

Análisis Coyuntural



FUNDACIÓN ALEJANDRO ÁNGEL ESCOBAR

P R E M I O S 1 9 9 7



• Premio de Ciencias Exactas, Físicas y Naturales

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

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



• Mención de Honor

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

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



• Premio del Medio Ambiente y Desarrollo Sostenible

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

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



• Premios de Solidaridad

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



• Mención de Honor

Fundación Granja Taller de Asistencia Colombiana, Fungrata de Bogotá.

Análisis Coyuntural

I. RESULTADOS DE 1997

A. Actividad económica

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

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

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

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

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

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

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

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

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

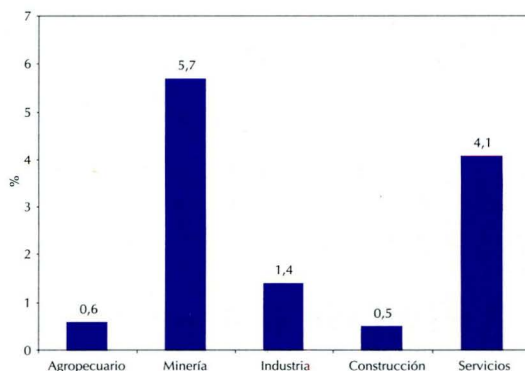
como proporción del PIB, en contraste con el déficit de 2,0% registrado en 1996. De igual manera, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo a un nivel elevado de US\$5,021 millones, lo que equivale al 5,7% del PIB.

B. Crecimiento del producto

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

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

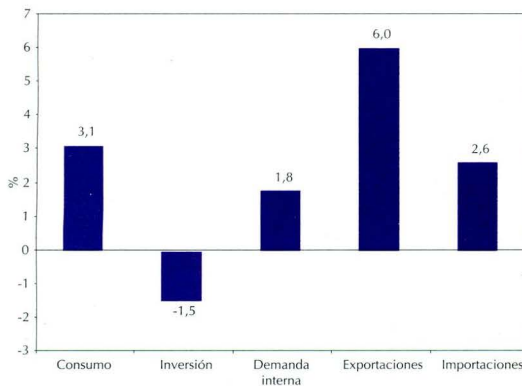
Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB SECTORIAL



Fuente: Fedesarrollo.

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

Gráfico 2. CRECIMIENTO DEL PIB: DISTRIBUCION DEL GASTO 1997



Fuente: Fedesarrollo.

1. Comportamiento sectorial

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

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

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

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

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

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

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

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

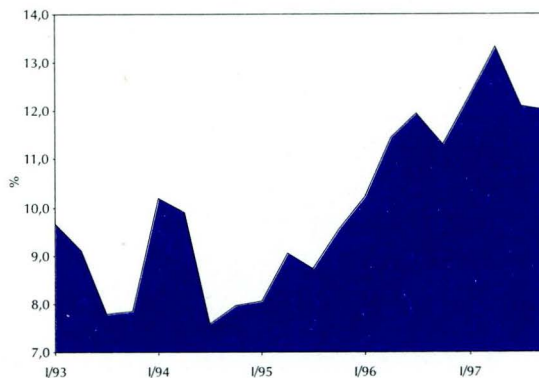
2. Empleo

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

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

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

Gráfico 3. TASA DE DESEMPLEO SIETE CIUDADES



Fuente: Dane.

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

C. Situación monetaria y tasas de interés

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

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

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

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

D. Inflación

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

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

E. Finanzas públicas

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

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

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

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

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

F. Sector externo

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Endeudamiento externo

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

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

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

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

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

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

2. Tasa de cambio

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

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

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

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

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

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

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

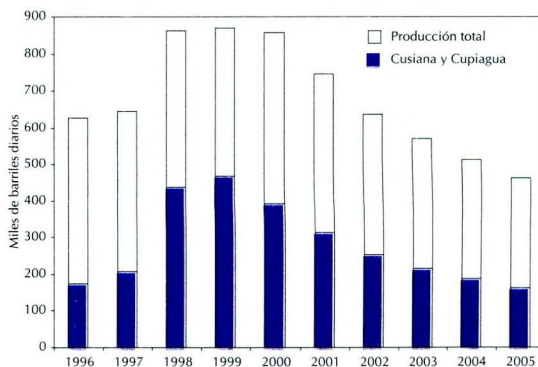
II. PERSPECTIVAS PARA 1998

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

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

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

Gráfico 4. PRODUCCION DE PETROLEO



Fuente: Ecopetrol.

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

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

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

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

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

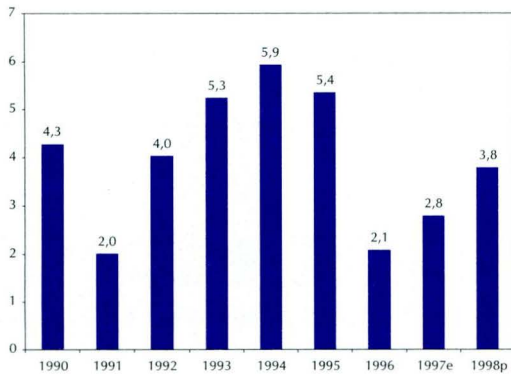
Estas fuerzas positivas y negativas harán que 1998 sea un año con un mayor ritmo de actividad respecto del pasado inmediato pero todavía en niveles bastante mediocres, más aún si se tiene en cuenta que se trata de un año de boom petrolero.

A. Crecimiento del producto

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

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

Gráfico 5. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



Fuente: Dane y Fedesarrollo.

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

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

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

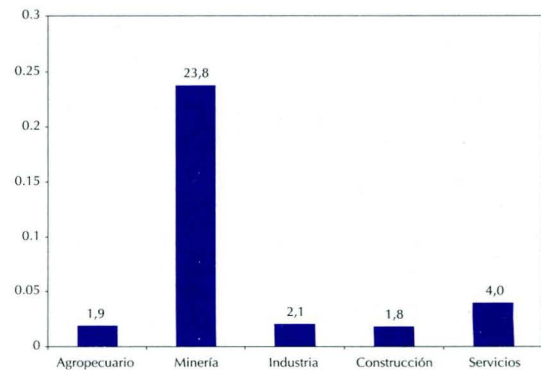
El sector agropecuario será uno de los más perjudicados por el fenómeno de El Niño. Este retroceso

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

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

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

Gráfico 6. CRECIMIENTO SECTORIAL 1998



Fuente: Fedesarrollo.

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

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

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

B. Balanza de pagos y sector externo

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

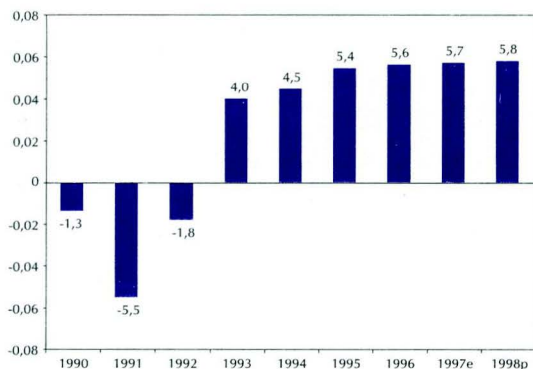
El resto de exportaciones tradicionales no tendrán crecimientos importantes. El café mantendrá un valor de US\$2.009 millones aproximadamente, mientras que las exportaciones de carbón se elevarán a US\$1.088 millones, lo que representa un aumento del 12,7% respecto al valor del año anterior. Otro rubro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

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

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

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

Gráfico 7. DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: Confis y proyecciones de Fedesarrollo.

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

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

C. Política fiscal

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

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

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

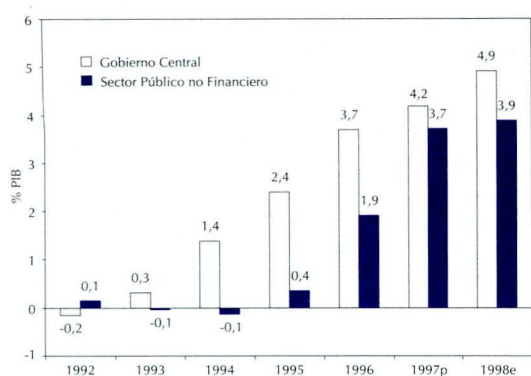
De otro lado, el Ministerio de Hacienda informó a mediados de enero que el presupuesto de inversión del gobierno central se recortaría en \$2,5 billones para el presente año, el cual fue justificado en el rezago de \$1,2 billones en la formación de capital generado en 1997. El decreto que formaliza esta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

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

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

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

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



p: preliminar.

e: estimado.

Fuente: Confis y proyecciones de Fedesarrollo.

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

D. Inflación

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

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

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

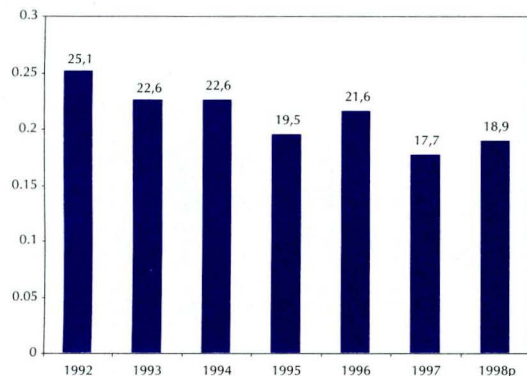
Por último, el ajuste del gobierno en el nivel de gasto público para el presente año no tendrá las magnitudes planteadas inicialmente. Más aún, una de las condiciones necesarias para cumplir con la meta de inflación del 16% es el crecimiento de los pagos corrientes del gobierno central sin intereses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

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

E. Política Monetaria y tasas de interés

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

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



Fuente: Dane y Fedesarrollo.

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

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

1. Tasas de interés

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

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

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

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

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

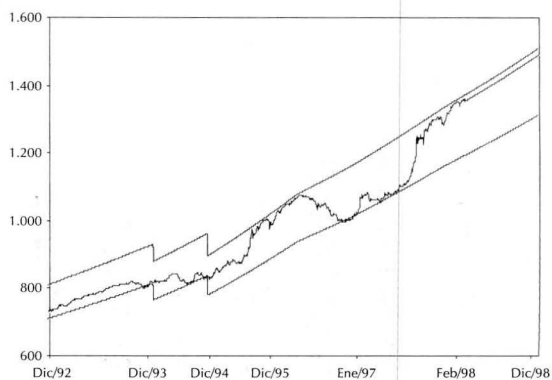
Finalmente, las expectativas de devaluación generadas por la inminente salida de reservas, por la incertidumbre política y por la falta de credibilidad en la defensa de la banda cambiaria por parte del Banco de la República, impulsarán una menor oferta de recursos internos.

F. Política cambiaria

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

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

Gráfico 10. TASA DE CAMBIO DE MERCADO



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

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

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

III. LA ECONOMIA VENEZOLANA

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

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

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

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

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

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

A. Resultados de 1997

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

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

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

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

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

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

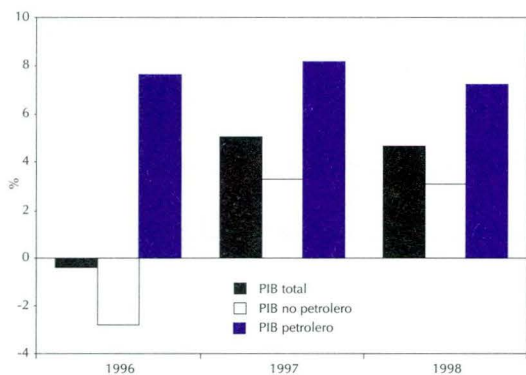
miento de las exportaciones complementó el mayor dinamismo de la demanda interna: las exportaciones petroleras crecieron 12,5% y las no tradicionales 3,6%.

1. Sector petrolero

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

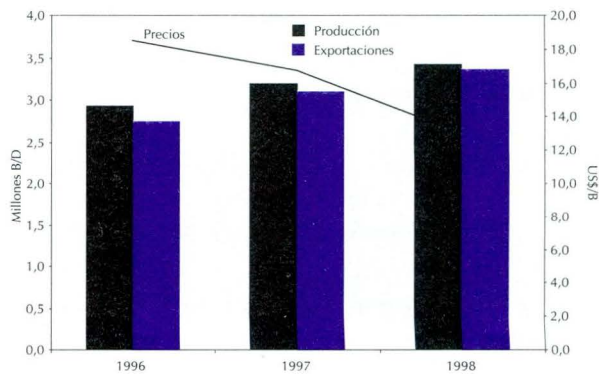
En 1997, el volumen de producción de crudo tuvo un crecimiento de 8,8%, y el correspondiente a las exportaciones aumentó 13% (Gráfico 12). Este comportamiento fue posible gracias a la expansión de operaciones de PDVSA en los Estados Unidos que resultó de la compra de nuevas refinerías y de la adquisición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

Gráfico 11. CRECIMIENTO DEL PIB



Fuente: MetroEconómica.

Gráfico 12. MERCADO PETROLERO



Fuente: MetroEconómica.

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

2. Empleo y salarios

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

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

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

3. Sector externo

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

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

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

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

a. Balanza de pagos

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

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

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

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

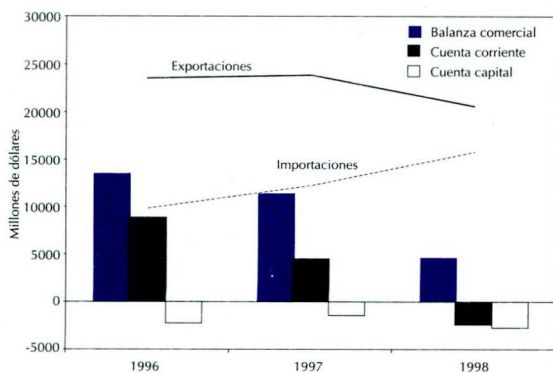
La combinación de los saldos positivo en la cuenta corriente y negativo en la cuenta de capital, condujo a una acumulación de reservas de US\$3,1 mil millones. Con este resultado, las reservas internacionales totales se ubicaron al cierre de 1997 en US\$17,8 mil millones, las más altas de la historia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

b. Tipo de cambio

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

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

Gráfico 13. BALANZA DE PAGOS



Fuente: MetroEconómica.

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

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

4. Inflación

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

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

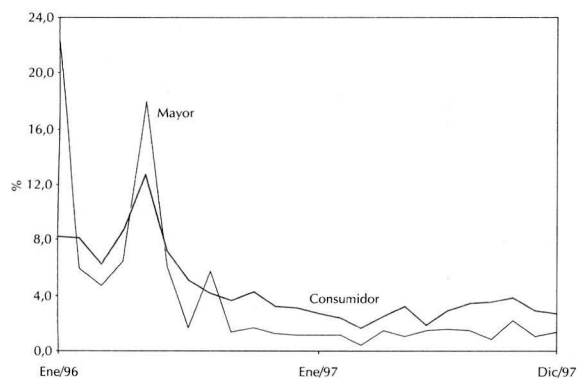
Se evidenciaron además presiones inflacionarias relacionadas con el incremento de la liquidez de la economía y del gasto público, debido a la realización tardía de algunas reformas iniciadas en 1996 que fueron culminadas en 1997.

5. Aspectos monetarios y tasas de interés

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

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

Gráfico 14. INFLACION



Fuente: MetroEconómica.

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

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

6. Finanzas públicas

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

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

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

B. Perspectivas para 1998

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

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

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

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

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

1. Actividad económica y empleo

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

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

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

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

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

a. Mercado petrolero

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

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

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

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

2. Sector externo

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

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

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

a. Balanza de pagos

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

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

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

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

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

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

b. Tipo de cambio

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

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

3. Inflación

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

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

4. Política monetaria y tasas de interés

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

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

5. Finanzas públicas

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

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

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

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

C. Conclusiones

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

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

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

IV. LA CRISIS ASIÁTICA

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

A. Una explicación de la crisis del sudeste asiático

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

lítica monetaria/fiscal que es inconsistente con estos objetivos², y están precedidas por políticas fiscales y monetarias demasiado expansivas.

Los modelos llamados de *Segunda Generación*³ surgieron para explicar ataques especulativos como los experimentados en México en los noventa y en los países europeos. Aunque utilizan los mismos fundamentales para explicar el proceso especulativo, tienen características diferentes⁴. Por una parte, los ataques no están directamente relacionados con los determinantes fundamentales de la economía. Por otra parte, el Gobierno no tiene una manera única de actuar y reacciona ante cambios en el comportamiento de los agentes privados⁵. Las expectativas de dichos agentes juegan un papel central y determinan en buena parte los ataques especulativos⁶. La hipótesis detrás de esto consiste en que las crisis están precedidas por un enorme flujo de capitales al país, lo cual vuelve al sistema muy vulnerable a cambios en las expectativas privadas.

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

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

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

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

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

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

de la región asiática. Se asume que el creciente flujo de capitales privados es parte integral de un ataque anticipado contra las reservas del gobierno y conduce a una mayor vulnerabilidad de la economía⁷. Dentro de las decisiones de los agentes se incorpora el elemento de moral hazard o riesgo moral, que resulta en buena parte de la falta de supervisión al sistema financiero. Adicionalmente, se asume que los pasivos de las entidades financieras privadas están garantizados por el gobierno, lo cual les permite asumir altos niveles de riesgo en sus decisiones de inversión. En estos esquemas la crisis se produce cuando se pierde la credibilidad por parte del mercado de que el gobierno podrá responder a las garantías⁸.

C. Características económicas de los países asiáticos⁹

1. Variables macroeconómicas

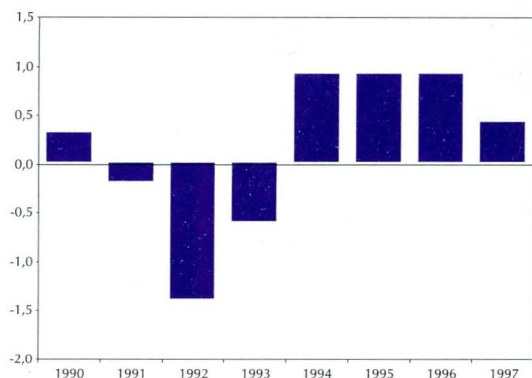
Las variables relevantes en los modelos clásicos de crisis cambiaria como los descritos anteriormente, no presentaban mayores desequilibrios. El superávit fiscal consolidado para estas economías fue en promedio cercano al 1% del PIB durante el período 1994-97 (Gráfico 15). El aumento en los agregados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

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

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

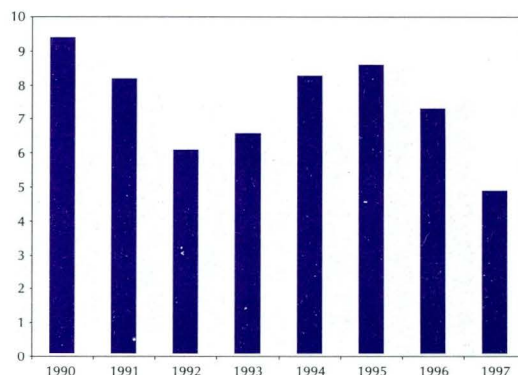
⁹ Haremos referencia en adelante a los países del Sudeste asiático en crisis: Tailandia, Corea, Indonesia, Malasia y Filipinas.

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



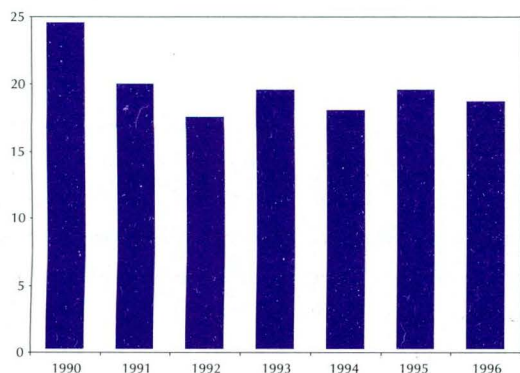
* Indonesia, Korea, Malasia, Filipinas, Tailandia.
Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

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



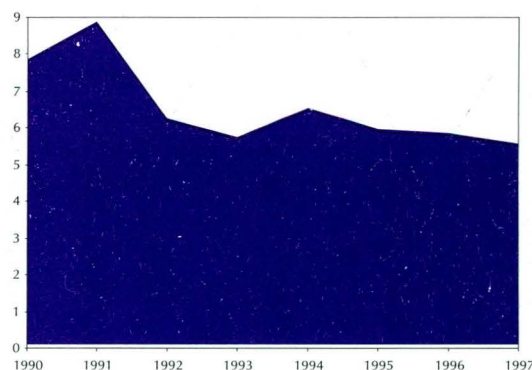
Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

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



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

Gráfico 18. INFLACION DE LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS



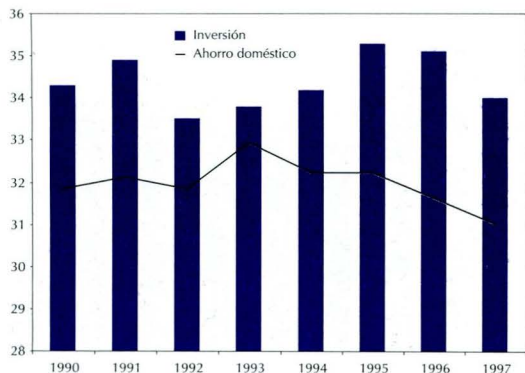
Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

de interés tuvieron que aumentar para defender la tasa de cambio y en consecuencia no había mayores presiones sobre el desempleo¹⁰ (Gráfico 19).

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

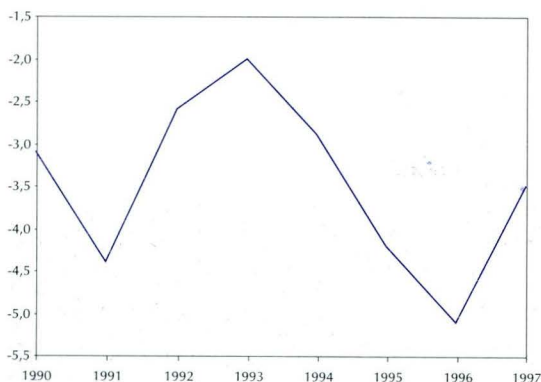
Había sin embargo algunas señales negativas. Los déficits en la cuenta corriente de estas economías aumentaron de 2% del PIB en 1993 a más del 5% del PIB en 1996 (Gráfico 20). En algunos países como Tailandia y Malasia, los desbalances eran particularmente marcados con cifras entre 8% y 10% del PIB.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

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



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

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



Fuente: World Economic Outlook, FMI, 1997.

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

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

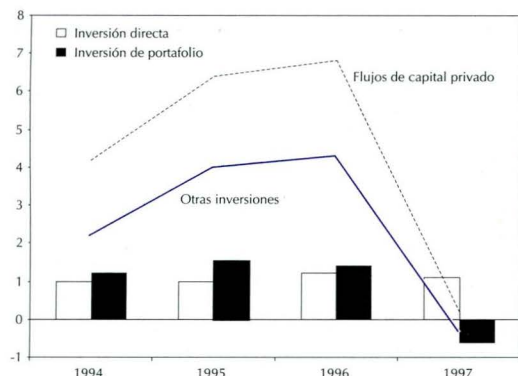
El gran interés del mercado internacional de capitales por estos países y la disponibilidad de recursos, condujo a un aumento en el precio de los activos domésticos. Estos últimos factores fueron determinantes en la crisis. En este proceso de sobreendeudamiento, el sector privado presenció un rápido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

2. Características de los sistemas financieros

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

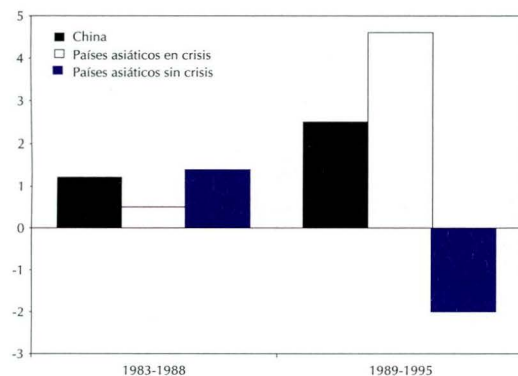
Los bancos se caracterizaban además por la mala calidad de los activos. Los recursos eran asignados a proyectos que no tenían viabilidad financiera o

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



Fuente: Goldman Sachs y FMI.

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



Fuente: Goldman Sachs y FMI.

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

D. Implicaciones para América Latina

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

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

1. Efectos reales internacionales

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

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

año pasado fue de 800.000 b/d y se espera que este año sea de sólo 450.000 b/d¹¹.

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

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

2. Efectos sobre el mercado internacional de capitales

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

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

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

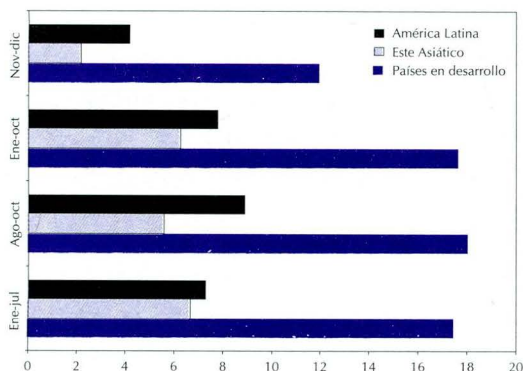
	1994	1995	1996
Argentina	8,4	11,0	10,9
Brasil	10,4	10,8	12,7
Chile	15,7	16,4	17,0
Colombia	1,6	2,3	1,0
México	0,7	1,2	1,3
Perú	16,7	16,9	19,1
Venezuela	0,5	0,5	0,6

Fuente: Dirección de Estadísticas Comerciales, FMI.

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

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

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



Fuente: Banco Mundial, (1998).

países emergentes aumentando los costos del financiamiento.

En estas condiciones, el efecto real de la escasez de recursos sobre las diferentes economías dependerá de los requerimientos de financiamiento externo de cada una. En un trabajo reciente de Goldman Sachs (1998)¹² se calculan las necesidades de financiación para 1998 para un grupo de 26 economías emergentes y se encuentra que América Latina será el mayor demandante de financiamiento externo en 1998 seguido por Asia. Sin embargo, el mismo cálculo teniendo en cuenta el tamaño de las economías (es decir los requerimientos como proporción del PIB), arroja resultados diferentes¹³. América

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

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

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

3. Vulnerabilidad de América Latina ante el choque externo

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

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

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

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

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

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

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

4. Impacto sobre la economía colombiana

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

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

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

Cuadro 3. CUENTA CORRIENTE
(% del PIB)

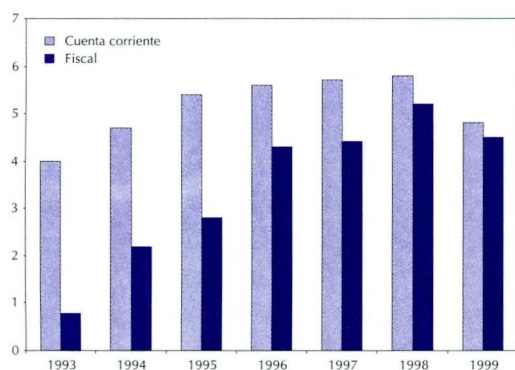
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997*
Argentina	-1,5	-2,4	-2,9	-3,7	-0,9	-1,4	-3,7
Brazil	-0,4	1,6	-0,1	-0,3	-2,5	-3,3	-4,2
Chile	0,3	-1,6	-4,6	-1,2	0,2	-4,1	-4,0
Colombia	5,6	2,0	-4,4	-4,8	-5,4	-5,6	-5,7
México	-5,1	-6,7	-5,8	-7,0	-0,6	-0,6	-1,8
Perú	-3,0	-4,5	-5,2	-5,3	-7,3	-5,8	-5,1
Venezuela	3,2	-6,2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

* Cifras preliminares.

Fuente: Banco Mundial.

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

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



Fuente: Confis, Banco de la República y Fedesarrollo.

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

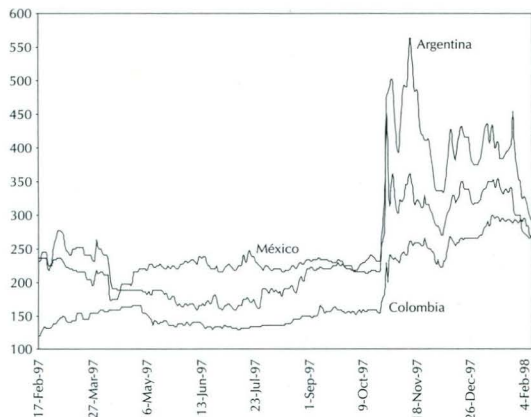
E. Consideraciones finales

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

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

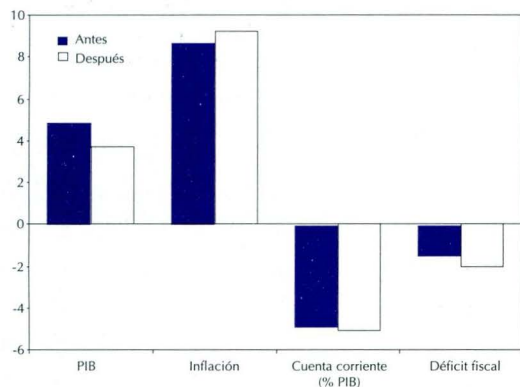
¹⁴ Los datos provienen de proyecciones del Banco Mundial y corresponden a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. El promedio es un promedio simple.

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



Fuente: Confis, Banco de la República y Fedesarrollo.

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



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

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

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

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

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

* Cambios anteriores a las cuentas nacionales.

** Sin el efecto de "El Niño".

Fuente: Grupo de proyecciones del Banco Mundial.

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

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

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

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