un nivel de 16%, inferior en 1977 con respecto de 1971. Con todo, el menor multiplicador de los medios de pago

ha sido acompañado por un mayor multiplicador de la oferta monetaria ampliada lo que significa que la sustitución entre activos le ha restado efectividad a las disposiciones sobre encaje.

F. La inflación en 1978

En el número de abril de 1978 de Coyuntura Económica se analizaron las perspectivas en materia del nivel general de precios y se anticipó que durante el año completo la inflación alcanzaría una cifra entre 15% y 20%. Las condiciones monetarias apuntan hacia la baja en el crecimiento de la liquidez, con la mayor parte del impacto sobre precios hacia 1979.

En el Cuadro 15 se presenta la evolución de los índices agregados de precios. Al examinar el comportamiento de la variación anual acumulada se aprecia el descenso gradual de la inflación de niveles cercanos al 40% entre junio de 1976 y junio de 1977 a los de 15% entre los mismos meses de 1977 y 1978. El alza para el año completo de 1978 se acercará, sin embargo, al 20%. En lo corrido del año, se ha registrado un incremento de 13%, y es dudoso suponer que en los seis meses restantes no se presenten alzas de consideración. Si la baja en la emisión de origen externo no se compensa por un mayor endeudamiento del gobierno, el próximo año puede registrar un descenso adicional en el ritmo de inflación.

Finanzas Públicas

A. Introducción y Resumen

Este año, en el cual aparentemente por primera vez desde 1976 crece en términos reales la inversión del Gobierno Central, la situación de liquidez es

más estrecha. No se encuentra el gobierno en la posición de caja relativamente holgada de los años inmediatamente anteriores. Muy probablemente se registrará al finalizar 1978 un pequeño déficit de tesorería, por primera

Cuadro 15
COMPORTAMIENTO DE LOS INDICES AGREGADOS DE PRECIOS
 Variación (%)

Año		Obreros DANE			Empleados DANE			Al por Mayor Banco de la República		
		(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
1974	I	9.3	9.3	28.0	8.1	8.1	24.0	11.9	11.9	37.6
	II	5.1	14.8	22.7	4.9	13.4	22.0	6.5	19.2	35.2
	III	2.6	17.8	22.5	3.3	17.1	21.8	4.7	24.8	34.2
	IV	7.7	26.9	26.9	6.9	25.2	25.2	9.1	36.2	36.2
1975	I	7.8	7.8	25.1	6.8	6.8	23.7	5.9	5.9	28.9
	II	5.4	13.5	24.4	4.7	11.8	23.4	3.1	9.2	24.8
	III	1.6	15.4	24.2	2.7	14.8	22.7	5.0	14.7	25.2
	IV	2.2	17.9	17.9	2.4	17.5	17.5	4.3	19.6	19.6
1976	I	6.7	6.7	16.8	7.1	7.1	17.8	5.4	5.4	19.1
	II	5.9	13.1	17.4	5.1	12.6	18.4	6.6	12.4	23.2
	III	5.8	19.6	22.2	6.1	19.6	22.4	5.2	18.2	23.3
	IV	5.3	25.9	25.9	4.8	25.4	25.4	7.6	27.3	27.3
1977	I	10.7	10.7	30.6	9.6	9.6	28.3	5.8	5.8	27.8
	II	16.4	28.8	43.5	12.8	23.6	37.5	10.6	17.0	32.6
	III	0.5	29.3	36.1	1.9	26.1	32.1	0.5	16.6	25.4
	IV	0.0	29.3	29.3	1.1	27.5	27.5	2.2	19.2	14.2
1978	I	6.3	6.3	23.3	5.6	5.6	23.6	5.9	5.9	19.2
	II	6.1	12.8	13.1	6.9	12.9	16.4	—	—	—

Fuente: DANE, Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO

¹ Variación trimestral

² Corrido del año

³ Variación anual acumulada

vez desde 1976. En el más largo plazo, a partir de 1979, la tendencia parece ser hacia una más acentuada posición deficitaria, en particular si empieza a descender el precio internacional del café y por lo tanto, los ingresos por concepto del impuesto de aduana y de la cuenta especial de cambios (impuesto *ad-valorem* al café e ingresos por manejo de reservas internacionales del Banco de la República). El comportamiento negativo en términos reales de los recaudos por concepto del impuesto a la renta y complementarios, si se mantiene después de 1979, contribuirá igualmente a agudizar las dificultades financieras del Gobierno Central. De otra parte, es posible que las Entidades Descentralizadas requieran en 1979 y más allá aportes presupuestales relativamente mayores que los de años anteriores, dado el progresivo deterioro en su situación de tesorería (de entidades tales como ECOPETROL, IDEMA, Ferrocarriles Nacionales y otras). Así las cosas,

el gobierno tendría que recurrir a un creciente endeudamiento interno y externo, parte del cual se traduciría en emisión primaria, o alternativamente se vería precisado a reducir la inversión.

B. Ingresos

Al concluir junio se había recaudado el 48.1% de los ingresos corrientes presupuestados y una mínima parte de los recursos de capital (Cuadro 16). Tal como se observa en el Cuadro 17, al discriminar los ingresos corrientes en lo que va corrido de este año y compararlos con los del primer semestre de 1977, se destaca la tasa anual de crecimiento del impuesto a la renta y complementarios de apenas 14.0%. Es decir, los recaudos por este concepto siguen aumentando, por tercer año consecutivo, a una tasa menor que la inflación (se han estancado en alrededor del 15% nominal). Así como fueron consi-

Cuadro 16

REALIZACION DEL PRESUPUESTO DEL GOBIERNO CENTRAL A JUNIO 30 1978

(millones de pesos)

	Ingresos totales presupuestados ¹	Recaudos	Ingresos efectivos ²
Ingresos corrientes	78.894	38.618	36.910
Ingresos de capital	8.833		884
Total	87.727		37.794

	Gastos totales presupuestados	Acuerdos totales de gastos	Ratificación reservas	Pagos efectivos ³
Funcionamiento	60.111	29.163	1.032	
Inversión	27.516	9.114	373	
Total	87.727	39.277	1.405	35.240

Fuente. Dirección Nacional de Presupuesto y Tesorería General de la República.

¹ Corresponde a las apropiaciones definitivas a junio 30, es decir el presupuesto inicial más las adiciones netas (créditos menos los contracréditos).

² Cifras de la Tesorería General de la República.

³ Incluye servicio de deuda.

Cuadro 17

**RECAUDOS DE INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL
DURANTE EL PRIMER SEMESTRE 1977-1978**

(millones de pesos)

	I Semestre 1977	I Semestre 1978	Variación Anual (%)
1. Renta y complementarios	10.247	11.682	14.0
2. Ventas	6.179	8.508	37.7
3. Aduanas y CIF	4.451	6.011	35.0
4. Cuenta especial de cambios	4.381	6.842	56.2
a. Impuesto café	(3.625)	(3.333)	(-8.1)
b. Otros (neto)	(756)	(3.509)	(364.2)
5. Gasolina y ACPM	2.078	2.446	17.7
6. Otros	2.095	3.129	49.3
7. Total	29.431	38.618	31.2

Fuente: Dirección de Impuestos Nacionales, Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

derables durante 1975 los incrementos en estos ingresos por ser este el primer año de entrar en vigor la reforma tributaria de 1974, así también ha sido dramática su disminución en términos reales durante 1976-1978 (véase gráfica 1). Se le presenta entonces al gobierno entrante la preocupante perspectiva de un sistema tributario cuya principal fuente de ingreso, el impuesto a la renta y complementarios, se muestra inelástico con relación a los precios, en momentos en los cuales no parece muy lejano el día de menores ingresos por otros conceptos debido a la baja en el precio externo del café (si no hay helada en el Brasil).

Cuatro años después de adoptada la reforma tributaria, es la bonanza cafetera la que le ha permitido al Gobierno Central mantener a partir de 1976 una posición relativamente holgada de tesorería, especialmente por los aumentos en los recaudos del impuesto de aduanas y de la cuenta especial de cambios. Ahora bien, es posible que el nivel de importaciones sea alto hasta 1979 para posteriormente comenzar a descender, según sea la evolución del precio internacional del café, razón por la cual no cabe esperar aumentos en términos reales en el renglón de impuesto de aduanas más allá de 1979. De otra par-

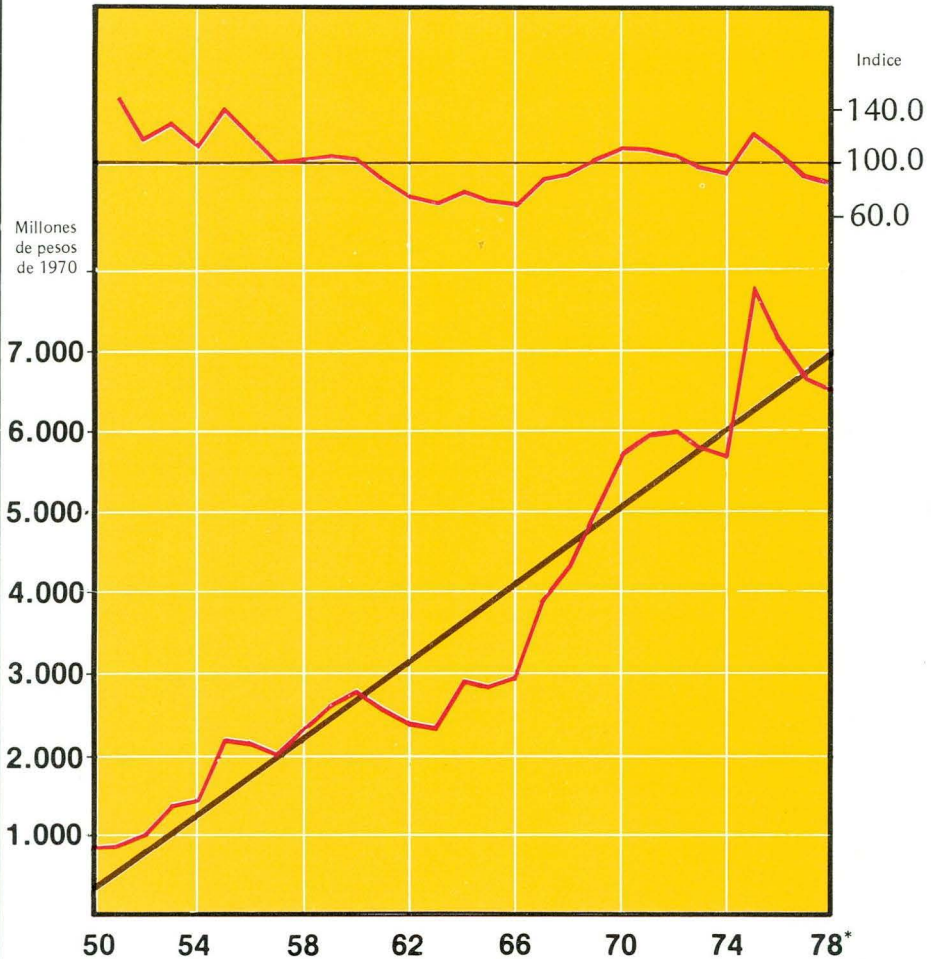
te, los ingresos por la cuenta especial de cambios crecieron a tasas nominales de 63.4% en 1976, de 58.6% en 1977 y en lo que respecta al primer semestre de 1978, a una tasa de 56.2% (Cuadro 17). El acelerado crecimiento de este renglón durante 1976-1977 se debió a los mayores recaudos por concepto del impuesto *ad-valorem* al café que depende del valor de las exportaciones del grano y que durante 1978 empieza a declinar en términos absolutos. Sin embargo, se registra en este año un aumento considerable en otro componente de la cuenta especial, el relacionado con el interés que devengan las reservas internacionales del Banco de la República, que más que compensa la caída en el impuesto al café. Como se espera que el nivel de reservas internacionales llegue a su máximo en 1978, cabe presumir que habrá un descenso en estos recaudos a partir de 1979.

Por todo lo dicho anteriormente se concluye que de mantenerse la tendencia de estos tres últimos años a un declinamiento en términos reales de los ingresos por concepto del impuesto de renta y complementarios y si se presenta una caída significativa en los precios externos del café, las perspectivas de mediano plazo en cuanto hace a las finanzas del Gobierno Central no son

GRAFICA 1

EVOLUCION DE LOS RECAUDOS IMPUESTO A LA RENTA Y COMPLEMENTARIOS, 1950-1978

Desviación de la tendencia



* Proyección de Fedesarrollo.

FUENTE: Contraloría General de la República, Dirección de Impuestos Nacionales y Estimativos de FEDESARROLLO.

Cuadro 18

PROYECCION DE LOS INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL, 1978

(millones de pesos)

	Recaudos 1977	Recaudos 1978			Variación anual (%)
		I semestre	Proyección II semestre	Proyección año	
1. Renta y complementarios	24.058	11.682	16.132	27.814	15.6
2. Ventas	13.451	8.508	8.709	17.217	28.0
3. Aduanas y CIF	9.763	6.011	6.579	12.590	30.0
4. Cuenta especial de cambios	9.233	6.842		14.012	51.8
a. Impuestos café	(6.604)	(3.333)	(3.520)	(6.853)	(3.8)
b. Otros	(2.629)	(3.509)	(3.650)	(7.159)	(172.3)
5. Gasolina y ACPM	3.969	2.446	2.356	4.802	21.0
6. Otros	5.407	3.129	3.359	6.488	20.0
7. Total	65.881	38.618	44.305	82.923	25.9

Fuente: Administración de Impuestos Nacionales, Banco de la República y proyección de FEDESARROLLO.

nada halagüeñas. Estas perspectivas serían aún más pesimistas si se agudizan los desequilibrios financieros de las Entidades Descentralizadas, como parece ha venido sucediendo especialmente a partir de 1975, los cuales tendrían que subsanarse con mayores aportes del presupuesto del Gobierno Central⁷. Es posible entonces que el gobierno tenga que recurrir a un creciente endeudamiento interno y externo, particularmente para financiar programas de inversión pública. Pero aún así, existen unos límites de endeudamiento que no es prudente sobrepasar.

En el más corto plazo, o sea para la vigencia de 1978, la tasa de crecimiento de los ingresos corrientes será aparentemente mayor que la inflación prevista, básicamente debido a los aumentos en los ingresos de la cuenta especial de cambios y del impuesto de aduanas, así como al aceptable comportamiento del impuesto a las ventas (véanse las proyecciones del Cuadro 18). Así entonces, en lo que respecta al año en curso, la situación financiera del Gobierno Central no es más estrecha debido básicamente al comportamiento coyuntural de aquellos ingresos que dependen directamente de la favorable evolución del sector externo de la economía. No obstante, vale la pena anotar que la utilización de crédito para financiar inversión, si se mantiene a niveles razonables, es deseable en 1979 para amortiguar el efecto sobre demanda agregada de una baja en los precios del café.

⁷ Según la Contraloría General de la República, el déficit total de tesorería de las Entidades Descentralizadas del Gobierno Nacional fue en 1977 de \$795 millones, en 1974 de \$4.274 millones, en 1975 de \$6.050 millones y en 1976 de \$8.095 millones. Desafortunadamente no se cuenta con los datos para 1977, dado el acostumbrado retraso con que la Contraloría presenta esta útil información.

C. Gastos

Durante el primer semestre de 1978 el Gobierno Central acordó gastar el 43.6% del total presupuestado para la vigencia completa (Cuadro 19). Los acuerdos de gastos de funcionamiento sumaban a junio 30 el 49.1% de lo presupuestado, mientras los gastos acordados de inversión representaban apenas el 33.1%. En comparación con el primer semestre de 1977, la ejecución presupuestal de este año ha sido aproximadamente igual de lenta. Se destaca, sin embargo, en la comparación de estos dos semestres, el crecimiento en términos nominales de

52.5% de los acuerdos de inversión, que refleja la intención de la administración López por "mostrar obras" al terminar su mandato presidencial.

De otra parte, hasta junio 30 las adiciones al presupuesto eran mínimas, de apenas \$1.145 millones (Cuadro 19), pero ya en julio 12 se adicionaron otros \$7.632 millones⁸. Estas adiciones supuestamente cubrirán el reajuste salarial para los empleados del Gobierno Central decretado con retroactividad al primero de enero, el reajuste salarial de los maestros, el refinanciamiento de las

⁸ Mediante el Decreto 1389 de 1978.

Cuadro 19
APROPIACION DEFINITIVA Y ACUERDOS Y GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL A JUNIO 30, 1977-1978

(millones de pesos)

	A Junio 30 1977	A Junio 30 1978	Aumento Relativo (%)
A. Apropiación definitiva	64.348	87.727	36.3
1. Funcionamiento ¹	44.289	59.311	34.0
a. Presupuesto inicial	(42.911)	(59.272)	
b. Créd. y contracréditos	(1.378)	(39)	
2. Inversión	20.059	27.516	37.2
a. Presupuesto inicial	(19.837)	(26.408)	
b. Créd. y contracréditos	(222)	(1.108)	
3. Aportes regionales ²	--	900	
B. Acuerdos de Gastos	28.403	38.277	34.7
1. Funcionamiento	22.427	29.163	30.0
2. Inversión	5.976	9.114	52.5
C. Porcentaje acordado de la apropiación (B/A)	44.1	43.6	
1. Funcionamiento	50.6	49.1	
2. Inversión	29.8	33.1	

Fuente: Dirección General de Presupuesto y Cálculos FEDESARROLLO.

¹ Incluye servicio de deuda.

² Se presentan desagregados por no saberse si corresponden a funcionamiento o inversión.

Cuadro 20
SITUACION DE TESORERIA DEL GOBIERNO CENTRAL, 1977-1978
(millones de pesos)

	A junio 30 1977	A diciembre 31 1977	A junio 30 1978
A. Disponibilidades	3.598	2.069	4.098
B. Exigibilidades	910	1.468	1.315
C. Saldo (A-B)	2.688	601	2.783

Fuente: Tesorería General de la República.

universidades, el aumento en el subsidio de transporte público colectivo urbano, y algunos gastos de inversión. En realidad la mayor parte de los gastos adicionales son de funcionamiento. Por lo demás, tradicionalmente al final de cada vigencia el Gobierno Central se ve forzado a realizar adiciones, motivo por el cual es probable que la administración Turbay tenga que tomar la decisión de hacer otras adiciones en los últimos meses de este año.

D. Situación de tesorería

Durante el primer semestre de 1978 los ingresos efectivos de tesorería fueron inferiores a los acuerdos de gasto pero superiores a los pagos efectivamente realizados (Cuadro 16). Del total de gastos acordados a junio 30 (incluyendo las ratificaciones de reservas de la vigencia anterior), se había pagado efectivamente el 88.9%. En el balance final, se contabilizó a finales de semes-

Cuadro 21
PROYECCION DE LA SITUACION DE TESORERIA DEL GOBIERNO CENTRAL
A DICIEMBRE 31 DE 1978*
(millones de pesos)

A. Disponibilidad al comenzar el año	2.069
B. Ingresos de caja	83.935
1. Ingresos Corrientes	(80.455)
2. Ingresos de Capital	(3.500)
C. Pagos efectivos	83.276
D. Disponibilidad al finalizar el año (A + B - C)	2.179
E. Exigibilidades al finalizar el año	2.472
F. Déficit al finalizar el año (D - E)	- 293

Fuente: Proyecciones de FEDESARROLLO.

* Proyecciones bajo el supuesto que no se realizan más adiciones que los \$ 8.879 millones hechas hasta julio 30.

tre un superávit de tesorería de \$2.783 millones, que resulta similar al de igual fecha de 1977 (Cuadro 20).

La variación de este superávit en lo que resta del año dependerá del valor de las adiciones. Con los \$8.779 millones ya adicionados se terminaría la vigencia de 1978 sin superávit o déficit considerables de tesorería (veánse las proyecciones del Cuadro 21). Sin embargo, cualesquiera otras adiciones se traducirían en un aumento del défi-

cit a finales del año. Son por lo tanto limitadas las opciones que a este respecto se le presentan a la administración Turbay. Si al final de cuentas y en el peor de los casos se adicionan otros \$7.000 millones (en total cerca de \$16.000 millones), entonces el déficit a diciembre 31 podría sobrepasar la cifra de \$3.500 millones. Aún así, un déficit de esta magnitud constituye apenas el 4.1% de los ingresos totales de tesorería.

Sector Externo

A. Comercio Exterior

El valor del intercambio comercial de Colombia con el resto del mundo prácticamente llegó durante 1977 a la suma de US\$5.000 millones, con un incremento sobre el año inmediatamente anterior del 32.2%. En este crecimiento influyó fundamentalmente el mayor valor de las exportaciones de café —a pesar del menor volumen exportado— y el notorio aumento en la importación de bienes, tal como puede comprobarse en

el Cuadro 22. Durante el primer semestre de 1978 el dinamismo del comercio exterior se redujo, tanto por la disminución de las exportaciones de café como por el menor crecimiento relativo de las importaciones de bienes, mientras las exportaciones no tradicionales repuntaban claramente. En las siguientes secciones se analiza el comportamiento de las exportaciones y el de las importaciones. En la Gráfica 2 se presenta, por otro lado, la evolución trimestral del comercio exterior colombiano a partir de 1976.

Cuadro 22
REGISTROS DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(millones de dólares)

	1er. semestre 1976		1976		1er. semestre 1977		Variación %		1977		1er. semestre 1978 ¹		Variación %	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	1er. sem. 77 1er. sem. 76	Valor	%	Valor	%	1er. sem. 77 1er. sem. 78	1er. sem. 77 1er. sem. 78	
A. Total Exportaciones	806.7	100.0	1.773.7	100.0	1.249.7	100.0	54.9	2.312.5	100.0	1.240.8	100.0	-0.8		
1. Café	456.0	56.5	996.0	56.1	891.7	71.3	95.5	1.512.6	65.4	831.8	67.1	-6.7		
2. No tradicionales	350.7	43.5	777.7	43.9	358.0	28.7	2.1	799.9	34.6	409.0	32.9	14.2		
B. Importaciones	986.4	—	1.990.7	—	1.237.0	—	25.4	2.665.8	—	1.433.5	—	15.8		
C. Comercio global (A + B)	1.793.1	—	3.764.4	—	2.486.7	—	38.7	4.978.3	—	2.674.3	—	7.5		
D. Balanza comercial (A - B)	-179.7	—	-217.0	—	12.7	—	—	-353.3	—	-192.7	—	—		

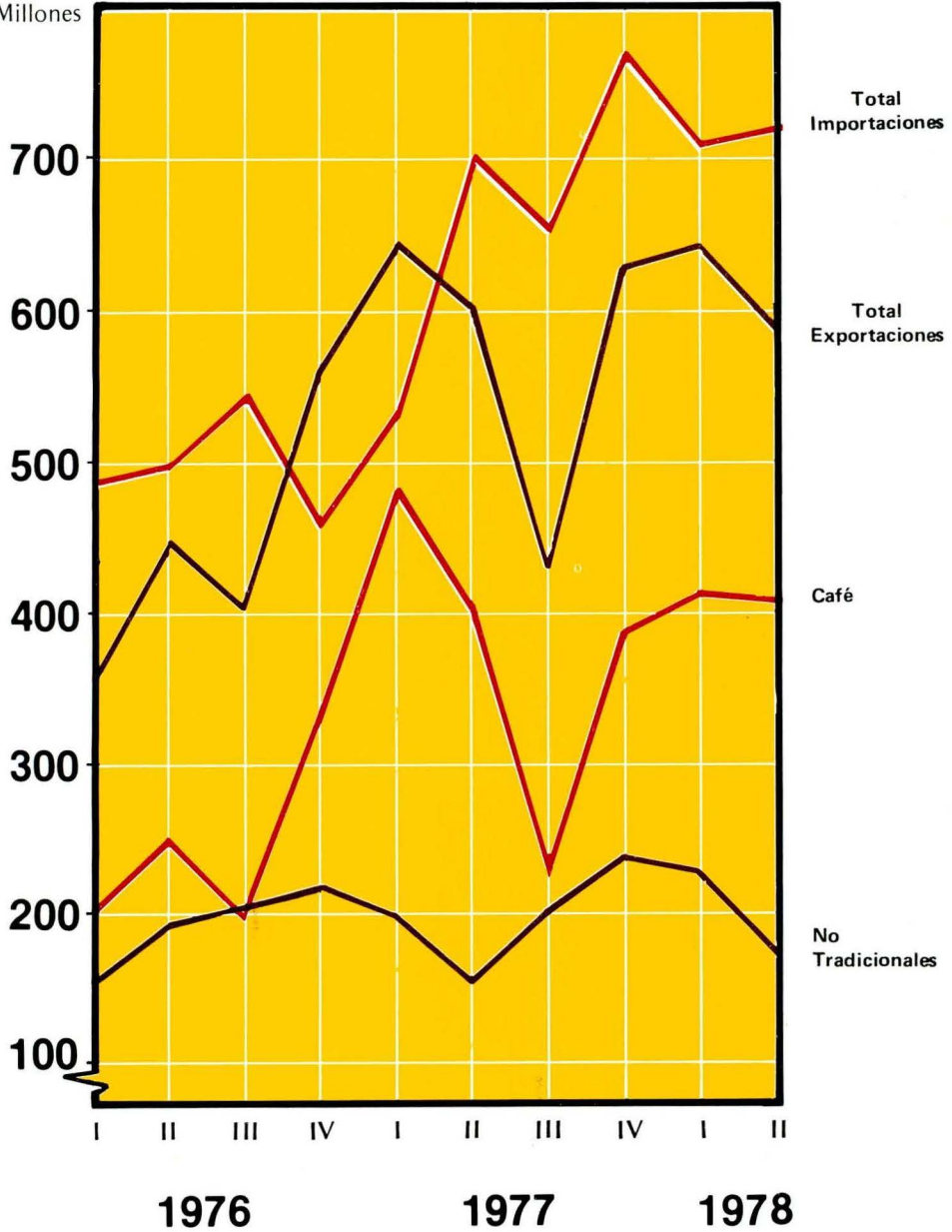
¹ Datos preliminares.

Fuente. INCOMEX.

GRAFICA 2

REGISTROS DE EXPORTACION Y DE IMPORTACION POR TRIMESTRES 1975-1977

US\$
Millones



FUENTE: INCOMEX.

Cuadro 23
EXPORTACIONES APROBADAS POR RENGLONES PRINCIPALES
1976-1977 y Primer Trimestre 1978

(millones de dólares)

	1976		1977		Primer trimestre 1977		Primer trimestre 1978		Variación
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	1er. trim. 1978 -1er. trim. 1977
Café	996.0	53.4	1.512.6	61.6	485.3	70.7	415.3	64.1	-14.4
A. Principales productos básicos	242.3	13.0	303.6	12.4	67.8	10.0	63.9	9.8	-5.8
Algodón	100.0	5.4	116.5	4.8	32.0	4.7	17.8	2.7	-44.4
Plátano	41.2	2.2	57.3	2.3	11.4	1.7	11.2	1.7	-1.7
Flores	26.9	1.4	38.6	1.6	8.1	1.2	13.0	2.0	60.5
Carne	25.7	1.4	34.4	1.4	6.0	0.9	5.4	0.8	-10.0
Tabaco	27.2	1.5	24.4	1.0	7.5	1.1	11.5	1.8	53.3
Frijoles	5.5	0.3	18.8	0.8	—	—	2.0	0.3	—
Langostinos	15.8	0.8	13.2	0.5	2.8	0.4	3.0	0.5	7.1
B. Principales manufacturas	166.9	9.0	162.6	6.7	33.2	4.8	48.1	7.4	44.9
Cemento	35.1	1.9	26.9	1.1	4.6	0.7	10.6	1.6	130.4
Hilados de algodón	31.3	1.7	29.0	1.2	5.6	0.8	7.0	1.1	25.0
Tejidos de algodón	44.4	2.4	29.9	1.2	7.2	1.0	6.5	1.0	-9.7
Ropa	15.0	0.8	24.5	1.0	5.5	0.8	11.5	1.8	109.1
Artículos de cuero viaje	9.4	0.5	16.6	0.7	2.1	0.3	5.0	0.8	138.1
Impresos	6.0	0.3	7.1	0.3	1.4	0.2	2.7	0.4	92.9
Cajas de cartón	25.7	1.4	28.6	1.2	6.8	1.0	4.8	0.7	-29.5
C. Otros productos	471.4	24.6	476.2	19.3	99.6	14.5	120.9	18.7	21.4
D. Total	1.865.6	100.0	2.455.0	100.0	685.9	100.0	648.2	100.0	-5.5

Fuente: INCOMEX.

1. Exportaciones

Las exportaciones totales del país fueron de US\$2.312.5 millones en 1977, de los cuales el 65.4% correspondió a las de café y el resto, 34.6%, a las no-tradicionales, en razón de un aumento superior a los US\$500 millones en el valor de las ventas de café al exterior ya que las exportaciones menores apenas elevaron su valor nominal en un 2.9% lo cual implicó, de hecho, una baja en su valor real.

En el primer semestre de 1978 el valor exportado de café fue inferior en 6.7% al del correspondiente período en 1977, como consecuencia de la baja en la cotización internacional del grano y, en contraste con lo ocurrido en el año anterior, el volumen exportado se incrementó en 16.7%. Las exportaciones no-tradicionales, por su parte, aumentaron tanto en valor (14.6%) como en tonelaje (22.2%) y su repunte puede atribuirse, por consiguiente, al incremento en volumen, si se considera que —en el promedio— el índice de precios para los productos de exportación diferentes al café se ha elevado más lentamente que en 1977.

En el Cuadro 23 se incluyen las cifras de exportación de café, de los principales productos básicos y de las más importantes manufacturas para 1976, 1977 y los primeros trimestres de 1977 y 1978; en vista del retraso existente en la publicación de estadísticas desagregadas de comercio exterior por parte del Instituto Colombiano de Comercio Exterior, INCOMEX, es imposible efectuar comparaciones semestrales. Es interesante observar el aumento en la exportación de productos manufacturados durante 1978, especialmente de las de cemento, ropa, artículos de cuero e impresos, y la baja ligera en la de productos básicos como consecuencia, fundamentalmente, de la notable reducción en la venta de algodón (44.4%), y a pesar de los incrementos considerables en las de flores (60.5%) y tabaco (53.3%). Este comportamiento ha im-

plicado una leve variación en la composición de las exportaciones colombianas por cuanto el menor valor de las cafeteras en este año con respecto al anterior —US\$70 millones— se había compensado parcialmente, hasta fines de marzo de este año, con el aumento en las de manufacturas y de productos diversos —US\$36.2 millones—.

En el curso del segundo semestre de 1978 se elevarán, sin embargo, las exportaciones agrícolas como consecuencia de la generación de excedentes en productos como la papa, el azúcar y el arroz. Ante esta perspectiva el Consejo de Comercio Exterior en su sesión del día 4 de julio aprobó un contrato de exportación de papa de la zona de Nariño por un volumen máximo de 48.000 toneladas anuales y por tres años, y fijó cupos para la exportación de arroz —10.000 toneladas— y azúcar —12.000 toneladas— sin que pueda afirmarse que estos sean definitivos por cuanto no debe descartarse su incremento en los próximos meses ante los favorables resultados de producción.

Una proyección de registros de exportación para 1978 indica un incremento en las exportaciones distintas de café del 12.5% que resulta satisfactorio si se compara con el registrado en los últimos tres años. Las manufacturas posiblemente constituirán un 23% de las exportaciones totales si bien su ritmo de crecimiento en el año será inferior al de las ventas de productos agropecuarios, por los motivos expresados anteriormente. En su conjunto, sin embargo, los registros de exportación serán sensiblemente iguales a los de 1977 alcanzando la cifra de US\$2.300 millones como consecuencia de un descenso del orden del —7.5% en el valor de las exportaciones cafeteras. El Cuadro 24 resume la proyección de FEDESARROLLO.

El incentivo a las exportaciones que recibió mayor atención durante el gobierno que termina el 7 de agosto de 1978, fue el del crédito subsidiado del

Cuadro 24
PROYECCION DE EXPORTACIONES PARA 1978 EN REGISTROS

(millones de dólares)

Exportaciones de bienes	1976	1977	1er. semestre 1978 ¹	1978 ²	Variación %
A. Café	996.0	1.512.6	831.8	1.400	-7.5
B. Otras	777.7	799.9	409.0	900	12.5
— Productos Agropecuarios sin Café	381.9	322.4	108.1	400	24.1
— Manufacturas y otros	395.8	477.5	300.9	500	4.7
C. Total Registros	1.773.7	2.312.5	1.240.8	2.300	—

¹ Estimativo de FEDESARROLLO sobre datos globales preliminares de Junio.

² Proyección FEDESARROLLO.

Fondo de Promoción de Exportaciones, PROEXPO, financiación que llegó en 1977 a la cifra de \$21.455 millones con incremento de 77% durante el año. La cartera de PROEXPO a julio 30 del presente año ascendía a \$10.144 millones de los cuales el 21% correspondía a préstamos efectuados con recursos del Banco de la República y el 79% a fondos propios de PROEXPO (el 5.0% del valor CIF de las importaciones colombianas). El aumento en la cartera entre julio de 1977 y julio de 1978 fue de 44% siendo de anotar la menor dependencia en el curso del año en los redescuentos en el Banco de la República en comparación con lo sucedido en el año inmediatamente anterior.

El incentivo cambiario, por otro lado, perdió importancia durante 1976 y 1977. Durante este último año el certificado registró su más baja devaluación desde el inicio del sistema de depreciación gradual, 4.52%. En el primer semestre de 1978 la tasa de cambio oficial se devaluó en 2.89%, en contraste con la devaluación de los primeros seis meses de 1977 que fue de 0.9%, y en el año completo junio 1977-junio 1978 el ritmo de devaluación fue superior en 0.8% a la del año precedente (ver Cuadro 25), lo que indicaría un ligero incre-

mento en el proceso de devaluación en el curso de 1978. Con todo, la lenta devaluación señala que el incentivo a las exportaciones provisto por la tasa de cambio continúa por debajo del nivel que tenía en 1967. En estas circunstancias habrá necesidad de aumentar el ritmo de la devaluación en los próximos meses del año, y en 1979, si es que se desea regresar a los niveles de tasa de cambio existentes en promedio entre 1967 y 1975, meta que parece loable a todas luces dada la baja registrada hasta el momento —y la prevista para el segundo semestre de 1978 y para 1979— en la cotización externa del café FEDESARROLLO estimó a principios de este año que la devaluación en 1978 y 1979 debería ser de sólo entre 12 y 15%; por consiguiente, parece clara la conveniencia de acelerar su ritmo para colocarse en este rango con el fin de evitar futuros traumatismos para la economía e innecesario proceder a devaluar masivamente como se rumoró insistentemente en algunos círculos al finalizar el primer semestre de 1978.

2. Importaciones

Las importaciones de bienes aumentaron considerablemente durante 1976 y 1977, mostrando ritmos superiores al

Cuadro 25
EVOLUCION DEL CERTIFICADO DE CAMBIO

	Tasa promedio mensual (pesos por dólar)	Variación		Tasa del certificado en Bolsa fin de período	Variación	
		\$	%		\$	%
1976 Diciembre	36.20					
Variación 76/75		3.37	10.23			
1977 Enero	36.38	0.18	0.50			
Febrero	36.38	—	0.00			
Marzo	36.46	0.08	0.20			
Abril	36.52	0.06	0.10			
Mayo	36.52	0.00	0.00	36.85		
Junio	36.52	0.00	0.00	35.90	-0.95	-2.30
Variación Dic. 76 — Junio 77		0.33	0.90			
Variación Junio 77/76		1.88	5.40			
1978 Enero	38.03	0.32	0.80	35.72	0.51	1.50
Febrero	38.14	0.11	0.30	37.00	1.28	3.60
Marzo	38.33	0.19	0.50	36.91	-0.09	-0.20
Abril	38.49	0.16	0.40	36.90	-0.01	—
Mayo	38.66	0.17	0.40	36.90	—	—
Junio	38.80	0.14	0.40	36.80	-0.10	-0.30
Variación Dic. 77 — Junio 78		1.09	2.89		1.59	4.80
Variación Junio 78/77		2.28	6.20		0.90	2.51

30% que son elevados si se comparan con los promedios de los últimos diez años. Durante el primer semestre de 1978 los registros de importación fueron superiores en 15.8% a los del mismo período en 1977, porcentaje inferior

al observado en el primer semestre del año anterior con respecto al de 1976 que fue de 25.4% (ver Cuadro 26).

El comportamiento de 1977 se explica por el crecimiento de 48.6% en las im-

Cuadro 26
IMPORTACIONES APROBADAS SEGUN FORMA DE PAGO Y REGIMEN

	(millones de dólares)							
	1976	%	1977	%	Variación 77 - 76	1er. trimestre 1978*	%	
A. Reembolsables	1.520.7	76.4	2.259.9	84.8	48.6	600.9	84.6	
1. Libre	772.7	38.8	1.074.3	40.3	39.0	297.6	49.5	
2. Previa	748.0	37.6	1.185.6	44.5	58.5	303.3	50.5	
B. No reembolsables	470.0	23.6	405.9	15.2	-13.6	109.2	15.3	
C. Total General	1.990.7	100.0	2.665.8	100.0	33.9	710.1	100.0	

Fuente: INCOMEX

* Datos preliminares

Cuadro 27
IMPORTACIONES CLASIFICADAS SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO
(CUODE)
(miles de dólares)

	Participación 1er. trimestre 1977	%	Participación 1977	%	Variación % 1977-1976	Participación 1er. trimestre 1978	%	Variación % I-78/I-77
A. Bienes de consumo	59.8	11.2	379.6	14.2	71.4	88.2	12.4	47.5
1. Duradero	34.4	6.4	165.3	6.2	71.6	40.8	5.7	18.6
2. No duradero	25.4	4.8	214.3	8.0	71.3	47.4	6.7	86.6
B. Materias primas y produc. intermedia	291.0	54.6	1.369.3	51.4	39.1	383.9	54.1	31.9
1. Combustibles, lubri- cantes y conexos	49.1	9.2	211.1	9.4	61.4	92.9	13.1	89.2
2. Para agricultura	17.0	3.2	99.0	3.7	306.3	22.5	3.2	32.3
3. Para industria	224.9	42.2	1.019.1	38.3	26.7	268.5	3.8	19.4
C. Bienes de capital	181.8	34.1	912.0	34.2	16.2	230.6	32.4	26.8
1. Materiales de cons- trucción	9.0	1.7	35.7	1.3	11.6	8.0	1.1	-11.1
2. Para agricultura	10.4	1.9	58.0	2.2	94.3	14.5	2.0	39.4
3. Para industria	103.2	19.4	539.0	20.2	28.6	136.3	19.2	32.1
4. Equipo de transporte	59.2	11.1	279.3	10.5	5.5	71.8	10.1	21.3
D. Diversos	0.6	0.1	4.9	0.2	---	7.4	1.1	---
E. Total	533.1	100.0	2.665.8	100.0	33.9	710.1	100.0	33.2

Fuente. Incomex y Cálculos de FEDESARROLLO.

portaciones reembolsables, fenómeno que ha continuado —aparentemente— durante 1978 y que sirve para atenuar la presión inflacionaria originada en el aumento de las reservas internacionales si se traduce rápida y efectivamente en giros en moneda extranjera al exterior. Dentro de las importaciones reembolsables, la porción de aquellas clasificadas bajo el régimen de licencia previa ha oscilado entre 40 y 50% lo cual no indica, necesariamente, que durante 1976, 1977 y 1978 se hubieren impuesto trabas a la importación sino el haber colocado las importaciones oficiales bajo el régimen de licencia previa. De otro lado, las importaciones no reembolsables disminuyeron durante 1977 en un 13.6% y han vuelto a incrementarse en 1978 de acuerdo con los datos de INCOMEX a marzo 30 de este año.

En cuanto a la clasificación de las importaciones según uso o destino económico (ver Cuadro 27) es de anotar cómo, durante 1978, han continuado creciendo rápidamente las de bienes de consumo —especialmente la de productos "no duraderos"— y a menor velocidad las de materias primas y bienes intermedios y las de bienes de capital, aun cuando hay que considerar que la importación de bienes de consumo constituyó durante el primer trimestre de 1978 un 12.4% de las totales, la de materias primas un 54.1% y la de bienes de capital un 32.4%. Igualmente vale la pena observar el notorio crecimiento de las compras de combustibles en los primeros tres meses de 1978 (89.2% con respecto a igual período de 1977) y el incremento en las importaciones de bienes de capital para la industria y la agricultura, indicadores estos últimos de una favorable evolución de la actividad económica.

FEDESARROLLO ha estimado, por último, haciendo uso de una función de importaciones preparada por la institución, que los registros de importaciones reembolsables se colocarían en 1978 entre los US\$2.600 millones y los

US\$2.800 millones. Las importaciones no reembolsables podrían llegar, por su parte, a los US\$450 millones. Así las cosas, el déficit en balanza comercial a registrarse durante el año sería del orden de US\$800 millones, magnitud nunca antes registrada en la historia del comercio exterior colombiano.

3. *Distribución geográfica del comercio exterior*

Los cuadros 28 y 29 presentan el comercio colombiano por áreas económicas y el intercambio comercial con el Grupo Andino, respectivamente, para los años de 1976 y 1977. Entre los aspectos más sobresalientes en esta evolución del comercio colombiano se encuentra el superávit comercial con los países de Europa Occidental —especialmente con la Comunidad Económica Europea— como consecuencia de la expansión en las ventas de café y manufacturas, y la menor participación de los Estados Unidos en las compras de productos colombianos. Seguramente la devaluación del dólar ha sido uno de los factores que ha favorecido en mayor forma las exportaciones a Europa por cuanto ella implica, implícitamente, que el incentivo cambiario ha sido mayor al provisto por la tasa de cambio colombiana, en tal forma que los productos de exportación enviados por el país a Europa no han perdido competitividad.

En cuanto al Pacto Andino, resulta claro que prácticamente el 90% de las transacciones se vienen efectuando con Venezuela y Ecuador y que están constituidas esencialmente por compras de petróleo y venta de alimentos y de algunas manufacturas. Además, en la medida en la cual las importaciones de combustibles han aumentado la balanza comercial favorable a Colombia ha sido de menor magnitud, tal como se aprecia en el Cuadro 29.

B. Tasa de Cambio y Balanza Cambiaria

Como se señaló en la sección sobre Moneda y Crédito, las disposiciones de

Cuadro 28

COMERCIO COLOMBIANO SEGUN AREAS ECONOMICAS 1976-1977¹

	Exportaciones (%)			Importaciones (%)			Balanza Comercial ¹	
	1976	1977	Variación 1976/77	1976	1977	Variación 1976/77	1976	1977
A. América del Norte	28.3	26.7	23.9	40.2	36.6	21.8	-272.125	-320.041
1. Estados Unidos	27.4	26.1	25.2	37.6	33.9	20.8	-236.745	-263.341
2. Canadá	0.9	0.6	-16.0	2.6	2.7	35.8	-35.380	-56.700
B. Iberoamér. y Caribe	23.0	20.0	17.6	20.1	23.5	58.1	29.049	-131.326
1. Grupo Andino ²	15.1	13.7	25.2	10.5	10.8	65.2	71.080	48.325
2. Resto Alalce	1.8	2.5	33.6	4.8	7.8	55.3	-63.458	-144.788
3. MCC	0.9	0.8	24.6	0.1	0.1	64.6	14.787	17.881
4. Resto Am. Lat	3.2	0.2	-21.7	1.9	1.9	30.5	22.712	-2.173
5. Caricom	0.4	0.3	-7.3	0.1	0.1	258.0	6.756	4.915
6. Resto América	1.6	0.8	1.0	2.7	2.8	60.1	-22.828	-55.486
C. Europa Occidental	39.5	45.8	52.4	29.5	28.2	27.9	149.040	371.148
1. CEE	30.0	34.0	48.7	23.5	21.2	21.1	93.703	268.500
2. AELC	4.9	4.8	26.7	3.1	3.6	50.7	28.660	21.114
3. Resto Países	4.6	7.0	105.7	2.9	3.4	58.1	26.677	81.534
D. Europa Oriental	4.3	3.2	-3.1	1.4	1.2	11.3	51.595	45.891
E. Asia	4.2	3.6	11.3	8.5	9.9	56.5	-89.528	-175.178
1. Japón	3.9	3.4	14.3	7.5	8.7	52.2	-79.819	-149.178
2. Otros	0.3	0.2	-26.7	0.7	1.2	99.1	-9.709	-26.359
F. Medio Oriente, África y Oceanía	0.7	0.4	-25.8	0.3	0.4	77.1	7.003	-864
G. Total	100.0	100.0	31.2	100.0	100.0	33.9	-124.966	-210.789

Fuente: Incomex y Cálculos de FEDESARROLLO.

¹ Miles de dólares² Se incluye a Chile en la participación de 1977 y variación 76/77. Las columnas sobre variación se calcularon con respecto a valores comerciados en dólares.

la Junta Monetaria del presente año no han comprendido modificaciones importantes en la política cambiaria. Las resoluciones referentes al mercado de los certificados de cambio se han orientado a controlar el rendimiento de este documento financiero, sacrificando su alcance como instrumento de control monetario. La rentabilidad se ha reducido del 9% vigente el año pasado al 4% proyectado para las inversiones realizadas en julio, mediante la utilización de medidas para elevar la demanda por certificados.

De otra parte, la tasa oficial continuó devaluándose a un ritmo lento que promedió 0.46% mensual durante los primeros meses del año. El total de la devaluación en el período fue inferior a una inflación registrada de 13% de tal suerte que la tasa de cambio real continúa disminuyendo⁹. Sin embargo,

⁹ En la entrega anterior de esta revista se calculó por vez primera un índice de la tasa de cambio real respecto de las monedas de los países con los cuales Colombia comercia, ponderando la cotización de cada moneda según la participación de las exportaciones colombianas. El comportamiento de este índice es bien diferente al calculado usualmente.

Cuadro 29

COMERCIO EXTERIOR COLOMBIANO CON LOS PAISES DEL GRUPO ANDINO

(millones de dólares)

Países	Exportaciones		Variación Porcentual 1976/77	Importaciones		Variación Porcentual 1976/77	Balanza Comercial	
	1976	1977		1976	1977		1976	1977
Bolivia	3.9	4.1	5.1	2.6	4.0	53.8	1.3	0.1
Ecuador	59.7	62.4	4.5	91.3	60.4	-33.8	-31.6	2.0
Perú	28.5	27.9	- 2.1	12.5	25.2	101.6	16.0	2.7
Venezuela	177.1	242.8	37.1	68.4	199.2	191.2	108.7	43.6
Total	269.2	337.2	25.3	174.9	288.8	65.1	94.3	48.4

Fuente: Incomex y Cálculos de FEDESARROLLO. Se excluye Chile desde 1976.

el precio de la divisa que resulta pertinente para analizar la evolución de la balanza cambiaria es, con algunas excepciones, el del mercado privado de certificados en el cual la devaluación procedió a un ritmo mensual algo mayor (1.28%), con un aumento de consideración en el mes de julio que ha llevado a que la diferencia entre las dos tasas de cambio se reduzca.

Es necesario analizar la ubicación de la tasa de cambio real respecto del nivel de equilibrio, definido éste como aquel en el cual la balanza en cuenta corriente es cero. La reducción en el precio real de la divisa ha tenido ya sus efectos sobre el valor real de los reintegros de exportaciones menores si se tiene en cuenta que el nominal no se ha modificado sustancialmente desde 1975. En el primer semestre de 1978 su valor, US\$403.2 millones, fue similar al promedio semestral de los últimos tres años. De otra parte, las cifras de giros por importaciones aumentaron rigurosamente durante 1977 a raíz de las disposiciones de Junta Monetaria que disminuían los plazos máximos para efectuar los desembolsos. La evidencia disponible para 1978 indica también un aumento importante en las importaciones originado, además, en la mayor

tasa de crecimiento del producto interno bruto.

El valor de las exportaciones de café ya revela una clara tendencia a la baja, como consecuencia de los menores precios en el mercado internacional. La respuesta en la oferta de café, consecuencia de los altos precios de 1976 y 1977, no compensará la baja en la cotización internacional de suerte que las perspectivas señalan menores reintegros por concepto de café durante el segundo semestre del año en curso, después de haber llegado a US\$717.4 durante el primer semestre, cifra igual al promedio semestral de 1977. Además, el renglón de "otros" en el rubro de exportaciones de servicios, dentro del cual caen seguramente divisas cafeteras, también se asemeja al promedio semestral del año anterior.

Todo parece sugerir que ya se pasó por el punto de máxima acumulación de divisas del periodo de "bonanza cafetera". Las reservas se incrementaron en 258 millones de dólares durante los primeros seis meses del año, cifra inferior al promedio semestral de 1977. Además, como se indicó anteriormente, la situación de balanza comercial es claramente deficitaria, de acuerdo con el

comportamiento de los registros de exportación y de importación (ver Gráfica 3).

En el Cuadro 30 se presenta una proyección revisada de la balanza cambiaria que resulta menos "optimista" que la incluida en la edición de abril de 1978 de **Coyuntura Económica**. El ajuste obedece a un descenso de los precios del café mayor que el previsto hace algunos meses. Como se contempla en el cuadro, no es posible descartar un descenso en las reservas internacionales por cuanto la balanza cambiaria es significativamente sensible a los ingresos por concepto de café, y estos dependen fundamentalmente del precio internacional. De caer la cotización efectiva externa a un nivel de US\$1.20 el aumento en reservas registrado durante el primer semestre podría ser insuficiente para compensar su descenso durante el segundo.

Ante las perspectivas comentadas parece pertinente contemplar un viraje en el manejo del tipo de cambio. Al disminuir los ingresos externos por concepto de exportaciones de café, es necesario estimular la generación de divisas provenientes de otras fuentes y la forma más obvia de hacerlo es la de elevar el precio real de la divisa para incentivar las exportaciones diferentes de café. Ciertamente sería imprudente devaluar en forma masiva e inmediata; pero un ritmo de devaluación de aproximadamente tres puntos por encima de la tasa de inflación otorgaría un estímulo a los ingresos alternativos de divisas, sin traumatizar indebidamente el costo de las importaciones.

Finalmente, el comportamiento de la cuenta de capital ha contribuido a moderar la acumulación de reservas, en respuesta a las disposiciones de Junta Monetaria que han restringido el en-

Cuadro 30

BALANZA CAMBIARIA 1975-1978

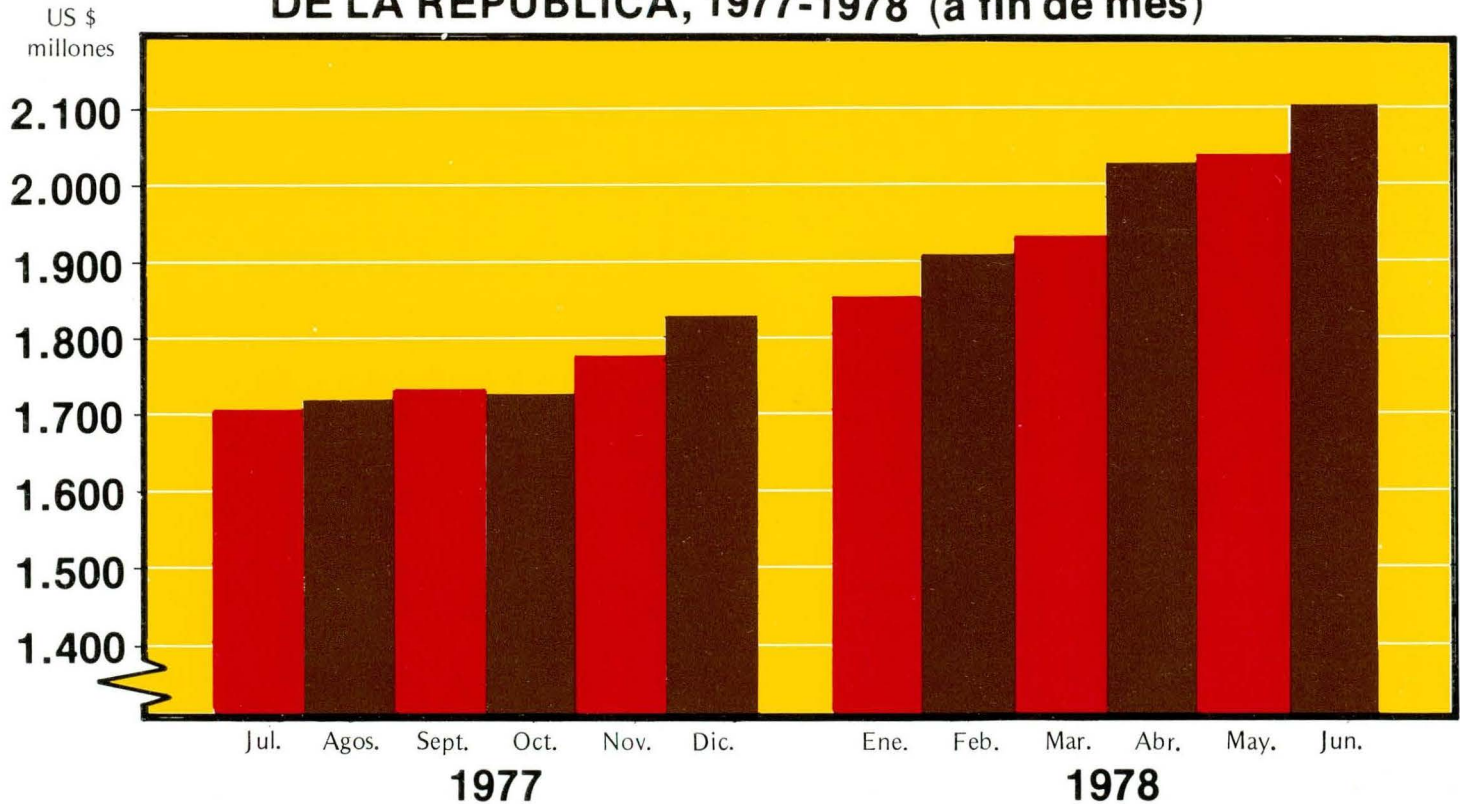
(millones de dólares)

	1975	1976	1977	Proyección 1978	
				Baja	Alta
A. Ingresos Corrientes	1.918	2.549	3.209	3.050	3.450
1. Exportación de Bienes	1.414	1.652	2.243	2.100	2.300
a. Café	(635)	(918)	(1.447)	1.300	1.400
b. Otros	(779)	(734)	(796)	800	900
2. Exportación de servicios	392	773	923	850	950
3. Otros	112	124	43	100	200
B. Egresos Corrientes	1.888	1.867	2.382	3.100	2.900
1. Importación de Bienes	1.383	1.311	1.844	2.500	2.400
2. Importación de Servicios	505	556	538	600	500
C. Balanza Cuenta Corriente	30	682	827	-50	550
D. Cuenta de Capital	88	-64	-163	-100	-200
E. Variación Reservas Netas	118	618	664	-150	350

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

GRAFICA 3

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA, 1977-1978 (a fin de mes)



FUENTE: Banco de la República.

deudamiento con el exterior y que han sido necesarias ante el diferencial entre las tasas externa e interna de interés que originan el lento ritmo de devaluación. La posibilidad y la conveniencia

de elevar más rápidamente el precio de la divisa hará innecesario acudir a controles directos al endeudamiento, toda vez que el costo del crédito externo se aproximará más a su valor social.

Sector Cafetero

A. Los Precios Internacionales

La característica fundamental del comportamiento de los precios del café en el curso del último año (junio 1977 junio 1978) ha sido la de su clara tendencia a la baja, tendencia que se hizo manifiesta con especial intensidad en los meses de junio, julio y agosto del año anterior (ver Cuadro 31). A partir de agosto de 1977, la cotización nominal ha oscilado entre US\$1.81 y US\$2.07 por libra, nivel que se considera más realista que los registrados durante el primer semestre de 1977 a los cuales, como se ha mencionado frecuentemente en **Coyuntura Económica**, no se llevaron a cabo transacciones importantes de cafés colombianos, en comparación con lo sucedido en los primeros seis meses de 1978.

En la evolución de los precios internacionales es de destacar el distanciamiento entre la cotización del café colombiano y las de los otros tipos de cafés y, especialmente, las diferencias con la de los "otros suaves" y los "robustas" que, en el promedio del semestre fueron de US\$0.13 y US\$0.39 por libra cuando en el de todo el año anterior habían sido de US\$0.06 y US\$0.17 por libra respectivamente¹⁰. Esta brecha entre las cotizaciones indica que

se está regresando a una situación en la cual Colombia otorga descuentos en ventas para hacer atractivo su café a los compradores y agilizar las ventas, fenómeno que se confirma al considerar que el precio efectivo promedio de reintegro (diferente al "reintegro cafetero" y que resulta de dividir el total de reintegros en dólares al Banco de la República en el semestre por el número de sacos exportados) fue durante los seis meses de US\$1.59 o sea, ligeramente superior a la promedia del tipo "Robustas" (ver Cuadros 31 y 33). Por consiguiente parece clara la intención de acelerar ventas aún a costa de la baja en el precio, política que contrasta con la seguida durante el año anterior y los primeros tres meses del presente, y que resulta razonable en vista del proceso de acumulación de existencias por parte del Fondo Nacional del Café y de las favorables perspectivas de producción de café en Colombia durante este año y los próximos.

Aunque no se puede desconocer la forma en la cual los precios han descendido en el último año, no parece probable que en el futuro inmediato la tendencia sea hacia una caída drástica y permanente en estos, sino, más bien, que se continúe produciendo una baja gradual sin llegar a los niveles que se registraron antes de la helada en el Brasil. En el Cuadro 32 se han incluido estimativos de producción, consumo y existencias mundiales, y calculado la participación de Colombia en el merca-

¹⁰ La comparación con el precio de los cafés brasileños no es relevante por lo que este precio es claramente manipulado por el Brasil, como bien puede observarse en la evolución mostrada en el cuadro.

Cuadro 31
PRECIOS INTERNACIONALES DEL CAFE
(US\$ libra)

Año y mes	Colombianos	Otros Suaves	Brasileños	Robustas
1977				
Enero	2.21	2.18	2.47	2.16
Febrero	2.46	2.45	2.61	2.46
Marzo	3.13	3.04	3.59	3.06
Abril	3.20	3.17	3.69	3.12
Mayo	2.91	2.85	3.29	2.69
Junio	2.68	2.62	3.20	2.24
Julio	2.28	2.21	3.16	1.96
Agosto	2.04	1.99	3.15	2.03
Septiembre	1.93	1.90	3.15	2.01
Octubre	1.81	1.71	3.15	1.73
Noviembre	2.04	1.97	3.18	1.66
Diciembre	2.07	2.02	2.30	1.68
Promedio				
Enero — Junio	2.76	2.71	3.14	2.62
Enero-Diciembre	2.40	2.34	3.08	2.23
1978				
Enero	2.06	2.06	2.16	1.77
Febrero	1.99	1.97	2.01	1.74
Marzo	1.85	1.75	1.66	1.57
Abril	1.93	1.78	1.69	1.44
Mayo	1.92	1.69	1.57	1.36
Junio	1.93	1.69	1.60	1.51
Promedio				
Enero-Junio	1.95	1.82	1.78	1.56

Fuente: O.I.C.

do por cada uno de esos conceptos. Un análisis de las cifras muestra prácticamente un balance entre exportaciones y consumo mundiales en el año cafetero que está por concluir y un exceso de oferta de 2.6 millones de sacos en el siguiente (1978-79) que es inferior al consolidado en el año cafetero a fines del cual tuvo lugar la helada.

En cuanto a las existencias, es evidente del Cuadro 32 el aumento en la participación de Colombia dentro de las totales, calculándose que al comienzo del próximo año cafetero serán el 23.3% de las totales (sumadas las de

países productores y consumidores) y que, al iniciarse el año cafetero 1979-80 serían el 26.6%. Sin embargo, si bien las existencias colombianas son anormalmente altas, las totales mundiales son todavía considerablemente inferiores a las que había antes de que se sintieran los efectos de la helada brasileña de 1975 sobre los precios internacionales.

Cabe anotar, a propósito del Cuadro 32, que se ha contemplado para el próximo año cafetero un aumento en el consumo mundial del orden del 6% originado en la baja de los precios. Así, las condiciones del mercado mun-

Cuadro 32
EXPORTACIONES Y EXISTENCIAS DE COLOMBIA Y EL MUNDO

(millones de sacos de 60 kilos)

Año Cafetero	Producción exportable		Participación colombiana %	Exportaciones		Participación colombiana %	Existencias ¹	
	Mundial	Colombiana		Mundiales	Colombianas		Mundiales	Colombianas (%)
1974-75	62.4	7.4	11.9	56.7	7.5	13.2	58.8	5.6
1975-76	55.5	7.3	13.2	55.8	7.0	12.5	54.2	4.4
1976-77	44.1	7.4	16.8	53.0	5.3	10.0	33.3	5.5
1977-78 ²	51.5	9.0	17.5	50.9	7.0	13.8	25.1	15.9
1978-79 ²	56.3	9.4	16.7	53.7	8.0	14.9	25.7	23.3
1979-80 ²	—	—	—	—	—	—	28.3	26.1

Fuentes: OIC, U.S.D.A. y cálculos de FEDESARROLLO. La participación colombiana en el total de las existencias se ha estimado sobre el total de aquellas en manos de productores y consumidores.

¹ Al comienzo del año cafetero.

² Proyecciones de FEDESARROLLO.

dial del café señalan un regreso a la normalidad a partir del próximo año cafetero, aun cuando esa tendencia no será ni brusca ni demasiado acentuada según parecen indicarlo las estadísticas existentes.

B. Las exportaciones de café y los ingresos de divisas en 1977 y 1978

En el Cuadro 33 se presentan las exportaciones de café durante los dos semestres de 1977 y el primero de 1978, así como la distribución de esas exportaciones

entre las realizadas por la Federación Nacional de Cafeteros y por los exportadores privados. Es interesante observar el incremento de 16.7% en el número de sacos exportados en los seis primeros meses de 1978, con respecto al mismo período de 1977, y la baja del orden de 30% en el precio efectivo promedio de reintegro entre los dos semestres considerados.

Debe anotarse el regreso de los exportadores privados al mercado después de su relativa ausencia durante

Cuadro 33

EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES Y PARTICIPACION DE LOS EXPORTADORES PRIVADOS

	Volumen total (miles de sacos)	Participación en exportaciones (%)		Reintegros (US\$ millones)
		FEDECAFE	EXPORTADORES	
1977				
Primer semestre	2.935.0	33.2	66.8	790.9
Segundo semestre	2.388.4	67.4	32.6	656.6
Año completo	5.323.4	44.8	55.2	1.447.5
1978				
Primer semestre*	3.425.5	56.2	43.8	717.4

* Provisional.

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros y Banco de la República.

el segundo semestre del año, cuando la Federación incrementó sustancialmente su participación dentro de las ventas totales del país. El manejo de "reintegro cafetero" —la cantidad de dólares que un exportador privado debe entregar al Banco de la República por saco exportado de 70 kilos— modificado en el mes de abril para ajustarlo a la tendencia de los precios internacionales, y la menor diferencia entre la cotización oficial del Certificado de Cambio y la de Bolsa en razón de las medidas adoptadas por la Junta Monetaria seguramente han conducido a esta situación.

Entre enero y junio de 1978 se exportaron 3.4 millones de sacos; de esta manera, en lo corrido del año cafetero 1977-78 se habían vendido aproximadamente 5.0 millones de sacos por lo cual es de esperar que su término en septiembre 30 de este año, el total exportado no supere los 7.0 millones de sacos. En el año calendario el total exportado podría ser superior, si es posible continuar embarcando mensualmente durante el segundo semestre un promedio superior a los 600.000 sacos, y llegar a un máximo de 7.3 millones de sacos.

Los cálculos de FEDESARROLLO indican que el valor de los reintegros de café durante 1978 no deberá ser inferior a los US\$1.300 millones; de hecho, de exportarse 7.3 millones de sacos con un precio efectivo promedio de reintegro de US\$1.40 por libra los reintegros se elevarían a US\$1.350 millones y ello implicaría una drástica baja en el precio durante el segundo semestre del año, lo cual, como se ha visto, no es absolutamente evidente.

C. El Manejo Cafetero

Además del otorgamiento de descuentos por parte de la Federación para incrementar las ventas, el reintegro cafetero se ha utilizado para promover la actividad de los exportadores privados. Así, después de haber mantenido a un mismo nivel el reintegro durante casi

ocho meses, este se redujo en abril 7 de 1978 de US\$313.75, o US\$2.09, por saco de 70 kilos exportado, a US\$290 o US\$1.88 por libra y, en los primeros días de julio se modificó nuevamente para bajarlo a US\$259 o US\$1.68 por libra, ajustándolo así, al nivel de la cotización promedia de los cafés "otros suaves" (ver Cuadro 31).

La retención cafetera sufrió un cambio ligero en abril del presente año al elevarse el precio de "contabilización" para la parte pagadera en dinero de \$44 por kilo a \$48 por kilo. El precio interno, por su parte, permaneció en los últimos doce meses en \$7.300 por carga de 125 kilos, a pesar de la baja en los precios internacionales.

La operación de los instrumentos de política cafetera parece orientar entonces, ahora sí, al propósito de aumentar ventas al exterior y de dejar que los exportadores privados compartan ventas con la Federación, en contraste con el comportamiento observado durante el segundo semestre de 1977 y los primeros tres meses de 1978 cuando aparentemente se buscaba ejercer un control sobre la oferta exportable para mantener la cotización externa, dejando que la Federación se convirtiera en el principal agente exportador de café. Igualmente, como ya se ha mencionado, el hecho mismo de otorgar sustanciales descuentos en ventas indica la prioridad otorgada por las autoridades cafeteras a la aceleración de las ventas de café en el exterior.

D. La evolución financiera del Fondo Nacional del Café y sus perspectivas

A manera de simple ejercicio y con el fin de tener una idea de la evolución de las finanzas del Fondo Nacional del Café, que dista mucho de ser exacta debido a lo complejo de las operaciones del Fondo, FEDESARROLLO estimó un flujo de caja del Fondo Nacional del Café entre diciembre de 1976 y junio de 1978, y lo proyectó para el segundo semestre del año en curso. En este flujo

Cuadro 34

COMPOSICION DE LA OFERTA DE CAFE

Diciembre 1976 — Diciembre 1978

(miles de sacos de 60 kilos)

	1977			1978 Primer semestre	Acum. Dic.76 a Junio 78	1978 ¹ Segundo semestre	1978 Total	Acum. Dic. 76 Dic. 78
	Primer semestre	Segundo semestre	Total					
Producción	4.085	5.415	9.500	4.515	14.015	5.985	10.500	20.000
Compras exportadores privados	2.745	1.447	4.192	2.098	6.290	2.552	4.650	8.842
Compras Federación para exportar	190	9.400	1.130	1.202	2.332	1.072	2.274	3.404
Compras existencias	400	2.278	2.678	415	3.093	1.561	1.976	4.654
Pasillas	203	272	475	225	700	300	525	1.000
Compras consumo interno	547	478	1.025	515	1.600	500	1.075	2.100

¹ Proyección de FEDESARROLLO.

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros y cálculos de FEDESARROLLO.

se incluyeron únicamente los rubros de ingresos y egresos relacionados con transacciones de café y no aquellos que tienen que ver con las operaciones financieras y las inversiones en activos fijos del Fondo. De esta manera lo que se persigue descifrar es el comportamiento de la liquidez del Fondo originado a raíz de sus ventas y compras de café.

Para llevar a cabo el ejercicio se procedió inicialmente a desglosar la composición de la oferta de café de acuerdo con los distintos tipos de compras que se efectúan en el mercado. Los resultados de esta distribución se presentan en el Cuadro 34, en miles de sacos de 60 kilos, y muestran las cantidades compradas por exportadores privados (que incluyen los volúmenes para exportar y la parte de la retención cafetera pagadera en especie), aquellas que adquiere el Fondo Nacional del Café a través de la Federación Nacional de Cafeteros para exportar, las compras de existencias y las compras de café para consumo interno. Igualmente se ha calculado el

volumen de café que recibe el Fondo por concepto de impuesto de Pasillas, equivalente al 5% de la producción total. Con base en esta descomposición de la oferta de café puede procederse a estimar los egresos del Fondo Nacional del Café por compras, que aparecen en el flujo de caja que se presenta en el Cuadro 36. Para los cálculos se utilizó el precio de compra de \$7.300 por carga de 125 kilos.

De otro lado, para conocer los ingresos del Fondo por concepto de exportaciones de café se discriminaron los volúmenes de ventas al exterior de acuerdo con la participación en éstas de los exportadores privados y de la Federación de Cafeteros, así como los reintegros efectivos de cada uno de estos agentes. Estas cifras se incluyen en el Cuadro 35. Es importante observar y anotar que, como consecuencia de los descuentos en ventas otorgados por la Federación de Cafeteros el precio promedio efectivo de reintegro que se obtiene para las transacciones de esta entidad es menor que el que resulta pa-

Cuadro 35
EXPORTACIONES DE CAFE 1977 y 1978

	1977			1978						
	Expor- tadores Privados	Federa- ción de Cafeter.	Total	Primer Semestre		Segundo Semestre		Total		
				Expor- tadores Privados	Federa- ción de Cafeter.	Expor- tadores Privados	Federa- ción de Cafeter.	Expor- tadores Privados	Federa- ción de Cafeter.	Total
Volumen exportado (miles de sacos de 60 kilos)	2.939	2.388	5.327	1.500	1.925	1.787	1.787	3.288	3.712	7.000
Reintegros al Banco de la República (millones de dólares)	931	517	1.448	386	331	377	206	723	537	1.260
Precio promedio efec- tivo de reintegro (dólares por libra)	2.40	1.64	2.06	1.95	1.30	1.60	.87	1.66	1.10	1.36

¹ Proyección FEDESARROLLO.

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros, Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

ra los exportadores privados. De esta forma, estas cifras dan una mejor idea de los precios a los cuales ha venido vendiendo el país su café que las de las cotizaciones nominales.

Finalmente en el Cuadro 36 se consigna el flujo de caja. Además de los rubros ya contemplados en los párrafos anteriores, en este cuadro aparecen los ingresos del Fondo por la porción asignada a este del impuesto ad-valorem y por la venta que hace de café a la Federación para consumo interno.

La conclusión básica del ejercicio es la de que hasta junio 30 de 1978 las operaciones a que se hace referencia arrojaban un superávit del orden de los \$12.000 millones, a pesar de que en el período la acumulación de existencias le representó al Fondo erogaciones por valor de \$13.546 millones. Sin embargo, se prevé para el segundo semestre del año un resultado deficitario de unos \$3.350 millones, lo que reduciría el balance positivo, en el acumulado de los dos años, a una cifra de \$8.750 millones aproximadamente. En estos seis meses los egresos por acumulación de existencia sí excederían a los ingresos

de exportaciones de la Federación, como consecuencia de la baja en el precio.

Un estudio preliminar de los balances del Fondo hasta junio de 1977 indica, de otra parte, que a esta fecha se habrían realizado inversiones del orden de los \$5.000 millones. No ha sido posible establecer cuál era a junio de 1978 la situación real de liquidez del Fondo y la porción del superávit estimado de \$12.000 millones que puede encontrarse inmovilizado o ser de difícil conversión a efectivo para hacer frente a las necesidades de caja del segundo semestre del año. Pero, si el manejo de las finanzas del Fondo Nacional del Café ha sido prudente y previsivo no es de esperar que las compras a efectuar en estos seis meses ocasionen un trauma de magnitud en las finanzas del Fondo o que este se vea forzado a recurrir al Banco de la República. En cambio, la perspectiva para 1979 no aparece clara en vista de los menores precios externos, la acumulación ya realizada de existencias y la superproducción prevista. Este será, entonces, uno de los problemas a enfrentar por la nueva administración.

Cuadro 36
FONDO NACIONAL DEL CAFE: FLUJO DE CAJA
Diciembre 1976 — Diciembre 1978
(millones de pesos)

Concepto	1977		Primer semestre 1978		Dic./76—Junio/78		Segundo semestre 1978		Dic./76—Dic./78	
	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos	Ingresos	Egresos
1. Exportaciones ¹ y 2 ²	14.655		10.047		24.702		6.107		30.809	
2. Impuesto Ad-valorem ³	2.027		1.061		3.088		886		3.974	
3. Retención en dinero ⁴	10.597		2.158		12.755		2.568		15.323	
4. De ventas café a Federación para consumo ⁵	1.518		810		2.328		810		3.138	
5. Por compras para exportación		4.952		5.267		10.219		4.695		14.914
6. Por acumulación de existencias		11.728		1.818		13.546		6.839		20.385
7. Por compras para consumo		4.490		2.518		7.008		2.190		9.198
Total	28.797	21.170	14.076	9.603	42.873	30.773	10.371	13.724	53.244	44.497
Resumen:										
Saldo Diciembre 31 de 1977		+7.627								
Movimiento primer semestre 1978		+4.473								
Saldo Junio 30 de 1978		12.100								
Movimiento segundo semestre 1978*		-3.353								
Saldo Diciembre 31 de 1978		+8.747								

1 Ingreso neto en pesos descontado el impuesto ad-valorem que se calcula al precio de reintegro de exportadores privados.

2 Para la conversión a pesos se utilizaron las siguientes tasas de cambios: 1977 = 35 pesos/dólar. Primer semestre 78 = 37 pesos/dólar. Segundo semestre 78 = 38 pesos/dólar.

3 4% sobre el valor de los reintegros totales por exportación de café.

4 La mitad del porcentaje de retención, 80%, o sea, del volumen en café pergamino —o su equivalente en dinero— que el exportador debe suministrar al Fondo Nacional del Café por cada saco exportado.

5 El Fondo vende a la Federación café para consumo interno. Se ha estimado un precio de venta de \$13.50 por kilo para simplificar los cálculos y para propósitos de este ejercicio.

Fuente: Cuadros 31 y 35. Cálculos de FEDESARROLLO.