

**análisis  
coyuntural**

**Con toda seguridad...  
el Banco Cafetero  
también está en:**

**MIAMI**



**PANAMA**



**LONDRES**

**SANTIAGO**



**NEW YORK**



**Banco Cafetero**

- **PANAMA** Banco Cafetero S.A. - Panamá (Filial), Calle Manuel María Icaza y Calle 52 No. 18 Campoalegre Apartado 384 Panamá 9A Télex: 2099 T.R.T. - 9721 W.U.I. - 2512 I.T.T. ■ **NEW YORK** Banco Cafetero International Corporation, New York (Filial) 250 Park Avenue, 13th Floor, New York, N.Y. 10177 - Télex: 238465 ■ **MIAMI** Banco Cafetero International Corporation, Miami (Sucursal del Banco Cafetero International Corporation, New York), 801 Brickell Avenue 13th Floor, Miami, Florida 33131 Tel. (305) 3729909 TLX: 264228 ■ **LONDRES** Bell Court House 11 Blomfield Street, Ground Floor London EC2 ■ **SANTIAGO DE CHILE** Oficina de Representación del Banco Cafetero S.A. (Panamá) Agustinas 1476 Oficina 705 - Santiago de Chile Télex: 340868.



## Actividad Económica General

### I. EL COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA

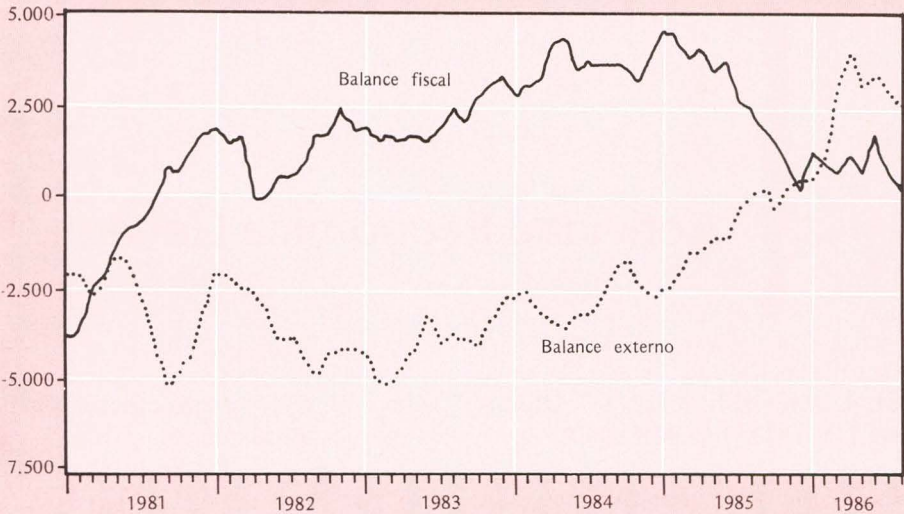
#### A. Evolución de la demanda agregada

Durante los ocho primeros meses del año, la demanda agregada se ha mantenido en los niveles más altos de la década actual. Las tendencias expansivas de la demanda tuvieron un gran dinamismo desde fines de 1985 hasta el mes de abril. En los meses sucesivos, se produjo un ligero debilitamiento de la capacidad de gasto del sector privado pero, aún así, se mantuvo en niveles superiores a los de cualquier otro momento desde 1980.

La fase de más rápido crecimiento de la demanda agregada estuvo liderada, en un principio, por una recuperación moderada del gasto público, que se había mantenido en niveles muy deprimidos durante la mayor parte de 1985. Esta revitalización del gasto alteró así la tendencia descendente que había registrado hasta entonces el "balance fiscal", indicador que ha venido utilizando *Coyuntura Económica* para denominar la dife-

rencia entre los pagos efectuados por el gobierno al sector privado y el monto de todos los impuestos recibidos por el primero (Gráfico I-1). Sin embargo, el aumento del gasto observado a fines de 1985 fue de corta duración, puesto que el gobierno se ciñó a la política de mantener en un nivel mínimo la diferencia entre sus gastos y sus ingresos, con el fin de contribuir así al manejo monetario. En consecuencia, el balance fiscal se mantuvo en niveles relativamente moderados durante los ocho primeros meses de 1986, aportando una capacidad neta de gasto muy reducida al sector privado. Sin embargo, desde principios de 1986 apareció una nueva fuente de expansión de la demanda, que fue muy dinámica hasta el mes de abril. Dicha fuente fue el valor real interno de la cosecha cafetera, que fue impulsado por los aumentos en el precio interno del grano a partir de enero y, temporalmente, por la disminución de los inventarios que habían sido retenidos por los productores en los meses anteriores, en espera de las alzas de precios. El valor real de las ventas de café a la

**GRAFICO I-1**  
**INDICADORES DE DEMANDA AGREGADA:**  
**BALANCES FISCAL Y DEL SECTOR EXTERNO**  
 (Millones de pesos constantes de diciembre 1979)



**Fuente:** Banco de la República, DANE y Federación Nacional de Cafeteros. (Series desestacionalizadas y suavizadas).

Federación y los exportadores privados aceleró así la tendencia ascendente que durante todo 1985 había mostrado el “balance externo”, indicador que compara el monto real de los ingresos del sector privado por concepto de la cosecha cafetera, las exportaciones menores y las exportaciones de servicios con el gasto por concepto de importaciones.

Después de este período de rápido crecimiento de la demanda agregada, que concluyó hacia el mes de abril, se ha producido un cierto debilitamiento, tanto del balance fiscal como del balance externo, dando así como resultado una menor capacidad de gasto del sector privado. Sin embargo, hasta el mes de agosto, el primero de estos balances no mostraba ninguna tendencia definida de com-

portamiento. La contracción del superávit externo, medido por su capacidad de compra interno, había sido más continuada, debido a la disminución en el volumen de compras internas de café y a la recuperación del gasto en bienes importados, como efecto de las medidas de liberación adoptadas desde mediados del año anterior y del encarecimiento relativo de las compras externas. A pesar de estas tendencias, que en gran medida han sido contrarrestadas por el crecimiento continuo registrado por la capacidad de compra interna de los ingresos de exportaciones menores y por el gran dinamismo de los ingresos cambiarios por venta de servicios en los meses recientes, el saldo neto de los balances fiscal y externo ha sido positivo y se han conservado niveles relativamente elevados de ca-



pacidad de gasto por parte del sector privado.

## B. La actividad económica industrial

Con un rezago característico de cuatro meses, la producción industrial ha respondido a la evolución de la demanda agregada, medida por el saldo neto de los balances fiscal y externo, que constituyen, en la terminología de *Coyuntura Económica*, el "balance del sector privado" (Cuadro I-2A). Según vimos, este balance empezó a experimentar un gran dinamismo hacia fines de 1985, que mantuvo con toda su fuerza hasta el mes de abril. La respuesta de la producción industrial a este estímulo fue así un rápido crecimiento a partir del mes de febrero, y el cual había persistido al menos hasta el mes de mayo, último período para el cual se cuenta con estadísticas del DANE. Según esta fuente, el acumulado para los cinco primeros meses del año arroja una tasa de crecimiento anual del 6.70%, que se ciñe a las perspectivas de crecimiento industrial de entre el 6 y el 7% para este año<sup>1</sup>.

Aunque el ligero debilitamiento que ha tenido la demanda agregada en los meses más recientes podría disminuir levemente el ritmo de crecimiento industrial, es preciso tener en cuenta que los niveles de pedidos por atender se encuentran actualmente en un punto muy alto, lo cual permitirá a los industriales amortiguar el efecto de las variaciones de demanda. Además, según los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO, los industria-

les consideran que la situación económica se encuentra en un momento muy propicio, lo cual estimulará los aumentos de producción en los meses venideros (Gráfico I-2C). Es importante observar además que las empresas productoras cuentan con una disponibilidad suficiente de materias primas y que aún no han surgido restricciones de financiamiento para capital de trabajo que puedan obstaculizar el crecimiento de la producción. En estas circunstancias, las perspectivas de la industria continúan siendo muy favorables y es de esperarse que el año concluya con tasas de crecimiento muy aceptables. Sin embargo, los niveles de utilización de capacidad han llegado ya al nivel más alto de la década actual, lo cual sugiere que no sería factible mantener ritmos elevados de crecimiento en el mediano plazo, a menos que se logre revitalizar rápidamente la inversión industrial, especialmente en los sectores de textiles, y algunas ramas de la industria de plásticos y metalurgia.

Aun cuando todos los grandes sectores industriales se han beneficiado de la fase de dinamismo de la demanda agregada, las tasas de crecimiento recientes han sido muy poco uniformes. Así el conjunto de ramas productoras de bienes de consumo ha crecido solamente un 2.20% en los cinco primeros meses del año, mientras que la producción de bienes intermedios ha aumentado 9.20% y la de bienes de capital 18.40%. Estas grandes diferencias reflejan condiciones muy variadas de desempeño de los diferentes sectores. Las industrias de bienes de consumo son las más sensibles a las fluctuaciones de corto plazo de la demanda agregada global

<sup>1</sup> Véase *Coyuntura Económica*, marzo de 1986, p. 18.

y este patrón parece haberse mantenido en los meses recientes. Sin embargo, la medición de los niveles de producción en algunos meses de 1985 aparece afectada por problemas estadísticos que distorsionan las comparaciones. En consecuencia, la tasa mencionada puede no estar reflejando el verdadero dinamismo de este grupo de industrias. Por su parte, los ritmos de crecimiento de los sectores de bienes intermedios han tendido a ser más elevados y más estables que los del resto de la industria desde mediados de 1983. Así ha continuado siendo recientemente, aun cuando es de esperarse que el proceso de sustitución de importaciones que ha propiciado este dinamismo tienda a debilitarse a través del tiempo. Finalmente, la producción industrial de bienes de capital se ha caracterizado por su enorme inestabilidad, asociada tanto a la política de controles a las importaciones, como a la variabilidad del gasto público en inversión. La elevada tasa de crecimiento de los primeros meses de 1986 parece deberse así a la recuperación pasajera del gasto en inversión, en comparación con los niveles muy deprimidos que tuvo esta variable a principios de 1985. Infortunadamente, el rápido agotamiento de esta tendencia sugiere que el dinamismo de la producción de bienes de capital se verá muy disminuido al concluir 1986.

### C. La actividad comercial

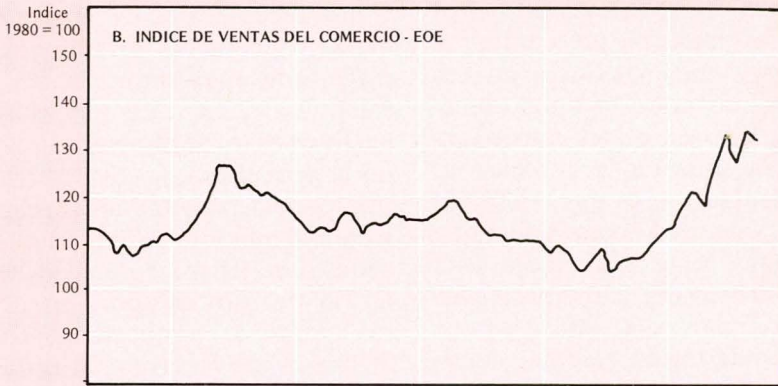
Según los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial, el sector comercio ha tenido un comportamiento muy satisfactorio en lo que va corrido del año. En efecto, según un índice de ventas elaborado a

partir de dicha encuesta, la actividad comercial ha registrado una recuperación prácticamente continua desde el segundo semestre de 1985 (Gráfico I-2B). El dinamismo del comercio aparece corroborado por la evolución del índice de ventas del comercio al por menor, elaborado por el DANE. Según este indicador, en los seis primeros meses del año el crecimiento del sector fue de 8.70%, cifra que contrasta con las variaciones negativas que sistemáticamente habían mostrado las ventas al por menor desde 1983, las cuales reflejaban el efecto de los controles a las importaciones, la profusión del comercio informal y el aumento de las ventas directas de fábrica de las empresas productoras. Aun cuando estas circunstancias desfavorables no han desaparecido, y probablemente impliquen cambios estructurales en las características de funcionamiento del sector, los volúmenes de ventas han sobrepasado ya los niveles más altos que se habían registrado en 1982.

Un rasgo característico de la evolución reciente del sector comercial ha sido la gran heterogeneidad de comportamiento según regiones geográficas, como lo ha revelado recientemente la Encuesta al Comercio elaborada conjuntamente por Fenalco y FEDESARROLLO. A partir de esta fuente, es posible conocer la situación actual del comercio en ocho regiones del país y 16 ramas de actividad comercial. A pesar de que no es posible efectuar un seguimiento histórico del comportamiento de las regiones, la comparación de los resultados de marzo y agosto últimos ilustra claramente algunas tendencias recientes.



**GRAFICO I-2**  
**INDICADORES DE DEMANDA AGREGADA Y ACTIVIDAD ECONOMICA**



Fuentes: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de FEDESARROLLO, Muestra Mensual Manufacturera del DANE y estadísticas del Banco de la República, DANE y Federación Nacional de Cafeteros. (Series desestacionalizadas y suavizadas).

La Encuesta revela que se están presentando diferencias marcadas entre las regiones del viejo Caldas y los Santanderes, frente al promedio nacional. En la región del Viejo Caldas se registra un gran auge comercial, que está asociado al aumento de los ingresos generados por la actividad cafetera, como resultado de los mayores precios del grano. De esta forma, el crecimiento de la demanda ha sido el factor determinante de la actividad comercial en esta región y así parece confirmado por la baja importancia asignada por los comerciantes de la región a la falta de demanda como limitante a sus actividades. En contraste, la región de los Santanderes muestra un comportamiento muy poco satisfactorio. Las ventas en esta región son poco dinámicas y la opinión de los comerciantes sobre la situación económica no es nada alentadora, ya que, en términos netos, sólo un 40% considera que es favorable. Este porcentaje está bien por debajo del 250% promedio para todo el país, o del 400% correspondiente a la región cafetera. La situación de la actividad comercial en los Santanderes aparece explicada por el recrudecimiento del contrabando en esa región, que es mucho más pronunciado que en el resto del país. Es preciso observar, sin embargo, que el problema del contrabando ha venido adquiriendo importancia en todas las regiones y que constituye actualmente la principal dificultad para la actividad comercial en todo el país. En efecto, el contrabando ha sustituido a la falta de demanda como el principal problema del comercio en los últimos seis meses. Además, frente a la reciente expansión de la demanda agregada, también ha ganado importancia relativa el problema de la rota-

ción de cartera, que se había mantenido en un nivel relativamente moderado en períodos anteriores.

#### D. Producción agropecuaria

En contra de las expectativas que se tenían a comienzos del año, los estimativos más recientes sobre producción agrícola indican que en 1986 se estaría presentando una recuperación muy apreciable de los cultivos semestrales. Debe recordarse que en 1985 la producción de estos cultivos cayó aproximadamente 1.50%, según las últimas cifras disponibles del Ministerio de Agricultura, y que en los casos de papa, sorgo y maíz, las cosechas disminuyeron en magnitudes muy pronunciadas, equivalentes al 22.8, 15.3 y 11.80%, respectivamente. Según esa misma fuente, la agricultura de cultivos transitorios podría registrar un crecimiento sorprendente, del 9.20% en este año, debido principalmente a la recuperación de esos mismos tres productos, unido al comportamiento muy dinámico de la mayoría de los cultivos restantes. Aunque estos estimativos están sujetos a revisiones, pues aún no se conoce el resultado definitivo de las cosechas del segundo semestre de 1986, no implicarían un quiebre en las tendencias que se habrían registrado ya en el semestre anterior. En efecto, los cálculos del Ministerio señalan crecimientos del 6.5 y 11.70% en las dos cosechas recolectadas en 1986. En la primera, los aumentos se habrían originado en desempeños extraordinarios de soya, sorgo, ajonjolí, maíz y cebada, entre otros. En el segundo, se esperarían crecimientos de por lo menos el 200% en papa, soya, algodón, ajonjolí, maíz y maní, todos los cuales



registrarían así uno de sus más altos niveles de producción en la década actual.

Desafortunadamente, la confiabilidad de algunos de estos cálculos aparece limitada por varias razones. De una parte, cabe señalar que se han modificado los métodos de recolección de información, con el fin de utilizar prácticas de muestreo más precisas, lo cual si bien tiende a mejorar la calidad de las estadísticas, dificulta las comparaciones con períodos pasados. Esto puede explicar en parte el hecho de que en uno y otro semestre tengan lugar aumentos del 11.20% y el 6.80% en la superficie total sembrada en cultivos transitorios, que no resulta consistente con el pobre desempeño de la inversión en el agro, tanto en infraestructura, como en maquinaria y equipo. Además, según estas estadísticas, la expansión de áreas se habría dado, al mismo tiempo con aumentos muy altos de productividad en los casos de soya, sorgo, ajonjolí y cebada, que serían difíciles de alcanzar por las mismas razones. Si bien las condiciones climáticas fueron favorables en el último año, y en el caso de la soya se mejoró la situación fitosanitaria de los cultivos, hay bases para creer que algunas de estas estadísticas están captando en parte aumentos de oferta originados en el contrabando de productos desde Venezuela, que pueden haber dado lugar a mayores compras por parte del IDEMA.

Los estimativos del Ministerio tampoco aparecen confirmados por la evolución de otros indicadores de la agricultura semestral, como son los créditos otorgados por el Fondo Fi-

nanciero Agropecuario o los registros del ICA. Ambas fuentes coinciden en señalar *reducciones* apreciables, del 14.1 y 11.70% respectivamente, en las áreas dedicadas a cultivos semestrales. El buen desempeño que sugieren los estimativos del Ministerio para este mismo período tienden a ser confirmados por estos indicadores sólo en los casos de soya y algodón.

Los estimativos para la producción de los cultivos anuales y permanentes diferentes de café también señalan un crecimiento muy notable, del 6.30% para el año completo, que podría reflejar parcialmente problemas estadísticos. Según el Ministerio, este crecimiento se origina sobre todo en el comportamiento de tres productos: caña de panela, yuca y banano. En el primer caso, el aumento de la producción (10.50%) resulta sorprendente ante el deterioro de sus precios relativos en el mediano plazo. En los otros dos, sin embargo, parece consistente con la solución de problemas que habían afectado la oferta en 1985, y con el mayor atractivo ofrecido por sus precios relativos.

Las proyecciones de producción cafetera para 1986 señalan un crecimiento del 6.60% en relación con el año anterior. Sin embargo, esta cifra se refiere en realidad a las compras internas del grano, tal como son registradas por la Federación Nacional de Cafeteros. En consecuencia, aparecen afectados por el manejo de inventarios de parte de los caficultores y las cooperativas y por el posible contrabando de exportación del grano. Para este año, estos dos factores son de signo opuesto. Por un lado, hacia fines de 1985 hubo retención de inventarios en espera de alzas en

el precio interno del grano, lo cual aparece sobreestimando la verdadera producción de 1986. Por otro, debido al aumento en el diferencial entre el precio externo e interno, seguramente ha sido mayor el contrabando, quedando así subestimada la producción. Finalmente, tampoco resulta posible determinar *a priori* cuál debería ser el comportamiento de la oferta cafetera, al margen de estos problemas, ya que hay también dos fuerzas opuestas en juego: en sentido positivo los mayores precios internos, que inducen a mejorar la productividad, y en sentido negativo, el deterioro tendencial de las plantaciones por envejecimiento.

En síntesis, existe una gran incertidumbre sobre la calidad de los estimativos de producción agrícola para 1986. En consecuencia, el crecimiento del 6.80% para toda la agricultura en el año completo estimado por el Ministerio de Agricultura debe tomarse con toda cautela. Si bien hay evidencia de recuperación entre algunos cultivos transitorios y permanentes, es improbable que el aumento de la producción total sea de tal magnitud.

El desarrollo de las actividades pecuarias ha estado dominado por la reciente iniciación de la fase de liquidación de vientres de la ganadería vacuna. Según se analizó en la entrega de *Coyuntura Económica* de diciembre de 1985, esta fase se había retrasado en relación con el ciclo normal observado en el pasado por la presencia de factores extraordinarios, tales como la recuperación de las ventas no registradas a Venezuela y el desarreglo en el régimen de lluvias, que habían llevado a mantener una

expectativa de precios altos de la carne en el mediano plazo entre los productores. Sin embargo, como allí se preveía, era de esperar que estos factores se debilitaran y que, en consecuencia, concluyera el período de retención<sup>2</sup>. Los estimativos más recientes de producción señalan que, en efecto, tal cosa sucedió en algún momento de 1985, produciendo como resultado un aumento del 16.20% en el degüello de hembras en ese año. En 1986 se espera que el sacrificio de hembras crezca aún más y que se recupere el de machos, dando lugar así a un crecimiento del orden del 30% en el degüello total.

Las demás producciones pecuarias registrarán un crecimiento ligeramente mayor (3.90%), que no se aparta sensiblemente de sus tendencias de los últimos años, con lo cual el conjunto de la actividad pecuaria crecerá en una tasa que se estima actualmente, en forma provisional, en 3.50%. Si este resultado se agrega al estimativo de crecimiento agrícola del 6.80% mencionado arriba, se obtiene una variación del 5.60% en toda la producción agropecuaria en 1986. Si bien esta cifra sería la más alta alcanzada desde 1978, por las razones ya discutidas sobreestimaría ampliamente el verdadero dinamismo del sector. En consecuencia, FEDESARROLLO considera que la tasa de 3.50% es un estimativo más realista del crecimiento de la producción agropecuaria en 1986.

#### E. Actividad edificadora

Los indicadores sobre el comportamiento de la actividad constructo-

<sup>2</sup> *Coyuntura Económica*, diciembre de 1985, pp. 79-80.



ra privada muestran que en los primeros meses de 1986 se presentó un quiebre en las tendencias de recuperación que habían primado desde principios de 1985 en este subsector. Como, además, se ha mantenido el virtual estancamiento en los programas oficiales de vivienda desde la misma época, el resultado final ha sido una contracción en la actividad constructora total en relación con el año anterior.

Desde principios de 1985, la actividad constructora privada se vio favorecida por una continua ampliación en la disponibilidad de recursos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. En efecto, a lo largo del año los constructores recibieron 52% más recursos de crédito que en el año anterior, implicando un crecimiento real del orden del 27%, una vez descontado el encarecimiento de los costos de construcción. Aunque las CAVs han contado en los primeros meses de 1986 con recursos relativamente abundantes, varios factores han impedido que ello se traduzca en una mayor irrigación de crédito a los constructores. De una parte, las CAVs han sido renuentes a acelerar el desembolso de préstamos ya aprobados, debido a que las captaciones se han comportado de manera muy inestable<sup>3</sup>. De otro lado, los préstamos solicitados han disminuido un 2.7% en términos nominales en los primeros siete meses del año, evidenciando un retroceso importante de la demanda real de créditos. No obstante, a pesar de la menor afluencia de recursos financieros en términos reales, según los indicadores de la En-

cuesta de Opinión Empresarial, los constructores consideran que la disponibilidad de recursos ha sido suficiente para satisfacer sus menores planes de construcción.

Según esta misma fuente, el debilitamiento de la actividad constructora privada ha ocurrido a partir del segundo trimestre del año, ya que hasta marzo la evolución venía siendo positiva. Las mismas tendencias aparecen reflejadas en el comportamiento de las licencias para construcción. En efecto, el área aprobada para construcción en las 11 principales ciudades del país registró variaciones positivas en relación con el año anterior hasta el mes de abril; disminuyendo apreciablemente sólo a partir de entonces. En el acumulado de los siete primeros meses del año, este indicador señala así una caída de cerca del 7% en la actividad constructora.

Las tendencias desfavorables de la construcción privada han venido a reforzar el pobre desempeño de los programas oficiales de vivienda desde mediados de 1985, en razón de las dificultades financieras de sus principales entidades ejecutoras y, en particular, del Instituto de Crédito Territorial. Debido a la contracción de los recursos de presupuesto para esta entidad en 1986, al aumento de su deuda con las CAVs y el continuo deterioro en la calidad de su cartera, su actividad constructora se ha visto aún más limitada en 1986, y son pocas las posibilidades de que se presente una pronta reactivación.

En vista de las pobres perspectivas de la actividad edificadora, serán decisivas las medidas que adopte el nuevo gobierno para revitalizar los

<sup>3</sup> Véase al respecto la sección de Moneda y Crédito de este Capítulo.

programas de construcción y definir las condiciones futuras de operación de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, asuntos ambos sobre los cuales ha reinado gran incertidumbre en los primeros meses de la actual administración. Con respecto a los programas oficiales de vivienda, se ha anunciado que el ICT construirá 100.000 viviendas en los próximos cuatro años y que se mejorarán 300.000 viviendas ya existentes, especialmente inquilinatos y tugurios. La primera de estas metas implicaría una reducción del orden del 30% en relación con las realizaciones del ICT en el último cuatrienio. No obstante, de llevarse a cabo de manera gradual en todo el período, daría lugar a una importante recuperación con respecto a los niveles de actividad del Instituto desde 1985. Desafortunadamente, el ICT se encuentra agobiado financieramente y es posible que se vea precisado a reestructurar su cartera morosa, lo cual mantendrá muy limitada su capacidad de operación.

En relación con las condiciones de operación de las CAVs, se desconoce aún si se adoptarán medidas para elevar su rentabilidad y para estimular la concesión de créditos a los estratos bajos, para reanimar así la actividad edificadora. El gobierno ha anunciado que podrán reducirse las tasas de interés de los créditos que otorgan las CAVs para financiar vivienda popular, pero ha sido poco explícito sobre mecanismos que se usarían para estimular a las Corporaciones a conceder este tipo de créditos. Cabe señalar, sin embargo, que la alternativa de acudir a porcentajes mínimos de colocación de recursos con destino a la vivienda popular no parece ser la opción más recomenda-

ble. Las experiencias recientes muestran que este tipo de medidas pueden limitar la colocación *total* de recursos a la actividad edificadora, por las dificultades o desinterés de algunos intermediarios en conceder más crédito para financiar vivienda de los estratos bajos. Además, por su carácter obligatorio, estas medidas pueden inducir una inadecuada asignación de recursos, que a la postre conduce a deteriorar la calidad de la cartera y la rentabilidad de las corporaciones. Una alternativa preferible es la creación de un mecanismo de redescuento en el FAVI, que exija el aporte de recursos a todas las CAVs, pero deje su uso a discreción de cada corporación. Si las condiciones de acceso a los recursos de redescuento del FAVI para financiar vivienda popular son suficientemente atractivas para las corporaciones, el resultado final puede ser una mayor irrigación de crédito tanto para la vivienda popular como para toda la actividad edificadora, sin desmedro de la situación financiera de aquellas corporaciones que desconocen el mercado de vivienda popular.

## II. EMPLEO Y SALARIOS

### A. Evolución reciente del empleo

En julio último la tasa de desempleo se elevó a 15.1% de la población económicamente activa, lo cual equivale a la existencia de 570.000 personas desocupadas en las cuatro principales ciudades. Al mismo tiempo, la tasa de participación mantuvo su tendencia creciente, que se había revertido sólo temporalmente durante 1985. Es indudable que las expectativas más recientes de recuperación y la recuperación de los salarios rea-

les tuvieron un efecto positivo sobre la oferta laboral de los grupos más fluctuantes de la población económicamente activa, que el año anterior se habían retirado del mercado de trabajo. Sin embargo, lo incipiente, aunque no incierto, del auge actual de la actividad productiva ha llevado a que los empresarios basen por el momento los aumentos de producción, no en nuevos enganches, sino en incrementos de la productividad y probablemente en un uso más intensivo de la mano de obra con turnos adicionales. Por estas razones, la tasa de ocupación ha permanecido más o menos constante, en contraste con la reacción que ha experimentado la oferta de trabajo, lo cual se ha traducido en un incremento de la tasa de desempleo de casi un punto.

Según los estimativos de largo plazo de la Misión de Empleo, se requiere que la economía crezca a tasas superiores al 5% anual para que disminuya el desempleo. Las expectativas de crecimiento económico para este año se sitúan en este rango, de manera que es posible que el deterioro de la situación laboral comience a revertirse, aunque para ello es indispensable que el crecimiento económico tenga continuidad, de forma que una mejora coyuntural en los indicadores de empleo se convierta en una tendencia de más largo plazo.

En el Gráfico I-3 se observa el comportamiento de los principales indicadores laborales en los últimos diez años. La evolución de la tasa de participación u oferta laboral que registra el gráfico tiene una asociación directa con las expectativas de la actividad económica y con la situación

de los ingresos reales<sup>4</sup>. En efecto, dicho indicador crece hasta 1980, cae luego durante la recesión y se recupera nuevamente desde 1983, cuando se dio un intento fallido de reactivación, al tiempo que aumentaron los ingresos reales de los trabajadores. Posteriormente, durante 1985, las tasas de participación cayeron, debido al desaliento laboral de personas que venían buscando trabajo infructuosamente desde el año anterior. Por último, a lo largo de 1986 las expectativas de desempeño económico han sido muy positivas, al tiempo que los salarios reales se han recuperado ligeramente, de manera que nuevamente se han registrado aumentos en la participación de la población en el mercado de trabajo.

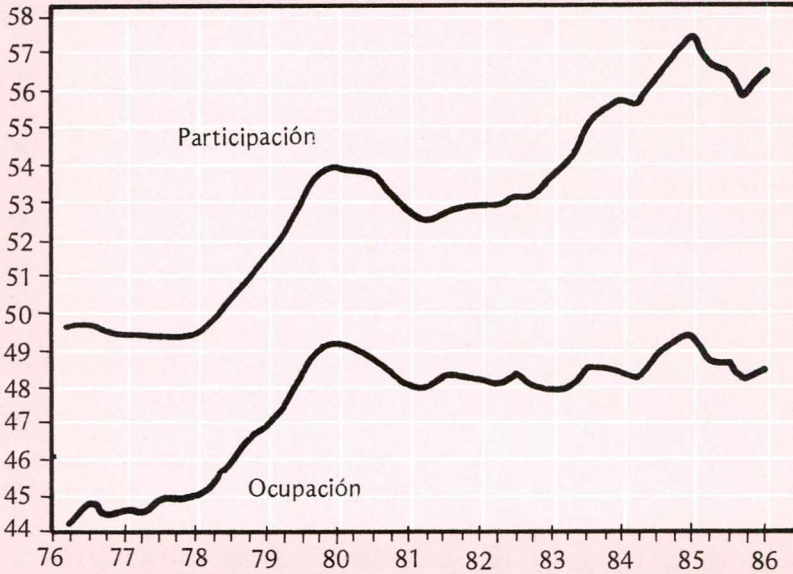
La tasa de ocupación, aunque incluye tanto el empleo informal como el formal, ha reflejado a través del tiempo básicamente el comportamiento de la demanda de fuerza de trabajo en el sector moderno, ya que las ocupaciones informales tienden a crecer en forma más inercial. En efecto, en el mismo gráfico se observa que el empleo crece exactamente hasta que comienzan los primeros síntomas de recesión, en 1980. Durante este año y el siguiente la tasa de ocupación cae y a partir de ese momento permanece prácticamente constante, con las estacionalidades naturales de fin de año. La tasa de empleo asalariado ha continuado cayendo desde entonces, aunque tal cosa no se ha reflejado en la tasa de ocupación gracias al crecimiento gradual de las ocupaciones por cuenta propia. Como se ha venido afirman-

<sup>4</sup> Ver *Coyuntura Económica*, marzo de 1986, p. 19.

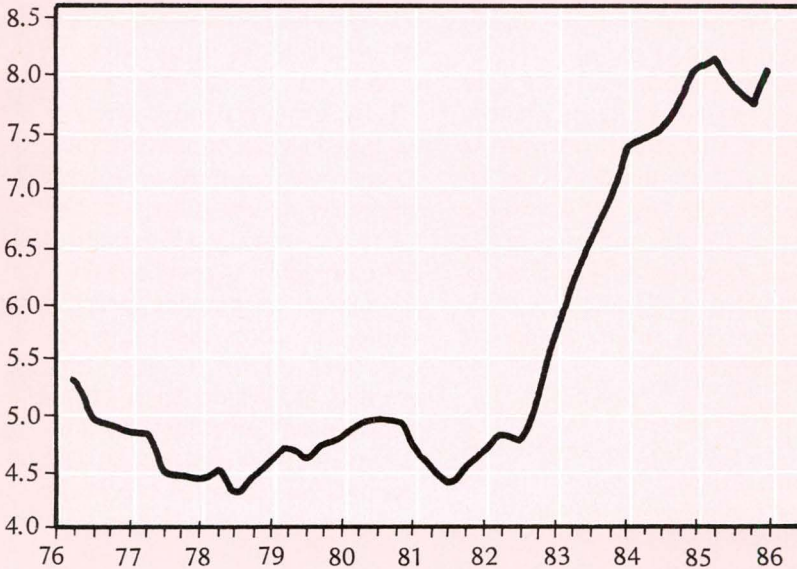


GRAFICO I-3  
INDICADORES DE LA SITUACION LABORAL

A. Tasas de participación y ocupación



B. Tasas de desocupación



Fuente: DANE, Encuesta Nacional de Hogares, 4 ciudades.

do en entregas anteriores, la totalidad de empleos nuevos desde 1983 han sido creados dentro del sector informal<sup>5</sup>.

Como consecuencia de los comportamientos opuestos de la participación y el empleo, la tasa de desocupación medida en proporción a la población en edad de trabajar comenzó a aumentar desde 1981, creciendo sin tregua hasta mediados de 1985. En el segundo semestre de este último año se dió una ligera caída en la tasa de desempleo que estuvo asociada a la disminución en la participación laboral, y no a una mayor demanda de trabajo. Finalmente, los niveles de desempleo registrados en 1986 superan cualquier cifra histórica según la medición tradicional de este fenómeno, pero es de esperarse que en un futuro próximo comience a reflejarse también en los niveles de ocupación la reactivación que se vive ya en otros sectores, una vez se supere el rezago entre los ajustes microeconómicos del sistema productivo y el robustecimiento que ya se ha producido en la demanda agregada.

## B. Salarios reales

Tal como se ha sostenido en *Coyuntura Económica*<sup>6</sup> y ha sido corroborado por investigaciones recientes<sup>7</sup>, los ajustes en los mercados laborales urbanos se dan principalmente a través del empleo y no de las remuneraciones pagadas a los trabajadores. En

efecto, la fijación de salarios en la industria y el comercio formal responde más a factores institucionales que de mercado. Dadas las prácticas de negociación y la periodicidad de los ajustes salariales, se puede afirmar que en Colombia los salarios nominales están influidos básicamente por las tendencias pasadas de la inflación y sólo marginalmente por la situación laboral. Debido a este patrón de comportamiento, los salarios reales tienden a reflejar muy de cerca las variaciones que se presentan en el corto plazo en las tasas de inflación con respecto a sus tendencias pasadas.

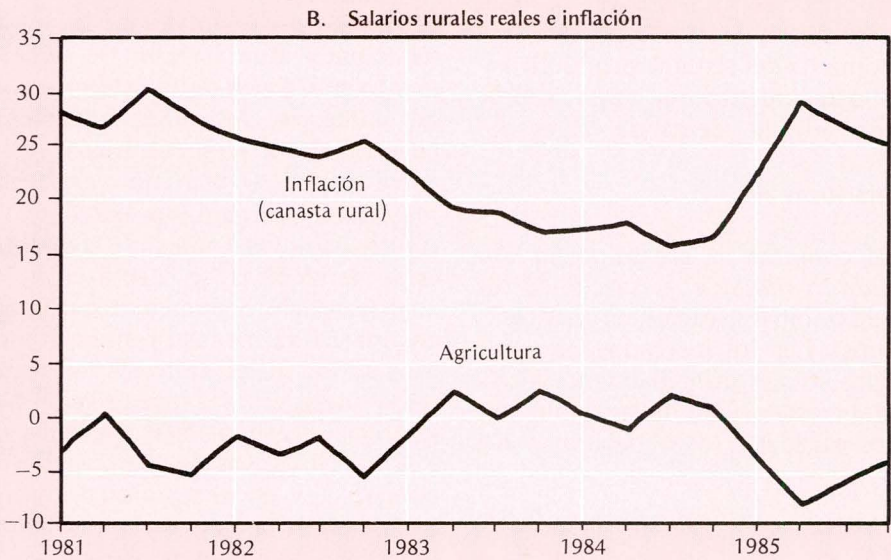
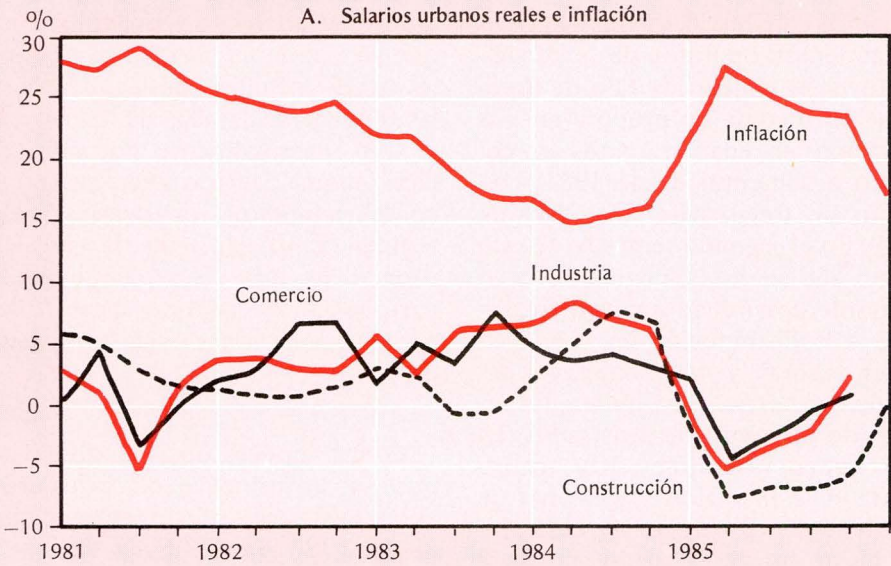
Como se puede observar en el Gráfico I-4, los principales salarios urbanos registraron crecimientos reales desde 1982 hasta finales de 1984, período que coincide con una fase de desaceleración de la inflación. Posteriormente se presentaron disminuciones en los niveles reales de las remuneraciones, que llegaron a su momento más crítico durante el segundo trimestre de 1985, justamente cuando la inflación alcanzó niveles entre el 25 y el 30%, que resultaban muy elevados para los patrones recientes. En los trimestres siguientes estas tendencias se debilitaron, lo cual se reflejó de inmediato; primero en una caída menos pronunciada de los salarios reales de todos los sectores, y luego en una recuperación que se inició en el primer trimestre de 1986 en los casos de la industria y el comercio, y en el segundo trimestre en el caso de la construcción. Sin embargo, los niveles actuales de los salarios reales son aún inferiores en todos los sectores a los que se tenían hacia finales de 1984, cuando se inició el ciclo de aceleración de la infla-

<sup>5</sup> Ver *Coyuntura Económica*, diciembre de 1984.

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, la entrega de octubre de 1983.

<sup>7</sup> Informe final de la Misión de Empleo, separata No. 10 de *Economía Colombiana*, 1986.

**GRAFICO I-4**  
**EVOLUCION DE LOS SALARIOS REALES**  
 (Variaciones anuales)



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO. La inflación rural se calculó suponiendo que la participación de los alimentos en la canasta de consumo es 70%.



ción. Se puede concluir así que la recuperación parcial que han registrado los salarios reales promedios en los principales sectores urbanos en los primeros meses de 1986 se ha debido, esencialmente, a la disminución de los ritmos de inflación con respecto a sus tendencias pasadas y no a un fortalecimiento de la demanda laboral.

Los determinantes de los salarios reales son muy diferentes en el sector rural. Para analizar la evolución del salario real en el campo es preciso tener en cuenta que no existen sistemas de negociación colectiva, que los ajustes salariales son más frecuentes y que la estabilidad laboral es mínima. En estas circunstancias, la situación del mercado laboral ejerce una enorme influencia sobre el ritmo de los ajustes nominales y por esta vía sobre los salarios reales. Para medir estos últimos, sin embargo, es necesario tener en cuenta que en las canastas de consumo rural los alimentos tienen un peso mayor que en la ciudad y que, por consiguiente, las variaciones de corto plazo en los precios de los alimentos tienen una influencia más fuerte sobre la capacidad de compra de los salarios. Con base en una participación del 70% de los alimentos, consistente con la estructura del gasto rural, puede encontrarse que la caída de los salarios reales fue continua entre 1981 y 1983, y que sólo se presentó una recuperación ligera en 1984. Aunque no existen estadísticas para conocer la evolución de los salarios reales en 1986, los patrones de comportamiento descritos serían consistentes con un aumento relativamente importante, como resultado de la expansión de la demanda laboral por la

mayor producción agrícola y por la importancia de las disminuciones relativas de los precios de los alimentos.

### C. Las propuestas de generación de empleo

Según las investigaciones de la Misión de Empleo, el nivel de actividad productiva es el principal determinante de las tasas de ocupación de los trabajadores asalariados urbanos. Los planes de emergencia y los programas de fomento a la microempresa tienen un impacto limitado y de corto plazo. Sin embargo, el gobierno, alarmado por el empeoramiento reciente de la situación laboral presentó recientemente a consideración de la opinión pública un plan de emergencia para generar 200.000 empleos, prioritariamente en obras públicas. La iniciativa es loable en una óptica de corto plazo, como lo reconoce el mismo gobierno, y su repercusión no se limita al período que dure la ejecución de las obras de infraestructura, puesto que el incremento en el gasto público tiene efectos multiplicativos sobre la demanda agregada. Lo verdaderamente problemático es el modo de financiamiento, con base en un impuesto del 30% a la nómina de las empresas grandes. Este tipo de tributos son inconvenientes, ya que gravan a los responsables directos de la generación de nuevos empleos dentro del sector institucional. De esta forma, la creación de un nuevo impuesto a la nómina tendría efectos negativos sobre el empleo del sector privado, compensando parcialmente la creación de nuevos puestos de trabajo en las obras públicas.

Más acorde con la estructura tributaria y fiscal colombiana sería obtener recursos adicionales por medio de una sobretasa al impuesto de renta que, en este momento, al haberse eliminado la obligación de los asalariados de presentar declaración de renta no tendría efectos regresivos indeseables. Desafortunadamente, esta alternativa no tendría efectos inmediatos, ya que sólo empezaría a generar recursos en la próxima vigencia fiscal. Otra forma alternativa sería la creación de una sobretasa al IVA sobre bienes de consumo suitario, preferentemente destinados a consumo duradero, lo cual tendría muy poco efecto regresivo. Cualquiera de estas operaciones sería más deseable que el propuesto impuesto a la nómina. *Coyuntura Económica* tampoco considera conveniente financiar parcialmente el plan con bonos de deuda o con crédito externo, como se ha propuesto en algunos medios, debido a que el tipo de obras que se llevarán a cabo no son inversiones productivas que permitan repagar los préstamos. En la actual situación de déficit fiscal, un plan semejante sólo puede ser viable si se asegura una fuente estable de recursos. Finalmente, no está claro qué entidad recaudaría e invertiría los recursos, ni con qué criterios se distribuirían regionalmente.

Desde el punto de vista de la política macroeconómica, es necesario insistir en que la generación permanente y estable de empleos sólo puede darse en un contexto de crecimiento sostenido, con políticas estables de manejo cambiario, comercial, fiscal y monetario. Por consiguiente, aun cuando puede ser deseable adoptar medidas de emergencia, lo esen-

cial en el mediano y el largo plazo es definir criterios estables en el frente macroeconómico, que sean consistentes con objetivos mínimos de crecimiento, y que permitan dejar de lado las medidas de "pare y siga" que han sido tan comunes en el manejo fiscal y monetario de los últimos años.

### III. SECTOR EXTERNO

Los acontecimientos más importantes en el frente externo de la economía en los meses recientes fueron el debilitamiento de la bonanza cafetera con respecto a las perspectivas que se tenían a principios del año y la aparición de importantes flujos de contrabando de mercancías provenientes de los países vecinos. Aunque estos dos acontecimientos fueron desfavorables para el desempeño de la balanza de pagos colombiana, los resultados disponibles hasta el mes de septiembre indican que la situación externa sigue siendo muy sólida, que ha continuado el proceso de acumulación de reservas internacionales y que se ha moderado notablemente la necesidad de financiamiento externo. Además, la tasa de cambio real ha continuado mejorándose a lo largo de 1986 y se encuentra actualmente en su punto más alto desde el establecimiento del sistema de mini-devaluaciones en 1967.

Después de haber alcanzado su nivel promedio más alto en el mes de marzo, el precio del café en los mercados internacionales registró un descenso bastante pronunciado hasta el mes de julio. En este período el precio promedio cayó más de US 60 c/lb, hasta llegar finalmente a US\$ 1.70, como efecto del sobrestamiento del mercado en los meses ini-

ciales de la bonanza, la liberación de las cuotas a partir del mes de febrero y el descenso estacional de la demanda en los países consumidores durante la temporada de verano. En los meses siguientes, sin embargo, estas tendencias se revirtieron, gracias al fortalecimiento de la demanda y a la acción coordinada de los principales países exportadores para contrarrestar el manejo especulativo de los precios. De esta forma, en el mes de septiembre los precios alcanzaron un nivel promedio de US\$1.98, que resulta compatible con la situación del mercado en las condiciones actuales. La reciente recuperación de los precios permitirá incrementar el valor de las exportaciones del grano durante 1986 a un nivel cercano a los US\$ 2.700 millones, monto bien por debajo de las proyecciones oficiales de principios de año (US\$3.200), pero que corresponde al límite mínimo previsto por FEDESARROLLO en febrero pasado<sup>8</sup>.

La evolución reciente de los mercados cambiarios del bolívar venezolano y el sucre ecuatoriano ha sido desfavorable para el comercio fronterizo. El comercio fronterizo con Venezuela ha sido afectado por el abaratamiento del bolívar en el mercado libre, como resultado del colapso de los precios internacionales del petróleo y el pobre desempeño de la economía venezolana. Así, si se toma como base de comparación el cambio oficial vigente en 1980 con ese país, se encuentra que el peso colombiano se ha devaluado entre un 50 y un

60% con respecto al bolívar que se cotiza libremente. Aunque estas tendencias se han recrudecido recientemente, no constituyen, sin embargo, un fenómeno nuevo. El abaratamiento relativo del bolívar libre fue muy notorio desde febrero de 1983, cuando se produjo una importante devaluación oficial en Venezuela y se creó un sistema de tipos de cambio múltiples en ese país. El acelerado ritmo de devaluación del peso colombiano en 1985 logró revertir sólo marginalmente esas tendencias, debido a que, si bien se produjo una devaluación real para el cambio oficial, esta ganancia quedó compensada prácticamente en su totalidad por un aumento del diferencial entre las tasas oficiales y la tasa libre en el mercado cambiario venezolano. Además, en los meses recientes, las condiciones del comercio fronterizo se deterioraron aún más para los productos colombianos por dos circunstancias diferentes. De un lado, por el abaratamiento relativo del dólar paralelo en el mercado cambiario colombiano, al reducirse a un mínimo el diferencial entre las dos tasas. Debido a este comportamiento, la pérdida de competitividad colombiana en el mercado fronterizo con Venezuela ha sido en realidad mayor que lo que indican las cifras citadas anteriormente. De otra parte, ha aumentado el atractivo de un número importante de bienes venezolanos de origen agropecuario, cuya producción se está beneficiando no sólo de los subsidios cambiarios sino de otros incentivos directos, haciéndolos muy competitivos frente a bienes similares de origen colombiano.

Las nuevas circunstancias del mercado fronterizo colombo-venezolano han tenido repercusiones importan-

<sup>8</sup> Véase FESCOL/FEDESARROLLO, *Debates de Coyuntura Económica*, No. 1, donde se estableció un rango entre US\$2.700 y US\$ 2.900 millones para las exportaciones del grano en 1986.



tes sobre el desempeño de las actividades comerciales en la región de los Santanderes, como lo revela la Encuesta del sector, cuyos resultados se comentaron en una sección anterior de este capítulo. Además, de acuerdo con las estadísticas del Banco de la República sobre las ventas del comercio en la ciudad de Cúcuta, la actividad comercial en general ha tenido un comportamiento claramente asociado a la evolución de la tasa de cambio real aplicable al comercio no registrado y se encuentra en la actualidad en un punto muy bajo.

Algo semejante ha ocurrido con el comercio en la ciudad de Ipiales, que ha sido afectado por los desarrollos recientes en el mercado cambiario ecuatoriano. En efecto, la caída de los precios del petróleo y la difícil situación de balanza de pagos en el Ecuador han dado origen a una ampliación del diferencial cambiario a favor del mercado libre no intervenido de ese país. Como consecuencia, ha aumentado la competitividad relativa de los productos ecuatorianos en el comercio no registrado, con efectos desfavorables sobre la actividad comercial en la zona fronteriza colombiana.

En contra de la opinión generalizada, y según veremos en la sección de precios de este capítulo, la generalización del contrabando de importación desde los países vecinos no ha tenido efectos de importancia sobre la inflación en Colombia. Además, tampoco ha impedido que se presente una mejoría muy notable en las transacciones de servicios y transferencias de la balanza cambiaria. Así, al concluir el mes de septiembre, los ingresos cambiarios por servicios e

ingresos personales, de un lado, y por concepto de transferencias, de otro, bordeaban cada uno los US\$300 millones, con crecimientos porcentuales del 25.7% y 33.8% respectivamente en relación con el año anterior. Dadas estas circunstancias, es evidente que el deterioro del comercio fronterizo está reflejando en parte el *fortalecimiento* de la situación cambiaria global del país, que ha inducido al abaratamiento relativo del dólar paralelo y ampliado su oferta con destino al Banco de la República y al comercio no registrado, a costa de los propósitos especulativos que anteriormente estimulaban su posesión. Por consiguiente, no cabe esperar que la actual situación de los mercados fronterizos, por grave que ella sea, pueda ser resuelta con una devaluación aún mayor del peso colombiano en el corto plazo.

A pesar del debilitamiento pasajero de las cotizaciones internacionales del café y el deterioro del comercio fronterizo, las perspectivas del sector externo colombiano para 1986 siguen siendo muy favorables (Cuadro I-1). El total de las exportaciones de bienes registrará un crecimiento notable, del orden del 36%, como resultado no sólo de las mayores ventas de café, sino también del buen desempeño de las exportaciones menores de origen industrial, que han respondido ya a los estímulos de la devaluación de 1985. Las ventas externas de productos agrícolas también crecerán en términos de volumen, pero generarán menores ingresos de balanza de pagos, debido a la persistente tendencia descendente de sus precios internacionales. Finalmente, los ingresos de la balanza comercial también se verán fortalecidos

por el desempeño de las compras de oro por parte del Banco de la República, las cuales han mantenido un gran dinamismo, pese al desmonte del subsidio que se les venía otorgando. Por su parte, las importaciones de bienes diferentes a combustibles registrarán un crecimiento extraordinario, del orden del 250%, gracias a la liberación parcial de los controles directos y a la mayor disponibilidad de divisas. Sin embargo, debido a la importante disminución en las compras de combustibles, el total de las importaciones crecerá sólo un 120% y el conjunto de la balanza comercial será ampliamente superavitario, en contraste con la situación de años anteriores. Algo semejante, aunque de menor importancia, ocurrirá con el balance de servicios no financieros, cuyos ingresos netos han sido estimulados por la nueva situación cambiaria. En suma, y teniendo en cuenta el crecimiento inercial de la cuenta de servicios financieros, el déficit de la balanza en cuenta corriente se reducirá en términos absolutos en casi tres cuartas partes en relación con 1985, para llegar a representar tan sólo el 1.00% del PIB de 1986. Además, los ingresos netos de capital que tendrá a disposición el país durante todo 1986 cubrirán ampliamente este déficit, dejando remanentes de consideración que irán a engrosar el saldo de reservas brutas del país. Aunque existe un amplio margen de acumulación de reservas en los últimos meses del año, de manera conservadora puede proyectarse un nivel mínimo alrededor de US\$3.000 millones al concluir el año, que representa más de 8 meses de importaciones (Cuadro I-1).

## IV. SITUACION FISCAL

### A. Evolución reciente del gasto

Las quejas del nuevo gobierno sobre la reaparición de desajustes en las finanzas públicas que se creían corregidas, ha puesto nuevamente en primer plano el debate sobre la política fiscal. Según el nuevo gobierno, en los siete primeros meses de 1986, la administración Betancur revirtió todos los esfuerzos de ajuste fiscal que se habían adoptado desde mediados de 1984, al seguir una política de aumento del gasto inadecuada desde el punto de vista monetario, que implicará además compromisos futuros para el manejo fiscal.

El Cuadro I-2 muestra los resultados del balance financiero del gobierno central acumulados para el período enero-julio de los dos últimos años, según dos criterios de contabilización. En el primero, basado en las operaciones efectivas de la Tesorería, los principales componentes del gasto muestran, en efecto, ritmos de crecimiento muy altos, que podrían ser sintomáticos de desajustes fiscales. Sin embargo, los ingresos se comportan en forma aún más dinámica, dando así como resultado una capacidad de ahorro del gobierno muy superior y un déficit menor en términos nominales. De esta forma, podría decirse que la política de aumento del gasto en los últimos meses del gobierno anterior no implicó sacrificar los objetivos de disminución del déficit ni comprometer el manejo monetario. No obstante, según el segundo criterio de contabilización emerge un panorama algo diferente. En efecto, si se comparan los recaudos corrientes netos de la Dirección de Impuestos con las órdenes de

**CUADRO I-1**  
**PROYECCION DE BALANZA DE PAGOS**  
**1984 - 1986**  
**(Millones de dólares)**

	1984	1985	1986
I. Balance en Cuenta Corriente	-2.050	-1.220	- 316
A. Balanza Comercial	- 404	149	1.054
1. Exportaciones	3.378	3.518	4.804
a) Café	1.734	1.712	2.748
b) Hidrocarburos	445	410	431
c) Carbón	38	121	210
d) Ferroníquel	62	58	65
e) Otros	1.099	1.217	1.350
2. Compras de oro	245	365	450
3. Importaciones FOB	4.027	3.734	4.200
a) Combustibles	445	459	113
b) Otros	3.582	3.275	4.087
B. Servicios no financieros y trans- ferencias (neto)	- 406	- 15	110
C. Servicios financieros (neto)	-1.240	-1.354	-1.480
II. Financiación	762	1.645	1.000
III. Cambio en Reservas Brutas	-1.288	425	684
IV. Saldo en reservas brutas	1.888	2.313	2.997
Memo: Déficit en Cuenta Corriente/PIB (o/o)	5.6	3.7	1.0

Fuente: 1984-1985: Banco de la República. 1986: estimación de FEDESARROLLO.

giro contra la Tesorería expedidas a lo largo de los primeros siete meses, se observa que los gastos aumentaron más rápidamente, que el ahorro creció menos y que el déficit prácticamente se dobló en relación con el año anterior. En consecuencia, el desajuste resulta mayor en la etapa de causación que en la de operaciones efectivas, lo cual implicaría que existe un riesgo potencial de que aumenten las dificultades monetaris del manejo fiscal. Dado el contraste entre las conclusiones que se deducen de uno y otro criterio, conviene analizar en mayor detalle los factores

que explican la evolución de sus rubros componentes y el origen de las diferencias.

En primer lugar, el dinamismo de los ingresos, que es común a los dos criterios, continúa siendo el resultado rezagado de las diferentes reformas tributarias que se adoptaron a lo largo de la anterior administración y del buen desempeño del sector externo desde fines de 1985. Los recaudos de renta y complementarios aún continúan reflejando la efectividad de las medidas legislativas decretadas en 1983 y 1984 y de una serie de

**CUADRO I-2**  
**BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL**  
**Enero — Julio**  
**(Millones de pesos)**

	Operaciones Efectivas			Causación del Gasto		
	1985	1986	Variación o/o	1985	1986	Variación o/o
I. Ingresos corrientes netos	210.067	320.594	52.6	228.269	363.039	59.0
II. Gastos corrientes	119.356	286.085	43.5	212.023	329.953	55.6
A. Gastos de funcionamiento	179.169	248.713	38.8	177.325	232.683	31.2
B. Intereses de la deuda	18.926	31.601	67.0	34.698	96.910	179.3
C. Otros pagos	1.261	5.771	357.8	—	—	—
III. Ahorro	10.711	34.509	222.2	16.246	33.446	105.9
IV. Inversión	47.711	67.775	42.1	32.446	64.814	99.8
V. Déficit	36.999	33.268	-10.1	16.200	31.368	93.6

Fuente: DNP-UIP-DAF y Contraloría General de la República.

mejoras administrativas y de control introducidas gradualmente. En efecto, el crecimiento de 49.80% en los recaudos de este tributo hasta el mes de julio supera ampliamente el ritmo inercial que podría atribuirse al dinamismo de la actividad económica. Esto también es aplicable a los impuestos sobre las ventas internas, cuyo crecimiento hasta julio ha sido del 43.50%. Los demás tributos que han tenido un comportamiento dinámico comprenden el impuesto *ad-valorem* sobre las exportaciones de café (142.10%), el gravamen del 80% sobre las importaciones (101.90%), el impuesto de ventas sobre importaciones (67.40%) y los impuestos de aduanas y recargos (56.60%). Todos ellos han respondido a las condiciones más favorables del sector externo y, en especial, al aumento del 40.90% en la tasa de cambio promedio para el período. (Cuadro I-3).

En relación con los gastos, para analizar las cifras del Cuadro I-2 con-

viene recordar que durante los siete primeros meses de 1985 se siguió una política de restricción a ultranza, que deprimió severamente los principales componentes del gasto en términos reales. En relación con los gastos de funcionamiento, esta política se sintió en forma más aguda sobre los pagos efectivos que sobre las órdenes de giro, con tasas de aumento de sólo 13.1 y 17.40% respectivamente<sup>9</sup>. No es de extrañar, por consiguiente, que las tasas de aumento en 1986 muestren la situación opuesta, con tasas más elevadas que en el año anterior y mayores para los pagos efectivos que para los giros.

Si se adopta una perspectiva de más largo plazo, puede verse que la evolución de los pagos para cubrir gastos de funcionamiento en los últimos años, y sobre todo desde 1984,

<sup>9</sup> Para un análisis más detallado de la política fiscal en este período véase la entrega de octubre de 1985 de *Coyuntura Económica*.



**CUADRO I-3**  
**INGRESOS CORRIENTES DE LA NACION (RECAUDOS)**  
 Enero – Julio  
 (Millones de pesos)

	1985	1986	Variación o/o
Renta y complementarios	68.234	102.233	49.8
– Impuesto a la renta	19.635	26.332	34.1
– Retenciones, anticipos y remesas	48.599	75.901	56.2
Ventas	74.076	110.951	49.8
– Internas	54.479	78.153	43.5
– Importaciones	19.597	32.799	67.4
Aduanas y recargos	27.876	43.656	56.6
Gasolina	21.662	26.541	22.5
Timbre nacional	9.973	12.629	26.6
CIF 8% importaciones	9.852	19.894	101.9
Ad-valorem café (6.5%)	7.817	18.927	142.1
Otros <sup>1</sup>	22.138	41.168	86.0
Total recaudos brutos	241.629	375.998	55.6

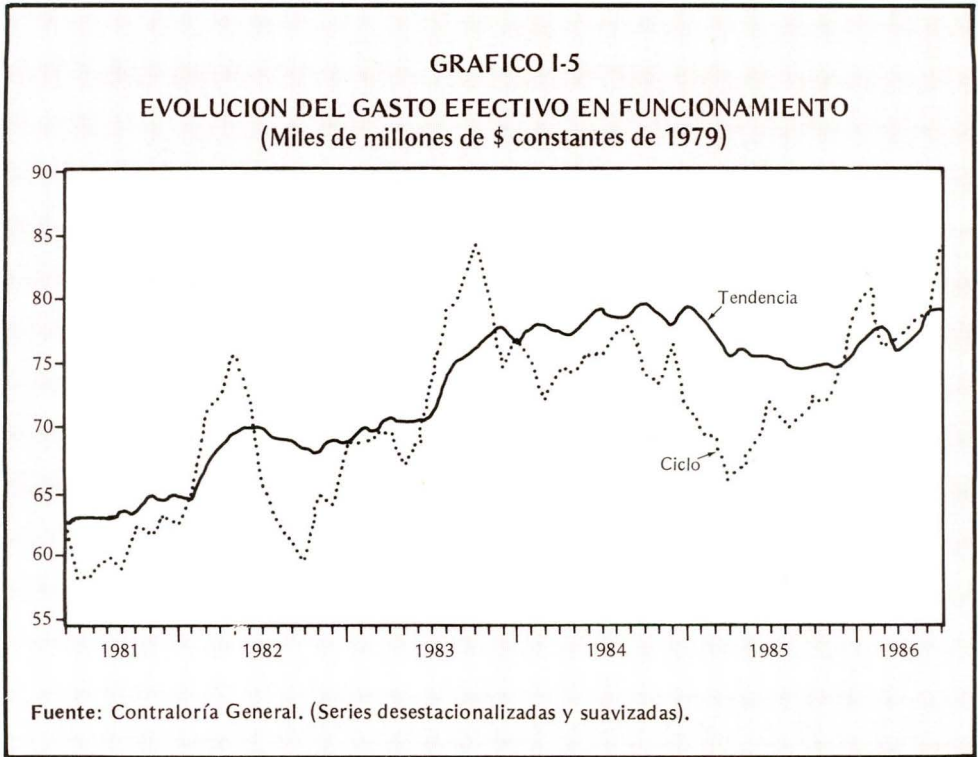
<sup>1</sup> Comprende CIF 2% importaciones, pro-turismo 5%, timbre salidas al exterior e ingresos no tributarios (tasas y multas, rentas contractuales y fondos especiales).

**Fuente:** Departamento Nacional de Planeación (VIP-DAF) a partir de *Informes Mensuales de Recaudos*, DIN.

ha estado regida por una tendencia relativamente estable alrededor de la cual se presentan enormes variaciones en sentido ascendente y descendente que se compensan entre sí (Gráfico I-5). Este patrón es evidencia, por supuesto, de la conocida política de “pare y siga” que ha caracterizado el manejo fiscal en materia de gastos de funcionamiento y que resulta de la insistencia en restringir componentes del gasto que en realidad no son discrecionales en el mediano plazo. El gráfico muestra en forma elocuente que el esfuerzo de contención de los pagos efectivos durante la mayor parte de 1985, generó una depresión temporal del gasto más duradera que en ocasiones an-

teriores, que indujo posteriormente, una aceleración de pagos. Este comportamiento no implica que haya aparecido un nuevo desajuste del gasto de funcionamiento en los últimos meses, ya que su evolución de mediano plazo no revela ninguna tendencia de crecimiento en términos reales. Lo que muestra más bien es que en los meses anteriores se había seguido una política de contención de pagos que no consultaba los compromisos del gasto con destino a financiamiento.

Algo semejante ocurrió con el gasto de funcionamiento según giros, el cual creció tan sólo 12.1% a lo largo de 1985. Una tasa de creci-

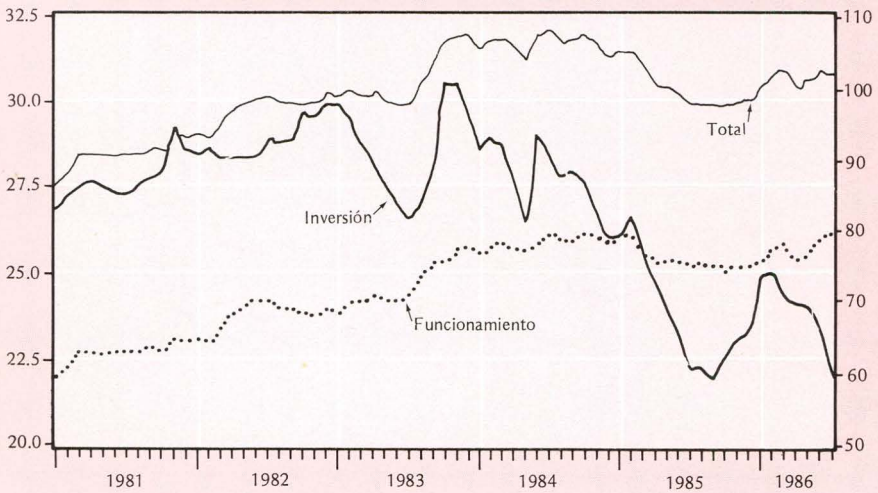


miento tan reducida resultaba insostenible en el mediano plazo, debido al hecho de que estaba basada en disminución de los salarios reales de los funcionarios públicos y en recortes de compras, más que en una mayor eficiencia del aparato estatal. Además, en los primeros meses de 1986 fue preciso realizar gastos adicionales de funcionamiento relacionados con los debates electores y autorizar aumentos de nómina para el sector educativo. Estas razones llevaron a que se produjera un aumento del 31.20% en los giros con destino a funcionamiento, que si bien implica un crecimiento real apreciable, no puede tomarse como prueba de ligereza en el manejo del gasto público. Conviene observar además que la tasa de crecimiento más alta, del 55.60%, que registran la totalidad de

los gastos corrientes refleja en buena medida el aumento extraordinario de los intereses de la deuda, como reflejo de la devaluación del tipo de cambio aplicable a este egreso y del aumento en el servicio de la deuda con cargo a las finanzas del gobierno central.

La inflexibilidad hacia la baja del gasto de funcionamiento en el mediano plazo contrasta con la gran variabilidad del gasto de inversión a través del tiempo. En efecto, según se aprecia en el Gráfico I-6, la política de disminución del gasto público adoptada desde principios de 1984 ha recaído en una reducción muy importante del gasto en inversión en el mediano plazo, dada la imposibilidad de recortar apreciablemente y en forma permanente el gasto de funcio-

**GRAFICO I-6**  
**EVOLUCION DEL GASTO PUBLICO TOTAL Y SUS COMPONENTES**  
 (Miles de millones de \$ constantes de 1979)



Escala izquierda: inversión, escala derecha: total y funcionamiento.

Fuente: Contraloría General. (Series desestacionalizadas y suavizadas).

namiento. En el primer semestre de 1985 el gobierno utilizó esta discrecionalidad para reducir a un mínimo la inversión, tanto desde el punto de vista de causación como de operaciones efectivas. Así, al concluir el mes de julio de ese año los giros eran 30.2% menores en términos nominales y los pagos efectivos 16.6% inferiores a los del año anterior. Por consiguiente, las tasas de 99.9% y 42.1% que registran estas dos mismas variables en julio de 1986 no son indicativas del verdadero dinamismo del gasto en inversión. Como lo muestra el mismo gráfico, los niveles reales de inversión según pagos efectivos no sólo han sido inferiores a los de un año atrás, sino que además han tenido una tendencia descendente en los primeros meses de 1986 y se encuentran en un punto muy reducido

en relación con los patrones históricos de los años pasados. Desde el punto de vista de causación, el gasto de inversión ha sido más dinámico, pero manteniéndose aún en niveles reales inferiores a los promedios de años anteriores. Naturalmente, esta mayor aceleración en la etapa de causación se ha traducido ya en una presión más fuerte sobre los recursos de la Tesorería y en un aumento apreciable de documentos en tránsito pendientes de pago.

Debido a este comportamiento, existe el temor de que el manejo de las operaciones efectivas en los meses futuros dificulte el logro de los objetivos monetarios del gobierno. Sin embargo, el manejo monetario ha estado entorpecido no tanto por la evolución del gasto público, sino por-

que al principio de la bonanza el gobierno renunció a manejar otros instrumentos de política más idóneos para contener la expansión de la base monetaria y tomó medidas que inicialmente fueron poco efectivas<sup>10</sup>. En consecuencia, la política fiscal y, en particular, la política de inversión pública, ha quedado sometida a las necesidades del manejo monetario, en un momento en que son muy grandes las presiones de expansión originadas en el sector externo. De esta forma, la inversión pública está siendo desplazada por la acumulación de reservas, con el argumento de que es necesario contener la inversión por razones monetarias. No deja de ser paradójico que en años pasados, cuando la caída de reservas dejaba un margen de financiamiento que podía utilizarse para aumentar la inversión pública, también se buscara contenerla, pero no ya por razones monetarias, sino con el argumento de que tal financiamiento estimularía una mayor caída de reservas. Uno y otro argumento, que por demás resultan totalmente inconsistentes entre sí, desconocen la importancia de otros instrumentos de política para esterilizar directamente las presiones monetarias del sector externo en épocas de acumulación de reservas y para controlar los egresos cambiarios en épocas de disminución, que pueden hacer compatible la política de inversión pública con los objetivos monetarios y cambiarios.

## B. El déficit y su financiamiento

Como ya se mencionó, los dos criterios alternativos de medición del

déficit que se utilizan en el Cuadro I-2, muestran resultados contradictorios sobre la evolución del déficit del gobierno central. Según operaciones efectivas, el déficit se ha reducido ligeramente en términos nominales, mientras que según causación del gasto, el déficit se ha duplicado. Sin embargo, estas comparaciones con los primeros meses del año de 1985 son poco ilustrativas, debido al comportamiento irregular del gasto en ese período. En realidad, los déficits acumulados en los siete primeros meses de 1986 son moderados en comparación con los de iguales períodos de otros años anteriores y representan apenas el 62% y el 49% de los déficit efectivo y de causación, respectivamente, que se tuvieron durante todo 1985. En consecuencia, no reflejan la aparición de un supuesto desajuste fiscal, ni muestran que se hayan revertido las políticas de ajuste de años anteriores.

Según se aprecia en el Cuadro I-4, el déficit efectivo de las operaciones del gobierno central, además de haberse reducido, ha sido financiado de forma más "sana" desde un punto de vista monetario. En efecto, el financiamiento con recursos de crédito del Banco de la República se redujo en cerca de un 40% en los siete primeros meses del año. Además, las operaciones de crédito externo del gobierno central jugaron un papel contraccionista neto que compensó gran parte de esta expansión. Teniendo en cuenta estos dos factores, así como las variaciones de depósitos de la Tesorería, se concluye que el efecto monetario del déficit del gobierno central no llegó a los \$10.000 millones, cifra que representa menos del 30% de la base monetaria. Así las co-

<sup>10</sup> Véase *Coyuntura Económica Andina*, junio de 1986, pp. 68-70.



**CUADRO I-4**  
**FINANCIACION DEL DEFICIT DEL GOBIERNO NACIONAL**  
 Operaciones Efectivas  
 Enero – Julio  
 (Millones de pesos)

	1985	1986	Variación o/o
A. Crédito Interno Neto	44.390	38.553	-13.2
1. Banco de la República (Cupos de crédito)	24.978	15.000	-39.9
2. Mercado financiero	24.516	32.781	33.7
– Bonos	1.711	3.206	87.4
– TAN	22.805	29.575	29.7
3. Amortizaciones (menos)	5.103	9.228	80.8
B. Crédito Externo Neto	-12.315	-11.078	-10.0
1. Desembolsos	3.234	23.910	639.4
2. Amortizaciones	15.548	34.988	125.0
C. Variación de Depósitos (menos)	- 4.923	- 5.793	17.7
D. Total Financiación Neta	36.999	33.267	-10.1

**Fuente:** Departamento Nacional de Planeación (UIP-DAF) a partir de estadísticas de la Tesorería General de la República.

sas, la fuente predominante de financiamiento continúa siendo la colocación de TAN, preferencialmente entre las entidades de carácter público, y a tasas de interés subvencionadas. De esta forma, se ha logrado transferir recursos dentro del mismo sector público, reduciendo las presiones sobre el mercado financiero privado.

### C. El manejo del excedente cafetero

La reducción del tamaño absoluto del déficit efectivo y del acceso al financiamiento monetario resultan aún más notables si se tiene en cuenta que, al concluir el mes de julio, el gobierno no había recibido transferencia alguna por concepto de los excedentes de la bonanza cafetera. Según

el acuerdo suscrito en enero entre el gobierno y el gremio cafetero, la tercera parte de los excedentes que generara la bonanza se invertirán en programas generales de desarrollo. Hasta \$35.000 millones de tales recursos se transferían a la Nación para financiar inversiones o servicio de deuda pública de programas desarrollados en zonas de influencia cafetera. Otros 35.000 millones se concederían en préstamos a la Nación o se colocarían en títulos del Banco de la República, el Banco Central Hipotecario o la Financiera Eléctrica Nacional.

Hasta el mes de julio, los excedentes generados por la bonanza alcanzaron \$120.928 millones, es decir, alrededor de un 58% de los exce-

denes totales previstos para el año completo, lo cual representa un porcentaje muy satisfactorio si se tiene en cuenta que los precios del grano atravesaron una fase de deterioro durante los meses de junio y julio (véase el capítulo sobre el sector externo). Como se observa en el Cuadro I-5, la tercera parte destinada a fortalecer programas de desarrollo se encuentra invertida en tres tipos de activos financieros: Títulos de Participación del Banco de la República, certificados a término del IFI y Títulos de Regulación del Excedente Cafetero (TREC). Ninguna de estas inversiones ha contribuido a mejorar las finanzas del gobierno en forma directa. Únicamente los TREC, y posiblemente los préstamos a Betania y Carbocol, han aliviado indirectamente la presión sobre los recursos del gobierno, pues sus recursos se han destinado a cubrir las necesidades financieras de algunas entidades públicas, especialmente del sector eléctrico, para cumplir sus compromisos por concepto de deuda externa. Los TREC fueron creados en junio pasado como un mecanismo para impedir que, por falta de otros instrumentos legales, se incurriera en retrasos en los pagos de deuda externa de algunas entidades, mientras quedaban congelados en el Banco de la República los recursos excedentes, pagando altos intereses<sup>11</sup>. Los recursos que resultan de la colocación de los TREC se destinan al Fondo de Monedas Extranjeras, FODEX, quien los presta en condiciones preferenciales a la Nación y otras entidades públicas para sustituir y facilitar el pago

de deuda externa. Aunque los TREC, junto con otros recursos de la bonanza, han permitido aliviar las restricciones financieras de diversas entidades públicas (Betania, Carbocol, el Fondo de Garantías, el IFI y el propio Fondo Nacional del Café), no han mejorado la situación de recursos del gobierno central.

## V. SITUACION MONETARIA Y FINANCIERA

Los ritmos de crecimiento de los principales agregados monetarios han sido inusualmente elevados a lo largo de 1986. Al concluir el mes de agosto, la tasa anual de expansión de la base monetaria superaba el 290/o y la de los medios de pago era aún más elevada (36.40/o) evidenciando un dinamismo muy apreciable en la generación de liquidez secundaria por parte del sistema bancario (470/o). Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios de mayor orden también eran relativamente elevadas, aun cuando se encontraban por debajo de las correspondientes a los medios de pago o la liquidez secundaria. Así, los cuasidineros crecían al 33.30/o anual y la oferta monetaria ampliada al 34.40/o (Cuadro I-6).

Aun cuando la mayoría de las tasas anteriores pueden parecer excesivas si se las compara con el ritmo actual de crecimiento de los precios y la producción doméstica, su evolución reciente evidencia más bien un reacondicionamiento de la demanda monetaria de parte del público y una moderación de las tendencias expansivas que se presentaron durante los últimos meses de 1985 y todo el primer semestre de 1986. Según se aprecia en el cuadro, el ritmo de cre-

<sup>11</sup> Hugo Palacios, "El país ha sembrado la bonanza", conferencia pronunciada en la clausura del Foro Internacional del Café, Pereira, junio 13 de 1986.

## CUADRO No. I-5

## ASIGNACION DEL EXCEDENTE CAFETERO

Hasta julio de 1986

(Millones de pesos)

1. Para capitalización del Fondo Nacional del Café		41.116
a) Préstamo a Betania	9.197	
b) Préstamo a Caribacol	10.147	
c) Títulos de Participación	13.343	
d) Masa operativa del fondo	8.429	
2. Para ahorro de los productores del grano (TAC) fortalecimiento de las entidades gremiales e inversión en el Fondo Financiero Agropecuario:		39.906
a) Títulos de capitalización financiera (Fondo de Garantías)	25.300	
b) Títulos de Participación	12.956	
c) Crédito de Fedecafé para capitalizar el Banco de Caldas	1.600	
d) Crédito a productores (F.F.A.)	50	
3. Apoyo a los programas generales de desarrollo:		39.906
a) Títulos de participación	19.001	
b) Certificados de depósito a término (IFI)	3.705	
c) TREC (Títulos de Regulación del Excedente Cafetero)	17.200	
Excedente total		120.928

Fuente: Contraloría General de la República, *Informe Financiero*, julio de 1986.

cimiento de la base monetaria se elevó de manera continua entre julio de 1985 y abril de 1986, debido esencialmente a la presión ejercida por las reservas internacionales (valoradas en pesos), cuya tasa de crecimiento pasó del 40.0% al 106.8% entre esas dos fechas. Aunque la primera de estas tasas era ya de por sí bastante elevada, no fue incompatible con un crecimiento inicial muy moderado de la base monetaria, debido a la conjunción de dos circunstancias. Por una parte, la conversión en pasivo no monetarios de una cuantía importante de reservas de los bancos, en desarrollo de la Resolución 60 de 1984, que otorgó rentabilidad a una parte de

los recursos de encaje de los bancos, generó un efecto contraccionista sobre la base. Por otra, aparecieron mecanismos automáticos de contracción monetaria, que no exigieron un manejo activo de los instrumentos de control de la liquidez. En efecto, debido a los acelerados ritmos de devaluación durante 1985, se generó una demanda extraordinaria de Certificados de Cambio, a través de los cuales se esterilizó gran parte de la expansión generada por las reservas internacionales. Adicionalmente, algunos de los recursos de crédito externo recibidos por el sector público en 1985 no dieron lugar a expansión monetaria, porque estuvieron des-

tinados exclusivamente a apoyar la balanza de pagos, o porque las entidades deudoras los mantuvieron también en títulos del Banco de la República durante algún tiempo antes de utilizarlos. De esta forma, a lo largo de 1985 el fuerte efecto expansivo de las reservas internacionales resultó compensado en gran parte por un gran dinamismo de los pasivos no monetarios en forma prácticamente automática. Además, durante el segundo semestre de 1985 se redujo notablemente el dinamismo del crédito primario bruto, entre otras razones por el efecto contraccionista que empezó a jugar la Tesorería Nacional, en contraste con el papel expansionista que había tenido en años anteriores.

Algunas de las circunstancias que habían facilitado el manejo monetario se modificaron, sin embargo, desde fines de 1985, cuando se aceleró la entrada de reservas internacionales, disminuyó el atractivo de los papeles denominados en moneda extranjera que estaban ejerciendo la contracción y fue preciso acelerar el ritmo de pagos de la Tesorería. Para responder a las nuevas circunstancias, el gobierno adoptó una política *activa* de colocación de títulos en el mercado monetario desde principios de 1986 y expidió una serie de disposiciones orientadas a reducir el ritmo de acumulación de las reservas. La política de colocación de títulos fue además un componente central del Acuerdo logrado entre los cafeteros y el gobierno en enero de 1986 para conciliar la situación de bonanza con los objetivos monetarios. Los efectos del Acuerdo fueron muy efectivos desde un principio. No ocurrió lo mismo con las medidas dirigidas a

disminuir el ingreso neto de divisas, cuyo efecto fue muy moderado en los cuatro primeros meses de 1986<sup>12</sup>. En consecuencia, el ritmo de crecimiento de la base se elevó sustancialmente en relación con los patrones del año anterior y con respecto a los propósitos de política del gobierno.

En los meses sucesivos, y especialmente a partir de junio, las tendencias anteriores lograron moderarse debido, sobre todo, al mayor ritmo de colocación de títulos del emisor y a la acumulación de depósitos, y otros recursos de la Tesorería en el Banco de la República. Los papeles dinámicos fueron los Títulos Canjeables y los Títulos de Participación, colocados en su inmensa mayoría en la Federación de Cafeteros, los bancos y corporaciones y las entidades del sector público. Por su parte, la acumulación de disponibilidades de la Tesorería tuvo su origen en la desaceleración de los pagos en las primeras semanas del actual gobierno y en el crecimiento de los recursos de empréstitos externos sin utilizar. De esta forma, el esfuerzo de contención monetaria reciente ha tenido varios rasgos característicos. De una parte, a pesar de haberse apoyado en la colocación de pasivos no monetarios del Banco de la República, ha operado a través de un número muy limitado de agentes económicos y no, en realidad, a través de verdaderas operaciones de mercado abierto. De otro, se ha basado en parte en un nuevo represamiento del gasto del gobierno, que ha sometido el manejo fiscal en el corto plazo a los objetivos del control monetario. Además, según lo revelan las estadísticas del Cuadro I-6,

<sup>12</sup> Véase *Coyuntura Económica Andina*, junio de 1986, pp. 68-70.



**CUADRO I-6**  
**TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS**  
**PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS**  
**(Porcentajes)**

	Julio 1985	Octubre 1985	Diciembre 1985	Abril 1986	Agosto 1986
A. Base monetaria	8.6	20.7	25.9	32.3	29.4
— Reservas internacionales (en pesos)	40.0	75.1	76.6	106.8	104.4
— Crédito primario bruto	49.0	19.3	9.4	8.2	10.3
— Pasivos no monetarios	125.0	47.4	50.6	60.9	84.2
— Moneda de tesorería	18.2	26.0	17.5	15.3	25.3
B. Liquidez secundaria	45.8	29.5	32.4	35.7	47.0
C. Medios de pago	22.0	24.5	28.2	33.8	36.4
D. Cuasidineros	38.1	38.0	38.5	36.7	33.3
E. Oferta monetaria ampliada	32.1	33.1	34.2	35.6	34.4

Fuente: Banco de la República y Cálculos de FEDESARROLLO.

los ritmos de expansión de la liquidez secundaria han tendido a estar por encima de los de la base monetaria, implicando así que las medidas de control monetario no han afectado de igual forma la capacidad de expansión del crédito generado por el sector bancario e, incluso, han permitido su aceleración. Por consiguiente, el sector bancario se ha beneficiado tanto de la rentabilidad otorgada por los títulos que el Banco Central ha colocado para contener la expansión primaria, como de una mayor capacidad de intermediación financiera con el sector privado de la economía.

Con el objeto de tratar de limitar la generación de crédito secundario, a fines de septiembre y en los primeros días de octubre la autoridad monetaria decidió acudir al manejo de algunas herramientas dirigidas a disminuir el multiplicador de los medios

de pago. Para tal efecto se impusieron mayores sanciones al desencaje, se encareció el uso de los recursos del cupo ordinario de los bancos y se elevaron los encajes sobre los depósitos públicos. Con este conjunto de disposiciones, por primera vez durante la actual bonanza, se acudió a herramientas de control de la expansión secundaria con efectos adversos sobre la rentabilidad del sistema financiero.

Aunque el rasgo más característico de la evolución monetaria reciente fue el acelerado crecimiento de la liquidez, ello no dió origen a ritmos más elevados de inflación. Antes bien, como veremos en la sección siguiente de este capítulo, las tasas de aumento de los precios se redujeron en forma apreciable hasta el mes de julio y aún se mantienen en niveles moderados en comparación con sus tendencias pasadas. El comporta-

miento aparentemente incongruente de estas dos variables resulta explicado, desde el punto de vista monetario, por la evolución de diversos factores que determinan la demanda de dinero, que facilitaron la absorción de los aumentos de liquidez sin dar lugar a presiones adicionales de precios. En efecto, la disminución de las tasas de interés a raíz de la imposición temporal de controles, la caída de los ritmos de devaluación, la mayor confianza en la moneda doméstica por la recuperación del atraso cambiario y el fortalecimiento de los ingresos reales, son factores todos que estimularon la ampliación de los saldos monetarios reales deseados por el público. Con excepción del último de estos factores, todos los otros debieron favorecer un cambio en la composición, más que en la magnitud del portafolio de los agentes económicos, lo cual resulta consistente con *menores* ritmos de crecimiento de los cuasidineros, como efectivamente se observa en las estadísticas del Cuadro I-6 y con un deseo del público de deshacerse de parte de sus tenencias de activos en moneda extranjera, como también lo confirman las estadísticas cambiarias y la desaparición del diferencial a favor del dólar paralelo<sup>13</sup>. Este conjunto de circunstancias son indicativas de que se ha presentado un desplazamiento en la función de demanda de dinero que puede ser validado de manera permanente por un aumento de la oferta monetaria, sin generar presiones inflacionarias.

No obstante, por razones *no monetarias* cabe esperar de todas formas que se presente un aumento gra-

dual en los ritmos de inflación en los meses futuros, debido a la reversión de las tendencias descendentes en los precios de algunos alimentos y a los efectos que tendrá la mayor demanda real sobre los márgenes de ganancia de las actividades urbanas. En estas circunstancias, las autoridades monetarias no deben perseguir el objetivo de reducir bruscamente los ritmos de crecimiento de la liquidez a las tasas correspondientes a la inflación y el crecimiento económico de los meses recientes, ya que de esta forma desconocerían tanto la existencia de mayores demandas de dinero como la importancia de los determinantes no monetarios de los precios. Si se siguiera ese curso de acción no se evitaría el aumento de los ritmos de inflación y en cambio sí se entorpecería el proceso de recuperación de la actividad productiva. En particular, la industria y el comercio serían afectados por la restricción crediticia, incidiendo además sobre el proceso de saneamiento y recuperación de la cartera del sistema financiero. La forma acertada de estabilizar el mercado monetario sería reduciendo gradualmente la tasa de crecimiento de la liquidez hasta aproximarse al ritmo de crecimiento de la producción nacional y los precios según sus tendencias de mediano plazo.

En el panorama monetario y financiero reciente ha tenido también un papel muy destacado la decisión de liberar nuevamente las tasas de interés que adoptó el gobierno anterior a fines del mes de junio. Paradójicamente, las autoridades económicas tomaron esta determinación con el argumento de que los controles habían sido efectivos y habían logrado su objetivo, tal y como fue reconocido por todos los observado-

<sup>13</sup> Véase el capítulo sobre Sector Externo.

res. Las autoridades argumentaron, además, que las principales variables determinantes de las tasas de interés favorecerían el mantenimiento de niveles moderados de rentabilidad financiera. En particular, la abundancia de liquidez, los menores ritmos de devaluación y la caída en el ritmo de inflación facilitarían la permanencia de las tasas en niveles moderados. Desde el punto de vista de los tipos de captación, estos argumentos han mostrado alguna validez, aun cuando de todas formas se ha observado una ligera tendencia ascendente que, hasta fines del mes de agosto, había dado lugar a una elevación de aproximadamente un punto en las tasas de interés medias de captación, en relación con las vigentes durante el período de control. Sin embargo, las tasas de colocación de los recursos de crédito se elevaron en casi cinco puntos algunas semanas después de la eliminación de los controles, situándose en niveles alrededor del 46% anual efectivo. De esta forma, el efecto combinado de la imposición y posterior liberación de los controles fue un aumento importante en los márgenes de intermediación del sistema bancario, que viene a reforzar el argumento según el cual los intermediarios financieros tienen, efectivamente, una gran capacidad de manejo de las tasas de interés, debido a las características oligopólicas del mercado. Este hecho, por sí mismo, justifica la existencia de los controles.

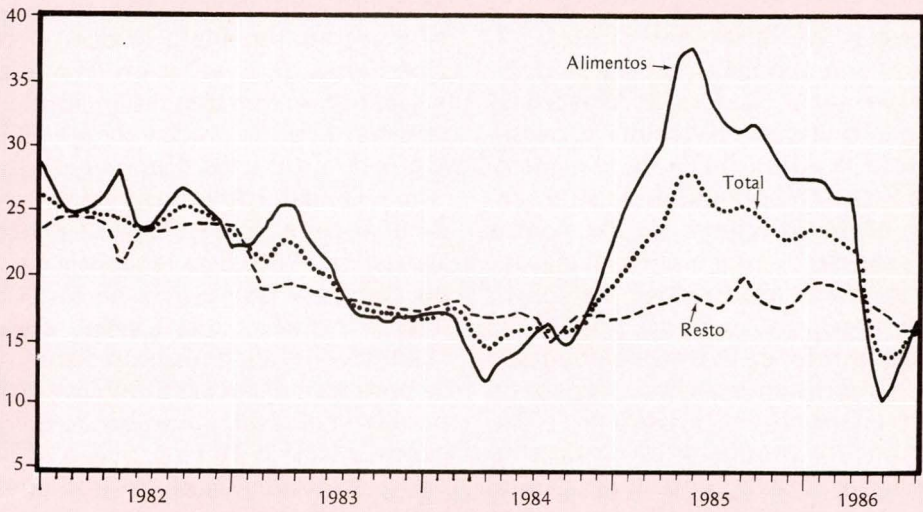
Es bien probable que en los meses futuros se fortalezcan las tendencias al alza de las tasas de interés, tanto pasivas como activas. Las primeras serán presionadas, no sólo por la reversión parcial de los factores que

según las autoridades monetarias facilitaron su baja durante el período de controles, sino, especialmente, por el efecto alcista de las operaciones de mercado abierto, que inciden directamente sobre la actitud de los bancos para captar nuevos recursos del público. Por su parte, las activas no sólo reflejarán la evolución de las primeras sino que, además, estarán presionadas por la aparición de excesos de demanda de crédito puesto que los ingresos y la producción tenderán a crecer más rápidamente que la disponibilidad de crédito, debido a la necesidad de acomodar niveles crecientes de reservas internacionales en la economía. Ante estas perspectivas, *Coyuntura Económica* considera que deben restablecerse cuanto antes los sistemas de control de las tasas de interés, cuyas ventajas quedaron ampliamente demostradas el semestre pasado.

## VI. PRECIOS

El comportamiento de la inflación registró recientemente una desaceleración muy notable, comparable en magnitud a la que se presentó hace unos años, pero mucho más rápida. Como lo muestra el Gráfico I-7, en los últimos cinco años la inflación ha tenido tres fases bien definidas. Desde 1982 se presentó una tendencia descendente que llevó a reducir el ritmo de crecimiento de los precios desde niveles alrededor del 26%, hasta tasas entre 14% y 17%. Aunque esta fase tuvo una duración de unos tres años, la mayor parte de esta reducción ocurrió realmente a lo largo de 1983, debido a que en ese año se dieron unas condiciones favorables de oferta de alimentos por las condiciones internas de producción y

GRAFICA I-7  
EVOLUCION DE LOS RITMOS DE INFLACION  
(Tasas de crecimiento anual)



Fuente: DANE y cálculos FEDESARROLLO.

el cambio en la dirección de los flujos de comercio fronterizo, a raíz de las devaluaciones de Venezuela y Ecuador. Además, durante 1983 se presentó una reducción muy rápida del ritmo de crecimiento de los arrendamientos, por las medidas que ataron los cánones al valor de los avalúos catastrales.

La desaceleración de la inflación hasta mediados de 1984 no llegó a consolidarse como un fenómeno permanente, debido esencialmente a que los bajos precios de los alimentos desestimularon la oferta interna cuando simultáneamente estaba disminuyendo la oferta de productos provenientes de los países vecinos. Así, la inflación se elevó nuevamente, regresando a niveles alrededor de 27% a mediados de 1985, como e-

fecto de tasas de crecimiento de los precios de los alimentos que superaron el 37% anual. Finalmente, la fase reciente de desaceleración de la inflación ha tenido origen, en esencia, en la reversión de las alzas ocurridas en la fase anterior y, de nuevo, en la combinación de una mayor oferta interna y un recrudecimiento del contrabando de alimentos desde los países vecinos. Tal como ocurrió hace unos años, cabe esperar que a esta fase descendente de la inflación siga nuevamente una etapa de aceleración en el crecimiento de los precios, debido otra vez al desestímulo de la producción interna de alimentos y, además, posiblemente, a un crecimiento más rápido de otros precios que, como los arrendamientos, han contribuido a limitar el ritmo de la inflación. En efecto, según se aprecia en



el gráfico, la desaceleración de la inflación tocó fondo en el mes de junio y en el mes de agosto se produjo un recrudescimiento importante en el ritmo de aumento de los precios.

Según las cifras del Cuadro I-7, que descomponen el origen de la inflación anual, la fase de desaceleración reciente se ha debido por completo a la evolución de los alimentos, que están comprendidos en su totalidad en los renglones de "alimentos sin procesar", "avícolas y ganaderos" y "agrícolas procesados". La contribución a la inflación del primero de estos grupos se ha reducido desde 10.7 puntos en mayo de 1985 hasta sólo un punto en agosto de 1986. Aunque los productos específicos incluidos en este grupo muestran tasas de crecimiento muy heterogéneas como resultado de la enorme variabilidad de sus ofertas, puede afirmarse que esta evolución se ha debido esencialmente al cambio en el comportamiento de los precios de la papa, el fríjol y el maíz amarillo. Estos tres productos, que aportaron 6.0 puntos a la inflación anual en mayo de 1985, contribuyeron a *disminuir* en 1.6 puntos la inflación anual en agosto de 1986. En los tres casos, las caídas de precios en el último año se debieron básicamente a la recuperación de las producciones internas de los fuertes reveses que habían sufrido en cosechas pasadas<sup>14</sup>. Frente a tasas de crecimiento próximas o superiores al 20% de la producción de estos tres productos en el último año, debe haber sido reducida la influencia del comercio fronterizo sobre el comportamiento de sus precios, aun cuando es posible que en el caso del maíz las

cifras de producción interna estén captando en parte el aumento del contrabando desde Venezuela.

El grupo de productos avícolas y ganaderos ha tenido una contribución menos notable a la desaceleración global de la inflación en el último año. Sin embargo, es importante observar que los precios de este conjunto de productos disminuyeron su ritmo anual de crecimiento del 24.9% en mayo de 1985 al 19% en agosto de 1986. Esta tendencia ha sido común a la mayoría de los productos incluidos en este grupo, como resultado del dinamismo reciente de la producción pecuaria doméstica y, posiblemente, del contrabando de algunos artículos lácteos. Según lo indican los estimativos más recientes, la actividad ganadera se encuentra actualmente en una fase de liquidación de vientres, iniciada en 1985, que ha dado como consecuencia un aumento en la oferta de carnes. Además, la producción doméstica de lácteos ha sido abundante, sobre todo en los primeros meses de 1986, en contraste con lo ocurrido un año atrás.

Finalmente, el grupo de los agrícolas procesados también ha contribuido marginalmente a disminuir el ritmo de inflación. Este grupo incluye varios de los productos de contrabando desde los países vecinos, tales como aceites, harinas y arroces pulidos, lo cual puede explicar la ligera disminución registrada en sus ritmos de crecimiento de precios.

En síntesis, la mayor oferta agrícola de origen doméstico y el aumento del contrabando desde los países vecinos han sido los factores determinantes de la baja en el ritmo de in-

<sup>14</sup> Véase la Sección I.D. de este Capítulo.

CUADRO I-7  
CONTRIBUCION DE LOS DIFERENTES PRODUCTOS AL CRECIMIENTO ANUAL  
DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR  
(Porcentaje del Índice total)

Productos	Diciembre 1981	Diciembre 1982	Diciembre 1983	Mayo 1984	Agosto 1984	Diciembre 1984	Mayo 1985	Agosto 1985	Diciembre 1985	Agosto 1986
Alimentos sin procesar	4.2	3.9	2.3	1.1	1.9	3.7	10.7	8.3	5.8	1.0
Avícolas y ganaderos	5.0	6.0	3.0	1.2	1.1	1.5	3.8	4.1	3.9	2.8
Agrícolas procesados	4.9	2.4	3.3	3.7	4.7	4.6	4.5	4.0	4.0	4.0
Industriales	3.6	3.1	2.7	2.8	3.1	3.4	3.4	3.3	3.4	3.5
Arrendamientos	4.8	4.5	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
Servicios estatales	1.6	1.3	1.6	1.4	1.2	1.1	1.2	1.4	1.6	1.4
Otros servicios	2.3	2.8	1.8	2.3	2.3	2.4	2.1	1.9	1.5	1.9
Total inflación	26.4	24.0	16.6	14.2	16.2	18.2	27.6	24.7	22.5	16.2

Fuente: DANE.

flación. Sin embargo, hasta el momento, el primero de estos dos factores ha tenido mayor importancia, como lo refleja el hecho de que la desaceleración más notable de precios ha ocurrido entre productos agrícolas no procesados cuyo intercambio con Venezuela o Ecuador es limitado. La desaceleración en los precios de los productos de contrabando más importantes ha tenido una influencia relativamente marginal en la evolución de la inflación. No obstante, su efecto puede ser creciente en el futuro, en vista de los enormes diferenciales de competitividad entre los productos producidos en Venezuela y en Colombia, según lo señalan estudios recientes<sup>15</sup>. En el corto plazo, esta circunstancia podría propiciar una desaceleración mayor en los precios de algunos productos. Sin embargo, como lo han advertido ya otros analistas, en el mediano y el largo plazo su efecto

puede ser muy adverso sobre la producción agrícola doméstica y, eventualmente, sobre los ritmos inflacionarios internos.

En contraste con los grandes cambios ocurridos en la evolución de los precios de los alimentos en los últimos años, el comportamiento de los precios de los demás artículos de la canasta familiar ha sido bastante estable desde fines de 1983 (véase nuevamente el Gráfico I-7 y el Cuadro I-7). Como consecuencia, su contribución a la inflación anual total se ha mantenido relativamente invariable, entre 8 y 8.5 puntos. El componente que más ha contribuido a esta estabilidad ha sido el formado por los arrendamientos, debido a que los cánones se han venido ajustando sistemáticamente a tasas muy próximas al 10%, y aún no han reaccionado al fortalecimiento de la actividad económica urbana.

<sup>15</sup> Véase Minerio de Agricultura, "Política Agropecuaria en Venezuela y sus Implicaciones para Colombia", 1986.

Los precios de los bienes industriales también se han comportado en forma relativamente estable, pero en

este caso con una ligera tendencia ascendente desde mediados de 1984, como resultado de la evolución de los costos de los insumos nacionales e importados. Al mes de agosto de 1986, el ritmo de crecimiento anual de los precios industriales se encontraba ya en 23.30%, frente a cerca de 180% en los primeros meses de 1984. Es de esperarse que esta tendencia se acentúe en los próximos meses, no sólo como efecto de los altos ritmos de devaluación reciente sino, además, por el fortalecimiento de la demanda.

Los precios de los servicios públicos han crecido en el último año a una tasa del 22.60%, es decir más de seis puntos por encima de la inflación total. Aunque esta tasa no ha implicado una aceleración muy pronunciada para el conjunto de los servicios en relación con el año anterior, es de interés señalar que algunos servicios específicos sí han tenido alzas más aceleradas en el último año. En particular, las tarifas del servicio telefónico han venido subiendo a un ritmo del 380% anual, que contrasta con el 16.30% que se registraba en mayo de 1985. Las tarifas de energía eléctrica se han acelerado menos, pasando del 22.80% al 23.90% pero, en

vista de los menores ritmos inflacionarios recientes, han tenido de todas formas un encarecimiento relativo importante. Según los anuncios del gobierno es previsible que esta tendencia se modere en el futuro, puesto que se abandona la política general de elevar el valor real de las tarifas de energía. Sólo en casos excepcionales se tendrán ajustes más acelerados que la inflación, ya que éste no será el medio principal para corregir los graves problemas financieros del sector eléctrico.

Los demás servicios han tenido tasas de crecimiento promedio del 19.80% en los últimos doce meses, que no difieren sensiblemente de las que se tuvieron entre los meses de mayo de 1984 y 1985 (20.50%). Sin embargo, los ritmos de aumento han sido mucho más homogéneos recientemente. En efecto, las variaciones medias de precios de los subgrupos de estos "otros servicios" estuvieron entre 19 y 210% en el último año, mientras que en el período anterior arriba mencionado fluctuaban entre 15.30% para los servicios personales y 26.70% para los gastos relacionados con la enseñanza, cultura y esparcimiento.

# Sector Externo

## I. INTRODUCCION Y RESUMEN

Durante el presente año se ha continuado con el proceso de depreciación real de la moneda colombiana, pese a que desde finales de 1985 se alcanzó un nivel real equivalente al de 1975. En efecto, la mayor devaluación del dólar frente a las monedas de los países industrializados de Occidente en los seis primeros meses del año permitió que el peso se devaluara en un 70% en términos reales frente a una canasta de 22 países relevantes para el comercio exterior colombiano. Sin embargo, la elevación de la tasa de cambio no se ha manifestado sobre los precios relativos de los bienes comercializados cuyo nivel es muy inferior al vigente en 1975. Visto desde este ángulo, la corrección del atraso cambiario ha sido suficiente para devolverle la competitividad internacional a la producción doméstica.

De otra parte, el saldo en el comercio de bienes se tornó fuertemente superavitario durante lo corrido del año como resultado del aumento

significativo en el valor de las exportaciones de café. Así mismo, el incremento en los despachos de carbón y las mayores compras de oro consolidaron la posición superavitaria en el balance comercial, pese a los incrementos en la factura de importaciones que propició la liberación efectuada durante 1985 y los primeros meses del presente año. La elevación de los precios internacionales del café permitirá incrementar el valor de las exportaciones de grano a un nivel cercano a los US\$2.700 millones, monto que resulta ligeramente inferior a lo proyectado inicialmente por FEDESARROLLO, y que refleja el efecto del deterioro pasajero en las cotizaciones internacionales. Sin embargo, informes recientes sobre el daño de la cosecha cafetera brasileña durante el próximo año dan bases para esperar que el ciclo de precios altos se mantenga a lo largo del próximo año cafetero. Las exportaciones menores de origen agropecuario experimentaron durante el primer semestre del año un deterioro considerable, que fue contrarrestado por el dinamismo observado en los rubros



manufacturados. Entre tanto, la liberación de importaciones se materializó en unas mayores compras de bienes de consumo y de capital, a tiempo que las importaciones de insumos y bienes intermedios se mantuvieron estables. Así mismo, resultó sobresaliente el dinamismo registrado por las importaciones oficiales, que crecieron a una tasa muy superior a la de las compras externas del sector privado.

La evolución reciente de los mercados cambiarios del bolívar venezolano y el sucre ecuatoriano ha sido desfavorable para el comercio fronterizo. En efecto, las devaluaciones del sucre y del bolívar, inducidas por el colapso de los precios internacionales del petróleo, redujeron considerablemente la competitividad de los productos colombianos en Ecuador y Venezuela. Los efectos del cambio en los precios relativos se manifestaron inmediatamente sobre el comercio no registrado, con lo cual la actividad económica en Cúcuta e Ipiales declinó considerablemente. Más aún, el ingreso ilegal de productos venezolanos al mercado colombiano se vio favorecido no sólo por los movimientos en las tasas de cambio, sino también por el elevado nivel de los subsidios a la producción agropecuaria en el vecino país. La contención de estos flujos de comercio no registrado no podrá lograrse recurriendo exclusivamente a la devaluación del peso y es improbable que el gobierno adopte tal estrategia.

Por último, la mejoría en el saldo comercial durante lo corrido del presente año se ha visto reforzada por el sustancial incremento en los ingresos por servicios no financieros de la ba-

lanza cambiaria. En efecto, debido a la virtual desaparición del diferencial entre las cotizaciones paralela y oficial y las menores expectativas de devaluación, se ha reducido el atractivo a poseer activos denominados en moneda extranjera, lo cual ha aumentado los ingresos cambiarios registrados. Como resultado, la cuenta corriente de la balanza cambiaria arrojó un superávit de US\$583 millones durante los primeros ocho meses del año, con lo cual se logró financiar la acelerada cancelación de pasivos externos en manos de agentes públicos y privados. En suma, las reservas internacionales se elevaron a US\$2.552 millones, monto que representa aproximadamente ocho meses de importaciones.

## II. EVOLUCION DE LA TASA DE CAMBIO

A lo largo de 1986, la tasa de cambio ha continuado devaluándose en términos reales pese a que desde finales de 1985 se alcanzó un nivel equivalente al de 1975, que fué fijado como objetivo de la política cambiaria. El aumento en el tipo de cambio real no es sin embargo atribuible directamente al ritmo de devaluación reciente, que ha sido muy inferior al de 1985, sino a otros dos factores. De un lado, a la pérdida de valor del dólar frente al conjunto de monedas europeas y japonesa, que se ha reflejado en una devaluación real semejante del peso colombiano frente a esas monedas. De otro, el hecho de que el indicador de inflación doméstica adoptado por la autoridad monetaria para el cálculo de la tasa de cambio real es el índice de precios al por mayor. Como nuestros cálculos se basan en el índice de precios al consumidor, que tuvo un crecimen-

CUADRO II-1  
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO OFICIAL

	1983		1984		1985		1986	
	\$/US	Variac. anual equivalente %	\$/US	Variac. anual equivalente %	\$/US	Variac. anual equivalente %	\$/US	Variac. anual equivalente %
Enero	71.45	21.7	90.63	28.2	116.6	32.6	175.00	21.35
Febrero	72.81	25.4	92.53	28.3	120.1	42.6	178.10	23.46
Marzo	74.19	25.3	94.47	28.3	126.3	82.9	181.53	25.72
Abril	75.60	25.3	96.45	28.3	132.58	79.0	186.56	38.82
Mayo	77.04	25.4	98.47	28.3	138.70	71.9	190.46	28.18
Junio	78.51	25.4	100.40	26.2	142.90	43.0	193.76	22.89
Julio	80.00	25.3	102.65	30.5	147.79	49.7	197.59	26.48
Agosto	81.68	28.3	104.81	28.4	152.06	40.7	200.72	20.76
Septiembre	83.40	28.4	107.01	28.3	157.90	57.2	205.56	33.10
Octubre	85.15	28.3	109.26	28.4	162.43	40.4		
Noviembre	86.94	28.4	111.55	28.3	166.64	35.9		
Diciembre	88.77	28.4	113.89	28.3	172.20	48.3		

Fuente: Bolsa de Bogotá.

to más moderado en el primer semestre de 1986, nuestros estimativos muestran niveles más altos de la tasa de cambio real en ese período.

En el período enero-agosto la devaluación nominal del peso fue de 16.6%, que contrasta con el 33.5% de los mismos meses de 1985. Sin embargo, los ritmos de devaluación han sido poco estables. Así, en tasas anuales equivalentes, han oscilado entre un 20.8% en agosto y un 38.8% en abril. Estas variaciones reflejan el intento de corregir en el muy corto plazo los cambios en los niveles de inflación doméstica y las tendencias revaluacionistas del dólar en los mercados internacionales (Cuadro II-1). Aunque el efecto neto de este manejo ha sido un fortalecimiento apreciable del nivel de la tasa de cambio real a lo largo de este

año, que es deseable como objetivo de mediano plazo, se ha incurrido innecesariamente en una inestabilidad que no contribuye a mejorar la competitividad de los productos colombianos, ni a despejar el horizonte de planeación de los exportadores e inversionistas ni, por supuesto, a crear un ambiente de confianza en el peso que evite la aparición de movimientos especulativos en el mercado cambiario paralelo.

La tasa de cambio real que se obtiene al ponderar las 22 principales monedas representativas para el comercio de importación alcanzó el pasado mes de junio un valor superior en un 7% al del último trimestre de 1985 y en 16.7% al nivel de 1975 (Cuadro II-2). Alternativamente, al ponderar la canasta según el destino de las exportaciones menores se ob-

## CUADRO II-2

INDICE DE TASAS DE CAMBIO REALES PONDERADAS  
(Base 1980 = 100)  
Deflactadas con Indices de Precios al Consumidor

Período Promedio	Estados Unidos	Otros países desarrollados ponderados por		Países de América Latina ponderados por <sup>a</sup>		Total 22 países ponderados por	
		Exportaciones menores	Importaciones	Exportaciones menores	Importaciones	Exportaciones menores	Importaciones
1970-73	128.5	92.2	101.2	124.1	122.3	113.5	115.5
1975	127.1	113.0	114.7	120.8	115.4	119.9	120.1
1977	106.3	94.9	101.8	101.8	96.9	100.7	103.0
1979	100.5	102.7	103.3	94.7	95.7	98.9	100.9
1980	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1981	99.8	83.9	85.4	103.6	102.0	95.5	93.9
1982	100.1	75.8	76.8	96.7	84.8	90.0	87.5
1983-I	102.4	76.1	77.6	89.2	74.9	88.0	87.2
II	102.5	74.1	75.6	75.0	72.4	81.7	85.8
III	107.3	74.1	75.8	79.1	76.8	84.5	88.4
IV	111.7	76.5	78.7	81.9	78.8	87.5	91.7
1984-I	116.1	79.0	81.4	80.5	80.8	88.9	95.0
II	118.7	80.5	83.1	76.1	81.7	88.1	96.9
III	123.7	78.3	80.7	78.8	84.4	89.5	97.9
IV	127.9	78.3	81.3	81.9	85.5	91.7	99.9
1985-I	128.9	74.6	77.3	83.0	86.2	90.9	98.3
II	135.3	82.7	85.4	87.0	88.0	97.1	104.9
III	148.1	96.2	99.1	94.3	93.8	108.1	117.2
IV	159.9	113.6	117.4	99.6	100.5	119.2	131.4
1986-I	160.2	121.6	126.0	90.0	99.9	117.4	135.2
II	162.0	129.7	134.7	97.2	101.9	124.0	140.1
Junio	162.0	129.7	134.9	98.6	103.8	124.6	140.6

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO sobre datos de las "Estadísticas Financieras Internacionales" del FMI y del DANE. Ver Metodología en Coyuntura Económica Vol. XIII. No. 1, marzo de 1983, p. 110.

<sup>a</sup> Desde 1983 se utiliza un promedio ponderado de las tres tasas de cambio vigentes en Venezuela (Ver Coyuntura Económica Vol. XIV. No. 3, octubre de 1984, Cuadro III-2 p. 55).

tiene una devaluación real del 5.40% entre el último trimestre de 1985 y el pasado mes de junio, mientras que en comparación con 1975 la devaluación real es de sólo un 40%. Sin embargo, en ambos casos se observa que la tasa de cambio real se encuen-

tra actualmente en su nivel más alto desde la creación del actual régimen cambiario en 1967.

A pesar de la magnitud de la devaluación real en lo corrido de 1986, el ajuste en los precios relativos de los

bienes comercializados ha sido despreciable. En particular, el precio relativo de las exportaciones menores en términos de los bienes producidos domésticamente registró una reducción del 16.30/o entre el último trimestre de 1985 y el pasado mes de julio (Cuadro II-3). De igual forma, pese a que la tasa de cambio real se encuentra por encima de la de 1975, los precios relativos de las exportaciones menores en julio de 1986 eran inferiores en un 400/o a los de ese año. Por su parte, los precios de las importaciones en términos de la producción doméstica se elevaron durante 1985 como resultado de la devaluación, pero a lo largo de 1986 su nivel se ha mantenido estable. Asimismo, el índice de los precios relativos de los bienes importados se redujo en un 18.50/o entre 1975 y el pasado mes de julio, de forma tal que la competitividad de la producción doméstica frente a las importaciones no ha recuperado los niveles de aquella época. El origen de estas tendencias desfavorables para el comercio exterior colombiano se encuentra en la evolución de los precios internacionales de los productos de exportación e importación colombianos. Aunque unos y otros han tendido a caer en lo corrido de los ochentas, ha sido más fuerte la depresión de los productos primarios característicos del comercio de exportación que de los bienes manufacturados, que son más representativos del comercio importador.

CUADRO II-3

**INDICES DE PRECIOS  
RELATIVOS DE LOS BIENES  
COMERCIALIZADOS**  
(Base 1980 = 100)

Período (Promedio)	Importaciones <sup>a</sup>	Exportaciones menores <sup>b</sup>
1970-73	131.7	96.1
1975	138.1	127.4
1977	107.0	97.3
1979	102.7	84.2
1980	100.0	100.0
1981	97.7	92.5
1982	91.6	79.9
1983-I	89.3	77.3
II	84.1	78.7
III	89.4	84.2
IV	92.9	88.5
1984-I	96.0	91.5
II	99.4	92.5
III	102.4	92.5
IV	106.8	93.3
1985-I	104.5	90.9
II	104.8	84.2
III	108.2	87.4
IV	113.3	91.9
1986-I	114.0	88.3
II	112.8	76.8
Julio	112.5	76.9

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO sobre cifras del Banco de la República.

<sup>a</sup> Índice de precios al por mayor de productos importados dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.

<sup>b</sup> Índice de precios al por mayor de productos exportados sin café (serie revisada) dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.

En relación con la competitividad internacional de los productos colombianos, también es de interés analizar el comportamiento de los tipos de cambio real con respecto a los grandes grupos de países a los cuales

se dirigen las exportaciones colombianas y de los que provienen las mercancías de importación. La crisis económica que han enfrentado los países latinoamericanos ha propiciado un intenso proceso de devalua-



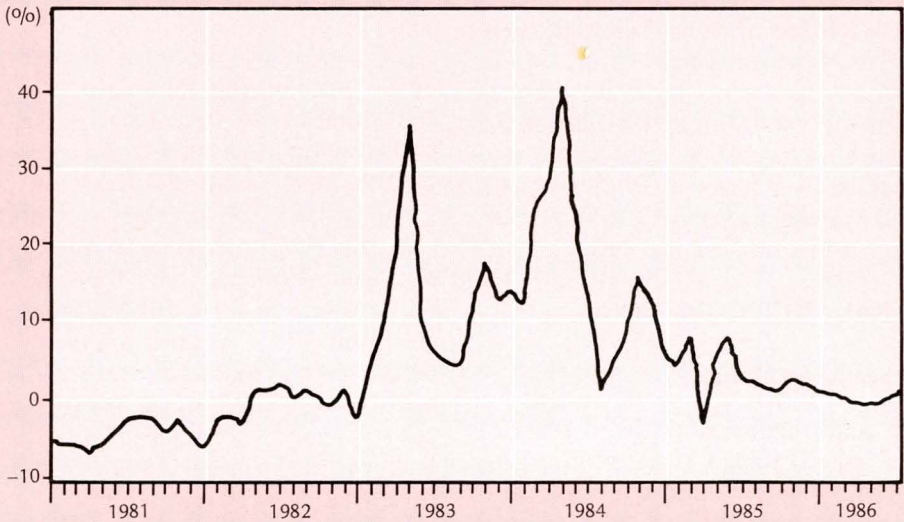
ción de sus monedas, con el objetivo de corregir —en la mayoría de los casos— los desequilibrios comerciales mediante la elevación en los precios relativos de los bienes comercializados. La intensidad de los ajustes cambiarios en las naciones más importantes de la región ha impedido que la moneda colombiana alcance un valor superior al que tuvo en este contexto en 1975. En efecto, cuando se pondera este conjunto de países por su participación en el destino de las exportaciones menores colombianas, se observa que al finalizar 1985 el nivel de la tasa de cambio real apenas igualaba el registrado en 1980, pese a la magnitud de la devaluación nominal de la moneda colombiana. Así mismo, frente al nivel de 1975 la sobrevaluación de la moneda en relación con estos países ascendía a un 21%. Por otra parte, es interesante observar que los resultados obtenidos al ponderar los países latinoamericanos de acuerdo con su participación en las importaciones o en las exportaciones son bastante similares hasta finales de 1985, mientras que durante 1986 se encuentra una evolución diferente según el tipo de ponderación que se utilice. En efecto, cuando se pondera por exportaciones se aprecia una fuerte apreciación real de la moneda durante el primer trimestre del año, mientras que al utilizar la ponderación alternativa por importaciones la moneda colombiana registra una devaluación continua en términos reales durante el primer semestre del año. Este comportamiento es atribuible a la devaluación del bolívar en el mercado libre, cuya incidencia es mucho mayor para las exportaciones que para las importaciones colombianas. En efecto, una porción muy importante de las compras

que Colombia realiza en Venezuela se componen de productos que, como el petróleo, se liquidan en el mercado cambiario venezolano a la tasa controlada, que se ha mantenido inmodificada al nivel de 7.50 bolívares por dólar desde febrero de 1983.

En contraste, la evolución de la tasa de cambio real del peso frente a los países desarrollados diferentes a los Estados Unidos refleja en toda su magnitud el efecto de la devaluación del dólar en los mercados cambiarios mundiales. Al ponderar este conjunto de países según su participación en las importaciones colombianas, se observa una devaluación real de la moneda del 14.9% durante los primeros seis meses del año, que coloca a las exportaciones colombianas en una posición más favorable para penetrar estos mercados. Por último, al analizar aisladamente la evolución del peso frente al dólar, se observa que el nivel real de la tasa de cambio se ha mantenido relativamente estable durante el presente año, lo que representa una devaluación real del 62% frente a 1980 y del 27% frente a 1975.

Un aspecto sobresaliente de la evolución cambiaria durante el presente año lo constituye la virtual desaparición del diferencial entre la cotización en el mercado paralelo y la tasa del mercado oficial de divisas. El Gráfico II-1 muestra que durante el primer semestre de 1986 el diferencial fue prácticamente nulo, en contraste con los elevados niveles que rigieron entre 1983 y 1985. Así, en febrero de 1983 llegó a ser de casi 40%, a raíz de la especulación que desató la devaluación venezolana. Posteriormente, cuando se desvirtuó

GRAFICO II-1  
 DIFERENCIAL ENTRE LA TASA DE CAMBIO PARALELA Y LA OFICIAL  
 (Porcentajes)



Fuente: Estrategia y cálculos de FEDESARROLLO.

la posibilidad de una devaluación abrupta y las presiones especulativas cedieron, el diferencial se redujo a niveles inferiores al 10%. Sin embargo, el inminente deterioro en la balanza de pagos y la necesidad de ajustar la tasa de cambio intensificaron la especulación cambiaria, especialmente después del asesinato del Ministro de Justicia y del inicio de una guerra frontal al narcotráfico en mayo de 1984. Estas circunstancias llevaron el diferencial por encima del 40% pero, al igual que en 1983, la presión ejercida sobre la tasa de cambio negra cedió rápidamente, ante la negativa de las autoridades de validar las expectativas de devaluación. Paradójicamente, las tendencias especulativas se redujeron durante el año pasado, cuando las autoridades decidieron acelerar la devaluación del peso. Como re-

sultado, aunque el peso se devaluó rápidamente, el diferencial se redujo, e incluso fue negativo (-3.3%) en abril de 1985, mes en el que la devaluación anual equivalente de la tasa de cambio oficial fue del 79%.

Según algunos analistas, este fenómeno fue posible gracias a la introducción de mayores controles a los depósitos bancarios en los Estados Unidos, con lo cual se expandió la oferta de divisas en el mercado negro al interior del país; pero hay quienes opinan que las primeras elevaciones en el ritmo de devaluación fueron suficientes para estimular el regreso de capitales y quienes consideran que el mercado paralelo no reaccionó porque nunca hubo expectativas de que la devaluación "chorro a chorro" se mantuviera tanto tiempo. En cual-

quier caso, la coincidencia de fenómenos resulto afortunada, permitiendo a las autoridades acelerar y prolongar el ajuste cambiario que culminó a finales del año pasado. Ante la reducción en el ritmo de devaluación y el inicio de un nuevo ciclo de auge en las exportaciones cafeteras, el mercado cambiario ha dado grandes signos de estabilidad. En particular, durante el presente año el diferencial ha sido inferior al 1%, e incluso tomó valores negativos durante todo el segundo trimestre del año.

### III. BALANCE COMERCIAL

#### A. Evolución global

El saldo comercial de la balanza cambiaria (Cuadro II-4) en el período enero-agosto del presente año arrojó un superávit de US\$1.014 millones, monto que supera en un 70% el observado en el mismo período durante el año anterior, y que es atribuible principalmente al sustancial incremento de las exportaciones de café. En efecto, la elevación en las cotizaciones del grano y el aumento en los volúmenes exportados generaron ingresos cambiarios por este concepto superiores a los US\$1.600 millones durante los primeros ocho meses del año, nivel que sobrepasa los reintegros totales de exportaciones de café durante 1985. Sin embargo, el valor de las ventas de grano fue ligeramente inferior al proyectado a comienzos de año, en razón del prematuro deterioro en las cotizaciones internacionales que, como se discute más adelante, tuvo su origen en el excesivo nivel de ventas de los países centroamericanos durante los primeros meses del año y en la acción de los especuladores. Adicionalmente, durante el presente

año se manifestó con mayor intensidad la tendencia descendente de la demanda de café que se presenta regularmente durante el período de verano en los principales países consumidores.

En los ocho primeros meses del año, también fue favorable el comportamiento de los otros rubros de exportación. Las mayores ventas de carbón proveniente del Cerrejón elevaron a US\$103 millones los reintegros por este concepto, lo que representó un aumento de US\$44 millones frente a lo obtenido en igual período en 1985. El crecimiento de los demás productos de exportación fue positivo pero algo más lento (6.8%), contribuyendo sólo marginalmente al aumento de más del 38% en la factura total de exportaciones.

Por su parte, las compras de oro ascendieron a US\$346 millones durante el período en consideración, lo que representa un crecimiento del 29% con respecto a igual período en 1985, a pesar de la eliminación del sobreprecio otorgado a las compras de este producto. Según lo había anticipado *Coyuntura Económica*, la eliminación de la sobretasa del 30% que estaba vigente desde febrero de 1984 significó un alivio fiscal considerable sin desalentar la producción aurífera en el país.

El aumento en los giros de importación contrarrestó parcialmente la mejoría en los ingresos por exportaciones de bienes. En efecto, a finales de agosto los giros totales ascendieron a US\$1.853 millones, con un incremento del 22.3% frente al mismo período en 1985. Este resultado es el efecto de la política de liberación parcial de importaciones

## CUADRO II-4

BALANZA CAMBIARIA:  
OPERACIONES COMERCIALES Y EN CUENTA CORRIENTE

	1985	Enero – Agosto		1986/85
		1985	1986	
<b>Balance en Cuenta Corriente</b>	143.5	-191.5	583.3	-
A. Balance comercial	983.2	575.9	1.013.5	76.0
1. Exportaciones de bienes	2.829.4	1.822.6	2.520.8	38.3
a. Café	1.575.0	1.000.0	1.602.8	60.3
b. Carbón	103.9	59.7	103.4	73.1
c. Otros	1.150.5	762.9	814.6	6.8
2. Compras de oro	407.4	268.1	345.7	29.0
3. Importaciones de bienes	2.253.6	1.514.8	1.853.0	22.3
a. Petróleo y gasolina	42.0	26.2	36.6	39.7
b. Otros	2.211.6	1.488.6	1.546.4	3.9
B. Balance de servicios y otras transacciones corrientes	- 839.7	-767.3	-430.3	-
1. Servicios de capital (neto) <sup>a</sup>	-1.092.4	-760.4	-755.7	-
a. Ingresos	80.8	50.1	69.1	38.1
b. Egresos	1.173.2	810.5	824.8	1.8
2. Servicios no financieros y transferencias	109.6	40.8	232.5	536.0
a. Ingresos	668.4	428.6	671.6	56.7
b. Egresos	558.8	387.8	439.1	6.3
3. Servicios vinculados al sector energético	143.1	- 47.7	92.9	-
a. Ingresos <sup>b</sup>	444.5	205.7	300.5	46.1
b. Egresos <sup>c</sup>	301.4	253.4	207.6	-18.1

Fuente: Banco de la República.

<sup>a</sup> Incluye intereses, utilidades y dividendos.<sup>b</sup> Incluye ingresos por exploración y explotación de petróleo (antiguamente denominados capital petróleo), servicios técnicos y divisas ingresadas para gastos internos del sector minero.<sup>c</sup> Pagos de petróleo y gas natural para la refinación.

instrumentada desde 1985, que no se había manifestado plenamente debido al represamiento en los giros. Adicionalmente, en febrero del presente año se eliminaron por completo los plazos de giro establecidos desde finales de 1984, de forma tal que los egresos cambiarios por importaciones se aceleraron durante los primeros

meses del año, corrigiendo el rezago que se acumuló a lo largo de 1985.

En contraste con los resultados cambiarios, las cifras de comercio exterior según registros del INCOMEX señalan la persistencia del déficit comercial durante 1986 (Cuadro II-5). En efecto, entre enero y julio del



**CUADRO II-5**  
**BALANCE COMERCIAL SEGUN REGISTROS DEL INCOMEX**  
 Enero – Julio  
 (Millones de dólares)

	1984	1985	1986	1985/84 %	1986/85 %
Exportaciones	1.684.5	1.855.9	2.737.3	10.2	47.5
– Café	1.030.3	1.113.6	1.879.7	8.1	68.8
– Otros <sup>1</sup>	654.2	742.3	857.6	13.5	15.5
Importaciones	2.446.9	2.457.9	2.939.6	0.4	19.6
Balance Comercial	-762.4	-602.0	-202.3	—	—

Fuente: Incomex.

<sup>1</sup> Netos de Ajustes por anulaciones y modificaciones en valor; no incluyen exportaciones de petróleo y sus derivados.

presente año se presentó, según esta contabilización, un saldo negativo de US\$202 millones en el balance comercial, frente al déficit de US\$602 millones que se había registrado durante igual período en 1985. La permanencia del desequilibrio comercial según registros del INCOMEX es compatible con los resultados cambiarios si se considera que los primeros no contabilizan las compras de oro ni las exportaciones de hidrocarburos, rubros no despreciables en la generación de divisas para el país. El mejoramiento observado en el saldo comercial según registros también es atribuible al dinamismo de las exportaciones cafeteras, que durante el período en consideración se incrementaron en un 69%. A finales de julio se habrían registrado exportaciones del grano por US\$1.880 millones, monto que resulta muy superior a la magnitud de los reintegros, habida cuenta del pago de la deuda externa de corto plazo del Fondo Nacional del Café. A su turno, durante el mismo lapso los registros de exportaciones menores alcanzaron un valor de

US\$858 millones, monto superior en un 16% al registrado un año atrás y que muestra una recuperación considerable frente a los años anteriores. Las importaciones se elevaron en un 20% reflejando así la profundización del proceso de liberación iniciado en 1985 y reforzado en febrero del presente año. Es de esperarse que este proceso origine un crecimiento paralelo en los giros en los próximos meses, ya que la eliminación de los plazos mínimos de giro reducirá el rezago anteriormente existente entre la aprobación de la importación por parte del INCOMEX y el egreso de divisas del Banco de la República.

La información de los manifiestos de aduana suministrada por el DANE permite analizar por primera vez en forma definitiva los resultados de las operaciones comerciales durante el año pasado. Según estas cifras (Cuadro II-6) el déficit comercial logró reducirse a US\$182 millones durante 1985, después de que en 1984 se registró un saldo negativo por US\$590 millones. La explica-



CUADRO II-6

**BALANCE COMERCIAL SEGUN MANIFIESTOS DE ADUANA**  
(Millones de dólares)

	Enero - Diciembre			Enero - Marzo		
	1984	1985	Variación %	1985	1986	Variación %
Exportaciones	3.461.6	3.551.5	2.6	851.4	1.342.5	57.7
— Café	1.764.5	1.745.5	-1.1	429.8	935.1	117.6
— Combustibles	517.7	530.7	2.5	141.8	95.4	-32.7
— Otros	1.125.4	1.275.3	13.3	279.8	312.0	11.5
Importaciones	4.051.9	3.733.8	-7.9	970.4	867.2	-10.6
— Combustibles	450.3	468.6	4.1	134.0	48.0	-64.2
— Otros	3.601.6	3.265.2	-9.3	836.6	819.2	-2.1
Balance Comercial de Combustibles	+ 67.4	+ 62.1	-7.9	7.8	47.4	507.7
Balance Comercial	-590.3	-182.3	-	-119.0	475.3	-

Fuente: DANE.

ción de este resultado proviene principalmente del comportamiento de las importaciones, que se contrajeron en un 7.9% entre 1984 y 1985. Así, a pesar de la liberación de un buen número de posiciones arancelarias durante 1985, las importaciones continuaron reflejando los efectos de los controles aplicados desde comienzos de 1983. Por su parte, las exportaciones tuvieron un lento crecimiento (2.6%) entre 1984 y 1985, concentrado en los rubros diferentes de café e hidrocarburos. Finalmente, el superávit comercial de combustibles se redujo ligeramente, como resultado del lento crecimiento de las exportaciones y de las mayores necesidades de importación de gasolina para satisfacer la creciente demanda interna.

La información de aduanas disponible para los primeros tres meses del

presente año muestra resultados similares a los de balanza cambiaria y registros del INCOMEX. Sin embargo, es significativa la magnitud del superávit comercial acumulado durante el primer trimestre del año —US\$475 millones—, en contraste con el déficit por US\$119 millones obtenido en el mismo período un año atrás. A diferencia de lo que indican los registros del INCOMEX y los giros del Banco de la República, las importaciones a través de aduanas continuaron disminuyendo en los primeros meses de 1986, sin captar aún el efecto del dinamismo en la aprobación de licencias (Cuadro II-6). Adicionalmente, la caída en el valor de las importaciones durante el primer trimestre según aduanas se debe a la contracción en las importaciones de combustibles, que se redujeron en un 64% entre 1985 y 1986, como resultado de mayor pro-

ducción doméstica de crudo y de la caída en los precios internacionales. Estos factores explican la disminución en el valor total de las compras de bienes en el exterior de US\$970 millones durante el primer trimestre de 1985 a US\$867 en igual período de 1986.

Por su parte, el comportamiento de los precios y el volumen de ventas del café contribuyeron a elevar el valor de las exportaciones de grano a US\$935 millones durante el período en consideración, con un incremento del 1180/o frente a los tres primeros meses de 1985. Por el contrario, las exportaciones de crudo registraron un retroceso, al disminuir de US\$142 millones a US\$95 millones durante el primer trimestre del año. Este resultado es atribuible a la caída en los precios internacionales, que contrarrestó totalmente el efecto del aumento en los volúmenes despachados. Sin embargo, la significativa reducción en el valor de las importaciones de combustibles permitió aumentar el superávit comercial de hidrocarburos de US\$7.8 millones en 1985 (enero-marzo) a US\$47.4 millones en igual período durante el presente año. Por último, los demás rubros de exportación (US\$312 millones durante el primer trimestre) registraron un aumento global del 11.50/o.

### B. Exportaciones de café

La inestabilidad en las cotizaciones y la incertidumbre sobre la evolución futura del mercado fueron las características sobresalientes del año cafetero que culminó el pasado mes de septiembre. El inicio del año cafetero estuvo marcado por la nega-

tiva de los Estados Unidos a votar favorablemente las resoluciones de la OIC, debido a que no se logró un acuerdo para establecer sanciones a las ventas a menor precio a países no-miembros para corregir el problema de subembarques. En efecto, las ventas a no miembros se elevaron continuamente de 7.7 millones de sacos en 1980/81 a 11.4 millones en 1984/85, monto exagerado para el tamaño del mercado de este grupo de países, indicando así que parte del café de menor precio se estaba desviando hacia los países consumidores pertenecientes al pacto<sup>1</sup>. De otra parte, el dinamismo de este tipo de ventas demostró la limitada capacidad de acumulación de existencias por parte de algunos países productores y se convirtió en un desestímulo a la permanencia en el acuerdo de los países consumidores. La propuesta de imponer sanciones a esta irregularidad no fue aprobada porque no contó con el apoyo de los países de la CEE, y en particular de Suiza, Alemania y Holanda, poseedores de una industria torrefactora que obtiene grandes beneficios mediante la compra de café barato proveniente de países importadores no miembros del acuerdo. Por otro lado, el atraso en el cumplimiento de las cuotas fue un elemento adicional que provocó la inconformidad estadounidense, poniendo así en riesgo la estabilidad del Pacto.

Sin embargo, el temor frente al colapso del Acuerdo fue rápidamente desplazado por un gran optimismo en los países productores, una vez

<sup>1</sup> "Situación cafetera internacional durante el período 1980/81 - 1985/86 y sus perspectivas", FEDECAFE, División de Planeación, agosto de 1986.

conocidos los efectos de la sequía brasileña de mediados de 1985. Como resultado, el mercado comenzó a registrar una acelerada elevación en las cotizaciones que puso en funcionamiento los mecanismos de ampliación de la cuota. En diciembre 12 de 1985, fecha del último ajuste, el nivel global de la cuota superó los 63 millones de sacos, de los cuales 9.476.000 (16.04%) se asignaron a Colombia. Las presiones especulativas ante las expectativas de escasez en el año cafetero 1986/87 —en el cual se verán los efectos de la sequía— elevaron a tal punto las cotizaciones, que el 18 de febrero se dejó en manos del libre juego de la oferta y la demanda la evolución del mercado cafetero. Sin embargo, a partir de ese momento se registraron signos de debilitamiento en el mercado internacional, ya que los tostadores habían logrado sobreabastecerse durante el período octubre-enero y los especuladores retrocedieron ante la posibilidad de un exceso de oferta una vez suspendido el régimen de cuotas. Las autoridades brasileñas contrarrestaron sólo parcialmente estas tendencias al anunciar una cosecha de 13.5 millones de sacos para 1986/87 y reducir en 25% las cantidades pactadas con sus clientes durante el resto de 1986.

En efecto, el precio del café colombiano se situó por encima de los US\$2.20 por libra durante los primeros cuatro meses del año, pero a partir del mes de mayo la acumulación de existencias en manos de los tostadores y la reducción estacional en las ventas asociadas al verano en los países consumidores, debilitaron considerablemente los precios. Ante esta coyuntura los principales productores

acordaron informalmente reducir el volumen de ventas para limitar la oferta mundial a 68 millones de sacos para el año cafetero 1985/86, 4.5 millones de sacos menos de lo que la OIC había proyectado, a tiempo que anunciaron un déficit de producción de 6 millones de sacos para el año cafetero 1986/87. Posteriormente, los principales productores se propusieron desmontar las tendencias especulativas que venían deteriorando las cotizaciones en los mercados de futuros mediante una estrategia que obligaba a los especuladores a liquidar el café verde en un momento en que no se contaba con una gran disponibilidad de grano en los puertos. Así, la mayor intervención de los productores redujo el poder de mercado que habían ganado los consumidores, propiciando una recuperación en las cotizaciones a partir de las últimas semanas de agosto. De esta manera, el precio internacional del café suave ascendió a US\$2.01 a mediados de septiembre, mientras que el promedio para el mes de julio había sido de sólo US\$1.71 (Ver Cuadro II-7).

Colombia ha sido uno de los pocos productores con capacidad real para suplir el desabastecimiento originado por la sequía brasileña. Sus inventarios acumulados ascendían a 11.7 millones de sacos, mientras que al inicio del año cafetero 1985/86 los países centroamericanos no contaban con existencias suficientes dada la magnitud de sus ventas a los no miembros y la caída de la producción asociada a factores políticos (Nicaragua y el Salvador). Aprovechando esta situación, durante el período enero-julio del presente año, los volúmenes despachados por Co-

**CUADRO II-7**  
**PRECIO INTERNACIONAL DE CAFE SUAVE<sup>a</sup>**  
 (Centavos de dólar por libra de 453.6 gramos)

	1983	1984	1985	1986
Enero	128.5	143.1	145.3	235.30
Febrero	125.9	145.7	143.7	226.52
Marzo	124.3	148.0	141.27	237.62
Abril	124.0	150.4	140.66	224.07
Mayo	128.0	149.9	141.94	208.74
Junio	126.4	146.6	141.16	174.54
Julio	127.9	143.4	134.31	170.63
Agosto	127.0	145.3	132.93	172.23
Septiembre	132.5	141.2	133.07	198.36
Octubre	141.2	136.1	140.48	187.50 <sup>b</sup>
Noviembre	145.5	140.2	154.85	
Diciembre	146.5	140.6	196.77	
Promedio	131.5	144.2	145.54	

Fuente: FEDECAFE.

<sup>a</sup> Precio promedio en Nueva York de los cafés "Otros suaves".

<sup>b</sup> Octubre 2.

lombia aumentaron casi un 50/o en relación con 1985. En el año cafetero concluido el pasado mes de septiembre, las ventas totales llegaron a 11.3 millones de sacos, un 170/o más que el año anterior, permitiendo reducir los inventarios del grano en 1.2 millones de sacos.

A mediados de septiembre pasado se inició un nuevo período de sesiones del Consejo Internacional del Café con el objeto de discutir las perspectivas del mercado cafetero para el próximo año cafetero. Según los observadores, la reducción de los volúmenes y la menor calidad de la producción brasileña<sup>2</sup> hacen bastante

improbable el descenso en las cotizaciones internacionales durante el próximo año a un nivel que se ubique dentro de la franja que pone en funcionamiento el mecanismo de cuotas. Sin embargo, dada la gran incertidumbre que existe en el mercado, algunos países productores han considerado necesario renegociar las cuotas de exportación para estar preparados ante la eventualidad de una baja de precios.

La delegación brasileña logró diferir la renegociación de las cuotas ya que, de haberse realizado, probablemente habría castigado su participación en el mercado. Al mismo tiempo, algunos países buscaron aumentar su cuota ante la actual coyuntura, lo que refleja de por sí la falta de progreso en la definición de una fórmula estable para determinar la participación de cada productor en el

<sup>2</sup> La producción brasileña se ubicó durante el año cafetero 1985/86 en un nivel cercano a los 22.2 millones de sacos. Para 1986/87 las autoridades brasileras prevén una disminución del 50/o en la cosecha frente a la del año anterior.

mercado mundial. El mecanismo original según el cual la cuota tendría un componente fijo y uno variable dependiente del nivel de existencias (que beneficia a Colombia) no ha logrado ponerse en práctica y todo parece indicar que cada día será más difícil, dado el reducido nivel de existencias de otros países productores. Por este motivo, es de esperar que durante los próximos años siga recurriéndose a una renegociación de cuotas *ad-hoc* al inicio de cada año cafetero.

Durante las pasadas negociaciones los países consumidores rechazaron inicialmente la proposición del grupo de productores de extender por un año adicional la distribución actual de las cuotas. Para los consumidores, la asignación prevaleciente es inapropiada y requiere una revisión, ya que no les garantiza una suficiente flexibilidad en el caso de reintroducirse las cuotas de exportación. Sin embargo, el estancamiento de las negociaciones hizo necesario posponer la discusión hasta cuando vuelvan a bajar los precios y la reintroducción de las cuotas sea inminente. Según el vocero de los consumidores, el principal tópico de las sesiones fue el "acuerdo de no acordar por ahora".

La importación brasileña de 1.5 millones de sacos de café robusta constituye un elemento adicional que ha originado en los últimos días mayores presiones en el mercado mundial. En efecto, el Brasil en calidad de segundo consumidor de café, se ha visto obligado a comprar granos de menor calidad para satisfacer el consumo doméstico y liberar café arábigo para la exportación.

Como es probable que la producción brasilera ascienda a 22 millones de sacos en 1987/89 y logre su nivel normal de 30 a 35 millones de sacos en 1988/89, el mercado cafetero posiblemente recobrará la normalidad a partir de 1988. Esta circunstancia hace necesario que se reinicien cuanto antes las negociaciones en torno a la creación de sanciones a las ventas irregulares a los no-miembros y a los subembarques. Tales negociaciones deben evitar que renazca la negativa estadinense a participar en el acuerdo y que se debilite este mecanismo básico de estabilización de los ingresos de divisas de los países productores.

### C. Exportaciones menores

Los registros de exportaciones menores alcanzaron durante el primer semestre de 1986 un valor total de US\$803 millones, superior en un 100% al obtenido durante el mismo período en 1985 (Cuadro II-8). La totalidad de este dinamismo se debió a las ventas de manufacturas y minerales, ya que los productos agrícolas experimentaron un retroceso. El valor de las exportaciones de los principales productos agropecuarios se redujo durante el primer semestre en un 3.9% debido a la persistente tendencia descendente de los precios externos y el moderado dinamismo de las cantidades exportadas. En efecto, el *quantum* de ventas externas de los 7 mayores productos agropecuarios diferentes de café aumentó en un 2.6% en el primer semestre de 1986, mientras que los precios de venta implícitos se deterioraron en un 6.3%. Sin embargo, al interior del sector se presentaron diferencias importantes. Las caídas más pronunciadas de precios se pre-



## CUADRO II-8

EXPORTACIONES APROBADAS POR SECTORES Y RENGLONES PRINCIPALES  
(Enero - Junio)

	Cantidades (Miles de toneladas)			Valor (Millones de dólares)		
	1985	1986	1986/85	1985	1986	1986/85
I. Café				936.0	1.669.7	78.4
1. Crudo	313.5	331.7	5.8	918.9	1.635.9	78.0
2. Extracto y esencias	2.5	3.4	36.0	17.1	33.8	97.7
II. Principales productos Agropecuarios				280.2	269.9	- 3.9
1. Banano	426.1	450.0	5.6	99.3	101.8	2.5
2. Flores	29.0	34.8	19.7	77.1	78.5	1.9
3. Azúcares crudos	219.0	117.8	-46.2	19.6	19.1	- 2.8
4. Tabaco negro	10.6	9.2	-13.3	20.4	17.4	-15.1
5. Algodón <sup>a</sup>	35.8	32.0	-10.7	43.3	29.8	-31.3
6. Moluscos y crustáceos	1.7	2.0	18.9	15.2	17.6	15.5
7. Carne de bovino	2.8	3.1	9.2	5.3	5.0	- 6.6
III. Principales minerales				109.7	122.0	11.2
1. Carbón	1.584.6	2.280.3	43.9	65.4	89.3	36.6
2. Ferroníquel	22.3	21.7	- 2.5	44.3	32.7	-26.3
IV. Principales manufacturas				263.8	295.7	12.1
1. Alimentos y bebidas	41.9	35.9	-14.3	26.1	23.4	-10.3
2. Hilados y confecciones	15.9	19.0	19.7	83.8	91.9	8.7
3. Cueros y sus manufacturas	2.4	2.5	4.5	26.0	34.5	32.9
4. Cemento	864.0	814.6	- 5.7	24.0	21.6	-10.0
5. Químicos	81.0	75.3	- 7.0	76.3	90.5	18.5
6. Artes Gráficas	10.1	10.6	5.2	27.6	34.6	25.4
V. Otros	55.3	112.6	103.6	75.9	116.0	52.8
VI. Total sin café, carbón ni ferroníquel				619.9	680.9	9.8
VII. Total sin café				729.6	802.9	10.0
VIII. Total				1.665.5	2.472.6	48.5

<sup>a</sup> Algodón de fibra corta y larga.

Fuente: Incomex.

sentaron en los casos del algodón, las flores y la carne de bovino, pero sólo en el primero de estos renglones se redujeron los volúmenes de exportación. El volumen de exportaciones de carne de bovino se elevó, aunque sin llegar a compensar el deterioro de precios, mientras que el de flores logró contrarrestar totalmente la importante caída de las cotizaciones externas. Los valores implícitos de venta cayeron más moderadamente en

los casos del banano, los moluscos y crustáceos y el tabaco negro, de suerte que los valores exportados reflejaron más de cerca las variaciones de volumen, que fueron positivas y relativamente elevadas en los dos primeros casos, y negativas en el último. Finalmente, el valor de las exportaciones de azúcares crudos se mantuvo virtualmente inmodificado en relación con el primer semestre del año anterior, a pesar de

que sus volúmenes se redujeron sustancialmente. En efecto, los precios de venta del azúcar tuvieron un comportamiento favorable, recuperándose parcialmente de sus exiguos niveles de períodos pasados.

A su turno, las exportaciones de carbón y ferroníquel se elevaron a US\$122 millones durante los primeros seis meses del año, con un incremento del 11.20% frente a igual período en 1985. Las mayores ventas de carbón de la Zona Norte del Cerrejón permitieron elevar el valor de las exportaciones de este mineral a US\$89.3 millones durante el primer semestre del año, en comparación con US\$65.4 millones registrados en 1985. No obstante, este crecimiento fue parcialmente contrarrestado por la reducción en el volumen (2.50%) y en el valor (26.30%) de las exportaciones de ferroníquel, debido a problemas de producción en la mina de Cerromatoso y a la caída en el precio internacional de este mineral.

Los rubros de exportación que mostraron mayor dinamismo fueron los productos manufacturados y en especial los cueros, las confecciones, los químicos y las manufacturas de las artes gráficas. Las exportaciones de cuero ascendieron a US\$35 millones durante el primer semestre de 1986, un 330% más que un año atrás. Igualmente el crecimiento de las exportaciones de productos editoriales fue del 25.40%, con lo cual el valor de las ventas externas de estos productos se ubicó también en los US\$35 millones. Las exportaciones de confecciones se elevaron a US\$91 millones con un crecimiento del 8.70%, que les permitió consolidarse como el principal producto ma-

nufacturero de exportación. Los químicos, por su parte, registraron un significativo crecimiento en el valor exportado (18.50%) que le representará al país ingresos por US\$90.5 millones. En contraste, las exportaciones de alimentos y bebidas procesadas y de cemento se redujeron en un 100% como resultado de los menores volúmenes despachados.

En suma, las exportaciones menores sin carbón ni ferroníquel alcanzaron durante el primer semestre de 1986 un valor total de US\$680.9 millones, que representó un incremento del 9.80% en relación con el mismo período en el año anterior. Según los sectores económicos de origen de las exportaciones, se reforzó la recomposición iniciada en 1985 a favor de los productos menores de origen minero y manufacturero y en contra de los de origen agropecuario, que continúan muy afectados por las tendencias desfavorables de sus cotizaciones internacionales.

Las exportaciones menores según mercados de destino también presentaron cambios de composición importantes (Cuadro II-9). En particular, durante el primer semestre del presente año fue sobresaliente el dinamismo del mercado japonés, hacia donde se exportaron US\$30 millones, monto que representa un incremento del 470% frente a lo registrado en el mismo período durante 1985. Sin embargo, en términos absolutos la mayor parte del aumento de las exportaciones menores se destinó al mercado estadounidense, mientras que los países de la Comunidad Económica Europea incrementaron sus compras de productos colombianos diferentes al café en un 10.60%, como

CUADRO II-9

**EXPORTACIONES MENORES POR MERCADOS<sup>1</sup>**  
**ENERO – JUNIO**

	VALORES US\$ Miles								
	1982	1983	Variación 83/82 o/o	1984	Variación 84/83 o/o	1985	Variación 85/84 o/o	1986	Variación 86/85 o/o
1. Estados Unidos*	195.325	214.186**	9.7	281.570	31.5	273.184	- 3.0	316.864	16.0
2. Japón	27.190	20.773	-23.6	18.843	- 9.3	20.313	7.8	29.906	47.2
3. Comunidad Económica									
Europea	88.533	101.214	14.3	110.496	9.2	152.029	37.6	168.108	10.6
Alemania Occidental	19.647	20.653	5.1	20.496	- 0.8	26.933	31.4	32.307	20.0
Holanda	2.234	15.000	571.4	18.024	20.2	45.486	152.4	30.875	-32.1
Francia	14.671	14.236	- 3.0	17.321	21.7	24.712	42.7	31.024	25.5
Italia	18.836	18.133	- 3.7	20.287	11.9	19.972	- 1.6	10.201	- 49.0
Reino Unido	13.626	15.742	15.5	14.388	- 8.6	10.291	-28.5	11.682	13.5
España	7.718	8.723	13.0	7.761	-11.0	11.882	53.1	18.811	58.3
Demás países	11.801	8.727	-26.0	12.219	40.0	12.753	4.4	33.208	160.4
4. ALADI	281.155	113.138	-59.8	106.117	- 6.2	133.526	25.8	169.500	27.0
Grupo Andino	255.604	94.336	-63.0	85.707	- 9.1	112.905	31.7	138.000	22.2
Venezuela	205.899	58.749	-71.5	48.340	-17.7	71.764	48.5	77.980	8.7
Ecuador	28.215	23.084	-18.2	26.404	14.4	26.409	-	31.623	19.7
Perú	20.676	12.289	-40.6	10.352	-15.8	14.142	36.6	28.007	98.0
Bolivia	814	214	-73.7	611	185.5	590	- 3.4	390	-33.9
Resto Aladi	25.551	18.802	-26.6	20.410	8.6	20.621	1.0	31.500	52.8
Subtotal	592.203	449.311	-24.1	517.026	15.1	579.052	12.0	684.378	18.2
Demás países	123.212	117.363	4.8	107.338	- 8.5	125.842	17.2	103.215	-18.0
Total	715.415	566.674**	20.8	624.364	10.2	704.894	12.9	787.593	11.7

<sup>1</sup> Excluye exportaciones SEIC sin reintegro.

\* Incluye Puerto Rico. \*\* Se excluye aerodino reexportado por valor de US\$54.9 millones.

Fuente: Registros aprobados INCOMEX.

resultado de las mayores ventas a España (58%), Francia (25%) y Alemania (20%), compensando así las menores compras de Holanda e Italia. A su vez, los países latinoamericanos participaron del dinamismo de las exportaciones menores con un crecimiento del 27% entre los períodos bajo comparación. Dentro de este grupo de países sobresale el Perú, cuyas compras de productos colombianos se elevaron a US\$28 millones durante el primer semestre, el doble de lo registrado un año atrás, como resultado de las mayores exportaciones de carne y productos editoriales. Por su parte, las exportaciones con destino al mercado venezolano ascendieron a US\$78 millones durante los primeros seis meses del año, monto que si bien supera en 8.7% el registrado un año atrás refleja todavía el colapso del comercio con el vecino país. En efecto, las compras del primer semestre de 1986 representan tan sólo un 38% de lo registrado en igual período durante 1982. En cambio, resulta apreciable el dinamismo de las ventas a los países latinoamericanos no pertenecientes al Grupo Andino, que adquirieron mercancías colombianas por US\$31 millones, el nivel más alto de la presente década. Finalmente, el resto de países no discriminados constituyeron una fuente de contracción importante, ya que como un todo dejaron de comprar productos colombianos por US\$22 millones entre 1985 y 1986.

#### D. Compras de oro

Las compras de oro representaron ingresos cambiarios por US\$346 millones durante los primeros ocho meses del año, es decir un 29% más que en el mismo período de 1985. El

dinamismo de este rubro de exportación no fue debilitado por la eliminación gradual del sobreprecio del 30%, que había regido desde febrero de 1984 y cuya reducción se inició en diciembre de 1985. En efecto, la Resolución 85 de 1985 (Diciembre 27) de la Junta Monetaria fijó el precio de compra por onza troy en \$64.736, reconociendo implícitamente una sobretasa del 15% por encima del precio promedio de ese día en los mercados de Londres y Zurich (US\$326.93) convertido a pesos a la cotización correspondiente del dólar en el mercado oficial (\$172.20). En virtud de los ajustes diarios en el precio de compra, el monto del sobreprecio se mantuvo hasta mayo 28 del presente año cuando se redujo a un 9% (Res. 60, J.M.). Adicionalmente, se introdujo un mecanismo de ajuste al precio de compra que reconoció sólo el 10% de las variaciones en la tasa de cambio, lo que en la práctica implicó una sobretasa que fluctuó entre el 9% y el 3%, porcentaje éste que se fijó como mínimo posible en la nueva reglamentación. Debido a su carácter antitécnico e impreciso, esta fórmula de cálculo del precio del oro fue eliminada por completo en agosto 27, cuando las autoridades abolieron definitivamente el sobreprecio en las compras del metal (Res. 78, J.M.).

Según lo señaló *Coyuntura Económica* en diversas oportunidades, la existencia de dicho sobreprecio no sólo representaba un elevado costo fiscal de dudosa eficacia, sino que adicionalmente constituía un canal idóneo para el ingreso de divisas provenientes de actividades ilegales. Su eliminación reciente ha sido, así, enteramente justificada.

## E. Importaciones

### 1. Evolución de las importaciones aprobadas

Los registros de importación del INCOMEX alcanzaron durante los primeros siete meses del año un valor total del US\$2.899 millones, cifra superior en un 19.7% a la obtenida en el mismo período de 1985 (Cuadro II-10). Este crecimiento ha sido particularmente intenso a partir del segundo trimestre del año (Cuadro II-11), cuando se manifestaron plenamente los efectos de la libera-

ción de febrero pasado y de la ampliación del presupuesto de importaciones fijado por la Junta Monetaria.

Por este motivo, el incremento de las importaciones aprobadas se ha concentrado en los rubros pertenecientes al régimen libre, cuyo valor entre enero y julio pasados fue de US\$ 1.035 millones, 227% más que en igual período de 1985. Desde otro ángulo, la participación de las importaciones libres dentro del valor total se incrementó de 10% a 36%

**CUADRO II-10**  
**IMPORTACIONES APROBADAS SEGUN CARACTER DEL IMPORTADOR,**  
**FORMA DE PAGO Y REGIMEN**  
(Millones de dólares)  
Enero – Julio\*

	1985	%	1986	%	1986/85 %
I. Carácter del Importador <sup>e</sup>					
1. Industria	1.531.5	62.3			
2. Comercio	490.7	20.0	2.348.9 <sup>e</sup>	79.9 <sup>e</sup>	16.2 <sup>e</sup>
3. Oficial	435.7	17.7	590.6	20.1	35.6
II. Forma de pago					
1. Reembolsables	1.876.7	77.5	2.678.2	92.4	42.7
a. Giro ordinario <sup>a</sup>	1.648.4	68.1	2.336.0	80.6	41.7
b. Compensación	33.5	1.4	18.8	0.6	-43.9
c. Créditos	194.8	8.0	323.4	11.2	66.0
2. No reembolsables <sup>b</sup>	544.8	22.5	220.4	7.6	-59.5
III. Régimen <sup>c</sup>					
1. Libre	242.6	10.0	1.035.4	35.7	226.8
2. Previa	2.123.4	87.7	1.791.4	61.8	-15.6
3. Plan Vallejo	91.9	3.8	112.9	3.9	22.9
IV. Total <sup>d</sup>	2.421.5	100.0	2.898.6	100.0	19.7

\* Cifras provisionales.

<sup>a</sup> Incluye San Andrés, Amazonas y Putumayo.

<sup>b</sup> Incluye las no reembolsables a través del crédito cobijado por el D. 370/84.

<sup>c</sup> Sin correcciones por modificaciones.

<sup>d</sup> Corregido por anulaciones y modificaciones en valor.

<sup>e</sup> Corresponde al total del sector privado por falta de información desagregada.



**CUADRO II-11**  
**IMPORTACIONES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO**  
**Enero-Junio**  
**(Millones de dólares)**

	1984	1985	1986	Var. %/o 1985/ 1984	Var. %/o 1986/ 1985
I. Bienes de consumo	217.8	206.4	365.0	- 5.2	76.8
1. No duradero	119.0	99.6	177.2	-16.3	77.9
2. Duradero	98.8	106.8	187.8	8.1	75.8
II. Materias primas y productos intermedios	1.178.1	1.167.1	1.155.5	- 0.9	- 1.0
3. Combustibles	199.4	135.2	121.0	-32.2	-10.5
4. Para la agricultura	91.9	94.5	85.6	2.8	- 9.4
5. Para la industria	886.8	937.4	948.9	5.7	1.2
III. Bienes de capital	765.7	663.8	999.2	-13.3	50.5
6. Materiales de construcción	45.3	161.1	25.1	255.6	-84.4
7. Para la agricultura	27.6	26.1	32.9	- 5.4	26.1
8. Para la industria	422.6	330.2	671.1	-21.9	103.2
9. Equipo de transporte	273.1	146.5	270.1	-46.4	84.4
IV. Diversos	15.9	19.0	20.5	19.5	- 2.5
<b>TOTAL</b>	<b>2.177.6</b>	<b>2.056.5</b>	<b>2.540.3</b>	<b>- 5.6</b>	<b>23.5</b>

Fuente: Incomex.

entre los períodos en comparación. Por su parte, las importaciones realizadas a través del régimen de licencia previa se redujeron en un 16% en términos nominales, como resultado del acelerado traslado de posiciones arancelarias de este régimen al de libre importación. En efecto, en la actualidad sólo un 63% del total de posiciones se encuentran sometidas a este tipo de control, mientras que al inicio de 1985 representaban el 83% de las 5.042 posiciones que conforman el arancel. Paralelamente, su participación dentro del valor total de importaciones para el período enero-julio se redujo de 88% a 62% (Cuadro II-10).

En relación con la forma de pago, la mayor parte de las importaciones (92%) se realizó con cargo a las reservas internacionales (reembolsables) y en especial mediante giro ordinario con reducidos niveles de financiación. Así, durante los primeros siete meses del año las importaciones reembolsables ascendieron a US\$2.678 millones de dólares, de los cuales US\$2.336 millones corresponden a giro ordinario. Dentro de estas últimas se destacan aquellas con plazos de giro inferior a un año, que dado el manejo de la política cambiaria y las dificultades de financiamiento externo han sido las más dinámicas en los últimos meses.

Las importaciones realizadas dentro de los convenios de compensación disminuyeron considerablemente durante el período enero-julio, después de registrar un fuerte dinamismo durante 1985 en razón de los mayores recursos que se destinaron a ese fin y la activa negociación de acuerdos bilaterales. A su vez, las importaciones financiadas con recursos de crédito externo representaron en los primeros siete meses del año un monto total de US\$323 millones, cifra superior en un 66% a la correspondiente a 1985, como resultado del incremento en las importaciones oficiales financiadas con crédito cobijado por el Decreto Ley 370 de 1984. Con todo, la contracción más fuerte la registraron las importaciones no reembolsables, que descendieron de US\$545 millones en 1985 (enero-julio) a sólo US\$220 millones durante el presente año (enero-julio), como consecuencia del menor dinamismo que ha mostrado la exploración y explotación de nuevos campos petroleros cuya instalación se realiza mediante importaciones que no generan un egreso cambiario.

Cuando se analizan las cifras de importación según el carácter del importador se observa una recuperación de las compras oficiales muy superior, en términos porcentuales, a la registrada en las importaciones del sector privado. En efecto, los registros aprobados al sector público, que excluyen las importaciones de hidrocarburos, se elevaron a US\$591 millones en el período analizado, un incremento del 36% en relación con 1985 y una participación del 20% en el valor de las importaciones totales. Las importaciones del sector privado crecieron en un 16% entre

1985 y 1986, y su participación dentro del total se redujo del 82.3% al 79.9%. Recientemente, las autoridades han adoptado criterios de aprobación de licencias que no discriminan según el carácter del importador entre industrial o comerciante, sino según el uso o destino económico de las mercancías. Por esta razón, la información detallada del carácter de importador se encuentra suspendida, lo cual impide saber si se ha reducido la discriminación existente en los años pasados en contra de las compras externas realizadas por el sector comercio.

La desagregación de importación según uso o destino económico (Cuadro II-11) muestra que durante el primer semestre los grupos de productos más dinámicos fueron los de consumo y de capital, mientras que las importaciones de materias primas y productos intermedios tuvieron una pequeña contracción en relación con el año anterior. Las importaciones de bienes de consumo durante el primer semestre del presente año se elevaron a US\$365 millones, un 77% más que en el mismo lapso en 1985. Este crecimiento refleja las prioridades en la asignación del presupuesto de divisas a favor de los bienes de consumo no producidos o deficitarios en el país que sean de carácter indispensable, así como los efectos de la liberación de importaciones, que no obstante su cauteloso manejo ha validado la existencia de una demanda represada por varios años. En el aumento de las importaciones de este tipo de bienes contribuyeron por igual los bienes de consumo durable y los no durables, que fueron los más afectados por el rígido control implantado entre 1983 y 1985.

Las importaciones de materias primas se redujeron en 10% entre los períodos en comparación, en razón de las menores compras de combustibles y la caída en las importaciones de insumos para la agricultura. A su vez, las importaciones de materias primas y productos intermedios para la industria experimentaron un ligero aumento entre los seis primeros meses de 1985 y 1986, alcanzando un valor de US\$949 millones al finalizar el pasado mes de junio. Como un todo, las importaciones de bienes intermedios durante el primer semestre ascendieron a US\$1.156 millones, nivel muy similar al registrado durante los primeros seis meses de 1984 y 1985.

Por su parte, las importaciones de bienes de capital registraron una recuperación significativa en el primer semestre del año, al totalizar US\$999 millones, monto superior en 51% al de igual período en 1985. Este resultado refleja, ante todo, la prioridad otorgada en la aprobación de licencias para este tipo de bienes, que había estado fuertemente restringido hasta 1985. Sin embargo, las importaciones de materiales de construcción se debilitaron considerablemente durante el primer semestre del año llegando a un valor de sólo US\$25 millones, en contraste con los US\$161 millones registrados un año atrás. En cambio, las adquisiciones externas de maquinaria para la industria se duplicaron, al pasar de US\$330 millones en 1985 a US\$671 millones en 1986, al tiempo que las importaciones de equipo de transporte se incrementaron en un 84% alcanzando un valor de US\$270 millones en el primer semestre de 1986.

El valor total de los registros de importación durante 1986 se elevará a niveles cercanos a los US\$5.000 millones, ya que el presupuesto de divisas para las importaciones reembolsables ha sido fijado en US\$4.140 millones<sup>3</sup> (US\$910 millones más que en 1985), mientras que los rubros no incluidos en dicho presupuesto —importaciones de Ecopetrol y las realizadas mediante Plan Vallejo y SIEX— serán del orden de los US\$450 millones, (similares a las del año anterior), y las compras externas mediante licencias no reembolsables llegarán aproximadamente a unos US\$375 millones. En suma, durante el año completo se presentará un incremento del 6.7% en el total de importaciones aprobadas frente a lo registrado durante 1985.

## 2. Importaciones efectivas y giros

La evolución trimestral de las importaciones (Cuadro II-12) muestra que la liberación de importaciones y la ampliación del cupo de divisas correspondientes a 1985 se manifestaron plenamente sobre los registros del INCOMEX a partir del segundo semestre del año anterior, y en especial durante el último trimestre, cuando las importaciones aprobadas por esta entidad ascendieron a US\$1.453 millones. Esta suma, que no ha sido superada durante el presente año, captó los efectos pasajeros de la liberación de ciertos productos sobre los cuales se registró una fuerte demanda especulativa atribuible al represamiento de la demanda durante los años de control y a la

<sup>3</sup> De las cuales no menos de un 50% se utilizará para importaciones realizadas mediante licencia previa.

**CUADRO II-12**  
**INDICADORES DE LAS IMPORTACIONES TRIMESTRALES**  
**1984-1986**  
**(Millones de dólares FOB)**

	1984	1985	1986	1985/ 1984 %	1986/ 1985 %
1. Registros de importación					
I.	1.354.6	1.010.6	1.157.4	- 25.0	14.5
II.	823.0	1.045.9	1.382.6	27.1	32.2
III.	876.8	1.179.3	1.197.9 <sup>e</sup>	34.5	1.6
IV.	928.1	1.453.0	-	56.6	-
TOTAL	3.982.5	4.688.8	-	17.7	-
2. Importaciones según manifiestos de aduana					
I.	987.7	970.4	867.2	- 1.8	-10.6
II.	1.041.5	934.9	-	-10.2	-
III.	1.090.4	1.174.6	-	7.7	-
IV.	934.4	653.9	-	-30.0	-
TOTAL	4.052.0	3.733.8	-	- 7.8	-
3. Giros por importaciones de bienes					
I.	880.9	560.6	642.0	-36.4	14.5
II.	680.1	548.5	735.8	-19.4	34.1
III.	855.8	614.2	712.8 <sup>e</sup>	-28.2	16.1 <sup>e</sup>
IV.	608.0	528.7	-	-13.0	-
TOTAL	3.024.8	2.252.6	-	-25.6	-

Fuentes: I Incomex, II DANE, III Banco de la República.

incertidumbre acerca de la estabilidad del nuevo régimen.

Sin embargo, la mayor concesión de permisos de importación no ha dado origen todavía a un aumento de las importaciones efectivas según manifiestos de aduanas. En efecto, en el primer trimestre de 1986 las importaciones fueron aún inferiores en 1.80% a los del mismo período de 1985, mostrando así una posible ampliación del rezago existente entre la aprobación del INCOMEX y la im-

portación efectiva de las mercancías al país y el efecto de la reconstitución de un acervo precautelativo de licencias aprobadas en manos del público.

Por su parte, el comportamiento de los giros por importaciones de bienes realizados por el Banco de la República ha estado determinado por el establecimiento de los plazos mínimos a finales de 1984 y su posterior eliminación. En virtud de este mecanismo, los giros se man-

tuvieron represados a lo largo de 1985, en un nivel promedio trimestral de US\$563 millones, en comparación con los US\$756 millones que se giraron trimestralmente en promedio durante 1984. Así, la contracción del 26% en los giros resultó muy superior a la caída del 7.8% en las cifras de las aduanas durante el mismo lapso. La liberación de importaciones, la ampliación del presupuesto de divisas y principalmente la eliminación de los plazos mínimos de giro ha originado una significativa aceleración en los giros por importaciones en los primeros ocho meses de 1986. En efecto, los giros trimestrales han sido en promedio de US\$697 millones, un 25% mayores a los de 1985. De otra parte, si se considera que el crecimiento de las importaciones según registros ha sido muy inferior (16%) y que las importaciones efectivas todavía no muestran ningún crecimiento, el comportamiento de los giros refleja con claridad la rápida corrección del atraso en los pagos que se gestó durante 1985.

#### IV. EVOLUCION DEL COMERCIO FRONTERIZO

##### A. Aspectos globales

El deterioro reciente en el intercambio comercial con los países vecinos ha sido uno de los aspectos más sobresalientes de la evolución del comercio exterior colombiano. El colapso de los mercados venezolano y ecuatoriano desde 1983 puede atribuirse a la caída en los precios internacionales del petróleo y sus múltiples efectos sobre las economías de estos dos países. En efecto, la gran dependencia de los ingresos de divisas en este rubro de exportación

(93% en Venezuela y 65% en Ecuador), su importancia dentro de los ingresos corrientes del sector público (61% en Venezuela y 58% en Ecuador) y su significativa contribución al producto interno (8% en Venezuela y 16% en Ecuador) hacen que las fluctuaciones en el mercado internacional de petróleo tengan grandes repercusiones fiscales, cambiarias y sobre la actividad económica en esas economías.

Desde finales de 1981 los precios del petróleo comenzaron a dar signos de deterioro al pasarse de una situación de escasez relativa a una coyuntura de sobreoferta en el mercado mundial, como resultado del menor consumo en los países industrializados y del aumento en la producción en países no-miembros de la OPEP. En consecuencia, los países productores miembros de la OPEP perdieron parcialmente su poder de mercado por lo que se vieron forzados a disminuir sus precios de venta y a imponer, simultáneamente, restricciones a la producción, de difícil aceptación por parte de algunos países miembros. Estos acontecimientos determinaron el deterioro gradual en los precios internacionales, de US\$35.10 en 1981, pasaron a US\$27.80 en 1985. Sin embargo, desde finales del año pasado se agudizó el descenso en las cotizaciones, hasta el punto de alcanzar un valor nominal similar al de 1975 —por debajo de los US\$12 por barril— en los primeros meses del año. Según algunos analistas<sup>4</sup>, el desplome en el mercado internacional era previsible en virtud de la brecha entre el nivel de

<sup>4</sup> Véase *World Financial Markets*, August 1986.



producción potencial y el consumo mundial, que había superado los once millones de barriles diarios durante los últimos cinco años. Las cuotas de exportación adoptadas por los países de la OPEP evitaron temporalmente la caída en los precios hasta que, a finales de 1985, las autoridades sauditas decidieron iniciar una guerra de precios para sacar del mercado a los productores con mayores costos de extracción (especialmente los localizados en el Mar del Norte). Con esta decisión, la defensa del cartel dejó de correr por cuenta de Arabia Saudita, que hasta entonces había compensado el incumplimiento en las cuotas de exportación por parte de los demás países miembros mediante reducciones en su producción. En efecto, el mayor productor mundial se habría visto obligado a reducir su producción a sólo 2.5 millones de barriles diarios, cuando su cuota de exportación era de 4.3 millones.

Ante el continuo deterioro en los precios internacionales del crudo, las autoridades económicas en Venezuela y Ecuador adoptaron desde 1982 una serie de medidas para contrarrestar su impacto desestabilizador. En el frente fiscal, la reducción en el gasto y el aumento en la tributación interna buscaron aliviar el empeoramiento en las finanzas públicas atribuible a la menor tributación del sector petrolero. En el frente cambiario y comercial se recurrió a la devaluación y la intensificación de los controles administrativos a las importaciones. En relación con el comercio fronterizo, este conjunto de medidas afectaron tanto al intercambio registrado como al no registrado que se realiza básicamente a través de Cúcuta e Ipiales.

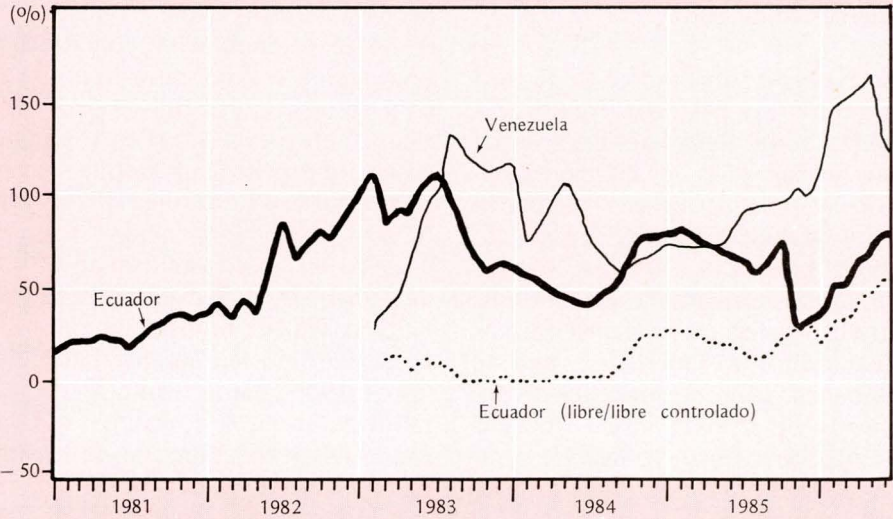
## B. Manejo de la tasa de cambio en Ecuador y Venezuela.

### 1. Devaluación del Bolívar

Después de 19 años de libre convertibilidad y paridad fija, las autoridades venezolanas decidieron en febrero de 1983 adoptar un esquema de tasas de cambio múltiples, compuesto de una tasa preferencial de 4.30 bolívares por dólar (nivel único prevaleciente antes de esa fecha), aplicable a las exportaciones de hierro y petróleo, a las importaciones esenciales y al servicio de la deuda externa. Una segunda tasa preferencial (6.00 bolívares por dólar) para otras importaciones y, finalmente, un mercado de libre cotización para las demás transacciones. A pesar de estas medidas, la devaluación nominal ponderada fue de sólo un 19.80% ya que el 750% de las transacciones continuó realizándose a la vieja paridad. Por este motivo, en marzo de 1984 se reestructuró el sistema de cambios múltiples, reasignando las transacciones cubiertas bajo cada uno de ellos. La utilización de la tasa más baja se limitó a la amortización de la deuda externa y a las importaciones de un grupo muy reducido de alimentos y farmacéuticos, mientras que la tasa de 6.00 bolívares por dólar pasó a aplicarse exclusivamente a las exportaciones de hierro y petróleo. Adicionalmente, se estableció una tasa de 7.50 que cubrió la mayor parte de las importaciones y el pago de intereses de la deuda externa. Entre tanto, el resto de transacciones continuaron efectuándose a través del mercado libre.

De 1984 en adelante la devaluación continuó realizándose mediante la reclasificación de las transacciones,

GRAFICO II-2

DIFERENCIAL CAMBIARIO ENTRE LOS MERCADOS LIBRE Y OFICIAL  
VENEZUELA Y ECUADOR

Fuente: Banco de la República.

hasta que a finales de 1985, al trasladar los últimos rubros de importación y los gastos de estudios en el exterior de la tasa de 4.30 a la de 7.50, se completó la unificación cambiaria. Igualmente al liquidarse las exportaciones de hierro y petróleo a la tasa de 7.50 desapareció la cotización de 6.00 bolívares por dólar. Por consiguiente, en la actualidad el mercado cambiario consta de tres tasas cuya aplicabilidad difiere sustancialmente de la definida en febrero de 1983 y posteriormente en 1984: la tasa de 4.30 utilizable sólo para la amortización de la deuda externa pública, la tasa de 7.50 que recoge la mayor parte de las transacciones (buena parte de las importaciones, las exportaciones de hierro y petróleo y el servicio de la deuda externa privada) y la tasa del mercado libre que rige para las demás transacciones.

En el Gráfico II-2 se aprecia que el diferencial entre las cotizaciones del mercado libre y preferencial<sup>5</sup> se ha ubicado en niveles significativamente altos. Durante el segundo semestre de 1983 la tasa libre superó en más del 100% la tasa preferencial, para luego disminuir a niveles cercanos al 80% durante los primeros meses de 1984. Sin embargo, la devaluación de marzo de ese año revivió las presiones especulativas, por lo cual el diferencial se elevó nuevamente por encima del 100% dos meses más tarde. Posteriormente se estabilizó alrededor del 65% hasta junio de 1985, pero a partir de entonces las perspectivas del mercado petrolero desataron una demanda especulativa de di-

<sup>5</sup> Se define como tasa preferencial la cotización de 6.00 bolívares por dólar hasta febrero de 1984, y la de 7.50 bolívares por dólar de ahí en adelante.

visas que elevó el diferencial a niveles cercanos al 100% a finales de ese año. Finalmente en virtud de la caída en los precios del petróleo y la intensificación de la fuga de divisas, el diferencial se elevó al 150% en el primer semestre de 1986.

La evolución del índice de la tasa de cambio real del peso frente a la moneda venezolana refleja plenamente las sucesivas devaluaciones del bolívar y constituye un elemento fundamental en la explicación del colapso del comercio bilateral. No obstante, dado el sistema de cambios múltiples vigente en el vecino país, es preciso definir un índice de la tasa de cambio real diferente para los distintos tipos de transacciones fronterizas. En primer lugar, la tasa de cambio real relevante para las importaciones colombianas procedentes de Venezuela (dentro del comercio registrado) debe considerar la cotización del bolívar aplicable a las ventas de hidrocarburos separadamente de la tasa de cambio para las otras importaciones. En segundo lugar, el indicador de competitividad relevante para nuestras exportaciones debe basarse en un promedio ponderado de los diferentes tipos de cambio vigentes en Venezuela, tomando en cuenta el tipo de productos exportados y su respectiva clasificación en el mercado cambiario del vecino país. Por último, la tasa de cambio real relevante para el comercio no registrado debe calcularse con base en la cotización del mercado libre venezolano.

Siguiendo estos lineamientos, en el Cuadro II-13 se muestra cómo entre 1980 y fines de 1982 la devaluación del peso en condiciones de paridad fija del bolívar permitió depreciar en un 10% la moneda colombiana en

términos reales. No obstante, esta mejoría se revirtió plenamente durante el primer trimestre de 1983, cuando la tasa de cambio del peso frente al bolívar libre se revaluó en términos reales en un 35% con respecto al último trimestre de 1982 y en un 28% en relación con 1980. La revaluación real del peso frente al bolívar se profundizó durante ese año y alcanzó su mayor nivel en el segundo trimestre de 1984, cuando la moneda colombiana en términos de bolívares mostró una apreciación real del 57.5% en comparación con el nivel de 1980. De ahí en adelante la revaluación real de la moneda colombiana se corrigió lentamente hasta finales de 1985, como resultado de la estabilización en la cotización del mercado libre venezolano y de la eliminación del atraso cambiario del peso colombiano. Sin embargo, la elevación de la tasa libre del bolívar durante el primer semestre de 1986 produjo una nueva revaluación de la moneda colombiana, para llegar a una revaluación del 47.5% frente al nivel de 1980.

De igual forma, la tasa de cambio real del peso relevante para las exportaciones menores hacia Venezuela se revaluó en un 47% entre el último trimestre de 1982 y el segundo trimestre de 1984 como resultado de la devaluación venezolana de febrero de 1983 y el posterior traslado de productos de importación de la tasa preferencial más baja a la más alta. Desde mediados de 1984 la aceleración en la devaluación del peso logró contrarrestar este último efecto, con lo cual se redujo lentamente el grado de revaluación. Así, frente al nivel de finales de 1982 la moneda colombiana mostró a finales de 1985 una

CUADRO II-13

INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DEL PESO\*  
CON RELACION AL BOLIVAR  
Base 1980 = 100

	Según cotización del bolívar aplicable a		
	Importaciones colombianas <sup>a</sup>	Exportaciones colombianas <sup>b</sup>	Comercio no registrado <sup>c</sup>
1980	100.0	100.0	100.0
1981	105.0	105.0	105.0
1982			
I	108.7	108.7	108.7
II	107.8	107.8	107.8
III	108.4	108.4	108.4
IV	110.3	110.3	110.3
1983			
I	100.0	96.5	72.0
II	81.6	66.8	48.9
III	86.0	70.5	52.2
IV	90.7	74.3	47.6
1984			
I	86.9	68.0	42.6
II	80.3	58.5	42.5
III	85.9	62.4	51.4
IV	93.9	68.4	57.1
1985			
I	94.3	70.6	54.4
II	99.5	75.4	56.9
III	109.6	83.1	57.7
IV	121.3	87.3	61.3
1986			
I	125.2	71.2	52.3
II	130.9	80.3	52.5
Junio	132.2	81.1	58.5

\* Según la tasa de cambio del mercado oficial.

<sup>a</sup> Los hidrocarburos constituyen el principal rubro de importación registrado proveniente de Venezuela. Las exportaciones venezolanas de este tipo de bienes se liquidaron hasta febrero de 1983 a la tasa única de 4.30 bolívares por dólar. De ahí hasta marzo de 1984 se les aplicó una tasa de 6 bolívares por dólar. Desde esta última fecha en adelante quedaron cubiertas por la tasa de 7.50 bolívares por dólar.

<sup>b</sup> A partir de febrero de 1983 se utiliza un promedio ponderado de las tres cotizaciones del bolívar. Las ponderaciones toman en cuenta el tipo de productos exportados por Colombia y su respectiva clasificación en el mercado cambiario venezolano.

<sup>c</sup> Utiliza la tasa de cambio del mercado "libre" en Venezuela.

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.



apreciación real del 21%. No obstante, durante el presente año este indicador registró nuevamente un debilitamiento en la competitividad de los productos colombianos, en virtud del comportamiento de la cotización libre en Venezuela.

Por su parte, el indicador de competitividad relevante para las importaciones desde Venezuela muestra un comportamiento más favorable. En este caso se registra una devaluación real del peso superior al 30% entre 1980 y mediados de 1985, como resultado de la acelerada devaluación de la moneda colombiana, que excedió con creces la modificación del "dólar petrolero" en Venezuela durante 1983 y 1984. Sin embargo, dado el carácter complementario de las importaciones de hidrocarburos, esta evolución tiene pocas repercusiones sobre la balanza comercial entre los dos países.

## 2. Devaluación del Sucre

Después de un período de gran estabilidad, que se prolongó por más de diez años, el régimen cambiario ecuatoriano ha sufrido frecuentes alteraciones desde 1982, a raíz de la baja en los precios del petróleo y el deterioro de la situación externa del Ecuador. Según se aprecia en el Cuadro II-14, tradicionalmente han coexistido un mercado oficial, con una tasa establecida por el gobierno, y un mercado libre. En el primero de estos dos mercados lo más común ha sido la adopción de tasas de cambio fijas, excepto en un breve período entre marzo de 1983 y septiembre de 1984, cuando se tuvo un régimen de minidevaluaciones. Por su parte, el mercado denominado "libre" ha sido en realidad un mercado dual desde

marzo de 1983, cuando el Banco Central empezó a intervenirlo para regular las cotizaciones. Desde entonces, ha existido así una tasa "libre intervenida" que es aquella mantenida por el Banco Central y otra propiamente libre, que por lo regular se ha colocado bien por encima de la primera por razones especulativas. Finalmente, cabe mencionar que como todos los sistemas de tasas de cambio múltiples, el ecuatoriano ha acudido a los traslados de transacciones de un mercado a otro como mecanismo administrativo para reforzar el manejo de la tasa de cambio.

La existencia de tres mercados cambiarios operando en condiciones fluctuantes ha dado origen a diferenciales muy volátiles entre sus respectivas tasas de cambio. Así, en el Gráfico II-2 se aprecia cómo el diferencial entre las tasas del mercado libre intervenido y no intervenido, que eran moderadas inicialmente, se elevaron a partir de agosto de 1984, cuando el Banco Central dejó de regular apropiadamente el mercado libre ante la intensificación de las presiones especulativas. En ese entonces, el diferencial se situó en 13.20%, y al comenzar 1985 ya superaba el 250%, nivel que mantuvo durante todo el año pasado. Para el presente año se aprecia una ampliación sustancial del diferencial, que en el mes de junio fue de 550%, como resultado de la aguda crisis en las cuentas externas ecuatorianas.

Por su parte, la evolución del diferencial entre la tasa oficial y la del mercado libre no intervenido en los últimos años muestra la influencia de algunos factores externos al Ecuador, así como el efecto de las decisiones cambiarias mencionadas. Así, en



## CUADRO II-14

PRINCIPALES MODIFICACIONES DEL REGIMEN CAMBIARIO  
ECUATORIANO A PARTIR DE 1982

	Mercado Oficial	Mercado libre
Desde noviembre de 1971 hasta mayo de 1982.	Se mantiene la tasa fija de S.25/USD.	El mercado libre se encuentra reglamentado. No interviene el Banco Central.
Desde mayo de 1982 hasta marzo de 1983.	Se mantiene la tasa fija de S.33/USD.	
Desde marzo de 1983 hasta septiembre de 1984.	Se establece el sistema de minidevaluaciones a partir de S.42/USD.	El Banco Central interviene en el mercado libre y se crea un paralelismo entre el mercado libre intervenido y el libre puro.
Desde septiembre de 1984 hasta agosto de 1985.	Se suspenden las minidevaluaciones y se establece la tasa fija de S.67/USD.	Se continúa la intervención para sostener la tasa de S.95/USD en el mercado controlado. La tasa libre se mantiene más alta.
Desde agosto de 1985 hasta enero de 1986.	Se inicia un proceso de unificación de los dos mercados oficiales que concluye en noviembre de 1985 con una única tasa de S.95/USD.	
Desde enero de 1986.	Se mantiene la tasa de S.95/USD.	Se separa nuevamente el mercado intervenido, cuya tasa se sostiene en S. 108.5/USD, hasta agosto, y en S.165/USD a partir de entonces. El mercado libre no intervenido sigue registrando cotizaciones más elevadas.

1982 se captan claramente los efectos de la caída en el precio internacional del crudo que elevó el diferencial a niveles superiores al 60%, en contraste con el 20-30% prevaleciente en 1981. A partir de 1983 la devaluación en el mercado oficial redujo la distancia entre estas dos cotizaciones, que había llegado a ser de

113%. Desde mediados de 1984 el diferencial se ensanchó nuevamente, a pesar de la devaluación en el mercado oficial, pero a finales de 1985 la unificación de los mercados oficial y libre controlado redujo la brecha de las dos cotizaciones. No obstante, durante el presente año se produjo un nuevo distanciamiento entre la

cotización oficial y la libre hasta alcanzar un diferencial del 77% en el mes de junio pasado.

La tasa de cambio real del peso frente a la moneda ecuatoriana muestra un comportamiento claramente diferenciable según la cotización del sucre que se utilice (Cuadro II-15). Cuando se considera la tasa de cambio oficial (relevante para el comercio registrado hasta agosto de 1985) se aprecia que entre 1983 y 1984 el

manejo de la tasa de cambio en ambos países no afectó sustancialmente su competitividad cruzada, ya que el nivel real de la moneda colombiana frente al sucre no se modificó sustancialmente en relación con 1980. Posteriormente, a lo largo de 1985, la acelerada devaluación del peso le permitió a la moneda colombiana depreciarse en casi un 40% en términos reales frente al sucre. Sin embargo, la unificación cambiaría y la fuerte devaluación nominal del sucre en el

**CUADRO II-15**  
**INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DEL PESO**  
**CON RELACION AL SUCRE**  
**Base 1980 = 100**  
**(Tasa de cambio oficial)**

	Según cotización del sucre en el mercado:		
	Oficial	Libre Intervenido	Libre
1980	100.0	—	87.3
1981	102.2	—	83.0
1982	107.1	—	78.9
II	81.1	—	55.6
III	84.2	—	48.3
IV	92.4	—	51.0
1983	100.9	65.4	63.4
II	89.4	50.1	45.9
III	99.2	65.4	63.0
IV	99.4	60.7	61.3
1984	97.9	62.0	62.4
II	97.2	66.8	67.0
III	96.6	67.5	66.5
IV	103.2	72.2	60.1
1985	117.2	82.1	65.4
II	129.0	90.4	76.0
III	145.5	101.9	90.4
IV	140.1	124.4	97.8
1986	109.8	96.1	76.2
II	112.6	98.5	66.5
Junio	113.6	99.6	64.2

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

mes de noviembre de 1985 contrarrestaron rápidamente la ganancia obtenida durante los primeros meses del año. Finalmente, el índice de la tasa de cambio en el pasado mes de junio fue inferior en un 19% al del cuarto trimestre de 1985, aunque en todo caso superó en un 13% el de 1980.

En contraste, la tasa de cambio real calculada a partir de las cotizaciones del mercado libre controlado (relevante para el comercio registrado desde finales de 1985) mostró hasta el segundo trimestre de 1984 un considerable grado de revaluación real. En particular, el nivel real de esta tasa en 1983 implicó una apreciación real de la moneda colombiana del orden del 40% frente al nivel de 1980. Esta revaluación logró reducirse a un 30% a finales de 1984 y se corrigió plenamente durante 1985, cuando la acelerada devaluación del peso permitió depreciar la moneda frente al sucre en un 72% en un solo año. Sin embargo, como ocurrió con la tasa oficial, esa ganancia se perdió parcialmente durante el presente año, en virtud de la caída del sucre. Así, en el mes de junio la competitividad de las exportaciones e importaciones colombianas registradas se situó en un nivel muy similar al de 1980.

Finalmente, la evolución de la tasa de cambio real que utiliza la cotización del dólar en el mercado libre no controlado, la cual es aplicable a las transacciones de frontera no registradas, indica que durante la mayor parte del período 1982-1986 hubo un atractivo relativo para efectuar las transacciones comerciales de importación desde el Ecuador por vías ilegales, mientras que lo contrario ha

ocurrido con las exportaciones hacia ese país. Además, en términos comparativos, la tasa de cambio real del peso relevante para estas transacciones es inferior actualmente en un 26.5% a la de 1980, lo cual implica que ese atractivo es ahora considerablemente mayor.

### C. Comportamiento del intercambio Colombo-venezolano

#### 1. Comercio registrado

Durante los últimos tres años se ha registrado un colapso total del intercambio de bienes entre Colombia y Venezuela. En efecto, las exportaciones colombianas con destino al mercado venezolano se redujeron de US\$366 millones en 1982 a sólo US\$117 millones en 1983, después de la devaluación del bolívar y del intenso control a las importaciones ejercido por las autoridades venezolanas. En términos de su participación dentro del total de exportaciones colombianas, las ventas al mercado venezolano pasaron de representar el 11% en 1982 a sólo el 3.7% en 1983. Asimismo, durante 1984 la mayor devaluación del bolívar redujo aún más las exportaciones colombianas, que se situaron en un nivel muy próximo a los US\$95 millones (Ver Cuadro II-16). La contracción de las exportaciones al vecino país entre 1982 y 1984 se reflejó rápidamente sobre las confecciones (-87%), las manufacturas de cuero (-89%), los metales ferrosos (-96%), y sobre algunos productos agrícolas de importancia, como la carne (-82%), el azúcar (-64%) y otros cuyo comercio desapareció (v. gr. los quesos).

Durante 1985, algunos de los rubros de exportación como las confec-

**CUADRO II-16**  
**INTERCAMBIO COMERCIAL COLOMBO-VENEZOLANO\***  
 (Comercio Registrado)  
 Millones de dólares

	1981	1982	1983	1984	1985	Enero- Marzo 1986
EXPORTACIONES	341.0	365.6	117.2	95.5	142.8	29.4
– Confecciones	74.5	69.4	10.7	7.9	16.7	1.3
– Manufacturas de Cuero	12.9	26.4	5.1	2.9	12.2	1.6
– Industria Editorial	18.0	18.0	15.3	11.6	14.2	2.6
– Químicos orgánicos	10.1	4.7	6.6	7.9	7.8	1.3
– Aparatos mecánicos y eléctricos	25.0	33.6	12.0	10.3	1.5	0.9
– Autopartes	10.8	8.6	5.0	3.4	2.1	–
– Fundición, hierro y cobre	17.8	24.1	2.9	0.9	–	–
– Coques, hullas bituminosas	4.3	4.9	3.6	5.3	5.3	1.0
– Carnes	33.9	39.2	28.9	7.0	–	–
– Quesos	16.7	10.0	0.2	–	–	–
– Azúcares	–	14.8	–	5.0	3.6	–
– Algodón	5.5	6.3	0.2	5.2	5.0	–
– Otros	111.5	105.6	26.7	29.8	74.4	19.6
IMPORTACIONES	409.6	354.6	393.6	387.4	333.8	49.2
– Hidrocarburos	313.3	258.3	300.0	273.3	191.6	14.2
– Urea y amoníaco	19.5	18.8	17.5	21.7	20.2	2.4
– Fundición, hierro y cobre	21.4	22.2	20.7	24.0	16.6	10.4
– Aluminio	30.5	21.2	26.8	28.3	36.1	5.0
– Otros	24.9	34.1	28.6	40.1	69.3	17.2
Balance Comercial	–68.6	11.0	–276.4	–291.9	–141.0	–19.8
Balance comercial sin petróleo	244.7	269.3	23.6	–18.6	– 5.2	– 5.6
o/o Exportaciones totales sin café	22.2	23.8	7.4	5.7	10.4	9.8
o/o Importaciones totales	7.9	6.4	7.9	8.6	7.3	4.3
o/o Importaciones totales sin petróleo	2.1	2.0	2.6	2.3	3.6	3.3

\* Hasta 1984 según manifiestos de aduana, 1985 y 1986 según registros del INCOMEX.

Fuente: DANE, INCOMEX, cálculos Banco de la República.

ciones y los artículos de cuero se recuperaron ligeramente, gracias a lo cual las ventas totales a Venezuela se incrementaron en un 49% frente al reducido nivel registrado en 1984. Con todo, el valor total de las exportaciones sólo alcanzó un monto equivalente al 39% del registrado en 1982. Infortunadamente, las tendencias expansionistas del año pasado se revirtieron por completo durante el primer trimestre del presente año como resultado de la aceleración de la devaluación venezolana y del traslado de los productos importados de Colombia a la tasa de cambio libre.

Por el contrario, las importaciones colombianas provenientes de Venezuela han mantenido una gran estabilidad desde 1981, como resultado de su carácter complementario con la producción doméstica, que minimiza el efecto sobre la demanda de las variaciones en la tasa de cambio real. Así, el valor de las importaciones se elevó de US\$355 a US\$394 millones entre 1982 y 1983, en 1984 mostraron poca variación y en 1985 se redujeron en un 14% como resultado de las menores compras de hidrocarburos. Para el presente año se espera una contracción aún mayor, dado el aumento en la producción doméstica de hidrocarburos, rubro que representa un 57% de las importaciones provenientes del vecino país.

Como resultado de la evolución conjunta de las importaciones y las exportaciones, el balance del comercio registrado colombo-venezolano muestra saldos negativos considerables para Colombia durante los últimos años. En efecto, de un ligero superávit en 1982 (US\$11 millones) se pasó a tener un déficit de US\$276

millones en 1983, el año de la primera devaluación. Durante 1984 el desbalance se amplió a US\$292 millones, para luego reducirse en US\$100 millones durante 1985, en virtud del aumento en las exportaciones y la reducción en las importaciones de hidrocarburos.

El colapso del comercio fronterizo puede también verse a través del comportamiento del balance comercial sin hidrocarburos, que ha sido ligeramente deficitario durante los últimos años. En síntesis, la participación del mercado venezolano en las exportaciones colombianas no tradicionales se redujo de 23.8% en 1982 a 5.7% en 1984, mientras que las importaciones provenientes de Venezuela pasaron de representar el 6.4% del total en 1982 al 8.6% en 1984.

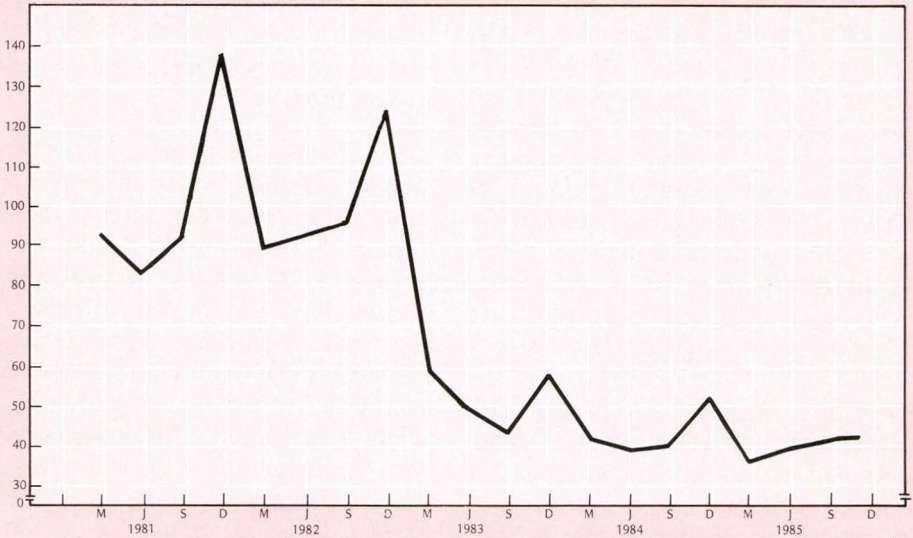
## *2. Comercio no registrado*

El comercio no registrado con Venezuela ha sido particularmente sensible a las variaciones en la tasa de cambio real. Un indicador del comportamiento de dicho comercio lo constituye el índice del valor de las ventas en Cúcuta, ciudad donde se realiza la mayor parte de las compras no registradas por parte de los venezolanos. En el Gráfico II-3 se aprecia que durante 1981 y 1982 las ventas en Cúcuta se encontraban en una fase de expansión, que fue luego drásticamente revertida en los primeros meses de 1983 a raíz de la devaluación del bolívar y la significativa apreciación real de la moneda colombiana (Cuadro II-13).

Como resultado del elevado grado de revaluación real del peso en dicho mercado, las ventas en Cúcuta se



GRAFICO II-3  
 INDICE DEL VALOR DE LAS VENTAS EN CUCUTA  
 (Comercio en general)



Fuente: Banco de la República.

redujeron entre 1983 y 1985 a un 40% del nivel promedio de 1981 y 1982 (eliminada la estacionalidad que se observa en los meses de diciembre). El panorama actual del comercio fronterizo se ha visto agravado, además, por el hecho de que muchos de los productos venezolanos que entran ilegalmente a Colombia no sólo se benefician de una moneda subvaluada, sino también de una variedad de subsidios otorgados a sus insumos, que amplifican aún más las diferencias en los precios relativos entre los dos países. Así, según un estudio reciente<sup>6</sup>, el subsidio cambiario a las exportaciones agrícolas puede llegar a un 167% para

los productos cuyo valor agregado en Venezuela sea del orden del 30% del valor FOB. Adicionalmente, la política agropecuaria venezolana incluye créditos subsidiados, precios mínimos de sustentación y una política agresiva de inversiones públicas en la adecuación de tierras. Por eso, el futuro del comercio no registrado no parece halagador y aunque en el corto plazo puede tener efectos favorables sobre la inflación doméstica, en el mediano plazo puede dar lugar a efectos depresivos sobre el sector agrícola colombiano. Sin embargo, para combatir esta situación las autoridades no pueden utilizar la tasa de cambio, ya que su manejo no puede atarse a los intereses de un sector específico de la producción. Además, no se tiene actualmente ninguna certeza sobre la persistencia de las po-

<sup>6</sup> "Política Agropecuaria en Venezuela y sus implicaciones para Colombia", Ministerio de Agricultura", 1986.

líticas de subsidios en Venezuela, ni sobre sus efectos de mediano plazo en la producción de los distintos productos. En estas circunstancias, la adopción de medidas compensatorias de parte de Colombia requiere aún de un esfuerzo adicional de investigación para precisar la verdadera incidencia de los subsidios y la viabilidad y conveniencia de políticas semejantes en Colombia.

#### D. Comportamiento del intercambio colombo-ecuatoriano

##### 1. Comercio registrado

A diferencia de las relaciones comerciales colombo-venezolanas, el intercambio de bienes entre Colombia y Ecuador se ha caracterizado por una relativa estabilidad durante los últimos cinco años. En efecto, a pesar de las sucesivas devaluaciones del sucre, las exportaciones colombianas con destino a dicho mercado registraron variaciones pequeñas durante el período 1981-1985 (Cuadro II-17). No obstante, se puede distinguir una fase de deterioro (1981-1983) y otra de recuperación (1983-1985), atribuibles a la devaluación ecuatoriana de 1982-1983 y a la posterior corrección del atraso cambiario de la moneda colombiana (1984-1985). De esta forma, el comportamiento del índice de la tasa de cambio real del peso frente al sucre explica acertadamente estas tendencias (Cuadro II-15). Dentro de este patrón, las exportaciones colombianas han mantenido un relativo grado de diversificación, con grandes fluctuaciones en los rubros de mayor importancia. El comportamiento de las importaciones ha sido más inestable, en virtud de la variabilidad en las importaciones de combustibles. Los demás rubros de

importación, concentrados en pocos productos como los enlatados de atún y sardinas y la harina de pescado no han registrado grandes fluctuaciones, a excepción de 1983 cuando se vieron reducidos drásticamente. Las importaciones de cacao crecieron significativamente durante 1985 y el primer trimestre del presente año como resultado de la insuficiencia en la producción doméstica de este insumo.

Como un todo, el comercio bilateral ha sido claramente deficitario durante los últimos años, en niveles que fluctúan entre los US\$20 y los US\$40 millones. En 1983 la magnitud de las compras de hidrocarburos elevó el desequilibrio a US\$118 millones, mientras que en 1985, cuando se suspendieron las importaciones de este tipo de bienes, se registró un virtual equilibrio comercial.

Las autoridades económicas de los dos países han buscado ampliar el comercio global mediante acuerdos de carácter bilateral. Aunque dichos acuerdos han establecido metas semestrales para los montos de importación y exportación en 1985 y 1986, se han registrado pocos avances en el volumen del comercio, debido, entre otras razones, a que se han mantenido algunas prácticas comerciales en Ecuador que discriminan en contra de los productos colombianos. La evolución futura del comercio entre los dos países dependerá crucialmente del comportamiento de la cotización del dólar en el mercado libre ecuatoriano. Según se aprecia en el Cuadro II-15, la tasa de cambio real del peso frente al sucre que utiliza dicha cotización muestra

**CUADRO III-17**  
**INTERCAMBIO COMERCIAL COLOMBO-ECUATORIANO\***  
 (Comercio Registrado)  
 Millones de dólares

	1981	1982	1983	1984	1985	Enero- Marzo 1986
<b>EXPORTACIONES</b>	52.8	48.7	42.2	45.9	63.9	14.6
– Químicos y materias plásticas	11.6	12.4	13.1	12.7	9.9	2.4
– Medicamentos	8.4	6.6	5.5	5.9	4.7	1.7
– Papel, carbón e industria editorial	4.2	4.7	4.8	6.2	8.7	1.5
– Maquinaria	7.3	6.8	4.3	3.3	3.0	0.1
– Vidrio y cerámicas	6.6	5.9	3.3	2.3	2.5	0.5
– Arroz	–	–	1.8	6.5	5.6	–
– Otros	14.7	12.3	9.4	9.0	29.5	8.4
<b>IMPORTACIONES</b>	83.4	90.2	160.0	68.9	63.7	32.5
– Conservas de atún y sardinas	30.5	28.8	13.8	21.0	20.7	22.1
– Harina de pescado	23.6	23.0	9.8	26.1	16.2	1.1
– Combustibles	5.7	–	111.8	8.8	–	–
– Madera	4.8	4.4	4.7	0.2	–	–
– Cacao	3.4	7.1	1.2	1.8	9.3	6.2
– Otros	15.4	26.9	18.7	11.0	17.5	3.1
Balance comercial	–30.6	–41.5	–117.8	–23.0	0.2	–17.9
Balance comercial sin petróleo	–24.9	–41.5	– 6.0	– 14.2	0.2	–17.9

\* Hasta 1984, según manifiestos de aduana; 1985-1986, según registros del INCOMEX.  
 Fuente: DANE, INCOMEX, Cálculos de FEDESARROLLO.

una revaluación real del peso del orden del 34% durante el primer semestre del presente año, que revirtió la totalidad de las ganancias obtenidas en términos de competitividad de los productos colombianos a lo largo de 1985. Por consiguiente, las perspectivas de dicho intercambio no pueden ser optimistas para Colombia, máxime cuando la economía ecuatoriana enfrenta una crisis abrumadora en sus cuentas externas.

## 2. Comercio no-registrado

El comercio fronterizo no registrado con Ecuador repercute ampliamente sobre el valor de las ventas al por mayor y al por menor en la ciudad de Ipiales, cuya actividad comercial se orienta básicamente al mercado ecuatoriano. Por su parte, la mayor integración de la ciudad de Pasto con otras regiones del país ha aislado relativamente su actividad comer-

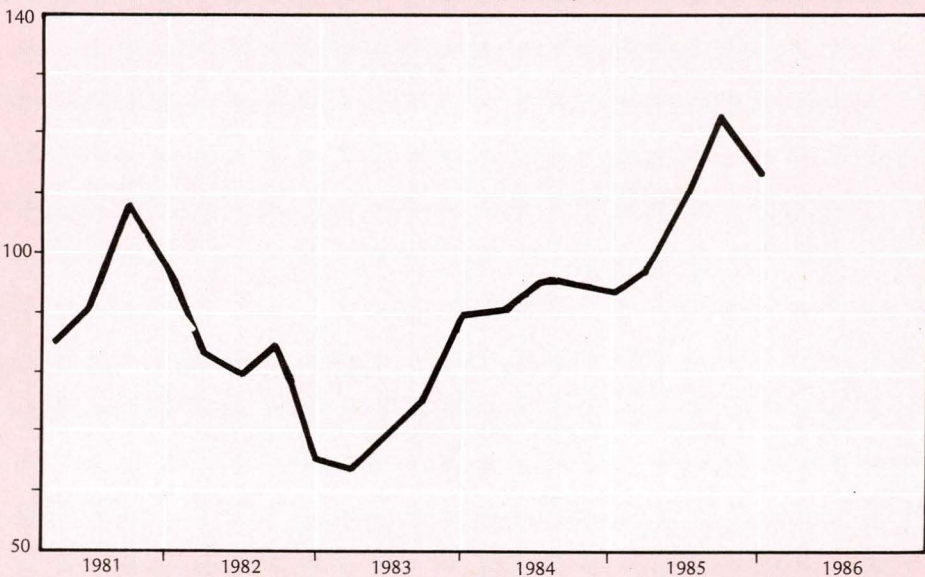
cial de las fluctuaciones de la moneda colombiana frente al sucre. Como se aprecia en el Gráfico II-4, las ventas en Ipiales sufrieron un deterioro considerable durante 1982 y 1983 a raíz de la devaluación del sucre, que redujo la competitividad de los productos colombianos en un 47% entre 1980 y el primer trimestre de 1983 (Cuadro II-15). Como resultado, el índice del valor de las ventas se redujo en más de un 40% entre el segundo semestre de 1981 y el primer semestre de 1983. De igual forma, a lo largo de 1984 y 1985, la devaluación real del peso frente al sucre generó una recuperación significativa del comercio no registrado, que llevó el valor de las ventas en Ipiales en septiembre del año pasado al nivel más alto de los últimos cinco años (30% superior al promedio 1978-1979). Aunque no se dispo-

ne de información sobre el valor de las ventas en Ipiales durante el presente año, es presumible que la apreciación del peso frente al sucre haya originado una nueva reducción en el comercio fronterizo no registrado, cuyas perspectivas, al igual que las de las transacciones registradas, son poco alentadoras.

### V. BALANCE DE SERVICIOS Y FLUJOS DE CAPITAL EN LA BALANZA CAMBIARIA

Como resultado de los mayores ingresos por servicios no financieros y transferencias y del aumento en los ingresos netos por servicios vinculados al sector energético, el déficit del balance de servicios y transferencias se redujo a US\$430 millones durante los primeros ocho meses del año, en contraste con US\$767 millones regis-

GRAFICO II-4  
INDICE DEL VALOR DE LAS VENTAS EN EL COMERCIO DE IPIALES  
(Comercio en general)



Fuente: Banco de la República. Departamento de investigaciones económicas.



trados durante el mismo período en 1985 (Cuadro II-18). La cuenta de servicios de capital registró un déficit de US\$756 millones, muy similar al de un año atrás, reflejando una relativa estabilidad, tanto en los ingresos como en los egresos de servicios financieros. En cambio, los ingresos no financieros aumentaron sustancialmente en los ocho primeros meses de 1986. En efecto, a raíz de la desaceleración en el ritmo de devaluación, de la reducción de las tasas de interés en los mercados internacionales y

del fortalecimiento de las cuentas externas del país, los reintegros de este rubro cambiario se han elevado en 56.7%. Por este motivo, el balance de servicios no financieros y transferencias registró un superávit de US\$ 233 millones a finales de agosto pasado, cifra bien superior a la correspondiente al año anterior (US\$41 millones).

Los ingresos por explotación y exploración de petróleo realizados por las compañías asociadas se elevaron

**CUADRO II-18**  
**BALANZA CAMBIARIA: RESUMEN**

	1985	Enero-Agosto		1986/ 1985
		1985	1986	
I. Balance en cuenta corriente	143.5	-191.5	583.3	-
A. Balance comercial	983.2	575.9	1.013.5	76.0
B. Balance de servicios y otras transacciones corrientes	-839.7	-767.3	-430.3	-
II. Balance de capitales	302.3	192.9	-340.3	-
A. Inversión Directa	105.0	84.0	29.3	-54.7
B. Crédito neto al sector privado	26.3	5.3	-59.7	-
C. Crédito neto al sector público	171.0	103.6	-309.9	-
III. Otros movimientos de divisas <sup>a</sup>	- 20.1	- 24.8	- 4.3	-
IV. Variación de reservas brutas	425.7	-23.5	238.7	-
V. Saldo en reservas brutas	2.313.1	1.863.9	2.551.7	36.9

Fuente: Banco de la República.

a Operaciones Swap, depósitos en moneda extranjera de los bancos, utilidades en ventas de oro, pérdidas netas en compraventa de divisas, DEG y pesos andinos.



en casi US\$100 millones entre los períodos en consideración, como resultado de las inversiones que actualmente se realizan en este sector, en tanto que la caída en los precios internacionales del petróleo ha llevado a reducir el valor de las compras de crudo y gas natural que realiza Ecopetrol a las compañías asociadas. Como resultado de la conjunción de estas dos circunstancias, el balance de servicios vinculados al sector energético registró un superávit de US\$ 93 millones en los primeros ocho meses de 1986, que contrasta con el déficit de US\$48 millones, en el mismo período de 1985.

El efecto conjunto de la reducción en el déficit de servicios y transferencias y el aumento en el superávit comercial fue la generación de un importante superávit en la cuenta corriente de la balanza cambiaria. En efecto, de un déficit acumulado de US\$192 millones a finales de agosto del año anterior se pasó a registrar un balance positivo de US\$583 millones durante los primeros ocho meses del presente año. Así mismo, la cuenta de capital mostró un comportamiento opuesto entre los dos períodos en consideración, ya que hasta agosto de 1985 se registró un superávit de US\$193 millones, mientras que en el mismo período del presente año los egresos netos de capitales ascendieron a US\$340 millones. Este resultado es atribuible a la acelerada cancelación de pasivos externos del sector público y, especialmente, al pago a comienzos de año del crédito que por US\$290 había concedido el Fondo Andino de Reservas durante 1985. Igualmente, la inversión extranjera directa se redujo en un 55% entre los períodos en consideración,

a tiempo que las amortizaciones de la deuda externa del sector privado excedieron en US\$60 millones los ingresos de divisas correspondientes a nuevos empréstitos.

En síntesis, las reservas internacionales aumentaron durante los primeros ocho meses del año en US\$239 millones, elevando el saldo de reservas brutas a US\$2.552 millones al final de agosto pasado, nivel que equivale a aproximadamente ocho meses de importaciones.

## VI. EVOLUCION TRIMESTRAL DE LA BALANZA DE PAGOS

La corrección del desequilibrio comercial de la balanza de pagos sólo se manifestó con firmeza a partir del último trimestre de 1985, cuando se registró un superávit cercano a los US\$400 millones, un año después de que la balanza cambiaria comenzara a mostrar resultados positivos en las cuentas comerciales (Cuadro II-19). Durante el primer trimestre del presente año el balance comercial de la balanza de pagos arrojó un saldo positivo de US\$594 millones, muy superior al registrado por los movimientos cambiarios, ya que el extraordinario aumento en el valor de las exportaciones de café no se reflejó plenamente sobre los reintegros de divisas, debido a la cancelación de pasivos externos del Fondo Nacional del Café.

Por su parte, la evolución trimestral del balance de servicios y transferencias es consistente con las tendencias cambiarias observadas en la sección anterior. En efecto, a partir del tercer trimestre de 1985 la cuenta de servicios no financieros se tor-

**CUADRO II-19**  
**EVOLUCION TRIMESTRAL DE LA BALANZA CAMBIARIA Y DE LA BALANZA DE PAGOS**  
 (Millones de dólares)

	Balance comercial		Balance de servicios y otras transacciones corrientes (B. cambiaria)			Balance en cuenta corriente		Balance de capitales y otros movimientos de divisas		Variación en reservas brutas
	Balanza cambiaria	Balanza pagos <sup>1</sup>	Total	Servicios no financieros	Balanza Cambiaria	Balanza cambiaria	Balanza de pagos	Balanza cambiaria	Balanza de pagos <sup>2</sup>	
1983										
I	-322.1	-376.8	386.1	-192.7	-193.4	-708.2	-762.9	71.0	125.7	-637.2
II	107.4	-344.2	358.0	-139.3	-218.7	-250.6	-702.2	- 56.9	394.7	-307.5
III	-271.1	-183.0	442.6	-221.3	-221.3	-713.7	-625.6	- 23.0	-110.8	-736.4
IV	86.4	-300.3	234.5	-195.5	- 38.8	-148.1	-534.8	112.4	499.1	- 35.7
1984										
I	-382.3	-111.9	-360.2	-235.5	-124.7	-742.5	-472.1	27.9	-242.5	-714.6
II	67.5	- 74.8	-441.5	-252.9	-188.6	-374.0	-516.3	- 0.9	141.4	-374.9
III	-121.7	-165.3	-451.4	-279.1	-172.3	-573.1	-616.7	163.9	207.5	-409.2
IV	209.0	8.6	-225.8	-199.8	- 26.0	- 16.8	-217.2	22.7	427.4	210.2
1985										
I	239.5	- 43.7	-363.5	-266.9	-96.6	-124.0	-407.2	156.7	439.9	32.7
II	263.9	54.8	-289.1	-225.3	- 63.8	-25.2	-234.3	- 51.1	158.0	- 76.3
III	161.7	-279.6	-178.8	-253.6	74.8	- 17.1	-458.4	108.6	584.1	125.7
IV	318.1	399.5	- 8.3	-230.6	222.3	309.8	391.2	33.8	- 47.6	343.6
1986										
I	359.9	594.3	- 92.0	-213.0	121.0	267.9	502.3	-338.6	573.0	- 70.7
II	530.2	n.d.	-243.9	-283.5	39.6	286.3	n.d.	33.8	n.d.	302.1

<sup>1</sup> Elimina el sobreprecio a las compras de oro.

<sup>2</sup> Obtenido como residuo

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República, DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

nó superavitaria, contrarrestando los egresos netos correspondientes al pago de intereses. Así, el déficit global de servicios se logró reducir radicalmente entre esa fecha y el primer trimestre del presente año. Sin embargo, entre abril y junio pasados se revirtió parcialmente esta mejoría, ya que se registró un déficit similar al de un año atrás.

A su turno, durante el último trimestre de 1985, y por primera vez desde finales de 1980, la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un saldo superavitario. En efecto, como resultado de la sustancial mejoría en el balance comercial y de la reducción en el déficit de servicios, la cuenta corriente registró un superávit de US\$391 millones entre octubre y diciembre pasados. Durante el primer trimestre del presente año se fortaleció la situación de esta cuenta, ya que el superávit sobrepasó los US\$502 millones. Sin embargo, estos recursos resultaron insuficientes para financiar la acelerada amortización de deuda externa durante el período (especialmente aquella en manos del Banco de la República y del Fondo Nacional del Café), por lo cual las reservas internacionales se redujeron ligeramente. En efecto, la balanza de capitales de la balanza de pagos registró egresos netos por US\$573 millones durante el primer trimestre del año, dando origen a una caída de US\$71 millones en las reservas internacionales. Aunque no se dispone de información completa sobre el segundo semestre del año, los resultados de la balanza cambiaria muestran que las cuentas externas se han fortalecido, dando como resultado un aumento de reservas internacionales de US\$302 millones.

## VII. PERSPECTIVAS

Con base en los resultados discutidos a lo largo del capítulo, en el Cuadro II-20 se presenta una proyección preliminar de los posibles resultados de la balanza de pagos en 1986. Según este estimativo cabe esperar al finalizar el año un incremento de US\$684 millones en las reservas brutas del país, producto de un déficit en la cuenta corriente de US\$316 millones y unos ingresos netos de capitales por aproximadamente US\$1.000 millones. El moderado déficit de la cuenta corriente en relación con años anteriores será el resultado de un abultado superávit comercial y de la reducción del déficit de servicios. Por su parte, la mejoría en el balance de bienes obedece en su mayor parte al aumento en las exportaciones que superarán en US\$1.000 millones las del año anterior. Además, el dinamismo inesperado en las compras de oro contribuirá a fortalecer las cuentas comerciales, pero la caída en los precios internacionales de los productos energéticos y el aumento en las importaciones propiciado por la liberación de 1985 contrarrestarán las demás tendencias favorables.

Por su parte, los mayores ingresos cambiarios netos de la cuenta de servicios no financieros producirán un superávit de US\$110 millones en esta cuenta, pero esta ganancia se verá compensada por el deterioro de la cuenta de servicios financieros. En suma, la cuenta de servicios no mostrará globalmente grandes variaciones entre 1985 y 1986.

A su turno, la cuenta de capital reflejará entradas netas por aproxima-

**CUADRO II-20**  
**PROYECCION DE LA BALANZA DE PAGOS**  
**1984-1986**  
**(Millones de dólares)**

	1984	1985	1986 <sup>e</sup>
I. Balance en cuenta corriente	- 2050	-1220	- 316
A. Balanza comercial	- 404	149	1054
1. Exportaciones	3378	3518	4804
a. Café	1734	1712	2748
b. Hidrocarburos	445	410	431
c. Carbón	38	121	210
d. Ferroníquel	62	58	65
e. Otros	1099	1217	1350
2. Compras de oro	245	365	450
3. Importaciones FOB	4027	3734	4200
a. Combustibles	445	459	113
b. Otros	3582	3275	4087
B. Servicios no financieros y transferencias (neto)	- 406	- 15	110
C. Servicios financieros (neto)	- 1240	- 1354	- 1480
a. Ingresos <sup>a</sup>	121	96	100
b. Egresos <sup>a</sup>	1361	1450	1580
II. Financiación	762	1645	1000
A. Inversión directa	561	729	350
B. Crédito neto al sector público	1019	1392	1100
C. Crédito neto al sector privado contrapartidas y errores y omisiones	- 818	- 476	- 450
III. Cambio en reservas brutas	- 1288	425	684
IV. Saldo en reservas brutas	1888	2313	2997
Memo: déficit en cuenta corriente /PIB (‰)	5.6	3.7	1.0

Fuente: 1984-1985: Banco de la República. 1986 estimación de FEDESARROLLO.

<sup>a</sup> Incluye intereses, utilidades y dividendos.

damente US\$1.000 millones, monto notablemente inferior al registrado en 1985. La evolución de las operaciones de financiación se ha caracterizado durante el presente año por la

acelerada cancelación de pasivos externos y por la sustancial reducción de la inversión extranjera directa, que tuvo un relativo auge durante el año pasado.

# Moneda y crédito

## I. INTRODUCCION Y RESUMEN

En el frente monetario, los meses intermedios del año en curso se caracterizaron por una situación de liquidez abundante. Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios continúan a un nivel alto pero han evidenciado una cierta desaceleración después de junio. El factor principal de expansión de la base monetaria continúa siendo el crecimiento de las reservas internacionales inducido por la favorable situación de las exportaciones cafeteras. Esta fuente de expansión ha sido neutralizada por las operaciones con títulos del Banco de la República, particularmente las llevadas a cabo con Títulos de Participación. En este esfuerzo contraccionista ha jugado un papel muy importante el acuerdo suscrito entre los cafeteros y el gobierno para el manejo de la bonanza.

Hasta la primera quincena de septiembre la Junta Monetaria dió continuidad a la política de control monetario que se había diseñado a principios del año y cuyas piezas centra-

les son el acuerdo con los cafeteros, las operaciones de mercado abierto y un conjunto de medidas tendientes a disminuir el ritmo de acumulación de las reservas internacionales. Sin embargo, en vista de que las presiones hacia la expansión no parecían ceder, las autoridades monetarias se vieron precisadas en las semanas siguientes a tomar medidas selectivas en materia de encajes y de tasas de redescuento con el fin de extremar el control monetario.

En junio, el gobierno decidió liberar las tasas de interés de captación y colocación, las cuales se habían sometido a control administrativo en enero. Como resultado de la liberación se ha presentado una tendencia no muy acentuada, pero definida, hacia el alza cuya causa más probable, en lo que se refiere a la tasa de colocación, es el empeño de recuperar los márgenes de ganancia por parte de los bancos. Ha habido, sin embargo, fuerzas económicas que han actuado en contra del alza, destacándose entre estas los excesos de liquidez del sistema financiero y del resto de la



economía. En estas condiciones, sería prudente restablecer los límites administrativos con el fin de garantizar un nivel de tasas de interés inferior al actual que no atente contra la recuperación del sector productivo.

Otro fenómeno interesante que se presentó durante los meses intermedios del año fue el comportamiento independiente de la tasa de inflación respecto de la tasa de crecimiento de los medios de pago (tanto contemporánea como rezagada). En verdad dicho comportamiento no sólo fue independiente sino opuesto: mientras que los medios de pago crecieron a un ritmo acelerado entre abril y junio, la tasa de inflación estuvo descendiendo a lo largo de ese período. Como se analiza más adelante, éste fue un experimento de laboratorio, llevado a cabo por la economía misma, que refuta las versiones más simplistas y mecánicas de la teoría cuantitativa del dinero y suministra evidencia favorable a la hipótesis estructuralista acerca de los determinantes de la inflación.

## II. LA OFERTA MONETARIA

Las últimas cifras disponibles permiten afirmar que la situación de abundante liquidez que había predominado en los primeros meses del año ha seguido persistiendo. Así, pues, la tasa de crecimiento anual de los medios de pago (M1), a 30 de agosto de 1986, fue de 36.4%, la cual contrasta con la correspondiente tasa un año antes (31 de agosto de 1985) que fue de 22.7%. El incremento de la base monetaria en el período comprendido entre el 31 de agosto de 1985 y el 30 de agosto de 1986 fue de 29.2%, mientras que para el año previo fue tan sólo de 13.6%. Este

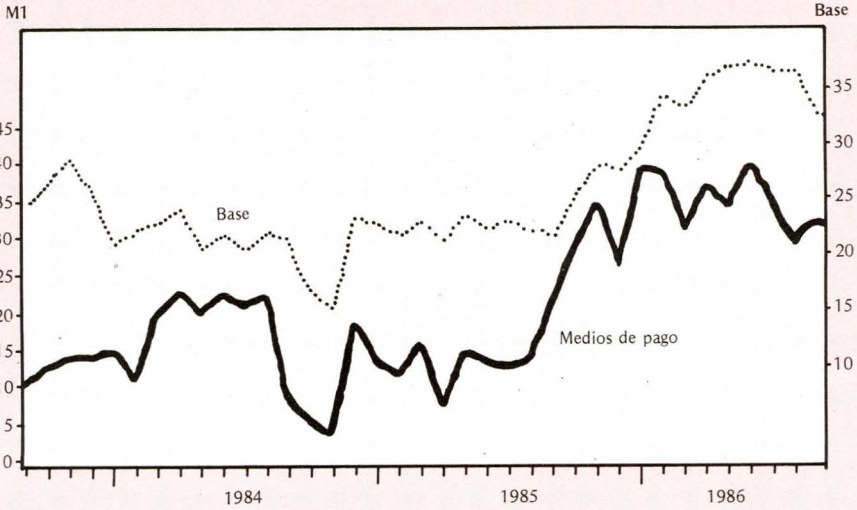
dinamismo se sigue transmitiendo, sin excepción, a los demás componentes de la liquidez a disposición del público, como lo demuestra el hecho de que la oferta monetaria ampliada haya crecido el 34.4%, los cuasidineros el 33.3% y el ahorro transferible captado a través de los principales activos del mercado financiero el 35.4%. Empero, la tendencia hacia un crecimiento acelerado de los agregados monetarios que se había diagnosticado en la pasada entrega de *Coyuntura Económica* parece haber tocado su fin recientemente como lo sugieren los gráficos 1 y 2. Estos gráficos muestran que en los dos últimos meses se presentaron ligeros descensos en las tasas de crecimiento anual de los medios de pago, la oferta monetaria ampliada y los cuasidineros, respectivamente. En el caso de la base monetaria, la desaceleración es aún más marcada, como lo evidencia el que la tasa de crecimiento anual haya descendido de 38.5% a principios de junio a 29.2% el 30 de agosto.

### A. La base monetaria

En el período enero-agosto de 1986 la base monetaria se contrajo en \$41,486 millones, lo que equivale a 10.1% de la liquidez primaria disponible en diciembre pasado. De lejos, el factor más expansivo de la base ha sido la variación en las reservas internacionales netas, con un crecimiento equivalente al 33.5% de la base a fines del período anterior. Empero, esta fuente de expansión ha sido contrarrestada con creces por el cambio en los rubros restantes (Ver Cuadro III-1).

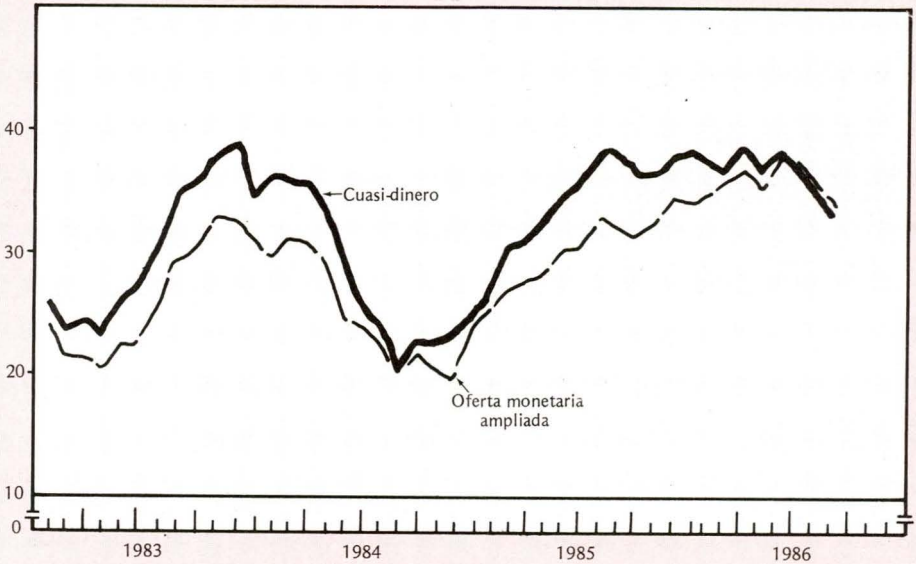
Las operaciones con títulos del Banco de la República se constituye-

**GRAFICO III-1**  
**TASAS DE CRECIMIENTO DE LA BASE Y LOS MEDIOS DE PAGO**  
 (Año completo)



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO. Escala izquierda: medios de pago, escala derecha: base monetaria.

**GRAFICO III-2**  
**TASAS DE CRECIMIENTO DE LA OFERTA MONETARIA AMPLIADA (M<sub>2</sub>)**  
 (Año completo)



Fuente: Banco de la República.

**CUADRO III-1**  
**ORIGEN DE LOS CAMBIOS EN LA BASE MONETARIA**  
 Enero—Agosto de 1986  
 (Millones de pesos)

I. Cambio en los activos del Banco de la República		139.030
A. Variación en las reservas internacionales netas	137.957	
B. Variación en el crédito doméstico	- 6.047	
1. Crédito neto tesoral	- 15.099	
2. Crédito neto al resto del sector público	13.657	
3. Crédito bruto a los bancos	-10.074	
4. Crédito bruto entidades de fomento	- 2.571	
5. Crédito bruto sector privado no bancario	8.040	
C. Otros activos netos		7.121
II. Pasivos no monetarios del Banco de la República		181.770
- Obligaciones en moneda extranjera bancos	- 528	
- Inversiones Títulos R. 28 y 60 de 1984	5.960	
- Depósitos entidades de fomento	182	
- Obligaciones sector privado	26.560	
- Operaciones con Títulos Banco de la República	140.669	
- Obligaciones externas a largo plazo	8.514	
- Fondo Inversiones Públicas	27	
- Fondo de Estabilización Cambiaria	0	
- Excedentes de liquidez del Fondo Nacional del Café	385	
III. Moneda de tesorería		1.254
IV. Variación de la base monetaria		- 41.486

Fuente: Banco de la República.

ron en la principal fuerza contraccionista durante el período bajo examen, originando una reducción de \$140.669 millones en la base, es decir, 34.1% en relación con el 28 de diciembre de 1985. Es importante tener presente, sin embargo, el comportamiento de los cuatro tipos dife-

rentes de títulos con los cuales opera el Banco Central, a saber, los Certificados de Cambio, los Títulos de Participación, los Títulos Canjeables y los Títulos de Regulación del Excedente Cafetero (TREC); estos últimos creados recientemente con el propósito de permitir la ejecución

del Acuerdo sobre política cafetera suscrito entre el gobierno y la Federación Nacional de Cafeteros el 21 de enero del presente año. En lo que toca a los Certificados de Cambio, éstos se caracterizaron por un comportamiento notoriamente expansionista, el cual se manifiesta en que su saldo se redujo, en lo que va corrido del año, en \$47.693 millones (11.60% de la base a finales de diciembre de 1985). Como es bien sabido, la causa de este comportamiento reside en la disminución del ritmo de devaluación, fenómeno que ha restado atractivo a dichos certificados.

Conscientes de que el saldo por liquidar de los Certificados de Cambio constituía una fuente peligrosa de expansión monetaria y ante el hecho de que el 29.20% de los certificados en circulación al empezar el año fueron liquidados en el término de los cinco meses siguientes, las autoridades monetarias autorizaron, mediante la Resolución 66 del 18 de junio, la expedición de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, con el fin de absorber los recursos invertidos en Certificados de Cambio y, por esta vía, asegurar que no entraran a aumentar la oferta monetaria. A estos títulos se les asignó una tasa de interés del 650% la cual, al constituir la base de una ganancia adicional<sup>1</sup>, incentivó a los tenedores de Certificados a adquirir los nuevos papeles. Un mes después, el 16 de julio, la Junta Monetaria disminuyó la tasa de interés a 50% y estableció como plazo único de expedición el de seis meses, con lo cual se garantizó que los adquiridos posteriormente a la fecha mencionada permanecieran en lo sucesivo co-

mo pasivos no monetarios por un período igual<sup>2</sup>. Sin embargo, como se trata de un expediente temporal, al finalizar el período mencionado las autoridades enfrentarán el problema de cómo reabsorber estos recursos en el marco de unas condiciones en las cuales el adelanto agresivo de operaciones de mercado abierto choca con la restricción derivada de la necesidad de mantener unas tasas de interés favorables a la inversión en los sectores productivos. Por el momento, la medida en cuestión ha dado los resultados inmediatos deseados, como se puede ver por el hecho de que, al 30 de agosto, se hayan suscrito \$42.133 millones de los Títulos Canjeables creados por las referidas resoluciones, suma que representa el 88.30% de la caída en el saldo en los Certificados de Cambio a lo largo del año.

El papel principal en la contracción lo han jugado los Títulos de Participación, los cuales han contribuido a reducir la base monetaria en \$133.606 millones, es decir, en 32.40% de su valor a finales del año anterior. Por su parte, los Títulos de Regulación del Excedente Cafetero (TREC) han contribuido con la esterilización de \$17.200 millones.

El elemento que subyace estas y otras fuerzas contraccionistas es el ahorro que los cafeteros están llevando a término en desarrollo del acuerdo entre el gobierno y el gremio para el manejo de la bonanza. En efecto, los Títulos de Participación, los

<sup>1</sup> Ver *Estrategia Económica y Financiera*, julio de 1986, p. 20.

<sup>2</sup> Al cierre de edición, la Junta Monetaria restableció la posibilidad de que el Banco de la República expida y coloque Títulos Canjeables con un plazo de tres meses, mediante la Resolución 88 de 1986.

Títulos Canjeables y los TREC adquiridos por la Federación Nacional de Cafeteros en el curso del año, por un valor de \$85.656 millones, explican el 60.90% del incremento en el saldo de las operaciones con títulos del Banco de la República. Si a lo anterior se añaden (Véase el Cuadro III-2) las suscripciones de Títulos de Ahorro Nacional por un total de \$22.879 millones, las de Títulos Agroindustriales por \$1.149 millones, las de Títulos de Capitalización Financiera del Fondo de Garantías por \$25.300 millones, amén de las de Títulos de Fomento Cafetero (\$300 millones) y los excesos de liquidez mantenidos en el Banco de la República (\$385 millones), se comprenderá la importancia del acuerdo para la política de estabilización monetaria.

Desde el punto de vista de la magnitud de sus efectos, otra importante

fuerza contraccionaria al interior de los pasivos no monetarios ha sido el rubro de obligaciones con el sector privado, cuyo componente fundamental son los depósitos de giro establecidos por la Resolución 46 de 1977 de la Junta Monetaria. El rubro en cuestión ha generado una reducción de \$26.560 millones en la base en lo que va corrido del año, o sea 6.40% de su valor a finales del año pasado.

Otra fuerza contraccionaria significativa (la segunda en importancia desde el punto de vista cuantitativo) es el crédito neto al FAVI, el cual se ha reducido en \$31.172 millones a lo largo del año, debido a la disminución del crédito a las CAV por \$11.896 millones y el aumento en las disponibilidades del FAVI por \$19.276 millones. El renglón principal del aumento en las disponibilida-

### CUADRO III-2

#### SALDOS DE LAS OPERACIONES DEL SECTOR CAFETERO CON EL BANCO DE LA REPUBLICA

(a 30 de agosto de 1986)

Millones de pesos

Títulos de Participación	\$ 58.557
Títulos de Capitalización Financiera	25.300
Títulos de Ahorro Nacional	22.879
Títulos de Regulación del Excedente Cafetero	17.200
Títulos Canjeables por Certificados de Cambio <sup>1</sup>	10.092
Títulos Agroindustriales	1.149
Otros <sup>2</sup>	820
<b>TOTAL</b>	<b>135.997</b>

Fuente: Banco de la República.

<sup>1</sup> Incluye los autorizados por Resoluciones 30 y 66 de 1986.

<sup>2</sup> Comprende depósitos en cuenta corriente, excesos de liquidez y Títulos de Fomento Cafetero (Res. 36/86).



des del FAVI en el Banco de la República lo constituyen los títulos de excesos de liquidez por la suma de \$13.198 millones. El saldo vigente de disponibilidades del FAVI (\$36.344 millones) indica que es necesario continuar prestando atención a este rubro de contracción pasajera.

Examinado en su conjunto, el crédito doméstico ha sido contractivo en sus efectos sobre la base monetaria, al haberse reducido su saldo en \$6.047 millones (1.5% de la base) en el curso del año. Cabe destacar la contracción originada en el crédito a los bancos (\$10.074 millones), la cual se debe principalmente a la reducción de \$15.079 millones en la utilización del cupo extraordinario. Esta reducción ha sido posible gracias a los traslados hechos al Fondo de Garantías del Sistema Financiero por la suma de \$29.362 millones. Estos giros están respaldados, a su vez, por las suscripciones de Títulos de Capitalización Financiera del Fondo de Garantías (\$25.300 millones al 30 de agosto), previstas en el acuerdo mencionado entre el gobierno y el gremio cafetero<sup>3</sup>. Así las cosas, sólo \$4.062 millones de los mencionados traslados representan crédito neto y, por ende, expansión.

Otra movilización de recursos que interesa reseñar es el crédito a los bancos para pago de deuda externa privada dentro de las condiciones establecidas por la Resolución 33 de 1984. El crédito bruto otorgado a través de esta línea en lo corrido del año ha sido de \$41.274 millones. De otro lado, la suscripción de Títulos Canjeables por Certificados de Cam-

bio que respaldan dichos préstamos ha sido de \$43.338 millones, de tal manera que el crédito neto atribuible a este rubro ha sido contraccionista en un monto de \$2.065 millones.

El crédito al sector gobierno ha sido contractivo en \$1.442 millones, resultado que se explica fundamentalmente por el incremento en los depósitos de la Tesorería en el Banco de la República (\$35.833 millones) y por el incremento en el saldo de empréstitos externos por utilizar (\$10.151 millones). El primero de los incrementos es el resultado de las tendencias estacionales en el recaudo de impuestos que empezaron a manifestarse a partir del mes de julio. El segundo refleja el retraso en programas de inversión pública.

El crédito a las entidades de fomento también ha exhibido un comportamiento contraccionista con una reducción de \$2.571 millones en lo corrido del año. A este resultado han contribuido la contracción generada por el FAVI, a la cual ya se hizo referencia, y el hecho de que el crecimiento de las disponibilidades de los fondos financieros (\$12.235 millones) haya superado el incremento en el financiamiento de los mismos por parte del Banco de la República (\$6.478 millones). Finalmente, el crédito al sector privado no bancario ha sido expansionista a lo largo del año, al incrementarse en \$8.040 millones.

## B. La liquidez de la economía

La liquidez creada por el sistema bancario ha seguido creciendo a una tasa más alta que la correspondiente a la base monetaria, como se puede observar en el Cuadro III-3, fenómeno-

<sup>3</sup> Ver *Revista del Banco de la República*, febrero de 1986, p. 4.

**CUADRO III-3**  
**INDICADORES DE EVOLUCION Y COMPOSICION**  
**DE LA LIQUIDEZ**  
**(Millones de pesos)**

	Saldo a fin de:		Variación o/o
	Agosto/85	Agosto/86	
A. Base monetaria	286.997	370.719	29.2
– Reservas internacionales (en pesos)	233.591	477.395	104.4
– Crédito primario bruto	298.820	329.536	10.3
– Pasivos no monetarios	248.886	458.358	84.2
– Moneda de tesorería	7.493	9.388	25.3
B. Liquidez secundaria	198.056	291.079	47.0
C. Medios de pago (A + B)	485.053	661.798	36.4
D. Cuasidineros	909.298	1.212.272	33.3
E. Oferta monetaria ampliada (C + D)	1.394.352	1.874.070	34.4

Fuente: Banco de la República.

no que se corresponde con un crecimiento prácticamente sostenido del multiplicador monetario en lo que va corrido del año. En efecto, durante el período comprendido entre el 28 de diciembre de 1985 y el 30 de agosto de 1986 el multiplicador ha crecido 14.6%, lo cual está indicando un cierto grado de reactivación de la actividad de intermediación financiera. El mismo fenómeno se puede apreciar en el hecho de que el total de activos líquidos rentables (excluyendo los Títulos del Banco de la República) han crecido a una tasa de 35.4% en el último año. En este crecimiento del ahorro financiero neto de la economía cabe destacar la contribución considerable del segmento de los pequeños ahorradores, que se refleja en las vigorosas tasas de creci-

miento anual de los depósitos de ahorro tradicional (48.7%) y de las cuentas de ahorro UPAC (39.1%). En el segmento de los grandes ahorradores el activo de mayor crecimiento (tanto en lo que va corrido del año como en el año completo) han sido los Títulos de Ahorro Nacional (TAN) suscritos principalmente por las entidades oficiales y la Federación de Cafeteros. La información correspondiente para los mencionados activos y para los demás papeles líquidos rentables se encuentra en el Cuadro III-4.

Al observar las principales fuentes de excesos de liquidez en el sistema financiero (Ver Cuadro III-5) se puede afirmar que los excedentes han venido creciendo aceleradamente, al

**CUADRO III-4**  
**ACTIVOS LIQUIDOS RENTABLES**

	Saldos a fin de:		Variación o/o
	Agosto/85	Agosto/86 <sup>2</sup>	
A. Sistema financiero	1.023.387	1.353.482	32.2
– Depósitos de ahorro	133.826	198.950	48.7
– Depósitos a término	346.827	452.682	30.5
– Depósitos CAV	428.645	560.640	30.8
– Captación compañías de financiamiento comercial	74.647	92.688	24.2
– Cédulas Hipotecarias	36.495	47.682	30.7
– Certificados Eléctricos Valorizables	1.695	348	– 79.5
– Otros <sup>1</sup>	1.252	492	– 60.7
B. Títulos del Banco de la República	109.545	245.275	123.9
– Certificados de Cambio	67.937	24.871	– 63.4
– Títulos canjeables	33.490	79.142	136.3
– Títulos de Participación	2	133.607	–
– Títulos Agroindustriales	8.116	7.655	– 5.7
C. Títulos del Gobierno Nacional	57.592	112.463	95.3
– Títulos de Ahorro Nacional	57.376	112.463	96.0
– Bonos de Desarrollo Económico	216	0	– 100.0
D. Total Activos Líquidos Rentables	1.190.524	1.711.220	43.7

Fuente: Banco de la República.

<sup>1</sup> Viejos Títulos de Ahorro Cafetero y Bonos Cafeteros.

<sup>2</sup> Corresponde al 23 de agosto de 1986.

pasar de \$39.466 millones en diciembre de 1985 a alrededor de \$110.000 millones en marzo de 1986<sup>4</sup> y a \$128.888 millones a fines de agosto del presente año. Empero, entre estos excesos de liquidez el único que parece constituir una fuente de expansión potencial inmediata de consideración es el de las disponibilida-

des de las corporaciones de ahorro y vivienda en el FAVI, ya que de los \$89.387 millones que los intermediarios financieros tienen colocados como inversiones voluntarias, \$63.497 millones ya se encuentran invertidos en Títulos de Participación que constituyen contracción primaria. De otro lado, interesa señalar que, con el transcurso del tiempo, los bancos han mejorado su manejo de los excesos de liquidez, lo cual se refleja en que la posición de encaje ha disminuido sustancialmente: mientras que

<sup>4</sup> Las cifras correspondientes no incluidas en el Cuadro III-9 provienen de la *Revista del Banco de la República*, Notas Editoriales, marzo de 1986, p. 6, 8 y *Banca y Finanzas*, No. 192, junio de 1986, p. 46.

## CUADRO III-5

**LAS PRINCIPALES FUENTES DE EXCESO DE LIQUIDEZ  
EN EL SECTOR FINANCIERO**  
(Millones de pesos)

	Saldos a fin de:			Variación (%)	
	Agosto/85	Dic./85	Agosto/86	III/I	III/II
	I	II	III		
Disponibilidades FAVI	38.233	17.068	36.344	- 4.9	112.9
Inversiones voluntarias <sup>1</sup>	24.865	21.284	89.387	259.4	320.0
Posición de encaje	1.114	3.517 <sup>2</sup>			

**Fuente:** Banco de la República.

<sup>1</sup> Incluye las inversiones voluntarias del sistema bancario de las corporaciones financieras y de las compañías de financiamiento comercial.

<sup>2</sup> Se refiere a la posición de encaje promedio diaria para la semana del 25 al 29 de agosto de 1986.

en el primer trimestre la posición de encaje promedio fue del orden de \$9.600 millones, en los meses de julio y agosto descendió a alrededor de \$3.400 millones.

### III. LA POLITICA MONETARIA

#### A. Nuevos desarrollos

Para enfrentar la amenaza de desbordamiento monetario ligada al comportamiento del sector externo de la economía, las autoridades monetarias diseñaron al principio del año un conjunto de medidas de política, cuyas piezas centrales son el pacto suscrito entre el sector cafetero y el gobierno (al cual se ha hecho referencia repetidamente), las operaciones de mercado abierto y otras disposiciones orientadas a reducir el ritmo de acumulación de las reservas internacionales<sup>5</sup>

Hasta mediados de septiembre, la Junta Monetaria le había dado continuidad a esta política mediante la expedición de nuevas medidas entre las cuales cabe destacar las siguientes:

- i) Con el fin de desincentivar las ventas de oro al Banco de la República, las cuales contribuyen al crecimiento de las reservas internacionales, el precio de compra del metal se equiparó con el del mercado internacional (Res. 78).
- ii) Con el fin de facilitar el pago de deuda externa de los establecimientos públicos se expidieron las Resoluciones Nos. 79 y 81, las cuales suprimen la obligación de efectuar con veinte días de antelación la consignación en moneda legal a que se refieren las Resoluciones 46 de 1977 y 19 de 1979. La Resolución 79 limitaba esta ventaja a la cancelación de obligaciones vencidas a favor de

<sup>5</sup> Ver *Revista del Banco de la República*, Notas Editoriales, marzo de 1986, pp. 12-13 y FEDesarrollo, "Colombia", *Coyuntura Económica Andina*, junio de 1986, pp. 68-70.

bancos comerciales del exterior. La Resolución 81 levantó esta limitación.

- iii) En dos oportunidades se amplió el plazo de utilización del sistema de amortización de la deuda externa privada (Resoluciones 38 y 61).
- iv) Con el propósito de facilitar el pago de deuda externa de las filiales o sucursales en el exterior de los establecimientos de crédito, avalada o garantizada por las casas matrices en Colombia, se expidió la Resolución 47.
- v) Para completar la ejecución del Acuerdo entre los cafeteros y el gobierno, se expidió la Resolución 63, la cual autoriza al Banco de la República para emitir y colocar los Títulos de Regulación del Excedente Cafetero, TREC.
- vi) En desarrollo de la política de basarse en las operaciones de mercado abierto como herramienta principal de contracción monetaria, se expidieron las resoluciones 66 y 72, ya comentadas, sobre Títulos Canjeables por Certificados de Cambio.
- vii) Para facilitar la obtención de licencias de cambio para el pago de importaciones de diversos bienes se expidieron las Resoluciones 43, 58 y 69.

Sin embargo, después de la primera quincena de septiembre, las autoridades se han visto obligadas a recurrir a dos instrumentos que hasta ese entonces se habían abstenido de utilizar, a saber, la tasa de redescuento y la política de encajes. Así, la Re-

solución 82 elevó la sanción pecuniaria por los defectos de encaje legal para los bancos y las corporaciones financieras y la Resolución 83 la elevó para las corporaciones de ahorro y vivienda. La Resolución 85 aumentó del 45% al 65% el encaje que los bancos deben mantener sobre los depósitos de los establecimientos públicos de carácter nacional. Esta última medida busca restringir la capacidad de creación secundaria de dinero por parte de los bancos oficiales, que son los establecimientos en los cuales se encuentra el grueso de los depósitos oficiales. Las dos primeras medidas constituyen, por lo tanto, un esfuerzo de hacer efectivos los coeficientes de encaje vigentes, mientras que la última es un alza selectiva del encaje para un tipo particular de depósitos. En lo que se refiere a la tasa de redescuento, la Resolución 82 del 17 de septiembre también establece que el Banco de la República cargará a los bancos una tasa de interés variable por la utilización del cupo ordinario de crédito. La nueva tasa es igual a la del "costo promedio de captación a través de certificados de depósitos a término", adicionada en dos puntos. Si se tiene en cuenta que la tasa promedio de los certificados de depósito a término ha sido 26.43% en el último trimestre, lo anterior significa que la tasa de redescuento (que anteriormente era del 28%) se incrementa en casi medio punto. El propósito obvio de la medida es desincentivar la utilización del cupo ordinario y, por esta vía, restringir la creación secundaria de dinero.

Otra medida reciente que interesa reseñar es la Resolución 86 de la Junta Monetaria, la cual establece, entre



otras cosas, la congelación del monto de recursos de la línea de capitalización del sistema financiero (creada por la Resolución 60 de 1984) en el nivel de inversiones que los bancos habrían llevado a cabo en Títulos de Capitalización Financiera hasta el 10 de octubre y excluye de las disponibilidades de aquella línea los recursos no utilizados del cupo de democratización del sistema financiero.

Esto significa que, después del 30 de junio de 1987, el peso de la tarea de apoyar la recuperación del sector financiero caerá sobre el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras.

## B. Evaluación de la Política Monetaria

Se podrá aducir que un buen punto de partida para evaluar la efectividad de la política monetaria es examinar el grado de cumplimiento de las metas acordadas con el Fondo Monetario Internacional en materia de crédito interno neto, crédito neto del Banco de la República al sector público no financiero y reservas internacionales netas, así estas metas no hayan sido particularmente exigentes.

El acuerdo de monitoría con el Fondo estableció que durante el trimestre comprendido entre el 1o. de julio y el 30 de septiembre de 1986 los activos domésticos netos del Banco de la República<sup>6</sup> no deberían colocarse por encima de -305.700 millones de pesos. A 30 de agosto, estos activos alcanzaban la suma de

-281.744 millones de pesos<sup>7</sup>, lo cual parece indicar que se han encontrado dificultades en el cumplimiento de esta meta.

El límite establecido al crédito neto del Banco de la República al sector público no financiero para el mencionado trimestre fue de \$335.800 millones. La estimación que FEDESARROLLO hace de este rubro<sup>8</sup>, con datos del 30 de agosto, señala que el saldo era de \$262.697 millones. Esto indica que la meta en esta materia muy probablemente se está cumpliendo con holgura.

En lo que respecta al saldo de las reservas internacionales netas, la meta que se tenía era de US\$2.809 millones al finalizar el tercer trimestre. El saldo que se logró fue de \$2.586.6; pero si se tiene en cuenta que en los primeros días de octubre ingresaron US\$639 millones de dólares a cuenta del crédito "Jumbo" y que para esta circunstancia los acuerdos de monitoría prevén el ajuste hacia abajo, dólar por dólar, de la meta en cuestión, la misma puede considerarse cumplida para todo propósito práctico.

Empero, es preciso señalar que las metas del acuerdo con el Fondo no constituyen un patrón de evaluación

<sup>7</sup> Esta cifra tiene un valor puramente referencial debido a que, por carencia de información completa, se calcula sin tener en cuenta los posibles ajustes explicados en *Revista del Banco de la República*, "Cartas y Memorando del Gobierno de Colombia al Fondo Monetario Internacional sobre ciertos aspectos de su política económica", abril de 1986, p. 38.

<sup>8</sup> También en este caso el estimativo es imperfecto puesto que no tiene en cuenta todas las entradas de la cuenta especial de cambios ni los posibles ajustes previstos en *Loc. Cit.*

<sup>6</sup> Definidos como la diferencia entre billetes en circulación y reservas internacionales netas.

apropiado de la política monetaria. Esto por cuanto el cumplimiento de las mismas no garantiza el control de los medios de pago, como la propia experiencia lo demuestra. Es más, el diseño de la meta para las reservas internacionales es incluso inconsistente con el propósito de restringir el crecimiento de la cantidad de dinero en la medida en que se se asignan límites *mínimos* al crecimiento de aquéllas.

En consecuencia, si se desea evaluar la política monetaria desde un punto de vista más apropiado, es preciso examinar si ella ha sido capaz de contener las presiones expansionistas primarias y, particularmente, las originadas en el crecimiento acelerado de las reservas internacionales. El marco temporal adecuado para este análisis es el período enero-agosto de 1986, puesto que su iniciación coincide con la aparición de la bonanza cafetera y con la reorientación concomitante de la política monetaria. Así las cosas, debe decirse que ésta ha estado bien concebida en sus líneas fundamentales y que ha alcanzado algunos logros importantes. En primer lugar, el crecimiento de las reservas internacionales (\$137.957 millones) ha sido neutralizado casi en su totalidad por las operaciones con Títulos de Participación (\$133.606 millones). Como ya se señaló arriba, el ahorro forzoso de los cafeteros ha desempeñado un papel de primera magnitud en este y otros esfuerzos contraccionistas. En segundo lugar, el crédito doméstico ha sido levemente contraccionista. Todo lo anterior ha llevado a que la liquidez primaria se haya reducido en 10.1% en lo que va corrido del año.

A pesar de los logros señalados, no puede afirmarse, sin embargo, que la

política monetaria esté siendo completamente exitosa en el control de las presiones monetarias originadas por la nueva bonanza. Aun teniendo en cuenta la reciente tendencia a su desaceleración, los medios de pago y la oferta monetaria ampliada continúan creciendo a tasas ciertamente incompatibles en el mediano plazo con las metas de inflación interna. Este hecho plantea la necesidad de refinar los instrumentos ya existentes e incorporar otros nuevos con el fin de intensificar el esfuerzo contraccionista y mejorar sus resultados. En este orden de ideas, FEDESARROLLO no puede menos que insistir en las propuestas presentadas en el debate que organizó la institución acerca del manejo de la bonanza cafetera<sup>9</sup>, las cuales incluyen medidas que en la bonanza pasada demostraron su utilidad, tales como los plazos máximos de pago a las importaciones y la creación de estímulos adicionales para acelerar la cancelación de deuda externa y para aumentar el atractivo de la posición propia en moneda extranjera del sistema bancario.

#### IV. LA LIBERACION DE LAS TASAS DE INTERES

Mediante la Resolución 67 del 25 de junio, la Junta Monetaria derogó los límites administrativos a las tasas de interés de colocación de los establecimientos de crédito que este mismo organismo había establecido por medio de la Resolución 8 del 22 de enero.

<sup>9</sup> Ver FEDESARROLLO, *Debates de Coyuntura Económica*, No. 1, marzo de 1986. Ver también FEDESARROLLO, "Análisis Coyuntural", *Coyuntura Económica*, Vol. XVI, No. 1, marzo de 1986, pp. 116-135.

Después de la liberación, las tasas de interés han exhibido una tendencia al alza que está empezando a crear preocupación entre el sector productivo e incluso en medios gubernamentales<sup>10</sup>. Fuerzas de signo opuesto están actuando sobre las tasas de interés. De un lado, existen factores de mercado que han venido presionando en un sentido contrario al alza (e incluso hacia la baja). Entre ellas es preciso destacar la abundante liquidez que ha prevalecido en los mercados financieros durante el año en curso, la cual se traduce en un aumento de la oferta de fondos prestables; la baja en las tasas de interés internacionales y el descenso en la tasa de devaluación esperada<sup>11</sup>. No obstante, hay fuerzas que actúan en el sentido de propiciar el alza. La más importante es de carácter estructural y tiene que ver con las imperfecciones de mercado ligadas al carácter oligopólico del sector financiero colombiano y la práctica concomitante de determinar el "precio" del crédito mediante la adición a los costos de captación de un margen de ganancia, que se procura sea esta-

ble<sup>12</sup>. La otra fuerza que actúa hacia el alza es de tipo coyuntural y tiene que ver con el énfasis puesto por la autoridad monetaria en las operaciones de mercado abierto. Es inevitable que, en su empeño por absorber la liquidez existente, el banco central entre a competir en la captación de recursos con la banca comercial con el consiguiente efecto sobre la tasa de interés. Cuando se observa la manera cómo han interactuado estas distintas fuerzas en el último período, la evidencia parece indicar que ha existido un leve pero definido predominio de las últimas sobre las primeras.

En estas condiciones, el curso más prudente en materia de tasas de interés es el restablecimiento de los controles, teniendo en cuenta tanto el peso de los factores institucionales en su determinación, en el caso de nuestro país, como el hecho de que los arriba mencionados factores de mercado justificarían la imposición de límites administrativos. Esta última circunstancia permite afirmar que no se correría el riesgo de desencadenar un proceso de desintermediación financiera. Finalmente, sigue siendo cierto que las tasas de interés más bajas facilitan los acuerdos de reestructuración de las deudas de las empresas con los intermediarios financieros y favorecen la disminución de las deudas de dudoso recaudo, contribuyendo, por esta vía, a la recuperación del propio sector financiero.

<sup>10</sup> Véase, por ejemplo, la información de prensa acerca de la intervención del Ministro de Hacienda ante la plenaria de la Cámara de Representantes, el 24 de septiembre, en *El Tiempo*, "Nueva Política de endeudamiento externo anuncia el gobierno", jueves 25 de septiembre de 1986, p. 7-B.

<sup>11</sup> Hay evidencia empírica a favor de la hipótesis de que la aceleración de la tasa de devaluación se traslada dentro de un año a la tasa de interés doméstica y que los diferenciales entre la tasa de interés nominal doméstica y la tasa de interés internacional más la devaluación esperada y las primas de riesgo relevantes tienden a corregirse rápidamente. Ver S. Edwards, "Money, the Rate of Devaluation, and Interest Rates in a Semiopen Economy", *Journal of Money, Credit, and Banking* febrero de 1985, pp. 59-68.

<sup>12</sup> Ver Rodrigo Suescún, "Determinantes fundamentales de las altas tasas de interés. Un enfoque post-Keynesiano", *Banca y Finanzas* No. 185, septiembre de 1984.

## V. EL CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS Y LA INFLACION

Uno de los fenómenos más interesantes de la coyuntura económica de los meses intermedios del año en curso ha sido el comportamiento independiente de la tasa de inflación respecto de la tasa de crecimiento de los agregados monetarios. El fenómeno asumió su manifestación más nítida durante el período de abril a junio: mientras que los medios de pago y la oferta monetaria ampliada crecían a tasas cada vez más altas, la tasa de inflación descendía bruscamente y de una manera sostenida, de tal forma que al finalizar el primer semestre el descenso había sido de diez puntos (de 23.50/o a 13.50/o) respecto de la que había prevalecido al final del mes de enero (el 80/o de este descenso se dio entre abril y junio).

El punto tiene gran importancia en la medida en que refuta las versiones más simplistas de la teoría cuantitativa del dinero, las cuales establecen una relación directa y mecánica entre el crecimiento del dinero y el proceso inflacionario. Al mismo tiempo, este fenómeno bien puede interpretarse como un experimento de laboratorio, realizado por la economía misma, cuyos resultados hablan a favor de la hipótesis de la escuela estructuralista acerca del proceso inflacionario, según la cual las presiones inflacionarias (o deflacionarias) básicas obedecen a rigideces o inflexibilidades del sistema económico. En el caso colombiano, como ya ha sido ampliamente reconocido, el estado de la oferta de alimentos ejerce una influencia sobre el crecimiento de los precios que puede

ser enteramente independiente de la evolución de los agregados monetarios en un período determinado.

Retornando a la forma específica en que se manifestó el fenómeno en cuestión en el período aludido, conviene señalar que es precisamente el comportamiento del rubro alimentos el que explica la desaceleración de la inflación. En efecto, como lo muestra el Cuadro III-6, los descensos absolutos en el índice de precios de los alimentos durante tres meses consecutivos (mayo, junio y julio) dieron lugar a descensos absolutos en el Índice de Precios al Consumidor en los primeros dos meses y a un crecimiento nulo en el tercer mes, lo cual corresponde con el ya comentado descenso de 8 puntos en la tasa de inflación en esos tres meses.

Las causas del descenso en el precio de los alimentos en el período en cuestión se encuentran en la combinación afortunada de dos factores, a saber, los considerables aumentos de la oferta interna de alimentos de productos con gran peso en la canasta de consumo y el contrabando de productos agrícolas provenientes de Venezuela. Sin embargo, en contra de la opinión generalizada, y según se discute en la sección de precios del capítulo de Actividad Económica General, el primero de estos dos factores ha sido, sin duda alguna, de una importancia mucho mayor que el segundo.

Empero, una explicación completa del comportamiento independiente de la tasa de inflación respecto de la evolución de los agregados monetarios en el período bajo consideración

## CUADRO III-6

**INDICES DE PRECIOS  
AL CONSUMIDOR**  
Variaciones porcentuales  
Enero-agosto de 1986

	Indice Nacional Total	Indice de Precios de Alimen- tos	
	Variac. mensuales	Variac. año completo	
Enero	3.2	23.5	3.6
Febrero	3.2	23.7	4.0
Marzo	2.2	22.6	2.6
Abril	2.7	22.5	4.1
Mayo	-0.7	16.4	-2.5
Junio	-0.7	13.5	-2.0
Julio	0.0	14.1	-0.8
Agosto	1.4	16.2	1.6

Fuente: DANE.

tiene que aclarar por qué el considerable incremento en la cantidad de dinero no se resolvió en un aumento en la demanda agregada de una intensidad suficiente para determinar un aumento en el índice total de precios o, lo que es lo mismo, por qué al parecer no operó el tradicional mecanismo de transmisión de los impulsos monetarios en su efecto sobre los precios. A este respecto, la hipótesis más razonable es aquella según la cual muy probablemente no se produjo el desequilibrio en el mercado monetario que da origen a la propagación de impulsos tanto hacia la actividad real como hacia los precios. Para que la hipótesis sea correcta se requeriría que la demanda de dinero se haya incrementado aproximadamente a la misma tasa que la oferta, lo cual es bien probable que haya sucedido, si se tiene en cuenta que la evolución reciente de los primeros

determinantes de la demanda de saldos reales apoya esta interpretación de los hechos. En efecto, el crecimiento del PIB y, por ende, del ingreso nacional disponible, y el descenso de las tasas de interés a raíz de la fijación temporal de controles, son factores que han debido resultar en un incremento en la tasa de crecimiento de la demanda de dinero o, en términos equivalentes, en una mayor disposición de los agentes económicos a mantener los saldos monetarios incrementados desde el lado de la oferta. Dentro de este panorama, no hay que perder de vista que una parte importante de los excesos de liquidez fueron absorbidos por los propios intermediarios financieros, en vez de engrosar el proceso de expansión del crédito. Otro factor que contribuyó al crecimiento de la demanda de dinero fue la recomposición de los portafolios de algunos agentes económicos que los llevó a sustituir dólares por pesos, como un reflejo de la mayor confianza en la moneda nacional.

Finalmente, es imperativo referirse a las perspectivas del proceso inflacionario en el último trimestre del año. Si se atiende a la experiencia de los años anteriores y a las nuevas circunstancias a las que nos vamos a referir un poco más adelante, el nivel más probable de la tasa de inflación al finalizar el año se colocará en el intervalo entre el 18.0 y 19.0%, lo cual implica una aceleración respecto del valor que se registró a finales de agosto y una reversión de cinco puntos en relación con la drástica reducción que se operó entre enero y junio. Esto significa que no va a materializarse una baja permanente en la tasa de inflación, hacia un promedio del 14 ó 15%.



Las nuevas circunstancias a que alude el párrafo anterior son las siguientes: en primer lugar, los bajos precios resultantes de la abundante cosecha agrícola deben llevar, con alta probabilidad, a una disminución de las siembras por parte de los productores domésticos, la cual traerá como consecuencia un desplazamiento de la curva de oferta convencional; el cual, si no es neutralizado por un incremento proporcional en los flujos de contrabando, habrá de conducir a una recuperación en los precios relativos de los alimentos. En segundo término, en la medida en que la economía se aproxime al límite de la capacidad instalada y los incrementos en las exportaciones y en la oferta monetaria se sostengan a los ritmos característicos de una bonanza, será inevitable que los aumentos en la demanda agregada presionen sobre la tasa de crecimiento de los precios. Además, en estas condiciones, la recuperación de los márgenes de ganancias industriales probablemente contribuirá al aumento de la inflación, revirtiéndose así las tendencias que se presentaron durante la fase de recesión de la producción<sup>12</sup>.

En síntesis, puede decirse que existe una variedad de factores de origen *no monetario* que tenderán a elevar el nivel inflacionario a partir

de los próximos meses, y los cuales podrían verse *reforzados* por el comportamiento de los medios de pago, en caso de continuar creciendo a tasas tan elevadas como las registradas en el primer semestre de 1986. Esto no quiere decir, sin embargo, que sea necesario reducir bruscamente el ritmo de expansión de la liquidez a tasas del orden del 25 o el 27%, que serían compatibles en principio con el ritmo de crecimiento económico y los niveles a los que posiblemente se estabilizará la inflación, ya que, como vimos arriba, ha habido un desplazamiento en la demanda de dinero. En estas circunstancias, lo indicado es lograr una reducción *gradual* de la tasa de crecimiento de los medios de pago por aproximarse al ritmo compatible con la estabilización de la demanda de dinero a niveles más altos. Una disminución súbita de la liquidez no podría impedir la aparición de mayores tasas de inflación y en cambio sí entorpecería el proceso de recuperación económica, especialmente de la industria y el comercio, al exigir recortar la disponibilidad de crédito, y retardaría el saneamiento de la cartera del sistema financiero al interrumpir los flujos de pagos y elevar por consiguiente el riesgo de incumplimiento por parte de los deudores.

<sup>13</sup> Véase el artículo incluido en esta revista, E. Lora y J.A. Ocampo, "Política Macroeconómica y Distribución del Ingreso en Colombia: 1980-1990".