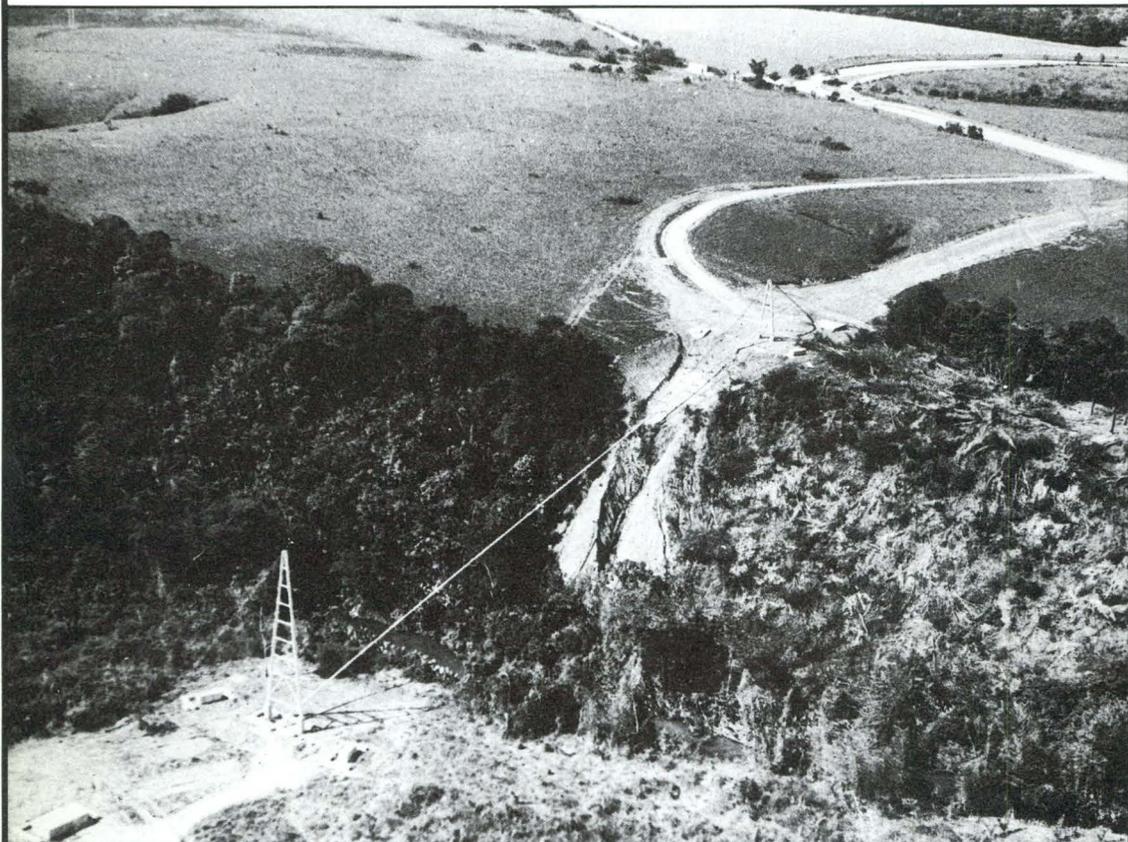


Análisis Coyuntural

TRABAJAMOS DONDE *usted NO SE IMAGINA*



Este año, los geólogos y técnicos de Ecopetrol recorrerán centenares de kilómetros —entre selvas, ríos y llanuras— buscando petróleo. Explorar, para mantener el autoabastecimiento de hidrocarburos, es una necesidad de Colombia.

MINISTERIO DE MINAS Y ENERGIA

Empresa Colombiana de Petróleos



Análisis Coyuntural

I Actividad Productiva

A. La producción industrial y sus determinantes

Según los estimativos de FEDESA-RROLLO, la producción industrial creció en 7.20/o en 1987 y es probable que alcance un aumento semejante en 1988. De esta manera, sería el tercer año consecutivo de crecimiento relativamente acelerado del sector, después de la fase recesiva de la primera mitad de los años ochenta.

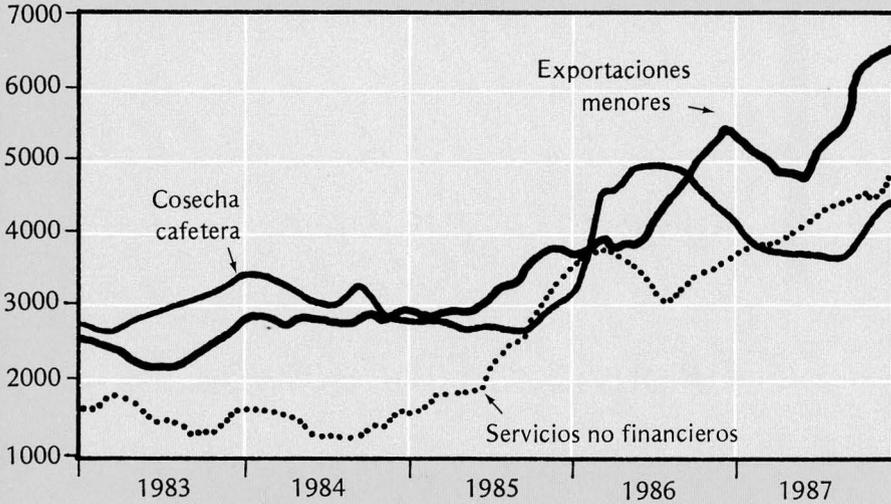
Como se analizó detalladamente en la última entrega de *Coyuntura Económica*, el crecimiento industrial de 1987 tuvo su origen en el comportamiento de los principales determinantes de la demanda del sector y, no en menor medida, en el impulso que traía ya la producción desde 1986. Para complementar el análisis presentado en esa oportunidad, en el Gráfico 1 aparecen las series actualizadas hasta diciembre de 1987 de cada uno de los componentes de la demanda industrial.

En la parte alta del gráfico se aprecia la evolución de las tres fuentes de demanda provenientes del sector externo. La de mayor valor y más acelerado crecimiento en 1987 fue la correspondiente a las exportaciones menores. En efecto, se calcula que el valor en dólares de las ventas externas de productos diferentes a café, carbón e hidrocarburos aumentó en 160/o con respecto al año anterior. El poder de compra interno de los ingresos recibidos por esas exportaciones aumentó prácticamente en el mismo porcentaje, debido a la similitud entre los ritmos de inflación interna y de devaluación promedia del tipo de cambio durante el año. Debido a la alta capacidad multiplicativa de estos ingresos, las exportaciones menores se constituyeron así en el factor de demanda de origen externo más favorable al crecimiento industrial en 1987.

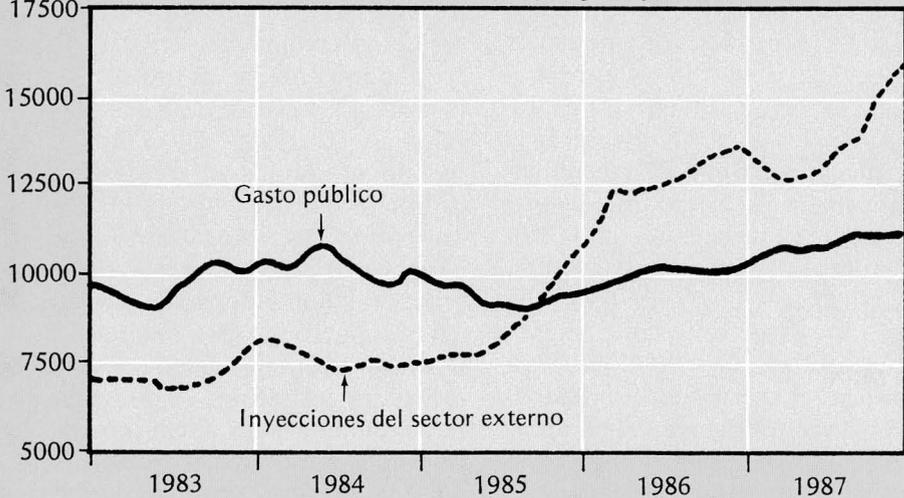
En términos de su magnitud y dinamismo, la segunda fuente de de-

GRAFICO 1
EVOLUCION DE LAS FUENTES EXOGENAS DE DEMANDA
 (Millones de pesos de 1978)

A. Inyecciones provenientes del sector externo



B. Inyecciones totales del sector externo y el gasto público.



Fuentes: Banco de la República, Federación Nacional de Cafeteros y DANE. Las series de exportaciones menores y de ingresos por servicios no financieros corresponden a promedios móviles de seis meses y la del gasto público a promedios móviles de 12 meses sobre pagos efectivos. La serie de cosecha cafetera utiliza los datos mensuales de precios internos de café y promedios móviles de 12 meses del volumen físico de la cosecha.

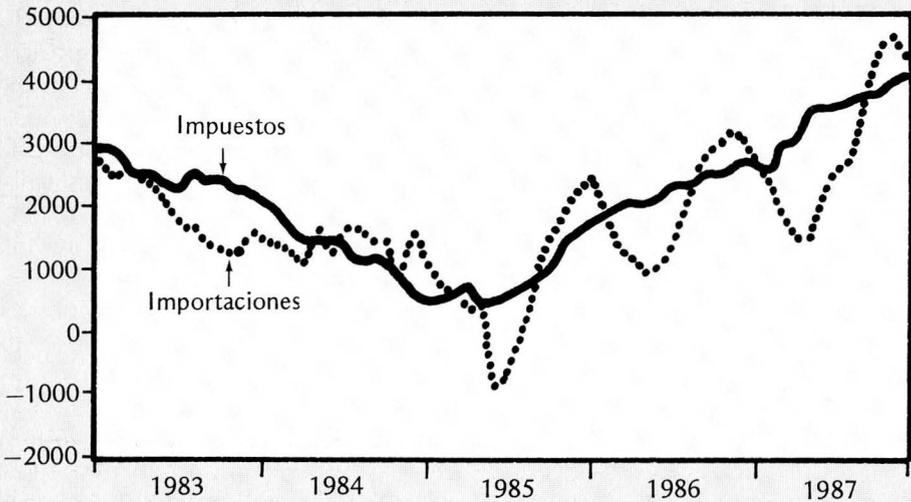
manda en 1987 fueron los ingresos cambiarios por concepto de exportaciones de servicios no financieros que, como es sabido, incluyen no sólo el producto de la venta externa de servicios legales sino, también, el resultado de una diversidad de operaciones comerciales y financieras al margen de la legislación. En 1987 los reintegros cambiarios por concepto de servicios no financieros superaron los US\$1.300 millones, un 250/o más que en 1986 y prácticamente el doble que en 1985. Es importante señalar sin embargo, que a pesar de su tamaño, estos ingresos tuvieron una contribución al crecimiento industrial relativamente modesta y ciertamente muy inferior a la de las exportaciones menores y a la correspondiente al gasto público, que mencionaremos más adelante. La razón está en que este tipo de ingresos no se dirige en su mayor parte a demandar nuevos bienes manufacturados de producción nacional ni estimula indirectamente este tipo de demandas, posiblemente porque en gran medida se destina a la adquisición de artículos importados, bienes raíces y otros activos reales y financieros. De esta manera, puede afirmarse que la actividad industrial en su conjunto podría prescindir de esta fuente de crecimiento de la demanda sin mayores implicaciones.

En la parte alta del mismo Gráfico 1 se observa que en 1987 los ingresos recibidos por los caficultores por concepto de la cosecha cafetera estuvieron en niveles promedios comparables a los del año anterior, aunque con variaciones de importancia. En efecto, debido a la "destorcida" de los precios externos, los ajustes en el precio interno hasta

el mes de septiembre se retrasaron con respecto a la inflación, dando así como resultado un debilitamiento en el poder de compra real de los caficultores. Sin embargo, en contra de lo que temían los analistas a principios de 1987, la disminución de dichos ingresos fue relativamente moderada. Así, en su momento más crítico, los ingresos totales de los caficultores cayeron un 240/o en términos reales, cuando la caída de los precios externos había superado el 500/o. Este resultado fue posible en parte gracias a que el precio interno de compra del grano se mantuvo inmodificado en los meses de mayor disminución de los precios externos. Además, a partir de octubre, cuando se acordó elevar el precio interno, los ingresos de los caficultores se vieron doblemente favorecidos en razón del aumento que tuvo también desde la misma época la producción del grano. Por esta combinación de factores, los ingresos reales de los productores a lo largo de todo 1987 alcanzaron a superar en un 40/o los recibidos durante el año anterior, que había sido de bonanza externa.

En síntesis, el buen comportamiento de las exportaciones menores, la efectiva estabilización del precio interno del café y el aumento de la cosecha cafetera fueron todos factores muy favorables al buen desempeño industrial de 1987. Sin embargo, aparte de estas inyecciones de demanda provenientes del sector externo, el gasto público también jugó un papel de importancia. En la parte baja del Gráfico 1 se aprecia que el gasto público ha tendido a crecer en términos reales desde mediados de 1985. En 1987 esta tendencia fue del 90/o que, si bien es menor a la regis-

GRAFICO 2
FILTRACIONES EXOGENAS DE DEMANDA
 (Valores no explicados por las variaciones del PIB en millones de pesos de 1978)



Fuentes: DANE para importaciones y Dirección de Impuestos Nacionales para ingresos tributarios. Las cifras de importaciones son promedios móviles de seis meses y las de impuestos de 12 meses. A los valores totales de ambas variables se les dedujo un "componente endógeno" definido como aquel que correspondería a mantener constantes los coeficiente sobre el PIB de 1980.

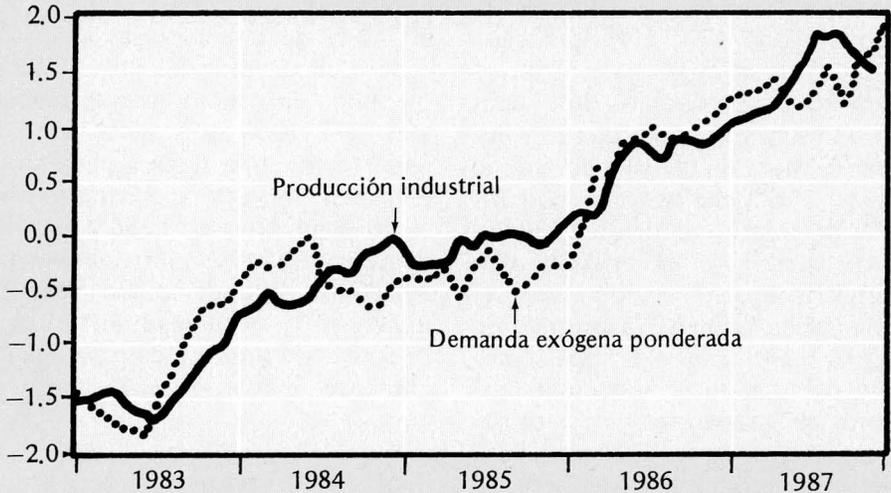
trada por el conjunto de las inyecciones del sector externo, contribuyó decisivamente al crecimiento industrial, dada su alta capacidad multiplicativa en términos de demanda de bienes industriales¹.

De acuerdo con la metodología analítica utilizada por FEDESARROLLO, la demanda de los sectores industriales depende no sólo de este conjunto de fuentes de ingresos sino, también, de aquella parte de la capacidad de gasto de las familias que se desvía hacia el exterior cuando se demandan bienes importados o hacia el gobierno cuando se pagan impuestos de todo tipo. Durante 1987, ambos tipos de "filtraciones" de demanda crecieron más rápido

que los propios ingresos de las familias, disminuyendo así el efecto multiplicativo de las "inyecciones" de demanda analizado en los párrafos anteriores. Como se aprecia en el Gráfico 2, desde los primeros meses de 1985, tanto las importaciones como los impuestos tendieron a crecer en términos reales más rápido que los ingresos privados. Además, durante la mayor parte de 1987 este crecimiento superó incluso al del conjunto de las "inyecciones" de demanda. Sin embargo, ello no dio lugar a una reducción en el total de la demanda de bienes industriales, debido a la poca incidencia que tienen los mayores pagos de impuestos o importaciones sobre los patrones de gasto de las familias (quizás debido a que tales pagos son efectuados en su mayoría directa o indirectamente por las familias de más altos ingresos y por las

¹ Véase al respecto la entrega anterior de *Coyuntura Económica*, pp. 58-64.

GRAFICO 3
EVOLUCION DE LA DEMANDA Y LA PRODUCCION INDUSTRIAL
(Escala estandarizada)



Fuentes: La serie del índice de producción industrial corresponde a promedios móviles de tres meses de la serie original del DANE. La demanda exógena ponderada es la suma ponderada de las diferentes inyecciones y (menos) filtraciones que aparecen en los Gráficos 1 y 2. Las ponderaciones provienen del método de regresión explicado en *Coyuntura Económica*, diciembre de 1987, pág. 62.

empresas, cuya propensión a gastar en el corto plazo es por lo regular menor que la del promedio de las familias).

En el Gráfico 3 se compara el comportamiento de la producción industrial con la evolución del indicador de demanda construido a partir de las variables analizadas arriba, teniendo en cuenta su correspondiente capacidad multiplicativa². Este gráfico muestra con claridad que la demanda permaneció a niveles altos durante todo 1987 y que en el último trimestre se presentó una aceleración aún mayor. Puesto que las cifras del DANE sólo están disponibles hasta el mes de noviembre, no es posible saber aún si este comportamiento estuvo correspondido con un

dinamismo también mayor de la producción industrial a final de año. Es presumible, en todo caso, que se haya revertido la ligera tendencia descendente que había registrado la actividad manufacturera en el tercer trimestre de 1987.

B. Perspectivas de la producción industrial

Los métodos analíticos utilizados para explicar el comportamiento reciente de la industria pueden aplicarse también a proyectar su evolución futura. Tal cosa exige hacer algunos supuestos sobre los diferentes elementos que integran el indicador de demanda comentado en la sección anterior. Las bases más detalladas de tales pronósticos se encuentran en las secciones correspondientes al sector externo y la situación fiscal en esta

² *Ibid.*

misma revista. Sin embargo, conviene señalar aquí los principales supuestos sobre las diferentes variables. Las exportaciones menores en dólares se proyectan con un 12% de crecimiento y los reintegros de servicios con un 20%. En relación con la cosecha cafetera se supone que su volumen aumentará en un 3% durante el presente año calendario y que los precios de compra tenderán a ajustarse de acuerdo con la inflación. En materia fiscal, se considera que el gasto público aumentará un 5% en términos reales y que las tasas efectivas de tributación se reducirán ligeramente al desaparecer el efecto pasajero que tuvo la amnistía de 1987. Por último, en relación con las variables de política comercial se supone que no cambiarán los coeficientes actuales de importaciones y que la devaluación será del 21% en el curso del año.

El ejercicio de proyección realizado con base en estos supuestos da como resultado un crecimiento del 7% para la producción industrial en 1988. Si estas perspectivas llegaran a materializarse, se tendría así un excelente desempeño industrial, por tercer año consecutivo. Cabe entonces preguntarse qué factores podrían llegar a impedirlo. Según algunos sectores de opinión, el obstáculo más serio a la expansión industrial es la falta de capacidad productiva instalada. Sin embargo, como se analizó detalladamente en la última entrega de *Coyuntura Económica*, no hay bases para sustentar esta posición. Los sectores industriales disponen aún de excesos de capacidad productiva para continuar creciendo al mismo ritmo de los años pasados. Además, como se analiza en un informe contenido en esta misma revista, muchas empre-

sas han realizado ya o están planeando efectuar programas de inversión para ampliar su capacidad instalada y para mejorar su productividad³. Así, el 30% de las empresas amplió su capacidad de producción en 1987 y un 34% introdujo nuevas tecnologías para elevar su productividad. De igual forma, una tercera parte de las empresas proyecta aumentar su capacidad productiva en 1988 y un 38% planea adoptar tecnologías más modernas de producción. En estas condiciones, la capacidad instalada no llegará a ser un obstáculo para el crecimiento industrial en el presente año.

Más importante que la supuesta falta de capacidad productiva puede ser la aparición reciente de algunos factores de incertidumbre por la adopción de algunas medidas de política económica. En particular, los esfuerzos de control monetario y el establecimiento de un sistema de vigilancia tributaria a través del sistema financiero han repercutido sobre las tasas de interés y sobre la disponibilidad de crédito, como se analiza en una sección posterior de esta revista. Las encuestas de opinión realizadas por FEDESARROLLO entre los empresarios del sector aún no muestran el efecto de estos acontecimientos, debido a que la última encuesta disponible, correspondiente al mes de enero, no incluyó preguntas relacionadas con este tipo de problemas. Sin embargo, las estadísticas de clima de opinión en dicho mes sí dan cuenta de un debilitamiento de la confianza entre los empresarios del sector, a pesar de estar todavía en un nivel comparativamente elevado.

³ Véase FEDESARROLLO "La inversión privada en la coyuntura actual".

Recientemente han aparecido también otras fuentes de incertidumbre en relación con el comportamiento de la demanda. De una parte, es bien factible que los desarreglos monetarios induzcan a las autoridades económicas a adoptar políticas de restricción de los medios de pago y de recorte y aplazamiento del gasto público que desalentarían la demanda. Además, la pérdida de recursos de algunos grupos de intermediarios financieros, como las Corporaciones de Ahorro y Vivienda incidirán sobre otras actividades económicas que son fuentes importantes de demanda para algunos sectores industriales. Por último, como las divisas del mercado paralelo están siendo utilizadas también como depósitos de valor, ha reaparecido un diferencial apreciable entre su valor y el del tipo de cambio oficial, que parece estar desalentando ya los ingresos cambiarios por concepto de exportaciones de servicios, como veremos más adelante.

Así las cosas, es bien probable que el desempeño de la demanda se vea debilitado por los acontecimientos recientes de política económica. Con todo, el dinamismo que trae la producción industrial y el alto nivel en que se encuentra aún el clima de opinión empresarial impedirán que se presente una caída brusca en la tasa de crecimiento de la producción industrial en 1988. FEDESARROLLO considera así que el aumento de la producción industrial (excepto trilla de café) podría ser del orden del 6 al 70%.

C. Las ventas del comercio al por menor en 1987

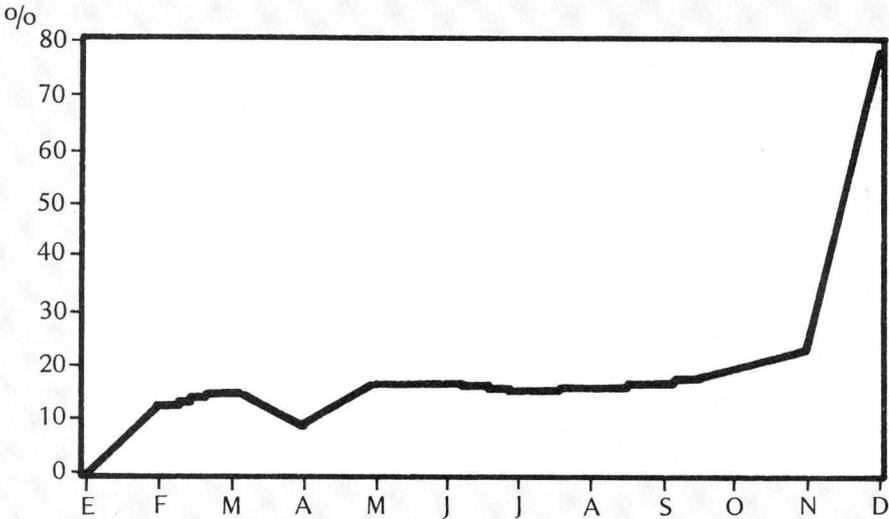
De acuerdo con las últimas estadísticas disponibles del DANE, las ventas minoristas del comercio tuvie-

ron un crecimiento acumulado del 80% a lo largo de 1987. Sin embargo, este resultado está exagerado por la importancia excesiva que tienen en este indicador las ventas de vehículos y repuestos, cuyo crecimiento fue del 25.20% en año completo. Al excluir este sector, el resto de las ventas minoristas muestra un crecimiento acumulado de 5.50% en 1987.

Una investigación recientemente concluida en FEDESARROLLO ha puesto de manifiesto que las fluctuaciones de las ventas minoristas del comercio pueden explicarse prácticamente en su totalidad por la combinación de cinco tipos de factores⁴. En primer término, por un patrón de comportamiento estacional *a lo largo de cada año*, que hace que las ventas más bajas sean las de enero, y las más altas las de noviembre y diciembre (véase el Gráfico 4). En segundo lugar, las ventas del comercio presentan una ligera tendencia secular de crecimiento, que no se debe a factores coyunturales, sino al desarrollo gradual de los mercados organizados, por razones demográficas y culturales. En tercer lugar, las ventas fluctúan de acuerdo con lo que ocurra con los salarios pagados por la industria, el sector público y el mismo comercio. Las variaciones en el poder de compra de los salarios reales se reflejan de inmediato en las ventas minoristas y son el principal factor explicativo de sus variaciones *de un año a otro*. La asociación entre las ventas minoristas y el comportamiento de los

⁴ Lora, E. y Ocampo, J. A. (coordinadores), "El sector comercio: estructura y sensibilidad al ciclo económico", Informe de investigación presentado a Fonade y Fenalco, diciembre de 1987, Capítulo 4.

GRAFICO 4
COEFICIENTES DE ESTACIONALIDAD DE LAS VENTAS DEL COMERCIO
 (Aumentos porcentuales con respecto al mes de enero)



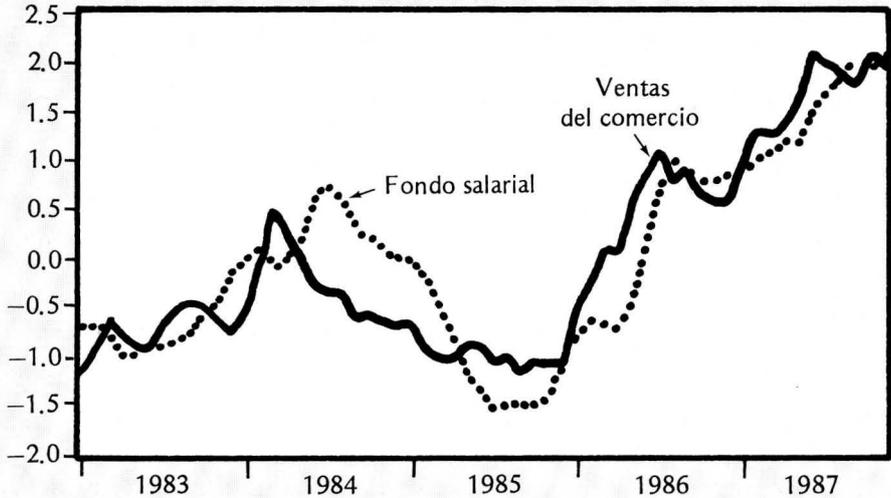
Fuente: Lora, E. y Ocampo, J.A. (coordinadores), "El sector comercio: Estructura y sensibilidad del ciclo económico", informe de investigación presentado a Fonade y Fenalco, 1987.

salarios muestra que el comercio al por menor es particularmente sensible a lo que ocurra con el sector formal de la economía, mas no así a la situación del sector informal o no registrado. En cuarto término, las ventas minoristas son muy sensibles a la evolución de los precios relativos de los alimentos. Cuando los alimentos se encarecen, las ventas se debilitan, ya que las familias se ven precisadas a utilizar una mayor parte de sus ingresos en la satisfacción de sus necesidades básicas de alimentación. Por último, y en una medida relativamente poco importante, las ventas minoristas dependen directamente de la disponibilidad de importaciones para el sector. De acuerdo con la investigación citada, estos cinco tipos de factores dan cuenta del 98% de las fluctuaciones registradas por las ven-

tas al por menor desde mediados de la década pasada.

De todos los factores mencionados arriba, el poder de compra de los salarios es, sin duda, el más importante para explicar el crecimiento reciente del sector. Como se aprecia en el Gráfico 5, la fase reciente de expansión acelerada de las ventas minoristas se inició a mediados de 1985, cuando empezó la recuperación del fondo salarial, que había caído como resultado de las bajas tasas de ajuste salarial desde 1984 y de la aceleración de la inflación hasta julio de 1985. El poder de compra del total de los salarios pagados por la industria, el gobierno y el comercio ha tenido un aumento continuo desde entonces, con tasas de crecimiento del orden del 6.1% en 1986 y del 5.4% en 1987.

GRAFICO 5
EVOLUCION DE LAS VENTAS DEL COMERCIO Y EL FONDO SALARIAL



Fuentes: La serie de ventas del comercio es un promedio móvil de tres meses del índice de ventas desestacionalizado y reponderado del comercio al por menor según el DANE. El fondo salarial es la suma ponderada de los salarios totales pagados por la industria y el comercio según el DANE más los pagos totales de Tesorería por concepto de gasto público. Las ponderaciones provienen de métodos de regresión que se explican en Lora, E. y Ocampo, J.A. "El sector comercio: Estructura y sensibilidad al ciclo económico", Fedesarrollo, Informe de investigación, 1987, Cap. 4.

De los tres componentes mencionados, el correspondiente al sector público fue el de mayor crecimiento en 1987 (9.0% según las estadísticas de gasto público utilizadas para medir en forma aproximada los salarios pagados directa e indirectamente por el gobierno). En el mismo período, los salarios reales pagados por el comercio, aunque fueron muy inestables crecieron un 5.20%, en tanto que los provenientes de la industria aumentaron de manera más estable, pero a un ritmo muy moderado (2.50%).

El Gráfico 5 muestra que aunque las ventas minoristas han seguido en forma relativamente estrecha la evolución de los salarios, las primeras crecieron en forma un poco más acelerada en el primer semestre de 1986

y tuvieron un descenso marcado a mediados de 1987 que no refleja lo ocurrido con los salarios. En ambas oportunidades, estas divergencias pueden explicarse por lo ocurrido con el precio relativo de los alimentos. En efecto, en el primer semestre de 1986 los alimentos se abarataron sustancialmente en comparación con el resto de la canasta familiar, incidiendo favorablemente en las ventas minoristas. Lo contrario ocurrió a mediados de 1987, debido al retraso que sufrieron las cosechas.

La descripción anterior corresponde al conjunto de las actividades comerciales minoristas, pero no necesariamente aplica a cada uno de sus componentes⁵. En términos generales resulta más adecuada para explicar las ventas de alimentos y otros ar-

tículos de consumo masivo, que tienen gran importancia en el total del comercio, que para analizar el comportamiento de sectores menos importantes o cuyos mercados están restringidos a grupos más estrechos de la población. Tal es el caso, en particular, de las ventas de vehículos y respuestos. En este caso, el principal determinante de las fluctuaciones de las ventas no son, por supuesto, los ingresos salariales, sino los demás ingresos de la economía (medidos a través del PIB). Además, en este sector los precios relativos de los alimentos no tienen ninguna influencia, y en cambio sí es mucho más importante lo que ocurra con las importaciones de automóviles y partes.

D. Perspectivas del comercio minorista para 1988

El análisis anterior puede servir también de base para discutir las perspectivas del sector en 1988. Puesto que los salarios reales *per cápita* son el resultado de los ajustes salariales nominales y de la inflación, ambas variables incidirán sobre el desempeño del comercio. Además será de importancia el crecimiento en el número de empleados y obreros de los diferentes sectores ya que, junto con las dos variables anteriores, determinará el comportamiento del fondo salarial total en términos reales. Por último, como ha ocurrido en el pasado, los cambios en el precio relativo de los alimentos afectarán también la evolución de las ventas.

⁵ Sin embargo, cabe señalar que el indicador de ventas utilizando en el análisis anterior difiere del índice de ventas minoristas del DANE porque la importancia asignada a los distintos sectores fue modificada para que reflejara mejor la verdadera estructura del gasto final de la economía.

En relación con los ajustes salariales nominales, su principal determinante son los ritmos de inflación observados en el último o los dos últimos años, según se trate de empleados u obreros. Además, en el caso del comercio, la investigación ya mencionada de FEDESARROLLO ha llegado a la conclusión de que también dependen de la situación del mercado laboral, debido al carácter más competitivo y a la mayor movilidad del empleo en este sector, por comparación con el industrial⁶. Por último en el caso del gobierno, es preciso tener en cuenta no sólo las disposiciones legales de ajuste nominal, sino también las prácticas de reescalafonamiento. Con estas bases, puede suponerse que los aumentos de salarios en la industria estarán alrededor del 22 o el 23%, los del comercio podrán llegar hasta el 30% y los de los funcionarios públicos en promedio fluctuarán en torno al 27 o el 28%. Frente a una tasa de inflación que, como veremos más adelante, puede situarse nuevamente alrededor del 24%, los salarios reales caerán en la industria y se elevarán en los otros dos sectores.

Como ya se observó, el fondo salarial total está afectado además por el crecimiento en el número de asalariados. De acuerdo con las investigaciones de la Misión de Empleo, el de la industria crece a la misma tasa que la producción manufacturera, en tanto que el del comercio lo hace a un ritmo bastante inferior a la actividad comercial⁷. Por último, en rela-

⁶ *Ibid.*, Cap. 6.

⁷ La elasticidad que allí se encuentra es de sólo 0.2. Sin embargo, las estimaciones se basan en estadísticas de la Encuesta Nacional de Hogar.

ción con el empleo público puede suponerse determinado por las decisiones de política en materia de gasto.

Este conjunto de supuestos son la base para esperar que las ventas minoristas del comercio crezcan tan sólo entre un 3.5 y un 40% en 1988, siempre y cuando no ocurran cambios de importancia en el precio relativo de los alimentos a lo largo del año. Conviene observar que aunque este estimativo se refiere al total del comercio, ha sido obtenido asignando al sector de vehículos una importancia inferior a la que le da el DANE en el índice de ventas al por menor. Puesto que es de esperar que las ventas de vehículos registren nuevamente un crecimiento muy alto debido al dinamismo de los ingresos no laborales, muy probablemente las ventas totales según el DANE mostrarán una tasa de crecimiento superior en 2 ó 3 puntos a la proyección mencionada.

Los indicadores de opinión de la Encuesta Fenalco-FEDESARROLLO no muestran que haya impedimentos serios para lograr los crecimientos previstos en las ventas. Como se observaba en la última entrega de *Coyuntura Económica*, los indicadores de situación económica actual y esperada se encuentran en niveles bastante altos, en tanto que el problema de falta de demanda se ha reducido en forma apreciable en relación con años pasados. Las únicas preocupaciones crecientes provienen nueva-

res, que no corresponden a las de la Muestra Mensual del Comercio en la cual se basa el resto de este análisis. Véase *Economía Colombiana*, Serie Documentos, separata No. 10, agosto-septiembre de 1986: Informe Final de la Misión de Empleo.

mente del contrabando y del encarecimiento del crédito. El primero de estos problemas alcanzó en enero pasado una incidencia semejante a la que tuvo a mediados de 1986, cuando la importación ilegal de artículos venezolanos tuvo un auge sin precedentes. Por su parte, los costos financieros llegaron a ser mencionados por el 270% de los comerciantes como uno de los principales problemas a finales de 1987. Aunque es improbable que estas dificultades lleguen a afectar en forma apreciable las ventas del conjunto del comercio sí serán de importancia para sectores específicos. De continuar, el problema del contrabando debilitará el crecimiento de los sectores de confecciones y calzado, especialmente, y el encarecimiento del crédito será particularmente desfavorable para las ventas de electrodomésticos y automóviles.

E. Situación y perspectivas de la construcción

La construcción privada tuvo un desempeño muy positivo en 1987, como resultado del fortalecimiento de la demanda y del clima de confianza en la situación económica. Como se analizó en la última entrega de *Coyuntura Económica*, buena parte del dinamismo de la edificación privada tuvo lugar en Bogotá, aunque las demás ciudades también registraron tasas de crecimiento satisfactorias.

De acuerdo con los indicadores más recientes de la Encuesta de Opinión Empresarial, al terminar 1987 se mantenía la situación de auge del sector. La situación económica esperada por los productores seguía en los niveles más altos de los últimos cinco años, la actividad constructora

continuaba en ascenso y había aumentado el número de constructores con compromisos para realizar obras futuras.

No obstante, ya para entonces era evidente que la escasez de materiales podía estar entorpeciendo el desarrollo de las obras. En efecto, las empresas con retrasos en sus planes de construcción habían aumentado del 39% en el primer trimestre de 1987 al 55% a finales de ese mismo año. De igual manera, la escasez de materiales, que afectaba tan sólo al 8% de los constructores en el primer trimestre, se había elevado al 31% en el cuarto trimestre. Esta situación seguramente se ha agravado en los primeros meses de 1988 debido a los conflictos laborales que han surgido en varias de las empresas productoras de cemento en distintas regiones del país.

De otra parte, las estadísticas hasta el mes de diciembre no reflejaban aún la deficiencia de capital trabajo que seguramente se ha generado desde el mes de enero del presente año. Antes bien, de acuerdo con los constructores de vivienda, la incidencia de este problema había disminuido del 18% al 11% a lo largo de 1987. Desafortunadamente, esta situación debe haber cambiado en forma apreciable como efecto del aumento de las tasas de interés y de las medidas de control tributario, circunstancias ambas que han resultado desfavorables a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

Tradicionalmente, las Corporaciones realizan todas sus captaciones netas anuales durante los primeros meses del año, en la medida en que re-

gresan al sistema los recursos retirados temporalmente a finales del año anterior y se recogen los nuevos ahorros de que disponen las familias. Así, en el mes de enero de 1987 las CAVs registraron una captación neta superior a los \$63.600 millones, y en el mes de febrero recibieron otros \$ 6.800 millones adicionales. En el mes de enero del presente año, las captaciones netas fueron también de unos \$64.000 millones y en los primeros veinte días de febrero se había recibido algo más de \$3.100 millones adicionales. Sin embargo, a diferencia del patrón normal, estas captaciones de principios de año han sido insuficientes para recuperar los retiros que se presentaron desde agosto de 1987. La salida neta de recursos de los CAVs desde este mes supera los \$40.000 millones, que equivalen aproximadamente a los préstamos que se desembolsarían durante cuatro meses. En estas circunstancias, la capacidad de otorgamiento de recursos de parte de las CAVs se encuentra muy restringida en la actualidad.

La Junta Monetaria expidió en los primeros días del mes de marzo algunas disposiciones orientadas a subsanar algunas de las dificultades financieras de las CAVs (Resoluciones 15 y 16 de 1988). Para el efecto se redujo el encaje sobre las captaciones y se creó un nuevo instrumento de captación (Certificados de Ahorro a término de uno a tres meses) con tasas de interés libres. Adicionalmente, para facilitar la colocación de recursos y mejorar la rentabilidad de las Corporaciones se autorizó la libre colocación del 35% de la cartera, siempre y cuando la parte asignada a vivienda de más de 10.000 UPACs no supere el 15% del total. También se

flexibilizaron las franjas de distribución para los demás estratos de vivienda y para programas urbanos, se elevó en medio punto la tasa de interés para los préstamos para vivienda entre 2.000 y 10.000 UPACs y se liberó la tasa de interés para viviendas por encima de este último límite y para los créditos a constructores.

Como atinadamente lo señalaron diversos comentaristas en su momento, estas medidas fueron una contrarreforma a las disposiciones de hace un año. Desafortunadamente, algunos de los problemas centrales quedaron sin solución. En particular, en el nuevo sistema, los créditos para los estratos más bajos continúan otorgando menores rentabilidades a las Corporaciones que los dirigidos a los estratos más altos, que también son los que ofrecen menores riesgos. De otra parte, se mantiene sin solución el problema de falta de competitividad de las CAVs para captar recursos, dado que, aunque se creó un nuevo instrumento con tasas de interés libres, no se mejoró la competitividad de los instrumentos tradicionales de captación de las Corporaciones. A este respecto es del caso señalar que lo más adecuado hubiera sido flexibilizar parcialmente el límite impuesto a la corrección monetaria, cuya total rigidez es inconveniente en períodos de aumento de la inflación⁸. Además, las posibilidades del nuevo instrumento de captación quedaron limitadas por el hecho de que se le fijó un sistema de encaje en papeles cuyo término es de un año,

cuando las captaciones tendrán un término de entre uno y tres meses.

Las medidas de la Junta Monetaria tuvieron muy en cuenta la necesidad de elevar la rentabilidad de las CAVs, para lo cual se liberaron las tasas de colocación con destino a vivienda suntuaria y para préstamos a constructores. Desafortunadamente, de esta manera concedieron un poder adicional injustificado a los constructores propietarios de Corporaciones, quienes en adelante podrán obtener préstamos subvencionados para sus propias obras encareciendo simultáneamente los créditos destinados a sus competidores.

Por consiguiente, el panorama para el sector de la construcción en materia de financiamiento no quedó enteramente despejado con las recientes medidas. Así las cosas, aunque la construcción privada cuenta aún con buenos niveles de demanda para continuar creciendo, sus perspectivas son poco halagadoras para el presente año.

El panorama de las obras públicas tampoco luce muy alentador. Es cierto que la actividad constructora en este subsector registró una recuperación importante a lo largo de 1987 y que los constructores continuaban esperando aumentos aún mayores en el volumen de obras. Sin embargo, las autoridades económicas han manifestado que algunas de las grandes obras públicas en los sectores de transporte, minas y energía posiblemente se verán retrasadas este año debido a la necesidad de recortar el déficit fiscal para evitar desbordamientos monetarios. De acuerdo con los lineamientos oficiales, en 1988 se

⁸ Véase al respecto el método de cálculo de la corrección monetaria propuesto por Lora, E., "El UPAC hoy: Problemas y Alternativas de Política", *Economía Colombiana*, junio de 1987.

dará preferencia al gasto de carácter social, lo cual inevitablemente se traducirá en un desaliento a la construcción pública.

En síntesis, dada la evolución que han tenido en los primeros meses de 1988 las políticas tributaria, financiera y fiscal, todo parece indicar que el sector de la construcción, como un todo, ha entrado nuevamente en recesión. Que tal cosa llegue a traducirse finalmente en una caída de la actividad constructora en 1988 dependerá de si se mantienen las decisiones de política que han dado origen a esta situación.

F. Actividad agropecuaria

De acuerdo con el análisis sectorial presentado en la última entrega de *Coyuntura Económica*, en 1987 el sector agropecuario logró el mejor desempeño de la presente década. Las actividades que más contribuyeron a los buenos resultados del sector fueron el café (11% de crecimiento estimado) y los cultivos semestrales (4.5% de aumento). Los cultivos anuales y permanentes y el conjunto de las actividades pecuarias registraron crecimientos más moderados, del orden del 3.2 y el 2.4%, respectivamente, para un aumento total de la producción agropecuaria calculado por FEDESARROLLO en 4.1%.

Como se observa en el Cuadro 1, es previsible que en 1988 vuelva a registrarse una tasa semejante de crecimiento para el conjunto del sector. Sin embargo, algunas de las actividades agropecuarias tendrán comportamientos muy diferentes al año anterior. En particular, se espera que la producción cafetera crezca tan sólo

un 3%, en comparación con el 11% alcanzado en 1987. La razón de esta desaceleración se encuentra en las tendencias de mediano plazo de la productividad de los cafetos, de acuerdo con los modelos de producción elaborados por FEDESARROLLO⁹.

En relación con los cultivos semestrales, es previsible que en 1988 se registre un crecimiento muy apreciable, incluso superior al del año anterior. En este resultado jugarán un papel muy positivo las mayores siembras de algodón y, en alguna medida, de arroz. El primero de estos dos productos atraviesa por un momento muy favorable, gracias al fortalecimiento de los precios externos y al crecimiento vigoroso que ha registrado recientemente la demanda interna de fibra. Los precios externos del arroz también se encuentran en un punto alto, como resultado de las caídas recientes en las cosechas de algunos de los grandes productores asiáticos. Sin embargo, la situación doméstica de este cultivo se encuentra oscurecida por una diversidad de factores adversos. Algunos de tales factores adversos se han venido gestando a través de los años, dando como resultado una disminución prácticamente continua de la producción desde 1982. En particular, la rentabilidad ha venido descendiendo, al igual que el financiamiento del Fondo Financiero Agropecuario en términos reales. La reciente recuperación en los precios domésticos en términos reales podría ayudar a revertir estas tendencias, pero tal cosa es aún insegura debido al clima de in-

⁹ Véanse al respecto los trabajos de José Leibovich y Carlos Felipe Jaramillo publicados en Ocampo, J. A. (ed.), *Lecturas de Economía Cafetera*, Tercer Mundo-Fedesarrollo, 1987.

CUADRO 1

ESTIMATIVOS DE CRECIMIENTO DE LAS ACTIVIDADES AGROPECUARIAS
EN 1987 Y 1988

	1987 Estimado	1988 Proyección
A. Café	11.0	3.0
B. Agricultura no cafetera	3.6	4.1
1. Cultivos semestrales	4.5	6.0
2. Cultivos anuales y permanentes	3.2	2.9
C. Actividades pecuarias	2.4	4.0
D. Total Sector Agropecuario	4.1	4.0

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO con base en datos del Ministerio de Agricultura y los gremios.

certidumbre que han producido el acaparamiento y la incapacidad del IDEMA para controlarlo, en razón de sus bajos niveles de existencias y su errática política de importaciones.

Los esfuerzos de estabilización de precios también han resultado insuficientes en el caso del sorgo. En razón del gran aumento que tuvo la producción de este grano en el segundo semestre de 1987, sus precios efectivos al productor se redujeron un 24% en términos nominales en los últimos seis meses de ese año. Esto obligó al IDEMA a intervenir de manera más activa en el mercado para evitar una depresión aún mayor de los precios. Como es de esperarse, esta situación se traducirá en una marcada disminución de la producción de sorgo en el presente año.

Los demás productos no serán objeto de virajes tan pronunciados. Po-

siblemente la cebada continuará desplazando al trigo, debido al menor período vegetativo y mayor facilidad de comercialización del primero de estos productos. Dependiendo del régimen de lluvias, la producción de papa podría registrar un aumento importante durante este año. Por último, no se esperan cambios apreciables en los niveles de producción de maíz, la soya y el tabaco.

Las posibilidades de crecimiento de las actividades pecuarias dependerán crucialmente de que se materialice la fase de liquidación de vientres para los vacunos y del mantenimiento de bajos niveles de contrabando para los productos avícolas. Los aumentos de los precios de la carne de res han tendido a moderarse en los últimos meses, sugiriendo un aumento en el degüello. Además, las autoridades económicas han decidido reducir el abastecimiento de crédito

con destino a las inversiones en ganado, con el fin de forzar una ampliación en la oferta. Por consiguiente, el aumento de la actividad pecuaria en el corto plazo parece un hecho bastante probable. En relación con la producción avícola, es de esperar un aumento como resultado de la abundancia de insumos y del virtual cierre del contrabando de importación de productos finales desde mediados del año anterior.

En síntesis, la actividad agropecuaria agregada podrá alcanzar un aumento del orden del 40% en 1988, con tasas semejantes para la agricultura no cafetera y para la producción pecuaria, y un crecimiento más moderado para el café.

G. Resumen de las proyecciones de crecimiento económico para 1988

En el Cuadro 2 se presenta un resumen de las proyecciones básicas de FEDESARROLLO acerca del crecimiento de la actividad económica en 1988. Aunque los estimativos que allí se presentan reflejan las principales conclusiones de las secciones anteriores de este capítulo, es preciso hacer algunos comentarios adicionales sobre algunas cifras.

En relación con la industria manufacturera, debe tenerse en cuenta que el crecimiento total está afectado por el comportamiento de la trilla de café, que no está considerado en los análisis de demanda presentados al

CUADRO 2

ESTIMATIVO PRELIMINAR DEL CRECIMIENTO ECONOMICO
(Variaciones porcentuales frente al año anterior
del PIB en pesos constantes de 1975)

	1986	1987	Proyección Baja	1988 Alta
1. Agropecuario, silvic., caza y pesca	2.1	4.1	3.5	4.0
a) Café	- 4.1	11.0	3.0	3.0
b) Resto sector agropecuario	3.1	3.2	3.6	4.1
2. Industria manufacturera	7.7	6.3	3.4	4.5
a) Café elaborado	13.5	2.7	-11.0	-11.0
b) Resto	6.5	7.0	5.8	7.0
3. Construcción	- 5.8	1.0	- 4.0	- 2.0
4. Minas y canteras	27.1	15.4	15.0	18.0
5. Comercio	6.5	5.3	4.5	5.4
6. Transporte y comunicaciones	6.7	5.1	4.5	5.0
7. Servicios del Gobierno	3.5	4.0	4.0	4.5
8. Otros servicios	4.2	4.1	4.0	4.5
9. Menos: servicios bancarios imputados	3.0	4.0	4.0	5.0
10. TOTAL VALOR AGREGADO	5.0	5.0	3.9	4.8
11. Derechos sobre importaciones	8.8	10.2	5.0	6.0
12. PIB	5.1	5.1	4.0	4.8

Fuente: 1986: DANE, 1987: estimativos preliminares de FEDESARROLLO.

principio de este capítulo. El determinante exclusivo del volumen de trilla de café es la demanda final del grano por concepto de exportaciones y consumo interno. Puesto que el volumen de ventas externas se reducirá sustancialmente este año por efecto del restablecimiento del sistema de cuotas, la trilla de café sufrirá una caída estimada del 11%, que reducirá el ritmo total de crecimiento de la industria manufacturera.

En cuanto hace al comercio, conviene recordar que su actividad agregada se determina en forma independiente de lo que ocurra en las ventas minoristas, a las cuales se refería el análisis presentado en una sección anterior de este capítulo. En esencia, la actividad comercial desde un punto de vista agregado está determinado por el volumen de la oferta comercializable proveniente del sector agropecuario, de las actividades manufactureras y de la importación de bienes.

Las proyecciones referentes al sector minero se basan en los programas de expansión del proyecto del Cerrejón para el caso del carbón de exportación, en las limitaciones en la capacidad de transporte para los hidrocarburos y en las tendencias recientes de producción y demanda para los demás productos. Las tasas de crecimiento resultantes son más bajas de lo que podría esperarse hace algunos

meses debido a los atentados contra los oleoductos. De mantenerse, estas prácticas terroristas podrían producir pérdidas adicionales imposibles de predecir.

Por último, los estimativos de crecimiento de los demás sectores reflejan sus respectivas sensibilidades frente a la evolución de los principales sectores productivos.

El resultado final que se obtiene de estos ejercicios de proyección es un crecimiento global entre 4.0 y 4.8% para la economía colombiana en 1988. Es interesante observar que este rango de variación entre las alternativas baja y alta resulta muy consistente con las predicciones efectuadas por un grupo de expertos a finales del mes de enero¹⁰. El hecho de que el rango de las proyecciones de FEDESARROLLO sea relativamente amplio refleja en esencia la incertidumbre existente al momento de efectuar los cálculos acerca del posible desempeño de la construcción, la minería y la industria debido a los efectos de las normas de control monetario y a la falta de definición de las políticas oficiales en relación con el sistema financiero y con la ejecución de los grandes programas de inversión. Estos elementos de incertidumbre exigen ver el desempeño futuro de la economía con más cautela que a finales de 1987.

¹⁰ Véase *Síntesis Económica*, febrero 8 de 1988, p. 12.

II Empleo y Salarios

A. Empleo

El efecto más importante de la recuperación económica de los dos últimos años ha sido el mejoramiento de los indicadores laborales. En el Gráfico 6 aparece la evolución reciente de la tasa de desempleo de las cuatro principales ciudades. Como allí se ve, los niveles de desempleo han venido reduciéndose de manera continua desde el segundo trimestre de 1986, cuando alcanzaron su punto más alto. Según la Encuesta de Hogares del DANE correspondiente al último trimestre de 1987, la tasa de desempleo ha caído al 10%, que es un nivel comparable al de los primeros trimestres de 1983.

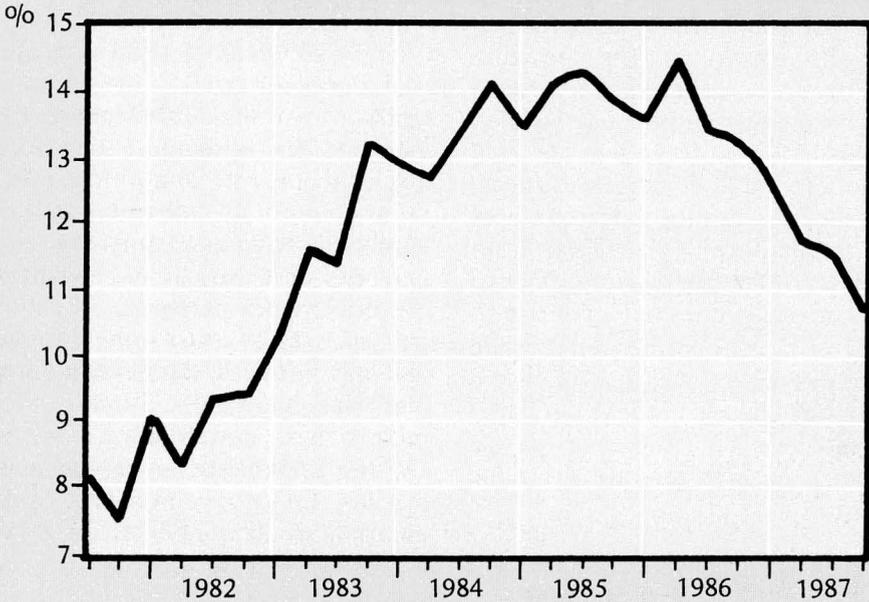
Como es conocido, los cambios en la tasa de desempleo son el resultado de lo que ocurre, de un lado, con la participación laboral y, de otro, con los niveles de ocupación. Sin embargo, de estas dos variables, la segunda es la que explica totalmente la reducción reciente del desempleo.

En efecto, la tasa de participación global prácticamente no registró cambio alguno entre el último trimestre de 1986 y el último de 1987 (57.7 y 57.5%, respectivamente). Lo mismo es válido si la comparación se hace para las tasas promedias de participación registradas durante todo el año. En este caso, la participación registró un ligero aumento, al pasar de 57% a 57.8%, lo cual implica que, por sí sola, esta variable habría originado un aumento en la tasa de desempleo promedio.

En contraste, las tasas de ocupación registraron cambios relativamente más apreciables y favorables a la disminución del desempleo. Así, entre el último trimestre de 1986 y el último de 1987, el porcentaje de personas ocupadas sobre el total en edad de trabajar se elevó de 50.8% a 52%. Para el promedio del año el aumento fue un poco más notorio, pues se pasó de 49.1% a 51%. De esta manera, la tasa de desempleo para el promedio de todo el año se redujo de forma apreciable, al caer de 13.7% en 1986 al 11.7% en 1987.

Dadas las buenas perspectivas de la actividad económica, es de esperar que estas tendencias se consoliden en 1988. En relación con la participación, puede preverse que continuarán las tendencias de largo plazo que han conducido a elevarla de manera permanente. Con respecto a la ocupación, cabe esperar que los mayores niveles de actividad de los sectores urbanos conduzcan a elevar también la demanda de trabajo, permitiendo que aumente nuevamente la tasa de ocupación. Sin embargo, el efecto combinado de estas dos fuerzas difícilmente producirá una caída tan fuerte de las tasas promedias de desempleo, como ocurrió en 1987. Así, aunque la tasa de desempleo *a final de año* puede situarse por debajo del 10%, es bien posible que la tasa *media* de desempleo para el año completo se sitúe alrededor del 11%, con una mejoría modesta frente a 1987 (11.7%). Para entender este comportamiento conviene recordar,

GRAFICO 6
TASA DE DESEMPLEO PARA LAS CUATRO GRANDES CIUDADES



Fuente: DANE, datos desestacionalizados.

de un lado, que la tasa de desempleo tiende a reducirse a final de año y, de otro, que el inicio de la recuperación en 1986 produjo un aumento súbito de la tasa de participación, que elevó inicialmente la tasa de desempleo a su nivel histórico más alto (15.00%). Como este fue un fenómeno coyuntural, las comparaciones entre las tasas medias de desempleo de 1987 y 1986 muestra una disminución exagerada, que no es factible que se repita en 1988.

B. Salarios

Por primera vez en muchos años, en diciembre pasado el Consejo Nacional de Salarios no pudo llegar a un acuerdo acerca del aumento del salario mínimo legal. Aunque las diferencias entre las partes llegaron a reducirse a sólo un punto porcentual en

las tasas de aumento del salario, las negociaciones se interrumpieron sin lograr un consenso. En consecuencia, el Ministerio de Trabajo fijó mediante Decreto 2545 el salario mínimo para 1988, concediendo un aumento equivalente al 250%.

De acuerdo con los considerandos del Decreto, el reajuste mencionado preserva la capacidad de compra de los trabajadores, pues supera ligeramente la inflación del último año (240%). Sin embargo, conviene recordar que, en términos reales, el salario mínimo real no ha registrado aumentos desde 1984. Si bien en años anteriores tal cosa resultaba justificable por la situación de recesión, en la actualidad es difícil de conciliar con el desempeño de las empresas productivas. Por lo demás, la diferencia entre el porcentaje de aumento

concedido y aquel al que hubieran accedido las partes en la negociación no justifica los costos que puede acarrear el rompimiento de las conversaciones. En efecto, es bien probable que el ajuste decretado haya perdido en buena medida su papel de guía en las negociaciones colectivas de este año, debido a que no fue el resultado de un acuerdo con los representantes de los trabajadores. De otra parte, no debe descartarse que el rompimiento de las conversaciones haya contribuido a deteriorar el ambiente laboral e impida que en el futuro el Consejo Nacional de Salarios juegue un papel más destacado en la solución de los problemas sociales que afectan a los trabajadores.

En el mes de enero el gobierno fijó también los ajustes salariales para los funcionarios del sector público¹¹. Como en años recientes, se concedieron ajustes diferenciales buscando preservar el poder de compra de los trabajadores con más bajos salarios. En esta oportunidad, el aumento más alto fue del 25% y el menor del

20%, para un promedio ponderado del 23.5%. Con respecto a esta política de ajustes diferenciales conviene hacer también algunos comentarios. Cuando se inició en 1985 su propósito era impedir que el ajuste fiscal castigara a los trabajadores de más bajos ingresos. Sin embargo, era evidente que se trataba de una política de carácter temporal, cuyo mantenimiento podría originar distorsiones en los patrones de clasificación, enganche y promoción del personal. Al cabo de tres años estas distorsiones son cada vez más notorias. Para evadir las normas, las prácticas de reescalafonamiento han aumentado en frecuencia, especialmente entre los niveles medios. En los niveles más altos de la escala laboral, donde tal cosa ya no es posible, el resultado ha sido que el sector público pierda competitividad y que le resulte cada vez más difícil la contratación del personal más calificado sobre bases estables. El gobierno está en mora de modificar sus políticas de fijación de salarios para impedir que continúen estas tendencias.

III Sector Externo

A. Tasa de cambio

Al concluir 1987 el tipo de cambio oficial llegó a \$263.70 por dólar, con un aumento equivalente al 20.4% en relación con el año anterior. Como veremos más adelante, esta tasa de devaluación fue suficiente para mantener, e incluso elevar, el valor real del tipo de cambio en compa-

ración con los principales grupos de economías con las cuales comercia el país. Sin embargo, el ritmo de devaluación fue fluctuante a lo largo del año. La devaluación fue más acelerada en el primer semestre, y tuvo su ritmo más alto en el mes de marzo, cuando alcanzó una tasa anual equivalente al 25.6%. En el segundo semestre se desaceleró en forma apreciable, llegando a su punto más bajo en el mes de octubre, cuando fue tan sólo equivalente al 13.9% anual (Cuadro 3).

¹¹ Decreto 90 del 20 de enero de 1988, expedido por el Departamento Administrativo del Servicio Civil.

CUADRO 3

EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL 1984 – 1988
(Tasas de fin de período)

	1984		1985		1986		1987		1988	
	\$/US	Variación Anualizada	\$/US	Variación Anualizada	\$/US	Variación Anualizada	\$/US	Variación Anualizada	\$/US	Variación Anualizada
Enero	90.63	28.3	116.6	32.6	175.00	21.4	222.79	22.9	267.98	21.3
Febrero	92.53	28.3	120.1	42.6	178.10	23.5	226.73	23.4	273.64	28.5
Marzo	94.47	28.3	126.6	88.2	181.53	25.7	231.08	25.6		
Abril	96.45	28.3	132.6	74.0	186.56	38.8	235.13	23.2		
Mayo	98.47	28.2	138.7	71.9	190.46	28.2	239.41	24.2		
Junio	100.40	26.2	142.9	43.0	193.76	22.9	243.32	21.5		
Julio	102.65	30.5	147.8	49.7	197.59	26.5	247.56	23.0		
Agosto	104.81	28.4	152.1	40.7	200.72	20.8	250.95	17.7		
Septiembre	107.01	28.3	157.9	57.2	205.56	33.1	254.39	17.7		
Octubre	109.26	28.4	162.4	40.4	210.30	31.5	257.17	13.9		
Noviembre	111.55	28.3	166.6	35.9	214.64	27.8	260.30	15.6		
Diciembre	113.89	28.3	172.2	48.3	219.00	27.3	263.70	16.9		

Fuente: Bolsa de Bogotá.

Como ha sido analizado en repetidas ocasiones por *Coyuntura Económica* este tipo de manejo es indeseable porque estimula la aparición de tendencias especulativas y porque dificulta la programación de las operaciones de comercio exterior del sector privado. Es cierto que las autoridades económicas persiguen por este medio mantener estable el tipo de cambio real, compensando los ritmos más altos de inflación que se registran en el primer semestre del año con devaluaciones más aceleradas en la misma época. Sin embargo, tal objetivo es irrelevante porque los cambios de muy corto plazo en los tipos reales de cambio no afectan las condiciones de competitividad en las transacciones internacionales.

La evolución del tipo de cambio oficial en los primeros meses del presente año parece sugerir que la devaluación podría seguir un patrón incluso más inestable que en 1988. En el mes de enero, la tasa anual equivalente de devaluación fue 21.30% y en el mes de febrero se elevó al 28.50%. Las autoridades económicas han dado a entender que en el año completo la devaluación llegaría al 210%. Sin embargo, no debe olvidarse que esta meta ha sido fijada por el gobierno con base en su propio objetivo de inflación, que es del orden del 220%. Como es difícil que este último objetivo llegue a materializarse, es posible que el gobierno opte por devaluar a un ritmo ligeramente por encima del anunciado.

Como ya se mencionó, la devaluación registrada en 1987 permitió elevar el valor real del tipo de cambio frente a los principales grupos de monedas relevantes para el país. De acuerdo con los estimativos de FE-

DESARROLLO, el tipo de cambio real ponderado según el origen de las importaciones se elevó en un 80% entre el último trimestre de 1986 y el último de 1987. El aumento fue menos pronunciado para la canasta de monedas según destino de las exportaciones menores, aunque de todas maneras fue relativamente apreciable (60%, véase el Cuadro 4).

Según grupos de países, el alza más notoria en el tipo de cambio real se dio con respecto a los desarrollados excluyendo a Estados Unidos. Con base en la ponderación por exportaciones, el alza real frente a este grupo de países alcanzó un 18.90% entre los últimos trimestres de 1986 y 1987. Esto fue posible gracias a la devaluación que sufrió el dólar frente a las monedas europeas y el yen japonés en 1987. En contraste, el tipo de cambio real con respecto a los demás países de América Latina se mantuvo prácticamente sin cambio entre un período y otro.

B. Balanza comercial

Los Cuadros 5 y 6 presentan dos estimativos sobre el comportamiento de la balanza comercial. El primero de ellos se refiere a las transacciones externas efectivas, de acuerdo con los movimientos de aduanas registrados para el año completo. Según esta fuente, las exportaciones totales sufrieron una reducción del 30%, atribuible enteramente a las menores ventas externas de café, cuya disminución fue del 450%. Los demás grupos de productos registraron aumentos de consideración: los despachos de carbón se elevaron en 340%, los de petróleo y derivados 1890% y las ventas de productos menores crecieron 160%.

CUADRO 4

EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO REAL DESDE 1984
(Indices 1980 = 100)

	IMPORTACIONES				EXPORTACIONES MENORES			
	Países Desarrol.	Países Desarrol. sin EEUU	América Latina	Total	Países Desarrol.	Países Desarrol. sin EEUU	América Latina	Total
1984-1	97.70	81.42	80.80	94.99	94.40	79.02	80.50	88.88
1984-2	99.80	83.07	81.70	96.89	96.40	80.60	76.10	88.15
1984-3	100.50	80.70	84.45	97.95	96.70	78.26	78.80	89.49
1984-4	102.60	81.22	85.44	99.86	98.29	78.33	81.85	91.71
1985-1	100.61	77.47	86.23	98.34	96.12	74.71	83.03	90.93
1985-2	108.22	85.48	87.95	104.95	103.89	82.79	86.98	97.13
1985-3	121.86	99.15	93.78	117.23	117.50	96.29	94.27	108.10
1985-4	137.69	117.54	100.53	131.43	133.13	113.71	99.60	119.28
1986-1	142.71	126.30	99.71	135.34	138.33	121.95	90.01	117.57
1986-2	149.31	136.02	102.66	141.26	144.90	130.91	97.21	124.58
1986-3	162.09	151.53	104.16	151.83	157.51	145.48	99.34	132.29
1986-4	164.55	154.34	109.88	155.01	160.23	148.66	97.03	132.52
1987-1	167.70	162.15	103.23	156.09	164.14	156.78	90.67	131.12
1987-2	171.15	168.12	106.63	159.58	167.51	162.05	89.89	132.35
1987-3	173.96	168.85	109.90	162.54	170.19	163.01	92.23	134.97
1987-4 P	181.36	182.71	109.51	168.32	178.33	176.83	95.01	140.51

Fuente: FMI, DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

CUADRO 5
BALANZA COMERCIAL SEGUN MANIFIESTOS DE ADUANA
ENERO – DICIEMBRE
 (Millones de dólares)

	1986	1987p	1987/86 o/o
I. Exportaciones totales	5108.0	4940.4	- 3.3
Café	2988.3	1646.9	-44.9
Carbón	170.6	229.5	34.5
Petróleo y derivados	461.8	1336.4	189.4
Otros	1487.3	1727.6	16.2
II. Compras de oro	460.3	383.9	-16.6
III. Importaciones totales	3852.1	4282.0	11.2
Combustibles	151.4	118.6	-21.7
Otros	3700.7	4163.4	12.5
IV. Balanza comercial	1716.2	1042.3	-39.3

Fuente: Importaciones y exportaciones según manifiestos de aduana del DANE. Compras de oro según Balanza Cambiaria del Banco de la República.

Según las estadísticas de aduanas, las compras externas de bienes aumentaron un 11% y, dentro de este total, las importaciones de combustibles disminuyeron en 22%. Una vez se tienen en cuenta las ventas internas de oro al Banco de la República, que son asimilables a exportaciones, el resultado final de las transacciones comerciales externas fue superavitario para el país en US\$1.000 millones, aproximadamente.

Las estadísticas de registros del INCOMEX, disponibles también para el año completo, muestran un panorama muy semejante (Cuadro 6). En este caso, la disminución de las exportaciones es del orden del 1%, debida también a la caída del 44% en las ventas de café. Sin embargo, las exportaciones de carbón muestran

un dinamismo mayor que el registrado por aduanas, al igual que las menores, que según esta fuente aumentan en 17%.

El crecimiento total de las importaciones también es compatible aproximadamente con el registrado por aduanas, aunque los niveles son muy superiores. Por último, para hacer viables las comparaciones, el Cuadro 6 incluye también las compras de oro, que registran una disminución del orden del 76%. Al comparar las exportaciones totales (incluyendo oro) con las importaciones totales se encuentra un superávit comercial aproximado de US\$130 millones en 1987, que es sólo una fracción del registrado en el año anterior (US\$850 millones).

CUADRO 6
BALANZA COMERCIAL SEGUN REGISTROS
ENERO – DICIEMBRE
(Millones de dólares)

	1986	1987	Variación o/o
I. Exportaciones totales	5266.3	5214.1	- 1.0
A. Café	3038.8	1713.7	-43.6
B. Carbón	224.2	351.9	57.0
C. Petróleo y derivados	461.8	1336.4	189.4
D. Otros	1541.5	1812.1	17.6
II. Compras de oro	460.3	383.9	-16.6
III. Importaciones totales	4874.3	5466.3	12.1
IV. Balance comercial (I-II)	852.3	131.7	-84.5

Fuente: INCOMEX, ECOPETROL y Banco de la República.

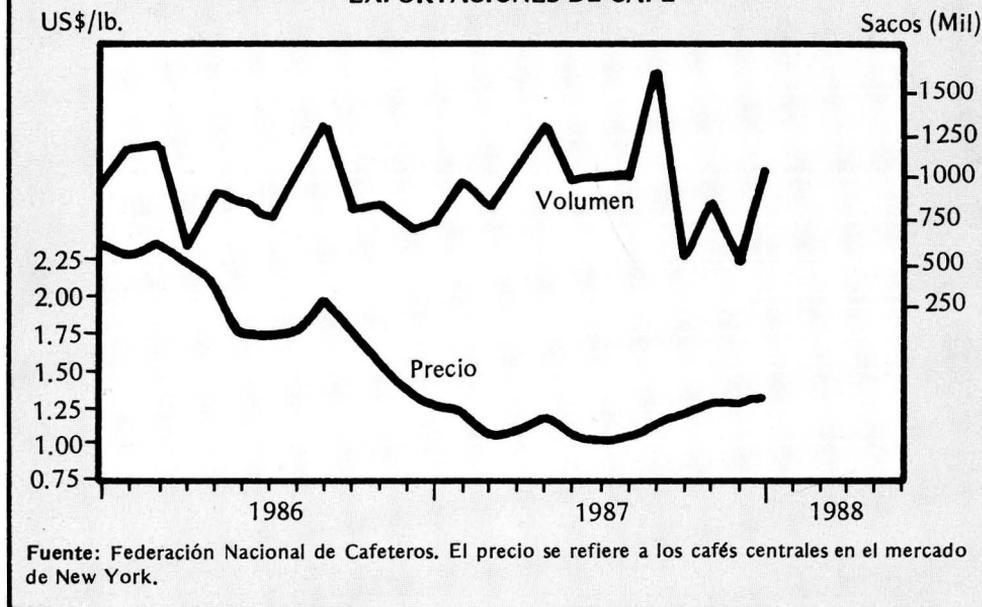
C. Exportaciones de café

Las estadísticas presentadas arriba dejan en claro que las exportaciones de café fueron el factor que más influyó en los cambios del balance comercial externo entre 1986 y 1987. En el Gráfico 7 puede verse que ello se debió exclusivamente al debilitamiento de los precios externos del grano, los cuales pasaron de un promedio de US\$1.96 por libra en 1986 a US\$1.14 en 1987. Aunque ya en 1986 se habían alcanzado volúmenes extraordinarios de ventas, en 1987 prácticamente se mantuvieron sin cambio. Así, el volumen de exportaciones del grano fue de 11.283 miles de sacos, cuando el año

anterior había alcanzado 11.381 miles de sacos, el nivel más alto en la historia del país.

El acontecimiento más importante en materia cafetera en el último año fue el restablecimiento del pacto de cuotas a partir de los primeros días de octubre. El efecto inmediato del pacto fue una caída abrupta en los volúmenes de ventas del grano colombiano, que no llegó a ser compensada con la recuperación de los precios. En efecto, las exportaciones del último trimestre del año fueron tan sólo la mitad de las efectuadas en el trimestre anterior, en tanto que la recuperación de los precios promedios llegó apenas al 190/o.

GRAFICO 7
EVOLUCION DEL PRECIO EXTERNO Y EL VOLUMEN DE LAS
EXPORTACIONES DE CAFE



Sin embargo, el comportamiento del mercado en estos primeros meses de vigencia del pacto estaba aún influido por fenómenos ocurridos con anterioridad. En previsión de los aumentos de precios, los compradores habían adelantado las ventas, impidiendo así el pronto fortalecimiento del mercado. Además, algunos embarques realizados por diferentes países a finales de septiembre, que se encontraban en tránsito en los primeros días de octubre, no quedaron registrados como parte de las cuotas. De esta manera, las cuotas inicialmente fijadas resultaron holgadas, lo cual llevó a que los indicadores de precios cayeran por debajo de las franjas básicas previstas, dando origen así a un primer recorte de las cuotas a finales de 1987 y otros dos recortes adicionales en el primer trimestre de 1988.

Estas tendencias han venido modificándose recientemente, al desaparecer los factores que inicialmente les dieron origen. Además, hacia el mes de febrero se dieron a conocer algunos pronósticos indicando que la cosecha brasileña para el año cafetero 1988/89 podría ser de solamente unos 20 millones de sacos, bien por debajo de los 33 millones del año anterior. De otro lado, ante la perspectiva de que la caída en la producción brasileña afecta especialmente la oferta de cafés de alta calidad, se ha ampliado hasta unos US\$0.12 por libra el diferencial de precios favorable al grano colombiano en relación con los centrales.

En estas circunstancias, han venido mejorando las perspectivas para las exportaciones cafeteras colombiana-

nas en el presente año. La mayoría de los analistas dan por descontado que la reciente tendencia alcista de precios dará lugar a que se restituya el primero de los tres recortes que ha tenido la cuota desde iniciado el Acuerdo y existe la posibilidad de que pueda lograrse al menos una segunda restitución hacia mediados del año.

D. Exportaciones menores

Las diferentes fuentes estadísticas sobre las exportaciones menores muestran crecimientos superiores al 150/o para 1987. Como ya mencionamos, los registros de aduanas dan cuenta de un aumento del 160/o, en tanto que las estadísticas de INCO-MEX muestran un 170/o de crecimiento para el año completo. Por su parte, las operaciones de reintegros de divisas en el Banco de la República durante 1987 presentan un aumento del 150/o para las exportaciones menores (que, en esta fuente, no incluyen ferroníquel; véase más adelante el Cuadro 9).

En el Cuadro 7 aparece una discriminación detallada de las exportaciones menores por sectores económicos y productos. En 1987, las ventas externas de productos industriales continuaron ganando importancia dentro del total de las exportaciones menores. Su valor total alcanzó los US\$ 1.100 millones aproximadamente, bien por encima de los US\$630 millones correspondientes a las exportaciones menores de origen agrícola o a los US\$80 millones que totalizaron las ventas externas de productos mineros diferentes al carbón y los hidrocarburos.

El alto crecimiento de las exportaciones industriales en 1987 (200/o)

fue posible gracias al buen comportamiento de una diversidad de productos, tanto de exportación tradicional como de nuevos artículos. Entre las exportaciones industriales de carácter tradicional cabe destacar las provenientes de las industrias de alimentos y bebidas, textiles, confecciones y cueros, todas las cuales crecieron a tasas entre el 10 y el 200/o. Sin embargo, el producto más dinámico entre los tradicionales de exportación fue el cemento, cuyas ventas externas crecieron en 440/o, lo cual no deja de ser sorprendente, dado el crecimiento que registró la demanda interna para este producto en 1987.

Entre las exportaciones de productos menos tradicionales las de más alto crecimiento fueron las artes gráficas (410/o), el cloruro de polivinilo (410/o) y los fungicidas (250/o). Además, las ventas externas de ferroníquel registraron también un crecimiento apreciable en 1987 (230/o).

Con todo, el conjunto de exportaciones manufactureras de mayor dinamismo fue aquel que aparece en el cuadro bajo la denominación residual de "otras industrias", cuyo crecimiento fue del 750/o. Puesto que se trata de una diversidad de productos de menor importancia, muchos de ellos de aparición relativamente reciente en la canasta de exportaciones colombianas, este comportamiento es sintomático de una tendencia muy conveniente de diversificación de las ventas externas.

En términos comparativos, las exportaciones agrícolas fueron menos dinámicas, aun cuando de todas maneras lograron un crecimiento que debe considerarse satisfactorio (110/o). El buen desempeño fue extensivo a la

CUADRO 7
EXPORTACIONES MENORES POR PRODUCTOS¹
ENERO – DICIEMBRE
(Miles de US\$)

	1986	1987	Variación %
I. Sector Agropecuario	567664	630625	11.1
Banano ²	220923	252092	14.1
Flores	154767	174076	12.5
Azúcar crudo	34838	17715	-49.2
Algodón	46909	52041	10.9
Tabaco negro	20465	15792	-22.8
Cacao en grano	5300	16514	211.6
Langostas, langostinos, crustáceos y moluscos congelados	36527	43253	18.4
Carne de bovino	20157	32766	62.6
Peces ornamentales	1384	1679	21.3
Hortalizas y frutas	9125	12046	32.0
Demás productos	17629	12645	-28.3
II. Sector minero	61535	82738	34.5
Coques y semicoques	10278	7670	-25.4
Platino	7538	1034	-86.3
Piedras preciosas	36032	62432	73.3
Demás productos ³	7687	11602	50.9
III. Sector industrial ⁴	912304	1098672	20.4
Gelatina	10574	11457	8.4
Otros alimentos y bebidas	49039	58286	18.9
Hilados y tejidos	93884	104712	11.5
Confecciones	114961	134208	16.7
Madera y sus manufacturas	30211	25639	-15.1
Cuero y sus manufacturas	98211	111296	13.3
Artes gráficas	80760	114021	41.2
Epsilon	14341	16066	12.0
Cloruro de polivinilo	31725	44963	41.7
Poliestireno	20094	14387	-28.4
Demás fungicidas	15182	18951	24.8
Demás productos químicos	100470	119432	18.9
Cemento	43358	62848	45.0
Otros minerales no metálicos ⁵	20364	24735	21.5
Ferróníquel	62499	77136	23.4
Demás productos metalmecánicos ⁶	98578	111402	13.0
Otras industrias manufactureras ⁷	28053	49126	75.1
Total exportaciones menores	1541503	1812037	17.6

¹ Incluye exportaciones menores SEIC sin reintegro.

² Incluye cajas de cartón corrugado.

³ Corresponde a los productos de los capítulos 25 al 27 del arancel, excepto cemento Blanco, Clinker y Portland.

⁴ Corresponde a los productos de los capítulos 28 al 40 del arancel e incluye glicerina purificada.

⁵ Corresponde a los productos de los capítulos 68 al 70 del arancel.

⁶ Corresponde a los productos de los capítulos 73 al 89 del arancel.

⁷ Corresponde a los productos de los capítulos 90 al 99 del arancel, también los capítulos 23, 66 y parte del 64 y 71 del arancel.

Fuente: Registros aprobados. INCOMEX.

mayoría de los principales productos, con excepción del azúcar y el tabaco negro, que han ido perdiendo gradualmente la importancia que tuvieron en décadas pasadas como fuentes de divisas para el país.

El banano y las flores se consolidaron en 1987 como los dos principales productos entre todas las exportaciones menores, inclusive las de origen no agrícola. Las ventas externas de banano aumentaron un 140/o, con una factura por encima de los US\$ 250 millones, y las de flores crecieron 120/o, alcanzando un valor superior a los US\$ 170 millones.

El algodón, la carne de bovino y los moluscos también alcanzaron valores relativamente importantes de exportación en 1987, aunque ciertamente muy inferiores al banano y las flores. En los dos primeros casos se trata de productos que tradicionalmente habían sido de importancia para el país, pero cuyo desempeño en los mercados externos había sido poco satisfactorio en años recientes. En el caso de los moluscos, el aumento reciente de las exportaciones se debe al desarrollo de los proyectos de cría en encierro, gracias a los cuales los moluscos han llegado a ocupar ya el cuarto lugar de importancia entre las exportaciones menores de origen agropecuario.

Como ha sido analizado en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*, el buen comportamiento reciente de las exportaciones menores no debe atribuirse por completo a los ajustes del tipo de cambio real. Las exportaciones más dinámicas han sido las dirigidas a países de América Latina, con respecto a los cuales no ha aumentado la tasa de cambio en

términos reales. La tasa de cambio ha jugado un papel más importante en relación con los mercados de los países desarrollados, aunque tampoco exclusivo, ya que estos países han elevado de todas maneras sus demandas de productos por efecto de su propio crecimiento.

Lo anterior no significa por supuesto que pueda descuidarse el manejo cambiario sin sacrificar con ello las exportaciones menores. Antes bien, como el crecimiento reciente de las ventas externas ha dependido en buena medida de otros factores que pueden no mantenerse en el futuro, es preciso continuar con un proceso gradual de aumento del tipo de cambio real. Sólo así puede prevenirse la eventual caída de algunos de los mercados latinoamericanos de mayor dinamismo reciente (Perú, en particular) o la muy probable desaceleración del crecimiento económico de los países desarrollados (Estados Unidos, en especial). Por estas razones, FEDESARROLLO recomienda nuevamente que el ritmo de devaluación doméstica se eleve al 25 o el 270/o anual a partir de este año.

E. Importaciones

El crecimiento de las compras externas en 1987 puede calcularse entre un 70/o y un 120/o, según la fuente estadística de que se trate. Las licencias aprobadas por INCOMEX corresponden a la más alta de estas cifras y los giros según balanza cambiaría a la más baja. En un punto intermedio se sitúan las estadísticas de Aduanas, que indican un aumento del 110/o.

En el Cuadro 8 puede apreciarse que el crecimiento de las importa-

CUADRO 8

**IMPORTACIONES APROBADAS SEGUN CARACTER DEL IMPORTADOR,
FORMA DE PAGO Y REGIMEN
ENERO – NOVIEMBRE
(Millones de dólares)**

	1986	1987	87/86 %
I. Carácter del importador			
1. Oficial	818.4	756.5	- 7.6
2. Privado	3556.9	4080.8	14.7
a) Industria	2266.9	2665.5	17.6
b) Comercio	1290.0	1415.3	9.7
II. Forma de pago			
1. Reembolsables	4108.5	4516.1	9.9
a) Giro ordinario	3663.3	4104.6	12.0
b) Compensación	26.3	21.2	-19.4
c) Crédito y regímenes especiales	418.9	390.3	- 6.8
2. No reembolsables	266.7	321.4	20.5
III. Total	4375.3	4837.4	10.6

Fuente: INCOMEX.

ciones ha favorecido especialmente al sector privado. En efecto, mientras las compras externas oficiales cayeron un 8% en 1987, las del sector privado aumentaron cerca del 15%. La disminución en las compras oficiales ha sido posible gracias a las menores importaciones de combustibles y de bienes de capital con destino a los sectores de minas y energía. Por su parte, el aumento en las compras externas del sector privado ha favorecido especialmente a la industria, cuyas importaciones aumentaron un 18% aproximadamente en 1987, bien por encima del 10% correspondiente al comercio.

El dinamismo de las importaciones con destino a la industria se ha reflejado especialmente en las compras

externas de materias primas. En efecto, según la clasificación por uso o destino económico, el renglón de materias primas fue el de mayor crecimiento (20.7% véase el Cuadro 9). La tasa de crecimiento de los bienes de capital fue más moderado -10%, e inferior al del total de las importaciones de la industria, debido a las menores compras oficiales de equipos con destino a los sectores de minas y energía. Por último, las importaciones de bienes de consumo registraron un aumento muy modesto (2.9%), debido a la disminución en las compras de bienes de consumo no duradero.

En relación con la forma de pago de las importaciones, las de giro ordinario registraron en 1987 un com-

CUADRO 9

**IMPORTACIONES CON CARGO AL PRESUPUESTO DE DIVISAS
SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y SEGUN REGIMEN
ENERO – DICIEMBRE
(Millones de dólares)**

	1986	1987	Variación
I. Uso o destino económico			
1. Bienes de consumo	595.4	612.7	2.9
2. Materias primas	1892.7	2285.3	20.7
3. Bienes de capital	1677.9	1845.1	10.0
4. Diversos	30.0	15.6	-48.0
5. Total con cargo al presupuesto	4196.0	4758.7	13.4
II. Régimen			
1. Libre			
a) Presupuesto	2026.0	2221.9	9.7
b) Registros	1687.6	2114.3	25.3
c) Coeficiente de utilización (b/a)	83.3	95.2	-
2. Previa			
a) Presupuesto	2154.0	2518.0	16.9
b) Registros	2508.4	2644.4	5.4
c) Coeficiente de utilización (b/a)	116.5	105.0	-
3. Total			
a) Presupuesto	4180.0	4740.0	13.4
b) Registros	4196.0	4758.7	13.4
c) Coeficiente de utilización (b/a)	100.4	100.4	-

Fuente: INCOMEX.

portamiento semejante al total, en tanto que las efectuadas con créditos de largo plazo y a través de regímenes especiales tuvieron una disminución, consistente con la pérdida de importancia de estos mecanismos, gracias a la sólida situación cambiaria. Por último, es de interés señalar que las importaciones no reembolsables registraron un crecimiento vigoroso del 20%, que contrasta con la abrupta disminución que habían sufrido el año anterior (un 70%). En ambos años, las importaciones con destino al sector petrolero y las de carácter temporal ex-

plican la mayor parte de dichas fluctuaciones (Cuadro 8).

Según el régimen de importación, el crecimiento de las compras externas de 1987 se concentró prácticamente en su totalidad en las de carácter libre (véase nuevamente el Cuadro 9). Esto se debió en alguna medida a que durante 1987 continuó el traslado de posiciones del régimen de previa hacia el de libre. En parte por estos traslados, en parte por la incertidumbre que generó la situación del sector externo en 1987, la porción del presupuesto de divisas asignado a

las compras en el régimen de libre tuvo una mayor utilización en este año, que obligó a limitar la concesión de licencias en el régimen de previa. En efecto, las importaciones de previa crecieron tan sólo un 5.4% en 1987, a pesar de que las solicitudes aumentaron mucho más rápido. Como se analizó en las dos entregas anteriores de *Coyuntura Económica* esta situación dio lugar a que en el primer semestre de 1987 el porcentaje de licencias sin aprobar alcanzara niveles comparables e incluso superiores a los de los años de mayor estrechez cambiaria, dificultándose así el manejo de las políticas de control de importaciones.

Es preciso observar que las dificultades que se presentaron en el sistema de control a las importaciones en 1987 no se debieron a limitaciones en el presupuesto de divisas. Como se observa en el Cuadro 9, el presupuesto se amplió en un 13.4% con respecto al año anterior, ya que aparte del presupuesto básico mensual de US\$375 millones se concedieron dos ampliaciones, una de US\$150 millones para el mes de junio y otra de US\$450 millones para el último trimestre del año. Debido al rezago normal que existe entre el momento en que se efectúan los registros de importación en el INCOMEX y el momento en que se realiza la importación física de los bienes, una parte importante de esta última ampliación del presupuesto no debe haberse reflejado aún en las estadísticas de Aduanas. Además, el presupuesto disponible para los seis primeros meses de 1988 también será relativamente holgado pues, en adición a los US\$375 millones mensuales fijados como presupuesto básico para el presente año,

en el primer semestre podrán otorgarse licencias por US\$250 millones adicionales con cargo a las cancelaciones de licencias no utilizadas en 1987.

El criterio con el cual se han concedido las ampliaciones recientes al presupuesto de divisas ha sido de tipo monetario, debido a las dificultades que se han presentado en este frente de la política económica. Las autoridades han tratado así de disminuir las presiones de crecimiento de la base monetaria permitiendo una mayor utilización de las reservas internacionales para realizar importaciones. Desafortunadamente, este es un criterio inadecuado para manejar los instrumentos de control a las importaciones. En efecto, las experiencias de principios de los ochentas dejaron bien en claro que este manejo no produce los efectos monetarios deseados con suficiente velocidad ni en magnitudes fáciles de predecir y en cambio sí puede comprometer la estabilidad cambiaria ante un eventual deterioro de las condiciones externas. Además, desde el punto de vista de los sectores industriales, este manejo es una fuente de incertidumbre sobre la continuidad de la protección y sobre la estabilidad de la demanda.

F. Balanza cambiaria

La estabilidad de las reservas internacionales del país a lo largo de 1987 y en lo corrido del presente año es el fenómeno más destacado en el frente cambiario. Como se observa en el Cuadro 10, el saldo de las reservas cayó tan sólo en US\$28 millones en 1987, en contra de todos los pronósticos que se tenían a principios de

CUADRO 10
BALANZA CAMBIARIA
(Millones de US\$)

	Año completo			Hasta febrero 12		
	1986	1987	Variación %	1987	1988	Variación %
I. Balance comercial	1446.5	842.5	-41.8	65.5	78.2	19.4
A. Exportaciones de bienes	3795.0	3470.9	- 8.5	358.5	404.3	12.8
1. Café	2336.3	1517.5	-35.0	178.5	143.2	-19.8
2. Petróleo, carbón y ferróníquel	205.9	452.1	119.6	23.5	78.4	233.6
3. Otros	1252.5	1501.3	19.9	156.5	182.7	16.7
B. Compras de oro	460.3	383.9	-16.6	44.1	50.3	14.1
C. Importaciones de bienes	2808.8	3012.3	7.2	337.1	376.4	11.7
II. Balance de servicios y transferencias	-511.9	-190.6	*	-45.0	-43.8	*
A. Servicios no financieros (neto)	432.0	765.6	77.2	57.1	41.5	-27.3
B. Capital petróleo, minería y pagos para refinación ¹	116.0	115.3	-0.6	16.2	7.3	-54.9
C. Servicios de capital ²	-1059.9	-1071.5	*	-118.3	-92.6	*
III. Balance de transacciones corrientes (I+ II)	934.6	651.9	-30.2	20.4	34.3	68.1
IV. Financiación	213.1	-773.1	*	-187.7	-82.3	*
A. Inversión extranjera neta	42.8	36.5	-14.7	1.2	1.1	-8.3
B. Resto capital privado neto	-100.7	-53.8	*	-25.0	-12.3	*
C. Capital oficial	742.4	-715.4	*	-156.5	-47.8	*
D. Banco de la República	-471.6	-40.4	*	-7.5	-23.3	*
V. Otros movimientos de divisas	50.7	93.2	83.8	40.2	6.1	-84.8
VI. Cambio de reservas brutas (III+ IV+ V)	1198.4	-28.0	*	-127.1	-41.9	*
VII. Saldo en reservas brutas	3511.5	3482.5	-0.8	3384.4	3441.6	1.7

¹ Incluye divisas vendidas por filiales extranjeras para sus gastos domésticos, compras de petróleo para refinación y gas natural.

² Ingresos netos de intereses menos remesas de utilidades y dividendos.

* No aplica

Fuente: Banco de la República, cifras preliminares.

año, según los cuales podrían esperarse disminuciones de US\$300 millones o más por efecto de la destorcida cafetera.

Los ingresos cambiarios por concepto de exportaciones de café efectivamente registraron una caída pronunciada, superior a los US\$800 millones, consistente con las previsiones de principios de año. Buena parte de

este deterioro se reflejó en el balance comercial, dado que aunque las demás exportaciones tuvieron un buen desempeño, los pagos por importaciones se elevaron en unos US\$200 millones.

El verdadero elemento compensatorio, que permitió estabilizar las reservas, fue el balance de servicios y transferencias, que mejoró más de

US\$300 millones en relación con el año anterior, debido exclusivamente a los mayores ingresos por concepto de exportaciones de servicios no financieros y, en particular, a los reintegros por concepto de servicios e ingresos personales. Este renglón de la balanza cambiaria pasó de unos US\$400 millones en 1986 a US\$625 millones en 1987. Es muy posible que la devaluación real del tipo de cambio desde 1985 y la virtual desaparición del diferencial entre el mercado paralelo y el oficial hayan contribuido a este resultado. Sin embargo, puede también haber estado influido por razones propias del tráfico de estupefacientes que no es fácil precisar.

Por su parte, las operaciones cambiarias asociadas a la cuenta de capitales tuvieron un comportamiento totalmente opuesto al que hubiera aconsejado el deterioro del balance comercial. En efecto, se pasó de un superávit superior a los US\$200 millones en 1986 a un déficit del orden de los US\$770 millones en 1987. Este vuelco fue producido por las transacciones financieras oficiales, debido a que los procesos de negociación de nuevos créditos no produjeron recursos efectivos en 1987, como sí lo habían hecho el año anterior. De esta manera, desde un punto de vista cambiario, el país realizó pagos netos por concepto de deuda al resto del mundo, que lograron ser cubiertos casi en su totalidad por el remanente que dejaron las transacciones comerciales y de servicios, sin producir así un drenaje de reservas.

Hasta mediados de febrero de 1988, las reservas internacionales habían sufrido tan sólo una pequeña reducción adicional, debido nuevamen-

te al déficit de las transacciones de capital. Sin embargo, este déficit fue inferior al registrado para la misma época del año anterior, gracias a una disminución apreciable en los pagos netos del sector oficial. Entre las transacciones corrientes también habían ocurrido algunos cambios de importancia, a pesar de que su saldo global fue muy semejante al del año anterior. En particular, disminuyeron los reintegros cafeteros y aumentaron en cambio muy fuertemente los provenientes de las exportaciones mineras. Dentro del balance de servicios, el fenómeno más importante en estos primeros meses de 1988 fue la disminución del superávit del renglón de los no financieros, que podría ser efecto de la reaparición de un fuerte diferencial entre las cotizaciones del dólar paralelo y el oficial.

G. Proyecciones de balanza de pagos

En el Cuadro 11 se presentan las proyecciones básicas de FEDESARROLLO para la balanza de pagos colombiana hasta 1992. Los cálculos reflejan las tendencias actuales de las principales variables externas e internas que afectan el desempeño de las cuentas externas del país.

En relación con la situación de la economía internacional, las proyecciones no pretenden prever los cambios que podrían ocurrir en el crecimiento mundial, la inflación o las tasas externas de interés si se modifican abruptamente las políticas de las grandes economías en respuesta a sus desequilibrios actuales de balanza de pagos. En consecuencia, se presume simplemente que los valores actuales de esas variables podrán mantenerse inmodificados. En particular, se su-

CUADRO 11
PROYECCION DE BALANZA DE PAGOS 1988 – 1992
 (Millones de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Exportaciones de bienes	5478	5238	5358	5966	7044	7642	8215
Café	2736	1560	1559	1606	1672	1723	1775
Mineras	1306	2027	1950	2344	3175	3524	3830
Menores	1436	1651	1849	2016	2197	2395	2610
Importación de bienes	3486	3868	4338	4711	5136	5629	6166
Importaciones no petroleras	3331	3747	4234	4615	5031	5483	5977
Importaciones petroleras	155	121	104	96	105	146	189
Balance comercial	1992	1370	1020	1255	1908	2013	2049
Exportaciones de servicios	1144	1223	1255	1326	1389	1476	1564
Intereses	132	168	145	145	145	145	145
Dividendos	5	5	5	5	5	5	5
No financieros	1007	1050	1105	1176	1239	1326	1414
Importación de servicios	3416	3775	3882	4297	4628	4961	5311
Intereses	1269	1420	1383	1456	1548	1604	1667
Dividendos	373	570	564	647	755	881	1010
Servicios no petroleros	1549	1560	1687	1825	1973	2134	2308
Servicios petroleros	225	225	248	369	352	342	326
Balance de servicios	-2272	-2552	-2627	-2971	-3239	-3485	-3747
Transferencias (netas)	774	700	570	450	450	450	450
Balance en cuenta corriente	494	-482	-1037	-1266	-881	-1022	-1248
Inversión directa	673	421	293	245	266	315	332
Endeudamiento neto	-	-	744	1022	615	708	916
Balanza de capitales	-	-	1037	1267	881	1023	1248
INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO							
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Deuda neta		11917	12661	13683	14298	15006	15922
Deuda neta/ Exportaciones		2.275	2.363	2.293	2.030	1.964	1.938
Intereses/ Exportaciones		0,271	0,258	0,241	0,214	0,202	0,193

pone que la inflación mundial se mantendrá alrededor del 4% anual, que el crecimiento económico en los países desarrollados será del 2.5% anual y que la tasa de interés externa relevante para Colombia se mantendrá estable en el 9%.

Los resultados de la balanza de pagos del país se verán afectados además por lo que ocurra en los mercados de sus principales productos de exportación. Los supuestos adoptados al respecto reflejan las tendencias

más probables en cada caso, de acuerdo con los desarrollos recientes. En particular, para el caso del café, se prevé el mantenimiento del pacto de cuotas, con crecimientos moderados tanto del precio nominal de venta como de los volúmenes de exportación del grano a partir de sus niveles de 1988. Con respecto al precio de los hidrocarburos, se parte de un nivel de US\$15 por barril en 1988, que luego aumenta gradualmente, a la par con la inflación mundial. Este escenario de precios para los hidro-

carburos tiene en cuenta las dificultades que ha tenido la OPEP para controlar efectivamente la producción, debido a la renuencia de algunos países a respetar las cuotas actuales. Es preciso señalar que la inestabilidad actual del precio del petróleo en los mercados mundiales introduce un cierto grado de incertidumbre a estas proyecciones, que por supuesto es mayor hacia el futuro cuando aumenta la importancia de las exportaciones de hidrocarburos en la balanza de pagos colombiana.

En lo tocante a las variables económicas internas, la proyección básica que se presenta en el cuadro se basa en un crecimiento del PIB del 5% anual y en el mantenimiento del nivel actual de la tasa de cambio en términos reales. Además, no se prevén cambios en las políticas comerciales o cambiarias actuales.

Con base en estos supuestos básicos, FEDESARROLLO prevé que las exportaciones totales de bienes en 1988 tan sólo superarán en una pequeña cuantía las del año anterior. Estos cálculos ya tienen en cuenta la disminución en las exportaciones de hidrocarburos por los daños causados a los oleoductos por parte de los grupos guerrilleros en los dos primeros meses del año. Sin embargo, la pérdida por este concepto podría seguir en aumento si se presentan nuevos ataques.

En contraste con el virtual estancamiento de las exportaciones, las compras externas de bienes tendrán un dinamismo apreciable, posiblemente del orden del 12%, debido a la ampliación que tuvo el presupuesto de importación del INCOMEX en el último trimestre del año anterior y

a las ampliaciones adicionales que estarán vigentes al menos durante el primer semestre de 1988, como se discutió arriba. En esta materia es del caso observar que las autoridades económicas no descartan la posibilidad de profundizar aún más el proceso de liberación con miras a reducir las presiones inflacionarias mediante un aumento más acelerado de las compras externas.

Los principales componentes de la balanza de servicios registrarán cambios muy moderados en relación con el año anterior. En efecto, los crecimientos previstos son del 2.6% para las exportaciones y de 2.8% para las importaciones de servicios. Puesto que la balanza de servicios es fuertemente deficitaria, estos comportamientos darán origen a una ampliación adicional del déficit.

Como resultado del debilitamiento de las balanzas comercial y de servicios, en 1988 se ampliará el déficit de la cuenta corriente con el resto del mundo. Sin embargo, la magnitud de este déficit seguirá siendo una fracción moderada del tamaño de la economía (2% del PIB aproximadamente).

El deterioro de la cuenta corriente se agudizará aún más en 1989, para disminuir en los años posteriores. La principal causa del debilitamiento adicional de la cuenta corriente en 1989 serán las mayores compras externas de bienes y servicios no petroleros. En los años siguientes, estas compras continuarán aumentando a un ritmo semejante, pero tales aumentos quedarán en gran medida contrarrestados por el crecimiento más acelerado de las exportaciones, en particular las de origen minero.

Debido a que las entradas de capital por concepto de inversión extranjera serán relativamente moderadas a partir del presente año, no serán suficientes para cubrir los déficit previstos de cuenta corriente. En consecuencia, los saldos de la deuda *neta* del país con el resto del mundo aumentarán de manera ininterrumpida¹². Así, se pasará de un saldo de US\$12.000 millones aproximadamente a finales de 1987 a uno del orden de US\$16.000 millones en 1992. Sin embargo, los mayores niveles de endeudamiento no darán lugar a un deterioro de los indicadores, excepto, de forma parcial y muy leve, en 1988. En efecto, en este año la relación entre la deuda neta y las exportaciones se elevará de 2.27 a 2.36, para descender luego en forma gradual hasta 1.9 aproximadamente en 1992. Por su parte, el coeficiente entre los intereses de la deuda y el total de las exportaciones de bienes descenderá a partir del presente año, pasando de 27.10% en 1987 a 19% aproximadamente en 1992.

Estas proyecciones muestran, en conclusión, la solidez del sector externo colombiano en el corto y en el

mediano plazo, habida cuenta de las tendencias actuales. No debe pasarse por alto, sin embargo, que existe una serie de elementos de incertidumbre en el escenario económico mundial. Como ya se mencionó, es incierto el curso que pueden tomar las principales variables externas en respuesta a los serios desequilibrios de la economía mundial. Los analistas coinciden en afirmar que habrá tendencias recesivas e inflacionarias que afectarán especialmente a los países en la órbita del dólar de los Estados Unidos. Sin embargo, nadie puede predecir qué tan profundas serán esas tendencias. De otro lado, persiste la incertidumbre sobre el futuro de los mercados financieros externos y sobre la viabilidad de las estrategias de financiamiento voluntario, como la adoptada hasta ahora por Colombia. Este elemento de incertidumbre no será crítico en 1988, porque ya se cuenta con los recursos del crédito "Concorde" por US\$1.000 millones contratado finalmente con la banca comercial en el mes de enero pasado. Sin embargo, continuará pesando sobre las perspectivas de la balanza de pagos colombiana a partir de 1989.

IV Finanzas Públicas

A. Las finanzas del gobierno central en 1987

Con base en la metodología de operaciones efectivas de la Tesorería, por primera vez en esta década las finanzas del gobierno central fueron

superavitarias en 1987. Según se aprecia en el Cuadro 12, esto fue posible gracias al notable crecimiento de los ingresos corrientes que logró contrarrestar el dinamismo también apreciable que tuvieron los principales renglones del gasto, tanto corriente como de inversión.

En el Cuadro 13 puede verse el comportamiento que registraron las principales fuentes de ingresos del

¹² La deuda *neta* se calcula como la diferencia entre el saldo de la deuda externa total y el valor de las reservas internacionales, el cual se supone constante a partir de 1988.

CUADRO 12
BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
Operaciones efectivas
(Millones de pesos)

	1986	1987	Proyec- ción 1988	Variaciones	
				1987/86	1988/87
I. Ingresos corrientes	640460	914917	1188000	42.9	29.8
II. Gastos corrientes	520410	695880	952000	33.7	36.8
A. Funcionamiento	454375	596634	812000	31.3	36.1
B. Intereses de la deuda	54922	88245	126000	60.7	42.8
C. Otros pagos	11113	11001	14000	-1.0	27.3
III. Ahorro (I-II)	120050	219037	236000	82.5	7.7
IV. Inversión	128644	191852	257000	49.1	34.0
V. Superávit o déficit (III-IV)	-8594	27185	-21000	*	*

Fuente: DNP-UIP-DAF a partir de Informes de la Tesorería y proyecciones de FEDESARROLLO.

gobierno central en 1987. Uno de los tributos más dinámicos fue el de la renta, con un crecimiento del 40.70% que supera en unos 8 puntos porcentuales el alcanzado por el PIB nominal. Como ya se ha analizado en *Coyuntura Económica*, una parte importante de este dinamismo fue el resultado de la amnistía tributaria, cuyo efecto estimado fue de unos \$21.000. Descontado este efecto, los recaudos del impuesto a la renta tuvieron un crecimiento del 31.30%, que implica una elasticidad prácticamente unitaria frente al PIB nominal. Por su parte, este crecimiento se originó en buena medida en el comportamiento de las retenciones sobre ingresos no salariales, en particular sobre compras, servicios, dividendos y rendimientos financieros, cuyas tasas fueron objeto de aumentos de consideración. En razón de la ampliación y fortalecimiento que tuvieron en los últimos años los mecanismos de retención, en 1987 cerca de la mi-

tad de los recaudos del impuesto a la renta provinieron de dicha fuente.

Los recaudos por impuesto a las ventas también registraron altas tasas de aumento en 1987. Los de origen interno crecieron en 350%, lo cual implica una elasticidad del orden de 1.2. La elasticidad de este tributo debe atribuirse a la estructura de las tasas, que son más altas para los artículos de demanda más elástica frente a los cambios en el ingreso, y en particular los vehículos, cuyas ventas aumentaron 25.20% en 1987.

No obstante el buen comportamiento de los recaudos internos, los provenientes de las importaciones crecieron aún más rápido. Así, el impuesto de venta sobre las importaciones aumentó 440% en el curso del año, y el conjunto de los comprendidos en los renglones de aduanas y recargos y sobretasas sobre el valor CIF de las compras externas, 900%. No

CUADRO 13
EVOLUCION DE LOS RECAUDOS DEL GOBIERNO CENTRAL
1986 – 1988
 (Millones de pesos corrientes)

	1986	1987	Proyec- ción 1988	Variaciones	
				1987/86	1988/87
Renta	224214	315393	384500	40.7	21.9
Ventas	189574	262203	347700	38.3	32.6
– Internas	128865	171733	227700	33.3	32.6
– Importaciones	62710	90471	120000	44.3	32.6
Aduanas y recargos	81249	110742	146900	36.3	32.7
Gasolina y ACPM	46493	59599	74400	28.2	24.8
Timbre nacional	25591	15732	20500	-38.5	30.3
CIF 80/o	38695	5475	—	-85.9	—
CIF 180/o	—	111985	164800	*	47.2
Ad-valorem 6.50/o	30088	23874	28900	-20.7	21.1
Otros impuestos ¹	12904	5159	4800	-60.0	-7.0
Ingresos no tributarios	70436	80867	124200	14.8	53.6
– Tasas y multas	18566	18938	25000	2.0	32.0
– Rentas contractuales	18408	51740	85200	181.1	64.7
– Fondos especiales	33462	10009	14000	-70.1	39.9
Total	719245	990851	1296700	37.8	30.9

¹ Comprende CIF 20/o, Pro-Turismo 50/o y timbre salidas al exterior.

Fuente: DNP-UIP-DAF a partir de los Informes de Recaudos del DIN y proyecciones de FEDESARROLLO.

obstante, este cálculo resulta engañoso, porque en 1987 se reclasificaron algunos ingresos que gravaban a las importaciones y que aparecían formando parte de los recaudos de origen interno (impuestos de timbre) o de los ingresos de carácter no tributario (aquellos destinados a PROEX-PO). Todos estos gravámenes, junto con el impuesto CIF del 80/o quedaron agrupados a partir de 1987 en un solo renglón correspondiente al impuesto CIF 180/o. Si se aísla el efecto de estas reclasificaciones puede encontrarse que el crecimiento del conjunto de estos gravámenes fue muy semejante al 440/o ya mencionado para el impuesto de ventas sobre im-

portaciones. Esta tasa es aún bastante elevada, y ello fue posible gracias al efecto combinado de la devaluación *promedia* del año (24.60/o), el aumento efectivo de las importaciones diferentes de combustibles (12.50/o) y la mayor participación adquirida por las compras externas del sector privado. La reclasificación mencionada de los gravámenes sobre las importaciones aparece afectando las tasas de crecimiento del impuesto de timbre nacional y del renglón de otros impuestos, que en ambos casos son negativas.

El conjunto de los ingresos no tributarios del gobierno registró un cre-

cimiento bastante moderado, inferior al 15%. Este comportamiento esconde sin embargo, un dinamismo extraordinario de las "rentas contractuales", que en sólo dos años pasaron de \$6.000 millones a cerca de \$52.000 millones, debido especialmente a las transferencias cafeteras y de Ecopetrol. En contraste, los ingresos no tributarios provenientes de tasas y multas permanecieron estancados en términos nominales y los generados por los fondos especiales disminuyeron en un 70%.

En relación con los gastos, las estadísticas del Cuadro 12 muestran un crecimiento del 33.7% para los de carácter corriente y del 49.1% para los de inversión. La primera de estas tasas no difiere significativamente de la observada en 1986 (35.3%), ni implica cambios de consideración en las tendencias de sus diferentes componentes. Así, las tasas de crecimiento del 31 y el 61% registradas por los pagos para funcionamiento e intereses de la deuda son muy semejantes a las de 1986 (30 y 66%, respectivamente).

En cambio, el comportamiento de la inversión en el último año sí dio lugar a una reversión de las tendencias pasadas. Cabe recordar que la inversión del gobierno central había venido descendiendo en términos reales desde 1983. El crecimiento nominal del 49% alcanzado en 1987 logró contrarrestar parcialmente estas tendencias. Sin embargo, es interesante mencionar que la totalidad del crecimiento de la inversión según operaciones efectivas se debió a la cancelación de obligaciones de vigencias anteriores, las cuales aumentaron 156.8%, mientras las correspondientes a la vigencia corriente ape-

nas crecieron en 2.7%. De otra parte, de acuerdo con las estadísticas de apropiaciones presupuestales, las entidades que más contribuyeron a la recuperación de la inversión fueron los Ministerios de Agricultura, Obras Públicas y Minas y Energía, y no las entidades más débiles institucionalmente que en gran medida son responsables de la ejecución de los planes de inversión social. Así las cosas, es claro que el cambio reciente en las tendencias de la inversión del gobierno central no ha ido acompañado de una transformación igualmente rápida en la estructura de dicho gasto ni en su ritmo de ejecución.

B. Perspectivas de las finanzas del gobierno central en 1988

En el mismo Cuadro 12 se presentan los estimativos de FEDESARROLLO para las operaciones efectivas del gobierno central en 1988. El crecimiento esperado del 29.8% para los ingresos del gobierno se basa en las proyecciones más detalladas sobre los diferentes impuestos que aparecen en el Cuadro 13.

Los cálculos tienen en cuenta, esencialmente, el crecimiento que tendrán las bases tributarias correspondientes a cada impuesto y sus respectivas elasticidades observadas en 1987. La proyección del impuesto a la renta se basa en un crecimiento del PIB del orden del 5%, una inflación del 24% y una elasticidad de 1.013¹³. Sin embargo, se considera además que los recaudos de este im-

¹³ Esta elasticidad fue la escogida por la Contraloría en el análisis del Presupuesto de 1988. Véase Contraloría General de la República, *El Presupuesto Nacional de 1988, Proyecciones Fiscales y Opciones de Política Económica*, octubre de 1987.

puesto estuvieron afectados en 1987 por los ingresos extraordinarios de la amnistía (unos \$21.000 millones). Por esta razón se obtiene un crecimiento esperado para el presente año de apenas un 22^o/o.

La proyección de los recaudos del impuesto a las ventas domésticas se basa en los mismos supuestos anteriores, pero con una elasticidad de 1.08, de acuerdo con los resultados de 1987. Se tiene así un crecimiento del 32.6^o/o para este tributo.

Los diferentes impuestos a las importaciones suponen la misma elasticidad observada en 1987 con respecto a las transacciones en dólares (1.095) y una devaluación promedia del 21^o/o. Los valores en dólares provienen de la proyección de balanza de pagos discutida en la sección anterior. Adicionalmente, en el caso del impuesto CIF 18^o/o se tiene en cuenta que los recaudos de 1987 empezaron a operar con algún retraso, puesto que algunas importaciones alcanzaron a registrarse por el sistema impositivo vigente anteriormente.

El renglón de mayor incertidumbre en estas proyecciones es el constituido por los ingresos no tributarios, cuya mayor parte son las rentas contractuales. La incertidumbre proviene del hecho de que pueden presentarse cambios de importancia en los aportes de Ecopetrol al gobierno nacional, dependiendo del desempeño de las exportaciones de hidrocarburos. La proyección que se presenta en el Cuadro 13 se basa en el estimativo oficial, según el cual las transferencias totales de Ecopetrol al gobierno serán de \$34.600 millones, discriminadas en \$19.600 millones

por concepto de regalías y \$15.000 millones por concepto de transferencias acordadas con destino a Resurgir y el Fondo Vial Nacional. En comparación con 1987, las transferencias totales de Ecopetrol de acuerdo con la proyección oficial tendrán un aumento muy apreciable, del orden del 68^o/o. Dentro del renglón de rentas contractuales también aparecen las transferencias de PROEXPO destinadas a cubrir el valor del CERT, las cuales se encuentran estimadas en \$25.700 millones para 1988, frente a \$12.000 millones en 1987.

En síntesis, las proyecciones de los ingresos corrientes brutos del gobierno central para 1988 señalan un crecimiento del 31^o/o aproximadamente, que resulta muy semejante al crecimiento esperado del PIB nominal. La proyección de los ingresos corrientes *netos*, relevante para el cálculo del balance financiero del gobierno (Cuadro 12) es, sin embargo, un poco inferior (29.8^o/o) debido a que han sido descontados los papeles y devoluciones, que incluyen las transferencias por concepto del CERT, cuyo crecimiento es muy apreciable.

Es importante señalar que estas proyecciones no incorporan los efectos seguramente positivos que producirá la reciente modificación de los procedimientos tributarios, introducida por el Decreto 2503 de 1987. En esta norma se estableció una serie de medidas dirigidas a mejorar los procedimientos administrativos relacionados con el recaudo de todos los impuestos manejados por la Administración de Impuestos Nacionales.

La norma busca simplificar y hacer más ágiles los mecanismos de recaudo, disminuir los procedimientos a cargo de la Administración y controlar la evasión. A pesar de las reacciones que han causado algunas de las disposiciones, tanto los propósitos como los medios escogidos para lograrlos son adecuados y se mantienen dentro de la tendencia de mejoramiento de la eficiencia que ha caracterizado las reformas tributarias recientes en Colombia.

Desafortunadamente, como se comenta en la sección siguiente, la decisión de utilizar el sistema financiero como medio de vigilancia tributaria generó una situación de incertidumbre cuyo resultado fue un aumento en la demanda de efectivo a costa de las captaciones del sistema financiero. Como las propias autoridades tributarias lo reconocieron posteriormente, esta reacción se debió a falta de adecuada difusión sobre el verdadero sentido de las medidas. En efecto, en contra de lo que el público creyó inicialmente, los nuevos procedimientos no implican el cobro de impuestos sobre actividades o ingresos que no estuvieran gravados con anterioridad. Además, la información requerida al sistema financiero podrá ser usada por la Administración solamente como *indicio* de evasión, y esto cuando haya pruebas sobre la omisión de ingresos, pruebas que, por lo demás, deberán ser aportadas por la Administración.

Es posible que la fuerte reacción que produjeron estas medidas refleje, sin embargo, la magnitud actual de la evasión de impuestos. En este caso, es de esperarse que se mantengan en el futuro gran parte de los efectos

que produjeron sobre la demanda de efectivo y sobre las captaciones de bancos y corporaciones. No obstante, esto no puede ser tomado como argumento para desmontar las medidas sino, antes bien, para continuar buscando mecanismos para reducir la evasión.

Las perspectivas para 1988 en relación con los gastos del gobierno central también pueden discutirse con ayuda del Cuadro 12. Para los pagos de funcionamiento, se puede esperar un crecimiento del orden del 36%, que resulta de tener en cuenta el aumento salarial promedio del 23.5% comentado en una sección anterior, más el efecto de las prácticas de reclasificación de personal y los mayores pagos previstos en algunas áreas del gasto. En particular, se prevén aumentos de consideración en el pago de servicios personales en la rama judicial y en los gastos generales del Ministerio de Defensa y la Policía Nacional. Además, en relación con las transferencias que también forman parte del gasto de funcionamiento, se tiene en cuenta el aumento previsto en el coeficiente de cesión del impuesto de ventas a los municipios.

En relación con los pagos por concepto de intereses de la deuda, el crecimiento proyectado del 42.8% se obtiene de cálculos efectuados por la Contraloría acerca de este tipo de obligaciones para el presente año, teniendo en cuenta además el supuesto de devaluación del 21%, ya mencionado. Una vez se tienen en cuenta otros pagos de menor importancia, puede deducirse que los gastos corrientes totales del gobierno central tendrán un crecimiento esperado

del orden del 37% en 1988, es decir un 10% en términos reales, aproximadamente.

Al comparar los gastos corrientes con los ingresos corrientes, se encuentra que la capacidad de ahorro del gobierno central crecerá bien por debajo de la inflación, deteriorándose sustancialmente en términos reales. Finalmente, para calcular el déficit esperado, es preciso proyectar los gastos de inversión del gobierno central. De acuerdo con las propias aspiraciones del gobierno, como quedaron plasmadas en el Programa Macroeconómico para 1988 (véase más adelante), este tipo de gastos podría crecer un 34% en el presente año. Con base en este supuesto, el gobierno registraría un déficit de operaciones efectivas de unos \$21.000 millones, equivalentes a 0.2% del PIB. Sin embargo, como es sabido, los pagos efectivos con destino a inversión han constituido en los últimos años una variable de ajuste a disposición de las autoridades económicas para facilitar el manejo monetario y es probable que en 1988 jueguen ese papel más a fondo aún, dadas las dificultades que se prevén en el frente monetario. Por estas razones, el estimativo de inversión que aparece en el Cuadro 12 puede a la postre resultar excesivo, al igual que el déficit resultante.

C. Las finanzas del sector público consolidado en 1987

En el Cuadro 14 se presentan los resultados financieros de las principales entidades del sector público en los dos últimos años. La fuente de estas estadísticas son los cálculos efectuados por la Contraloría General de

la República con base en las operaciones efectivas de caja de las diferentes entidades. Por la metodología utilizada, estas cifras pueden compararse desde un punto de vista macroeconómico con los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos y, por residuo, con los resultados financieros del sector privado. Por consiguiente, en los renglones finales del cuadro se presentan también los estimativos correspondientes al déficit en cuenta corriente con el resto del mundo y al superávit privado.

El resultado más importante de las finanzas públicas consolidadas en 1987 fue la reducción del déficit del conjunto de entidades diferentes al Fondo Nacional del Café. Según los cálculos del cuadro, dicho déficit como proporción del PIB se redujo del 3% en 1986 al 1.5% en 1987. La contracción del déficit ocurrió por igual en el gobierno central y en el conjunto de las entidades descentralizadas. En el primer caso el déficit cayó del 1.4 al 0.7% del PIB, gracias, como ya hemos visto, a que los ingresos tuvieron un excelente comportamiento, que permitió compensar con creces el aumento de los gastos en términos reales.

En el conjunto del sector público descentralizado la reducción del déficit fue semejante, al pasar del 1.6 al 0.8% del PIB. Ello se logró esencialmente mediante una disminución en los gastos de inversión y un aumento en los ingresos operacionales. La caída de los gastos de inversión estuvo concentrada en los sectores de minas y electricidad. En el primero, el gasto real en bienes de capital se contrajo en 4.7% y en el segundo cayó en 26.2%. Por su parte, los in-

CUADRO 14

**EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO Y LOS
BALANES MACROECONOMICOS
(Porcentajes del PIB)**

	1986	1987
I. Déficit del sector público sin Fondo Nacional del Café	3.0	1.5
A. Gobierno Central	1.4	0.7
B. Sector descentralizado	1.6	0.8
— Eléctrico	0.7	0.8
— Ecopetrol	0.2	-0.8
— Carbocol	0.8	0.4
— FODEX	0.1	0.0
— Resto	-0.2	0.4
II. Déficit del Fondo Nacional del Café (Superávit)	-3.3	0.7
III. Déficit del sector público total (Superávit)	-0.3	2.2
IV. Déficit en cuenta corriente con el resto del mundo (Superávit)	-1.5	1.4
V. Superávit privado (III-IV)	1.2	0.8

Fuente: Numerales I a III a partir de estadísticas de la Contraloría basadas en el Departamento de Planeación, el Banco de la República y la Tesorería General de la República (Véase Contraloría General, *Informe Financiero*, diciembre de 1987). Literal IV, con base en el Cuadro 11 y la tasa promedio de cambio para el año completo.

grosos operacionales del sector descentralizado aumentaron 19.70% en términos reales, debido en particular a las mayores exportaciones de carbón y al inicio de las ventas externas de petróleo. Por estas razones, las empresas del sector minero tuvieron un crecimiento real del 30% en sus ingresos de ventas.

Como resultado de estos factores, el déficit de Carbocol se redujo del 0.8 al 0.40% del PIB y Ecopetrol pasó de ser deficitario en el equivalente al 0.20% del PIB, a dar un superávit del orden del 0.80% del PIB. Es preciso observar además que parte de los excedentes generados por Ecopetrol fueron transferidos al FODEX para cancelar obligaciones externas del sector eléctrico. Estos recursos, junto con los aportados por el sector cafe-

tero, permitieron mantener relativamente equilibradas las finanzas de esta entidad, la cual, sin embargo, efectuó pagos al exterior a cuenta de las empresas endeudadas por una suma equivalente al 0.60% del PIB.

Debido al creciente peso de la deuda, las entidades del sector eléctrico registraron un aumento en el déficit, a pesar de sus menores gastos de inversión. En el resto del sector público consolidado, las finanzas también se deterioraron, pero debido al mayor dinamismo de los gastos de inversión en comparación con los ingresos corrientes.

En contraste con las tendencias del gobierno central y de las entidades descentralizadas, el Fondo Nacional del Café tuvo un debilitamiento

de su situación financiera en 1987. Según los estimativos del Cuadro 14, esta entidad registró un déficit del orden del 0.7% del PIB en 1987, mientras en 1986 había alcanzado un superávit equivalente al 3.3% del PIB. Este cambio se debió a la disminución de las ventas externas del grano y al esfuerzo de estabilización de los ingresos de los cafeteros. Debido a lo primero, los ingresos del Fondo se redujeron en unos \$119.000 millones (1.4% del PIB), en tanto los gastos por concepto de adquisición de la cosecha aumentaron en \$51.000 millones por efecto del aumento en el precio interno y por el notable crecimiento de la cosecha. Sumado lo anterior al crecimiento también muy apreciable que registraron otras compras de bienes y servicios y a la caída en las demás fuentes de ingresos, el deterioro global de las finanzas del Fondo fue del orden del 4% del PIB.

En razón del comportamiento de las finanzas cafeteras, en 1988 reapareció la situación de déficit para el conjunto del sector público. Sin embargo, el cambio que registraron las finanzas públicas fue insuficiente para compensar enteramente el deterioro de la cuenta corriente con el exterior. En efecto, como se aprecia en el Cuadro 14, el déficit público aumentó en el equivalente a 2.5% del PIB, en tanto que la cuenta corriente con el resto del mundo se debilitó en 2.9 puntos, aproximadamente. En realidad, los dos fenómenos estuvieron estrechamente relacionados, como había ocurrido ya en 1986. En esa oportunidad, el fortalecimiento de los precios externos del café produjo tanto una mejoría de las finanzas públicas como de la

cuenta corriente con el exterior. Lo contrario sucedió en 1987. Sin embargo, puesto que, al margen de este efecto, las finanzas públicas continuaron ajustándose, el resultado fue una disminución en el superávit del sector privado, el cual cayó del equivalente al 1.2% del PIB en 1986 al 0.8% en 1987.

D. Perspectivas de las finanzas públicas consolidadas para 1988

Desde cuando se emprendió el proceso de ajuste con la monitoría del Fondo Monetario Internacional en 1984, ha sido costumbre en el país que los lineamientos de la política macroeconómica sean fijados anualmente por el Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES). A comienzos de cada año este organismo establece un programa que contiene metas para las principales variables fiscales, monetarias y del sector externo. Una vez aprobado, el programa facilita la coordinación de los instrumentos de política y, sobre todo, permite a las autoridades económicas ejercer un cierto grado de control sobre las decisiones de gasto de las entidades públicas descentralizadas.

En los meses pasados, las autoridades económicas, con el Departamento Nacional de Planeación a la cabeza, se pusieron nuevamente a la tarea de diseñar el programa que habría de regir para el presente año. Después de varios intentos de concertación, a mediados de marzo se logró finalmente el consenso requerido entre los miembros del CONPES para su aprobación. Las dificultades para la definición del programa tuvieron su origen en discrepancias muy abulta-

das entre las metas inicialmente propuestas por las autoridades económicas y las aspiraciones de inversión de algunas de las más importantes entidades de los sectores de comunicaciones, minas y transporte.

El programa finalmente aprobado fija como sus principales objetivos:

- 1) Limitar el déficit del sector público consolidado (sin Fondo Nacional del Café) a un monto equivalente al 3.1% del PIB.
- 2) Restringir el crecimiento de la base monetaria el 28% en año completo, y
- 3) Limitar los desembolsos netos de deuda externa con destino al sector público a US\$960.7 millones, de forma que el saldo total del endeudamiento externo oficial se sitúe en US\$12.481.7 millones al concluir el año.

Para lograr estos objetivos básicos, el programa escoge como su principal instrumento el gasto en inversión, tanto del gobierno central como del resto del sector público. El programa fija en 34% el aumento del gasto de inversión del gobierno central y en 22% la del sector descentralizado, para un total de 27% de crecimiento en la inversión total del sector público para lograr los objetivos buscados. Estos crecimientos globales son compatibles con metas más detalladas del gasto en inversión de las principales entidades descentralizadas. Sin embargo, el documento prevé que, en caso de que estas últimas metas llegaran a sobrepasarse, el propio gobierno central aplazaría sus pagos de Tesorería para gastos de inversión

con el fin de ceñirse a las metas globales.

En materia de control monetario, el programa contempla además que se continúe con la colocación de títulos del Banco Emisor en el mercado monetario y que se acuda a otros instrumentos (tales como los depósitos a las importaciones), "teniendo en cuenta la conveniencia de una u otra alternativa de acuerdo con la evolución de las tasas de interés".

Finalmente, el documento reconoce la existencia de algunos problemas pendientes de solución. En particular, la dificultad que tendrá el Ministerio de Hacienda para cumplir con el servicio de la deuda interna por concepto de TAN y la incertidumbre sobre la capacidad de las autoridades de Medellín para generar en el corto plazo los recursos previstos para participar en el financiamiento del Metro.

El programa finalmente aprobado por el CONPES tiene la virtud, frente a las propuestas iniciales, de ser mucho más realista en materia de proyecciones de gasto. Además, reconoce la inconveniencia de recortar algunos programas de inversión que beneficiarían a grupos de bajos ingresos (electrificación rural, por ejemplo) o que fortalecerían la balanza de pagos en el mediano plazo (exploración petrolera). Además, también reconoce que no sería adecuado mantener inmodificado el objetivo que se proponía inicialmente para el déficit consolidado (2.7% del PIB) cuando es de esperarse que se produzca una caída que no se tenía prevista en los ingresos externos por concepto de exportaciones de hidrocarburos. Tal cosa implicaría transmitirle a la acti-

vidad económica interna las inestabilidades de origen externo, lo cual carecería de justificación toda vez que Ecopetrol estaría en capacidad de financiar el faltante con recursos externos de corto plazo.

No obstante las virtudes anteriores, algunos aspectos del programa pueden ser objeto de discusión. En particular, el documento muestra una preocupación indebida por contener el crecimiento de la deuda externa y las reservas internacionales, como si el país estuviera en una situación de oferta excesiva de este tipo de recursos. Debido a que este año se espera el desembolso del crédito "Concorde" es posible que los saldos de la deuda e incluso las reservas muestren un crecimiento sustancial. Sin embargo, no por ello debe desalentarse a algunas entidades a obtener recursos externos adicionales, con miras a prevenir posibles recortes en la oferta de crédito externo en un futuro no muy lejano.

De otra parte, también es inquietante que el programa haya establecido el 28% como meta máxima de crecimiento de la base monetaria. En vista de la tendencia reciente de la tasa de interés, de las perspectivas de aumento de precios y de las posibilidades de crecimiento económico, esta meta es indebidamente restrictiva. Con una meta más alta, serían mayores las posibilidades de acomodar una mayor entrada de divisas con destino al financiamiento de una mayor inversión en algunas entidades descentralizadas. En cualquier caso, como se discute en la sección siguiente, el cambio reciente en los patrones de demanda monetaria del público hace difícil precisar en la actualidad

cuál debe ser la meta de crecimiento monetario compatible con las necesidades de la economía. En estas circunstancias, el programa podría al menos haber contemplado alguna flexibilidad en relación con los objetivos monetarios.

Por otro lado, la orientación del programa se basa en el supuesto muy discutible según el cual es necesario recortar el déficit público para estimular la inversión privada. Esta posición tiene implícito que el gasto público desplaza a la inversión privada. La razón del desplazamiento es, supuestamente, la falta de financiamiento que resulta del mayor déficit fiscal. Sin embargo, si se trata de financiamiento externo, es sabido que el sector público es el único que tiene algún acceso a ese tipo de recursos. Por consiguiente, no puede haber lugar a desplazamiento. Si se trata de los recursos de crédito interno, debe tenerse en cuenta que los recursos propios de las firmas son la principal fuente de financiamiento de sus inversiones, como lo corroboran encuestas realizadas directamente entre las empresas¹⁴. Como el gasto doméstico del gobierno en bienes de inversión constituye un *ingreso neto* para el sector privado por igual magnitud, posiblemente los dos tipos de inversión son complementarios. Esto sería válido incluso si no fuera cierto que las empresas autofinancian en gran medida su inversión, porque de todas maneras el sector privado en su conjunto dispondría de ingresos adicionales cuando aumenta la inversión pública. Finalmente, podría pensarse

¹⁴ Véase al respecto el Informe de Actualidad "La inversión privada en la coyuntura actual" publicado en esta misma entrega de *Coyuntura Económica*.

que el mecanismo de desplazamiento se da a través del acceso a un monto limitado de divisas para realizar las inversiones. Si bien este pudo ser el caso a mediados de los ochenta, no lo es en la actualidad, debido a la sólida posición de reservas y de ingresos cambiarios en la actualidad.

Todos los argumentos anteriores sugieren así que el supuesto desplazamiento, en caso de suceder, sería un resultado del manejo de las políticas macroeconómicas, en particular las de carácter monetario y financiero. En efecto, si las proyecciones de crecimiento de los agregados monetarios y financieros se fijan como una meta independiente del crecimiento de la demanda y la actividad productiva global, es obvio que cualquier factor que estimule la demanda y la producción va a ser causa de falta de liquidez o de financiamiento, desplazan-

do así a algún otro componente de la demanda.

De otro lado, es preciso tener en cuenta que el déficit actual del sector público consolidado es muy moderado, no solamente en términos comparativos internacionales, sino también desde un punto de vista real. En efecto, por la sola influencia de la inflación sobre el pago de intereses nominales de la deuda pública se genera en la actualidad un déficit puramente *nominal* del orden del 20% del PIB⁵. Por consiguiente, un déficit de esta magnitud no da lugar a aumentos en los saldos *reales* de la deuda pública. Así las cosas, el déficit consolidado que persigue el gobierno, el cual es equivalente al 3.10% del PIB nominal, representa un desajuste real entre ingresos y gastos que es apenas del orden del 10% del PIB.

V Situación Monetaria

A. La situación monetaria a finales de 1987

A principios de 1987 las autoridades monetarias se propusieron limitar el crecimiento de los medios de pago en año completo al 240%, previendo para ello que la tasa de inflación no superaría el 200% y que el crecimiento real de la economía se situaría en torno al 40%. En el segundo semestre del año era ya evidente que esta meta resultaba inalcanzable, tanto desde el punto de vista de las posibilidades de control monetario, como de las necesidades de liquidez de la economía.

En efecto, las reservas internacionales tuvieron un comportamiento más favorable de lo que se preveía inicialmente, en tanto que adquirieron fuerza otras fuentes de expansión, en particular la originada en el FODEX para el financiamiento de las obligaciones externas de las entidades del sector público.

En relación con las necesidades de liquidez de la economía, al avanzar el año fue haciéndose cada vez más evidente que serían también superiores

⁵ Véase al respecto el Capítulo de Finanzas Públicas en la entrega de abril de 1987 de *Coyuntura Económica*.

a lo previsto en un principio, debido por una parte al aumento de los ritmos de inflación por razones *no monetarias*, en particular por el aumento más acelerado de los precios de los alimentos, y, por otro lado, por el crecimiento más rápido de la economía.

En estas circunstancias, las autoridades monetarias consintieron en ajustar la meta inicial de crecimiento monetario al 27% anual. Aún así, como lo señaló en su momento *Coyuntura Económica*, la nueva meta seguía siendo excesivamente restrictiva, habida cuenta de unas tendencias de aumento de los precios del orden del 23% y de un crecimiento económico no inferior al 5%.

Aunque las autoridades no abandonaron en ningún momento el objetivo por ellas fijado, el año terminó con un crecimiento de los medios de pago del 32.9% y un aumento de la base monetaria del 31.5%, cifras ambas bien por encima de la meta oficial. Estos crecimientos mostraron así que las medidas de control adoptadas en los últimos meses del año no arrojaron los resultados que se esperaban.

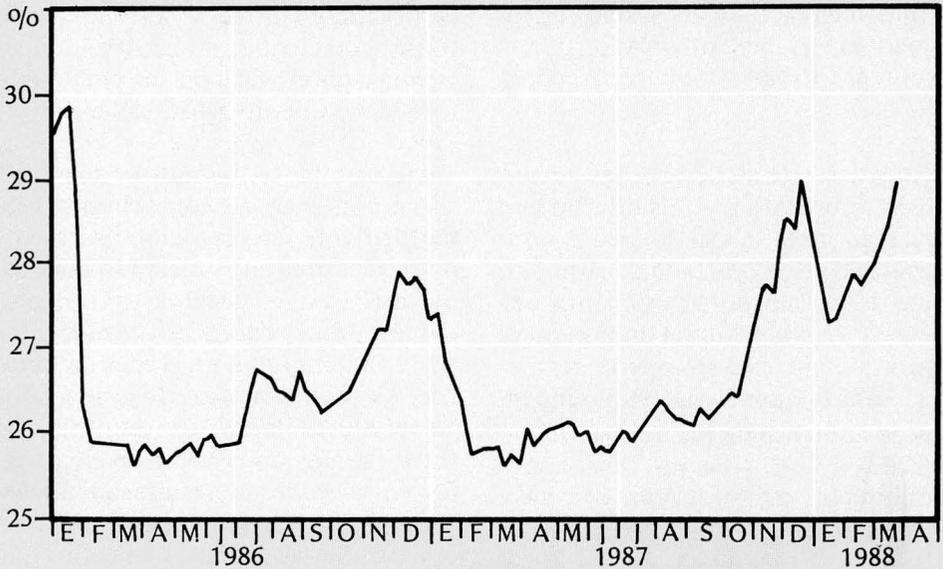
Cabe recordar, de un lado, que las autoridades instaron a los bancos a limitar el volumen de los créditos a los saldos vigentes al 20 de noviembre, con miras a corregir la situación de desencaje en que se encontraban varios bancos, facilitar la colocación de papeles del Banco de la República en el mercado y evitar la generación de nuevas cuentas corrientes a finales de año. En buena medida el crédito se mantuvo bajo control, como lo refleja el hecho de que su crecimiento en

el mes de diciembre fue tan sólo del 0.4%. Sin embargo, ello contribuyó muy poco a desacelerar el crecimiento de los medios de pago, ya que los depósitos en cuenta corriente, que venían creciendo al 33.4% anual, terminaron el año con un crecimiento prácticamente igual, del 32.9%.

De otra parte, las autoridades buscaron contener la expansión monetaria mediante la colocación de pasivos no monetarios en el mercado abierto. Sin embargo, el saldo de estas operaciones, que había alcanzado los \$183.000 millones en el mes de octubre, se redujo a final de año a unos \$165.000 millones. De esta manera, los esfuerzos de colocación de papeles en el mercado resultaron infructuosos. Las razones que impidieron el éxito de las políticas oficiales fueron la reducción del ritmo de devaluación, el aumento en las tasas de interés de los activos financieros privados y la persistente situación de desencaje en que se mantuvieron varios bancos por las dificultades de ajustarse a los nuevos métodos de cómputo vigentes desde el 1 de diciembre, según la Resolución 58 de 1987. Las dos primeras razones implicaron una pérdida de competitividad de los títulos del Banco de la República de tasa de interés fija y de aquellos denominados en dólares. La última de las razones mencionadas implicó una disminución adicional en la demanda de tales títulos.

De esta manera, la experiencia de finales de 1987 dejaba en claro que las autoridades monetarias no habían contado con la suficiente capacidad de control sobre los agregados monetarios y que, en última instancia, el crecimiento de los medios de pago se había acomodado a las necesidades

GRAFICO 8
TASAS DE INTERES DE LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TERMINO
- 90 DIAS
(Nominal Trimestre Anticipado)



Fuente: Encuesta a bancos y corporaciones financieras.

de liquidez de la economía. Además, en su esfuerzo por contener el crecimiento de la liquidez, las autoridades contribuyeron a presionar al alza las tasas de interés (Gráfico 8). Como veremos en seguida, en los primeros meses de 1988 volvió a darse una situación semejante.

B. Problemas de política monetaria en los primeros meses de 1988

Al iniciarse 1988, las autoridades se propusieron recoger de inmediato unos \$80.000 millones, equivalentes al exceso de medios de pago sobre las metas finalmente adoptadas para el cierre de 1987. Para el efecto se tomaron medidas en dos frentes. De una parte, se propuso aumentar rápidamente el saldo de colocaciones de títulos del Banco de la República en el mercado monetario, hasta llegar a

la cifra de \$200.000 millones. De otro lado, mediante Resolución 1 de 1988, se modificó el régimen de encajes sobre los depósitos oficiales, con el objeto de elevar las reservas exigidas sobre el conjunto de las exigibilidades del sector oficial, no solamente el del orden nacional, como venía siendo hasta entonces. Antes bien, para los depósitos en cuenta corriente de las entidades oficiales nacionales, que tenían un encaje del 80% se estableció su unificación con un 65% de encaje establecido para todas las demás exigibilidades provenientes del sector oficial. La medida buscaba esterilizar unos \$12.000 millones en menos de un mes, que fue el término fijado entre la expedición de la norma y su cabal cumplimiento. Además, la medida se diseñó con el propósito explícito de que recayera básicamente sobre los

bancos oficiales que, por lo demás, venían registrando el ritmo más rápido de crecimiento de su cartera.

Ninguno de estos dos frentes de acción dio resultados inmediatos en la magnitud en que lo esperaban las autoridades. Hacia mediados de febrero el saldo de las operaciones de mercado abierto se mantenía aún alrededor de los \$175.000 millones, bien por debajo de la meta fijada, y sin un crecimiento muy significativo con respecto a finales de diciembre. Nuevamente, la capacidad de este instrumento resultó limitada por problemas de demanda y competitividad en un ambiente de insuficiencia de recursos bancarios. Esta vez, sin embargo, la principal causa fue el comportamiento del público frente a la decisión de utilizar el sistema financiero como mecanismo de control tributario. En efecto, según el Decreto 2503 del 29 de diciembre de 1987 se estableció que las entidades financieras deberían reportar en el futuro los nombres de los clientes que efectúen consignaciones por encima de los \$6 millones anuales, así como los de quienes registren gastos con tarjetas de crédito superiores a un millón de pesos y quienes sean beneficiarios de pagos con tarjetas de crédito por montos de más de \$6 millones. Como veremos, esta norma produjo una sustitución apreciable de cuentas corrientes y otros activos financieros por efectivo, obligando a los bancos a ofrecer tasas de interés más altas de captación. De otro lado, en un intento por ampliar los canales de colocación de los títulos del Banco de la República, la autoridad monetaria autorizó su distribución a través de los intermediarios financieros (Resolución 11 de 1988). Esta deci-

sión produjo una reacción desfavorable entre los corredores de bolsa, que tuvo un efecto negativo adicional sobre las colocaciones de los papeles del Banco Central.

La medida sobre los encajes de las exigibilidades oficiales tampoco fue efectiva con la velocidad esperada, en parte porque la misma situación de iliquidez bancaria impidió su inmediato cumplimiento, pero en parte también porque algunos bancos retrasaron su ejecución debido a problemas de información y, en algunos casos, a su difícil situación laboral. En atención a estas circunstancias, la Junta Monetaria extendió en un mes más la fecha final para sujetarse a las nuevas exigencias y suavizó en algunos sentidos las disposiciones iniciales (Resolución 10 de 1988).

De esta forma, a mediados de febrero no se habían logrado cambios muy profundos en las tasas de crecimiento de los agregados monetarios. En particular, los medios de pago seguían aumentando al 33.70%, prácticamente como a finales de año, y el crecimiento de la base monetaria se había *acelerado* del 31.50% en diciembre al 41.80% en la segunda semana de febrero. Además, estos ritmos de crecimiento no dieron lugar a una disminución apreciable en las tasas de interés, como tradicionalmente ocurre en esta época del año al mejorar la situación de liquidez de los bancos por la recuperación de los recursos retirados a final de año. En el mes de febrero, la tasa nominal trimestre anticipado se situaba entre el 27 y el 28%, alrededor de dos puntos por encima del mismo mes del año anterior, y prácticamente al mismo nivel promedio del mes de diciembre último (Gráfico 8).

La aceleración reciente de los agregados monetarios no deja de ser sorprendente, ya que los acontecimientos de principios de año deberían en principio haber facilitado el control de los medios de pago por su impacto sobre el multiplicador. En efecto, tanto la mayor preferencia por efectivo como el aumento en las reservas bancarias reducen el multiplicador. Como se aprecia en el Cuadro 15, esto ocurrió efectivamente en los primeros meses de 1988. La relación efectivo a depósitos se elevó de 0.444 un año atrás a 0.5 a mediados de febrero. Por su parte, el coeficiente de reservas pasó de 0.428 a 0.462 entre las mismas fechas, dando como resultado final una caída del multiplicador de 1.654 a 1.559.

Si la base monetaria hubiera seguido creciendo a la tasa del 31.50% de finales de 1987, esta reducción en el multiplicador hubiera bastado para reducir el crecimiento de los medios de pago al 24%, es decir, a una tasa mucho más baja que la perseguida por las autoridades. Sin embargo, como ya se mencionó, la base se aceleró de manera muy significativa. El Cuadro 16 permite ver cuál fue el origen de esa aceleración. Como allí se aprecia, las reservas internacionales en pe-

sos registraron un crecimiento relativamente moderado entre los meses de febrero de 1987 y 1988. Además, como este crecimiento tuvo su origen exclusivamente en la devaluación, resultó compensado en buena parte por el comportamiento del Fondo de Estabilización Cambiaria, que recibió parte del efecto de la valorización de las reservas. La aceleración de la base monetaria tampoco tuvo su origen en el comportamiento de los pasivos no monetarios, cuyo crecimiento del 36% no sólo fue mayor que el de la misma base a finales de 1987, sino que implicó una aceleración muy importante con respecto a su propio ritmo de aumento al terminar 1987 (21%). Así las cosas, la aceleración de la base provino, sencillamente, del aumento en el crédito doméstico concedido por el Banco Central. Como veremos, el origen de este aumento fue de carácter endógeno, pues ocurrió esencialmente a través de los saldos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en el FAVI, por medio de los cuales se abasteció en última instancia la mayor demanda de efectivo de parte del público.

El mismo Cuadro 16 muestra el origen del aumento del crédito primario en el último año. En primer lu-

CUADRO 15

EVOLUCION DE LOS DETERMINANTES DEL MULTIPLICADOR

	Diciembre 1986	Febrero 1987	Diciembre 1987	Febrero 1988
A. Efectivo/cuentas corrientes	0.663	0.444	0.656	0.500
B. Reservas/cuentas corrientes	0.452	0.428	0.442	0.462
C. Multiplicador (1+A/A+B)	1.492	1.654	1.508	1.559

CUADRO 16
ORIGEN Y EVOLUCION DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
 (Millones de Pesos)

	Saldos a febrero 13		Variaciones	
	1987	1988	Absoluta	%
I. Base Monetaria (A+B+C-D+E)	449894	638367	188473	41.9
A. Reservas internacionales	708258	861290	153032	21.6
B. Crédito doméstico	304564	542824	238260	78.2
1. Neto a Tesorería	222635	337540	114905	51.6
2. Neto resto sector público	16904	86586	69682	412.2
3. Bruto a bancos	51548	43369	- 8179	- 15.9
4. Bruto a entidades de fomento	18003	71627	53624	297.9
5. Bruto al sector privado	- 4526	3702	8228	*
C. Otros activos netos	1282	2085	803	62.6
D. Pasivos no monetarios	575091	783404	208313	36.2
1. Operaciones con títulos B. de R.	319678	426878	107200	33.5
2. Obligaciones externas de largo plazo	94400	122990	28590	30.3
3. Obligaciones con el sector privado	91840	117250	25410	27.7
4. Fondo Estabilización Cambiaria	9408	52003	42595	452.8
5. Resto	59765	64283	4518	7.6
E. Moneda de Tesorería en circulación	10881	15572	4691	43.1
II. Liquidez Secundaria	294107	356616	62509	21.3
III. Medios de pago (I+II)	744001	994983	250982	33.7
IV. Cuasidineros	1378622	1722332	343710	24.9
V. Oferta Monetaria ampliada (III+IV)	2122623	2717315	594692	28.0

Fuente: Banco de la República.

gar aparecen como causas de expansión la Tesorería y el resto del sector público y, en segundo término, las entidades de fomento. En el caso de la Tesorería, sin embargo, la expansión no resulta debida a un aumento en el crédito bruto en sentido estricto, sino a una disminución de sus disponibilidades en depósitos en moneda nacional (-\$32.000 millones aproximadamente) y de su saldo de empréstitos externos sin utilizar (-\$51.000 millones). De esta manera, la Tesorería ha contribuido al crecimiento de la base en la medida en que ha venido utilizando recursos que habrían ayudado a ejercer una contracción monetaria en el pasado.

El aumento en el crédito al resto del sector público ha tenido un carácter más directo y ciertamente más preocupante, ya que se ha originado en el incumplimiento de las obligaciones externas de las entidades oficiales, lo que ha forzado al gobierno a extenderles créditos en gran medida imprevistos. Sin embargo, aunque este fenómeno continúa pesando sobre el crecimiento anual de la base monetaria, tuvo lugar en forma apreciable solamente hasta finales de 1987. En lo corrido de 1988 únicamente se han concedido nuevos créditos por US\$31 millones, frente a un total de US\$346 millones al terminar 1987. Además, ya ha sido reformado el sis-

tema de funcionamiento de este tipo de créditos a través del FODEX, con el objeto de poner control a esta fuente de desorden monetario. Para el efecto, la Junta Monetaria centralizará en adelante la aprobación del presupuesto del FODEX y determinará las tasas de interés y las condiciones de reembolso de los créditos que se concedan a las entidades deudoras.

La otra causa de expansión señalada son las entidades de fomento, dentro de las cuales sobresalen el FAVI y el Fondo de Garantías. El primero ha contribuido a expandir la base en el último año en \$33.000 millones aproximadamente, debido a la disminución reciente en sus títulos de excesos de liquidez con respecto a los niveles de hace un año. Este fenómeno ha sido un resultado directo de la mayor preferencia de liquidez de parte del público, que en buena medida se ha alimentado con recursos que de otra forma estarían depositados en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Es interesante señalar que si los títulos de excesos de liquidez del FAVI se hubieran comportado en estos primeros meses del año en forma normal, con un crecimiento semejante al PIB nominal, el aumento de la base se habría mantenido justamente en la misma tasa que tenía a finales de 1987 (31.50/o). De esta manera resulta evidente que a través de este canal se dio una expansión *endógena* de la base monetaria en respuesta a la mayor demanda de efectivo de parte del público. Este mecanismo impidió así que la caída en el multiplicador monetario, que en parte era producto de esa misma preferencia por efectivo, se hubiera traducido en una contracción de la liquidez real de la economía.

Esta experiencia lleva también a cuestionar la validez actual de las metas de control monetario. Como se aprecia en el mismo Cuadro 16, tanto la liquidez creada por los bancos como lo cuasidineros generados por todo el sistema financiero están creciendo a tasas moderadas, de sólo el 21 y el 25/o respectivamente. Por supuesto, esto es reflejo de que la base monetaria, y en particular el efectivo en poder del público están creciendo mucho más rápido (42/o y 45/o respectivamente). Sin embargo, estos son cambios deseados en el portafolio del público, antes que efectos de una oferta monetaria excesiva. Así lo muestra, en particular, el hecho de que la oferta monetaria ampliada esté creciendo a una tasa perfectamente aceptable del 28/o y el que las tasas de interés no reflejen ninguna tendencia descendente.

Desafortunadamente, por tratarse de una experiencia infrecuente, no es posible prever los efectos que la mayor preferencia de efectivo por parte del público tendrá sobre la velocidad de circulación de los diferentes agregados monetarios, lo cual, por principio, impide saber cuál es el crecimiento deseado de tales agregados. Así las cosas, las autoridades monetarias se encuentran en la situación muy peculiar de tener que controlar, sin saber hasta dónde ni exactamente a qué costo.

C. Política de fortalecimiento bancario

En los primeros meses de 1988, la Junta Monetaria expidió varias medidas orientadas a lograr la recuperación financiera de los bancos de Bogotá y Colombia. En relación con el primero, fueron expedidas las Reso-

luciones 14 y 20, mediante las cuales se establece un mecanismo de financiamiento para la compra de acciones que habían sido entregadas en fiducia en desarrollo de disposiciones adoptadas en 1983. Con respecto al Banco de Colombia, fueron expedidas las Resoluciones 17 y 18 orientadas a permitir la cancelación de deudas externas del banco con base en un crédito extendido por el Banco de la República con el respaldo del Fondo de Garantías.

Las medidas mencionadas deben ser entendidas como un nuevo intento de solución a los problemas financieros que uno y otro banco han enfrentado por razones diferentes desde principios de los ochenta. En el caso del Banco de Bogotá, la historia se remonta a 1982, cuando dos grupos financieros se enfrentaron en una lucha dirigida a obtener su control mediante la adquisición de sus acciones. En ese proceso, el precio de las acciones del Banco de Bogotá se elevó a niveles sin precedentes, lo cual llevó al "desplume" de los pequeños accionistas y a una gran concentración de la propiedad del banco.

A mediados de 1983, las autoridades monetarias enfrentaron esta situación creando, mediante Resolución 42, una línea de crédito destinada a la democratización de la propiedad accionaria del Banco. Para el efecto se autorizó a los establecimientos financieros extender créditos para la adquisición de las acciones del Banco de Bogotá de parte del público, los cuales serían totalmente redescantables en el Banco de la República. Esta medida no condujo sin embargo a la democratización esperada, pues aunque las condiciones financieras de

los créditos resultaban atractivas, los contratos de fideicomiso suscritos para llevar a cabo la operación fijaron unos precios excesivos para las acciones, desalentando así su adquisición por parte de pequeños accionistas. De esta manera, un buen número de acciones pasó de manos de los grupos financieros en pugna al Banco Cafetero, en su calidad de fideicomisario, pero muy pocas llegaron finalmente a los portafolios de pequeños accionistas. Además, la medida no condujo a nuevas emisiones de acciones, de forma que no contribuyó a capitalizar al Banco de Bogotá.

Este último problema vino a ser enfrentado al año siguiente, cuando se expidió la Resolución 60 de 1984, autorizando el redescuento de los préstamos que hicieran los bancos para la compra de nuevas emisiones de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, con cargo a la misma línea de crédito establecida por la Resolución 42 de 1983. Con base en este mecanismo, el Banco de Bogotá realizó dos emisiones de bonos convertibles en acciones por un valor total de \$6.200 millones, que fueron colocados totalmente en el mercado.

No obstante esta última medida, debido a la ineficacia de las disposiciones iniciales dirigidas a la democratización, el Banco Cafetero, como fideicomisario para la operación de colocar las acciones, permanecía en poder de unos 63 millones de acciones y, por consiguiente, como propietario de facto de una porción importante del capital del Banco de Bogotá. La autoridad monetaria buscó entonces solucionar esta situación

creando un mecanismo dirigido a estimular la venta de dichas acciones. Tal es el sentido de la Resolución 14 de 1988 que, como ya se mencionó, establece un sistema de financiamiento para la adquisición de parte del público de las acciones depositadas en fiducia en el Banco Cafetero.

El mecanismo consiste en financiar al público el 90% del valor de las acciones que adquiera al precio fijo de \$150 por acción, con un plazo de 5 años y una tasa de interés del 24% nominal trimestre vencido. Con el objeto de asegurar el objetivo de la democratización, ninguna persona natural o jurídica podrá adquirir de manera directa más del 3% de las acciones en circulación o el 10% de manera indirecta. No obstante estas precauciones, hay dudas sobre el interés que puedan tener los pequeños accionistas en la compra de las acciones. En efecto, el precio de mercado de las acciones es de \$100, aproximadamente y, aunque las condiciones de los créditos son atractivas, no logran compensar totalmente la diferencia de precios. Además, las acciones en venta no recibirán dividendos en el término de 5 años, de forma que no representan una inversión rentable, a menos que se espera una valorización sustancial de su precio de mercado.

El mecanismo previsto para la venta de las acciones se encuentra condicionado a una emisión de bonos convertibles en acciones por \$2.000 millones, cuyo objeto es lograr los requerimientos mínimos de capital para cumplir con la relación mínima de 1 a 10 que debe existir entre el capital del banco y sus pasivos para con el público. De esta manera, las medi-

das recientes son también una continuación de los esfuerzos anteriores dirigidos a la capitalización del Banco de Bogotá.

Finalmente, cabe observar que desde el punto de vista monetario, las medidas comentadas no tendrán efectos expansivos. Aunque los créditos que conceda el Banco Cafetero para la adquisición de las acciones serán redescontables en el Banco de la República, los recursos obtenidos se destinarán a la cancelación de los redescuentos anteriores que se habían concedido en desarrollo de la Resolución 42 de 1983.

Las medidas relacionadas con el Banco de Colombia pueden entenderse también a partir de algunos antecedentes de principios de los ochentas. Para esa época, este banco había logrado reputación internacional a través de las actividades de su filial en el Centro Financiero de Panamá. Entre 1979 y 1981, esa reputación le permitió a la filial captar recursos externos que luego fueron introducidos ilegalmente a Colombia para valorizar las acciones de empresas en las que tenía inversiones a través de diversos fondos. Posteriormente en 1984, la casa matriz transfirió recursos a su filial panameña a través de aceptaciones y avances en moneda extranjera, contraviniendo normas colombianas y comprometiendo la solidez financiera del Banco en Colombia. A raíz de estas operaciones, en marzo de 1984, el Banco se vio precisado a obtener una moratoria de sus acreedores extranjeros, que continuó prorrogándose hasta 1987, cuando fue refinanciada. Sin embargo, puesto que las operaciones que habían dado origen a este endeudamiento externo habían escapado a

los controles legales, el Banco no tenía acceso a las divisas del Banco de la República para cancelarlas. De esta manera, el problema permanecía sin solución, pesando permanentemente sobre el desempeño financiero del Banco¹⁶.

Las Resoluciones 17 y 18 expedidas recientemente por la Junta Monetaria autorizan el registro ante la Oficina de Cambios de las deudas externas pendientes del Banco y establecen un mecanismo de financiamiento interno para su cancelación gradual al exterior con divisas oficiales. Para el efecto, el Banco de la República concede un crédito en condiciones extremadamente blandas al Banco de Colombia, con el fin de que éste adquiera Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, que se irán utilizando gradualmente para cancelar sus deudas externas. Simultáneamente, el Banco de Colombia irá cancelando en moneda nacional el crédito concedido por el Emisor para la adquisición de dichos Títulos Canjeables.

Como se desprende de la descripción anterior, el mecanismo establecido para financiar al Banco de Colombia no tiene efectos monetarios inmediatos, porque los recursos primarios se destinan a la adquisición de Títulos del Emisor. En el futuro, a medida que se cancele el crédito internamente irá produciéndose una contracción monetaria cuya contrapartida serán las reservas internacionales del Banco de la República.

Estas disposiciones apuntan al saneamiento financiero del Banco de Colombia y a su eventual reprivatización. Evidentemente, ello implica incurrir en costos, cuales son el financiamiento interno de las deudas en condiciones subsidiadas y la utilización de las reservas oficiales para cancelar obligaciones adquiridas por el Banco al margen de las regulaciones cambiarias. Sin embargo, estos son costos necesarios para devolver al Banco la posibilidad de volver a operar rentablemente sobre bases financieras sólidas.

VI Inflación

A. Evolución reciente

La inflación ha resurgido recientemente como una de las preocupaciones centrales de política económica. Al concluir 1987 el crecimiento del índice de precios al consumidor fue 24%, cuatro puntos por encima de la meta fijada inicialmente por el gobierno. Las tendencias de aceleración

de la inflación no han cedido en los primeros meses de 1988. Antes bien, las alzas observadas en los meses de enero y febrero han sido unas de las más altas registradas en esos mismos meses desde que se cuenta con estadísticas regulares de precios. El ritmo de inflación anual en febrero pasado se había elevado así a 26.1%.

En el Cuadro 17 puede verse la contribución que han tenido los principales grupos de artículos en este proceso. Como ha sido corriente en

¹⁶ Una reconstrucción más detallada de estos antecedentes puede verse en Caballero, Carlos, "La experiencia de tres bancos colombianos en Panamá", en esta misma entrega de *Coyuntura Económica*.

CUADRO 17

**CONTRIBUCION DE LOS GRUPOS DE ARTICULOS AL CRECIMIENTO
DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR**
(Porcentajes del Índice Total de Precios al Consumidor)

	Diciem- bre 1983	Diciem- bre 1984	Diciem- bre 1985	Diciem- bre 1986	Julio 1987	Diciem- bre 1987	Febrero 1988
Agropecuarios sin procesar	2.3	3.7	5.8	4.8	6.1	4.6	5.2
Pecuarios	3.0	1.5	3.9	4.2	7.0	4.8	4.2
Agrícolas procesados	3.3	4.6	4.0	3.4	4.3	5.3	7.0
Industriales	2.7	3.4	3.4	3.4	3.9	3.6	3.7
Arrendamientos	1.9	1.7	1.7	1.5	1.7	1.9	1.9
Servicios estatales	1.6	1.1	1.6	1.4	1.6	1.7	1.6
Otros servicios	1.8	2.4	1.5	2.1	2.1	2.3	2.3
Inflación total	16.6	18.2	22.5	20.9	26.7	24.0	26.1

Fuente: DANE.

Colombia, gran parte de las variaciones en el ritmo de inflación se han debido al comportamiento de los precios de los alimentos. Sin embargo, en contra del patrón más corriente de los últimos años, los alimentos procesados han tenido la mayor incidencia en la aceleración reciente de la inflación. Este grupo de artículos aportó más de 5 puntos a la inflación de 1987, es decir, casi dos puntos más que en 1986. En el mes de febrero último, dicha contribución se había elevado aún más, llegando a siete puntos. En contraste, la contribución de los alimentos sin procesar de origen agrícola y de los pecuarios había disminuido desde los niveles picos alcanzados en julio de 1987. Así, los agropecuarios sin procesar, que alcanzaron a aportar más de 6 puntos a la inflación, habían reducido en un punto esta contribución y los pecuarios pasaron de aportar 7 puntos en julio de 1987 a 4 puntos en febrero último.

Los comportamientos recientes de los precios de los alimentos reflejan

claramente la ineficacia de las políticas recientes de estabilización de precios agrícolas y las decisiones adoptadas en 1987 en materia de importaciones de dichos bienes. Como es sabido, estos instrumentos de política inciden casi en forma exclusiva sobre los productos de la agricultura comercial, que son los principales insumos para la producción de alimentos procesados. En cambio, tienen una influencia muy reducida sobre los alimentos agrícolas perecederos y un poco mayor, aunque también muy limitada, sobre los productos de origen pecuario. Como se comenta en la primera sección de este Análisis de Coyuntura, y se analizó en mayor detalle en la última entrega de esta revista, el IDEMA redujo muy apreciablemente sus niveles de existencias reguladoras en el último año y recortó las importaciones de granos y otros productos. Estas políticas estuvieron dirigidas a elevar la rentabilidad de las producciones agrícolas, lo cual efectivamente se logró, aunque, como hemos visto, a costa de una aceleración importante de la inflación.

Con todo, el aumento reciente en los ritmos de inflación no se ha debido exclusivamente a los alimentos. A diferencia también del patrón más corriente de los últimos años, desde 1987 ha habido una cierta aceleración en las tasas de aumento de los precios de los "no alimentos" (véase el Gráfico 9). En el mismo Cuadro 16 puede apreciarse que esta tendencia ha afectado a todos los grandes grupos de artículos diferentes de alimentos. Al concluir 1987, los precios de los productos industriales registraban aumentos del orden del 23%, que contrastan con los niveles inferiores al 20% que eran comunes hasta principios de 1986. De igual manera, los arrendamientos, que desde 1983 venían registrando ajustes entre el 10 y el 12%, han empezado a crecer en forma más acelerada, con tasas que a fines de 1987 se aproximaban al 14% y en la actualidad son ya del orden del 16%. La aceleración de la inflación también ha afectado al conjunto de los servicios, aunque en forma más gradual y menos marcada que a los grupos anteriores.

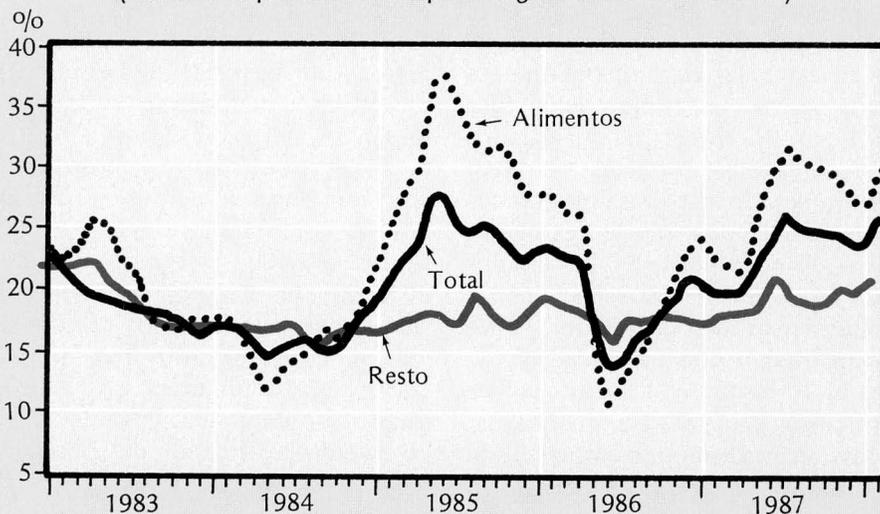
De esta manera, es evidente que desde 1987 ha habido cambios importantes en la fisonomía de la inflación. En los años anteriores, y especialmente entre 1983 y 1986, la inflación había fluctuado alrededor de de un nivel promedio relativamente estable según lo que ocurriera casi exclusivamente con el mercado de alimentos. Esta situación se ha modificado, pues los niveles medios de inflación han tendido a subir recientemente para todos los grupos de artículos.

De acuerdo con los resultados de una investigación reciente de FEDE-

SARROLLO, la evolución de la inflación de los no alimentos en la década de los ochenta ha estado dominada por una combinación de factores inerciales, de costo y de demanda¹⁷. El principal factor de transmisión inercial de la inflación han sido los mecanismos de indexación de precios y salarios. Estos mecanismos han tendido a reproducir los ritmos de inflación que han sido comunes en la economía colombiana desde mediados de los setentas. Entre los elementos de costo, las variaciones de los salarios reales y los precios relativos de los bienes importados han sido los factores determinantes. Entre los elementos de demanda, el factor decisivo ha sido la situación de la actividad productiva (en comparación con su nivel potencial). En los años de recesión, la depresión de la demanda favoreció la reducción de la inflación y su relativa estabilización hasta 1986. Con la recuperación posterior, el fortalecimiento de la demanda ha estimulado las alzas de precios en la medida en que los productores han logrado recuperar sus márgenes de ganancia, que por varios años se habían mantenido deprimidos. El comportamiento de la oferta monetaria también ha sido una variable de demanda determinante de los ritmos de inflación de los artículos no alimenticios en el pasado. En la medida en que la oferta de dinero se ha distanciado de las necesidades de liquidez determinadas por la inflación inercial y el crecimiento de la producción agregada, ha tendido a acelerar o desacelerar la inflación, según que haya habido excesos o faltantes

¹⁷ Véase "La coyuntura inflacionaria actual en perspectiva", *Debates de Coyuntura Económica* No. 9, FEDESARROLLO-FESCOL, marzo de 1988.

GRAFICO 9
TASAS DE INFLACION TOTAL, DE LOS ALIMENTOS
Y DEL RESTO DE ARTICULOS
(Variaciones porcentuales respecto a igual mes del año anterior)



Fuente: DANE.

respecto a esas necesidades. La influencia de la oferta monetaria sobre la inflación ha sido menos pronunciada en los períodos de recesión económica, como en la primera mitad de los ochentas. Sin embargo, es posible que con la recuperación económica reciente, la inflación haya vuelto a ser más susceptible a los desequilibrios del mercado monetario.

En relación con la inflación de los productos alimenticios, la investigación citada ha encontrado que sus grandes fluctuaciones están asociadas básicamente a las variaciones en la oferta de dichos productos. Aparte de que la oferta de alimentos registra grandes cambios por razones climáticas, muestra un comportamiento cíclico anual, debido a que los años de buenas siembras producen caídas en los precios relativos de los alimen-

tos, que el año siguiente se traducen en siembras disminuidas y en alzas en los precios relativos.

Como se deduce de la descripción anterior, la inflación en Colombia es un fenómeno multifacético y complejo, en el cual intervienen una variedad de factores históricos, institucionales, coyunturales y de política económica. No es sorprendente entonces que no existan terapias simples para derrotar la inflación. En particular, la política monetaria sólo pueden ser un instrumento efectivo para reducir la inflación cuando puede asegurarse que a medida que se reduce el crecimiento de la oferta monetaria vayan modificándose los mecanismos de indexación para evitar cambios en los precios relativos que, de producirse, terminarían por desencadenar nuevamente el proceso

inflacionario. Las experiencias de varios países de América Latina en años recientes muestran que estas estrategias no son fáciles de lograr y pueden acarrear mayores inestabilidades en los ritmos de inflación. Por estas mismas razones, sin embargo, las políticas económicas que inciden sobre la inflación deben ser manejadas con especial cuidado, ya que los aumentos en los ritmos de inflación sólo pueden revertirse con grandes costos sociales y económicos.

B. Perspectivas de la inflación para 1988

En el Cuadro 18 se presentan los estimativos de FEDESARROLLO con respecto al comportamiento esperado de la inflación en 1988. La proyección tiene en cuenta la importancia relativa de cada uno de los principales grupos de artículos en la

canasta de consumo que utiliza el IPC. Para cada uno de estos grupos, la inflación que se espera en 1988 es un resultado del análisis de sus tendencias recientes y sus factores determinantes.

En el grupo de los alimentos agrícolas sin procesar se presume que se mantendrán las tasas medias de crecimiento de los últimos años, debido a que las perspectivas de producción para este año son relativamente favorables. En el caso de los pecuarios, el crecimiento esperado de precios implica una fuerte desaceleración con respecto al año anterior, debida a la iniciación de la fase de liquidación ganadera, que aparece ya confirmada por la evolución de los precios de las carnes en los dos primeros meses de 1988. Por su parte, los altos ritmos de crecimiento de los alimentos procesados reflejan las dificultades ya

CUADRO 18
ESTIMATIVOS DE INFLACION POR COMPONENTES

	Participación en la canasta a/	1987		Proyección 1988	
		Variac.	Contri- bución	Variac.	Contri- bución
Agropecuarios sin procesar	0,2025	22.7	4.6	23.0 — 25.0	4.7 — 5.1
Pecuarios procesados	0.1608	29.9	4.8	22.0 — 24.0	3.5 — 3.8
Agrícolas procesados	0.1794	29.4	5.3	27.0 — 29.0	4.8 — 5.2
Productos industriales	0.1572	23.1	3.6	27.0 — 29.0	4.2 — 4.6
Arrendamientos	0.1412	13.7	1.9	16.0 — 18.0	2.3 — 2.5
Servicios estatales	0.0638	26.1	1.7	24.0 — 26.0	1.5 — 1.7
Otros servicios	0.0951	24.6	2.3	24.0 — 26.0	2.3 — 2.5
TOTAL	1.000		24.0		23.4 — 25.4

a/ En diciembre de 1986.

Fuente: DANE y estimativos FEDESARROLLO

comentadas de las políticas de estabilización de precios.

En relación con los demás grupos de artículos las proyecciones reflejan no sólo el comportamiento de los costos principales (salarios e insumos importados) sino, también, la situación actual de fortalecimiento de la demanda, que continuará estimulando alzas un poco mayores de precios. Los comportamientos previstos suponen además que la política monetaria tendrá un papel neutro frente al

comportamiento de los precios, es decir, que la oferta monetaria crecerá en promedio en el año al mismo ritmo que el PIB nominal (30 ó 31%, aproximadamente).

En síntesis, puede esperarse que la inflación en el año completo se sitúe entre 23.4 y 25.4%, es decir, por encima de los niveles medios que prevalecieron hasta 1986, pero a ritmos no muy diferentes del registrado al concluir 1987.