colombia

FEDESARROLLO – Colombia

DIRECTOR EJECUTIVO

Roberto Junguito Bonnet

SECRETARIO GENERAL

Juan Sebastián Betancur Escobar

EDITORES COYUNTURA ECONOMICA

Carlos Caballero Argáez
Alfredo Fuentes Hernández
Jorge Ospina Sardi

INVESTIGADORES Y COLABORADORES DE FEDESARROLLO

Juan Enrique Araya Alemparte
Fernando Barberi Gómez
Gilberto Barón Leguizamón
Antonio Barrera Carrasquilla
Mauricio Carrizosa Serrano
Juan José Echavarría Soto
Carlos Alberto Garay Salamanca
Luis Jorge Garay Salamanca
Hernando Gómez Buendía
Rodrigo Losada Lora
Oscar Marulanda Gómez
Antonio J. Posada Franco
Guillermo E. Perry Rubio
Alicia Eugenia Silva de Rojas
María Luisa Rojas Giraldo
Diego Roldán Luna
José Vallejo Gómez
Ricardo Villaveces Pardo

INDICE

Introducción y Resumen 7
Actividad Económica General 10
Precios y Empleo 18
Moneda y Crédito 23
Finanzas Públicas 34
Comercio Exterior 40
Balanza Cambiaria 49

Introducción y Resumen

La elevada tasa de inflación constituyó el indicador sobresaliente y preocupante de la economía colombiana durante los siete primeros meses de 1977. Al finalizar julio, el aumento de los precios en año completo (julio 1976-julio 1977) superó el 40%, registrando así su mayor nivel en los veintidos años durante los cuales se han llevado estadísticas de precios. Este crecimiento del índice de precios es consecuencia de una política cambiaria orientada a acumular reservas internacionales en el Banco de la República y del desabastecimiento de alimentos que se ha presentado desde finales del año pasado.

Las reservas internacionales en poder del Banco se incrementaron en US$870 millones entre junio del año anterior y junio de 1977, ocasionando por tanto emisión primaria por el equivalente en pesos. Los intentos del gobierno por reducir el superávit de la balanza cambiaria estimulando los giros de divisas al exterior, mediante liberación de importaciones y expedición de regulaciones en materia de financiamiento externo, han resultado insuficientes frente al apreciable aumento en los ingresos de divisas causado por los mejores precios externos del café.

No obstante el más acelerado crecimiento de las importaciones, la actividad de importar depende también de variables no relacionadas directamente con la política cambiaria. Las importaciones de bienes de capital para la industria empiezan apenas a recuperarse después de su caída por la recesión industrial de 1975. De otra parte, el aumento potencial de las importaciones de bienes y servicios se encuentra limitado por factores como la infraestructura portuaria, la capacidad y seguridad del sistema de transporte interno, el grado de desarrollo de la actividad del comercio de importación, y el nivel de protección que se le quiera otorgar a la industria nacional.

Si el Banco de la República continúa comprando todas las divisas que "legalmente" ingresan al país, el aumento de reservas durante el segundo semestre sería del orden de US$740 millones con lo cual acumularía en diciembre 31 una cantidad superior a US$2.400 millones. Ello podría conducir, potencialmente, a un incremento equivalente en la cantidad de dinero en circulación, aunque el efecto monetario dependerá, en último término, de las políticas de "esterilización" que adopten las autoridades.

A pesar de haber logrado el gobierno mantener por fuera de circulación buena parte de los US$511 millones emitidos por compra de divisas en el semestre, al finalizar junio y durante julio, uno de los mecanismos diseñados con este propósito dejó de ser efectivo. En estos dos meses la baja en el precio externo del grano llevó a la Federación Nacional de Cafeteros a acumular existencias, para lo cual tuvo que utilizar los pesos del Fondo Nacional del Café "congelados" en títulos canjeables. Por esta razón, los medios de pago crecieron hasta junio a una tasa, estacionalmente ajustada, superior a la del año pasado.

Con el fin de mantener fuera de circulación una cantidad creciente de pesos, el gobierno actuó para posponer la emisión y contraer dinero: introdujo el "certificado de cambio" para darlo a los exportadores por sus divisas y estableció un sistema de pago anticipado de importaciones como requisito para obtener licencias de cambio. Esta última medida, inicialmente interpretada como aumento de los depósitos previos a las importaciones, obliga al importador a consignar pesos directamente en el Banco de la República, restringiendo por lo tanto su acceso a la Bolsa para la compra de certificados de cambio. Consecuentemente se produjo una disminución en la demanda de los importadores por certificados y en su precio de transacción, que los convirtió en papeles atractivos como activos financieros y les reforzó su positivo efecto monetario. Sin embargo, ello ha implicado una reducción en la tasa de cambio aplicada a las exportaciones tradicionales y de servicios, que son las que tienen mayor ventaja comparativa.

Las autoridades monetarias han adoptado también medidas contraccionistas en otros frentes. La elevación de los encajes ordinarios compensó sin duda parte del aumento en la base monetaria. A la vez, se reinstauró el encaje marginal a principio del año, aún cuando se restringió su efecto contraccionista por haberse incluido en su cómputo el aumento en los recursos propios de los bancos, canalizados a los fondos financieros. El elevado crecimiento de los cuasidineros, generado en la preferencia de los particulares por activos que ofrezcan alguna protección contra la inflación, ha sido uno de los factores limitantes de la eficacia de la política de encajes sobre depósitos en cuenta corriente, dadas sus consecuencias sobre la demanda de dinero.

La cifra de inflación que se registre a lo largo del segundo semestre del año estará determinada, en muy buena parte, por el comportamiento de la oferta de bienes, especialmente la de alimentos. Hay que tener presente que la expansión en los medios de pago que origine el aumento de las reservas internacionales del Emisor incidirá principalmente sobre los índices de precios en el primer semestre de 1978. Entonces, si el abastecimiento de alimentos es normal y se dan condiciones monetarias similares a las prevalecientes durante el segundo semestre del año pasado, la inflación, medida por el índice de empleados, sería de 38%. Naturalmente, el índice de precios para obreros crecería a un ritmo mayor dado el impacto que sobre su canasta familiar tienen los aumentos en los precios de los alimentos.

Para mejorar las condiciones de abastecimiento de alimentos, el gobierno prohibió las exportaciones de productos como el arroz, el azúcar y la papa; autorizó al IDEMA para realizar cuantiosas importaciones de trigo, sorgo, maíz y aceites; aumentó la disponibilidad de recursos de crédito subsidiado del Fondo Financiero Agropecuario y de la Caja Agraria; rebajó los aranceles de algunos insumos utilizados en la producción de alimentos; y suprimió el redescuento con bonos de los Almacenes Generales de Depósito en el caso del arroz paddy y de la leche en polvo. Con todo, la prolongación del verano y el consiguiente retraso de las siembras y baja de productividad, fenómenos que caracterizaron la agricultura en la primera mitad del año, impiden pronosticar un crecimiento de la producción del sector agropecuario durante 1977 superior al 3%. Aún así, las condiciones de abastecimiento podrían mejorar sustancialmente durante el segundo semestre, ya que a partir de julio han comenzado a entrar al mercado las cosechas de varios productos, con un impacto estacional inmediato hacia la baja en el índice de precios.

En un país no acostumbrado a manejar tasas de inflación del orden de 40%, los problemas de ajuste del sistema económico a cambios en el índice de precios son sustanciales. Pueden presentarse distorsiones de toda índole en la asignación de recursos productivos, particularmente si el gobierno interviene en el control de precios de bienes de consumo y maneja discrecionalmente las tasas de interés. Tales políticas desalientan la producción e impiden que la tasa de interés refleje el verdadero costo del dinero y que los recursos de crédito del mercado institucional se destinen a actividades que en ese momento sean las más rentables socialmente. De otro lado, la elevada inflación ha hecho que se quede corto el ajuste del 8% anual para las tarifas diferenciales del impuesto de renta y patrimonio, de los descuentos tributarios, y de los topes monetarios a algunas deducciones, llevando a los contribuyentes automáticamente a tarifas impositivas más altas. De hecho, los controles de precios, la prohibición de exportar ciertos productos y los elevados impuestos, han conducido a que las actividades más atractivas sean aquellas "al margen de la ley", especialmente el contrabando, y a una importante reasignación de recursos productivos en la economía hacia ellas.

En medio de la incertidumbre que crean alzas de precios nunca antes registradas, la economía colombiana se ve fortalecida por una posición muy favorable de la balanza de pagos, que bien puede prolongarse hasta 1980. Es de esperar que el precio promedio de café para el año completo de 1977 sea cercano a los US$2.20 por libra, suficiente para asegurar exportaciones totales (incluyendo contrabando) por un valor aproximado a US$2.000 millones. Al sumar esta cantidad a la de exportaciones no tradicionales, se registraría un total de ingresos por exportaciones del orden de US$3.000 millones, en contraste con el de US$1.860 millones de 1976, que se traduciría en un superávit cambiario sin precedentes.

Por lo demás, 1977 se vislumbra como otro buen año para el sector industrial por el aumento de la producción y de la inversión en ampliación de la capacidad productiva. Como en el caso de la inversión industrial, hay indicios de que la inversión pública crecerá en términos reales en este año, por primera vez desde 1973. Pero, si se considera el lento avance en la edificación urbana y el retroceso en la producción agrícola durante el primer semestre del año, es difícil concluir que el crecimiento del producto interno bruto en 1977 alcance la cifra de 7.8% proyectada en el número anterior de esta revista.

Actividad Económica General

A. Introducción

Para 1977 se prevé en el sector industrial un aumento en términos reales de 12.0% en el producto bruto y de más de 15.0% en el valor de la inversión en capital fijo; en el sector agropecuario, un crecimiento de la producción inferior a 3.0%; y en la actividad de la edificación urbana un leve incremento de área edificada con relación a 1976 de alrededor de 7.0%. Con esta base, y de acuerdo a la información disponible sobre la actividad del sector público, se vislumbra un aumento del producto interno bruto durante 1977 inferior a los estimativos iniciales de 7.8%.

En política económica debe destacarse la preocupación del gobierno por evitar una aguda escasez de alimentos y sus posibles efectos sobre el índice de precios al consumidor. Para tal efecto, se procedió a prohibir la exportación de algunos productos (arroz, azúcar, papa, etc.), cuando poco tiempo antes se trataba de estimularla con políticas cambiarias y financieras; se autorizó igualmente al IDEMA para realizar cuantiosas importaciones (sorgo, maíz, aceites, trigo, etc.), no obstante que la política inmediatamente anterior era la de liquidar existencias y reducir costos; y se aumentó la disponibilidad de recursos de crédito subsidiado del Fondo Financiero Agropecuario y de la Caja Agraria, otorgando especiales atractivos a los préstamos destinados al cultivo de productos con el mayor peso en la canasta familiar. Además, se rebajaron los aranceles de algunos insumos utilizados en la producción de alimentos (semillas, envases para enlatados, etc.). Por último y con el propósito de aumentar la oferta de arroz paddy y leche en polvo, se suprimió en los Almacenes Generales de Depósito, el redescuento con bonos de prenda para el caso de estos productos.

Los resultados sobre la producción agropecuaria de los cambios de política enumerados comenzarán, si acaso, a manifestarse a partir del segundo semestre del presente año. Los demás sectores de la actividad productiva se han visto, por su parte, estimulados por los aumentos en la demanda agregada. Pero, el desbordamiento monetario del último año y la tasa de inflación resultante, pueden ocasionar una serie de distorsiones en la asignación de recursos, particularmente si se hace efectiva una estricta política de control de precios sobre algunos productos, intención aparente del gobierno. En la actualidad, las actividades ilícitas son excesivamente rentables por la existencia de una serie de controles cambiarios y de precios sobre ciertos bienes de consumo, y por no estar sujetas a los elevados impuestos que recaen sobre quienes se "mueven dentro del margen que permite la ley". Es posible entonces que se esté llevando a cabo una reasignación de recursos productivos hacia estas actividades, en perjuicio de otras hacia las cuales se ha orientado tradicionalmente la inversión privada.

B. Sector agropecuario

1. Comportamiento del sector en 1976

Durante 1976 el sector agropecuario experimentó por segundo año consecutivo una baja tasa de crecimien-

to en los cultivos mayores y un menos dinamismo en el subsector pecuario. Con base en la información oficial sobre producción de café, cultivos mayores y ganado vacuno, que conforman cerca del 60% del producto del sector, y en apreciaciones diversas sobre el comportamiento de los otros subsectores, se estimó una tasa global de crecimiento para el sector agropecuario de 2.5%, inferior a la registrada en el año de 1975.

La producción de café en el año calendario de 1976 se mantuvo constante como consecuencia de una baja en la producción en el año cafetero 1975-1976 y de una recuperación en el año siguiente. Los cultivos mayores presentaron en 1976 un menor ritmo de crecimiento en el área cultivada y en su valor bruto de producción, expresado éste en pesos de 1970. La situación de precios relativos entre los diversos cultivos y la aparición de la roya amarilla en la cebada originaron un cambio en la estructura de cultivos, disminuyendo la superficie y la productividad por hectárea de los cultivos comerciales (especialmente arroz, soya y cebada) y aumentando la producción total de los cultivos mixtos (especialmente maíz, trigo y papa). El hectaraje y la productividad en los cultivos tradicionales continuaron sin modificaciones sustanciales, tal como ha venido sucediendo en los últimos años.

La tasa de crecimiento en la producción de carne bovina en 1976 se ha estimado en 4.5%, menor que la del año anterior, reduciéndose tanto el nivel de degüello interno como las exportaciones, las cuales se limitaron casi exclusivamente al convenio suscrito con Venezuela.

2. Perspectivas del sector en 1977

La estructura de producción de café en el país viene experimentando desde hace varios años un importante cambio, al aumentar la participación de las plantaciones con tecnología moderna de alta productividad por hectárea, tanto en la renovación de cafetales viejos como en las nuevas siembras. La excelente situación de los precios del grano, de otro lado, ha llevado a los agricultores a preparar sus cafetales para obtener altas producciones en el año cafetero presente y en el próximo. Si bien el incremento en la producción física en la primera cosecha de 1977 no llegó a los niveles esperados debido al clima, es de prever una gran cosecha en el segundo semestre de 1977, de tal manera que la producción en el año cafetero 1977-1978 podría alcanzar un mínimo de 9.7 millones de sacos de 60 kilos, si se tiene en cuenta que la capacidad potencial de producción para ese año se calcula en niveles aún superiores[1]. En esta forma y considerando los estimativos del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, USDA, de 9.0 millones de sacos para el año 1976-1977, en el año calendario de 1977 se producirían unos 9.3 millones de sacos, lo que representaría un aumento de 5.3% con respecto a 1976.

La baja tasa de crecimiento de la producción de los 17 principales cultivos en 1976 (con excepción del café), la demanda creciente por alimentos, y las condiciones climáticas desfavorables en los últimos meses del año anterior, se tradujeron en un alza inusitada en los precios de la mayoría de estos productos. Al mismo tiempo, las existencias acumuladas en diciembre 31 de 1976 mostraban niveles muy inferiores a los observados en los dos años anteriores. Ante la escasez, el gobierno adoptó, desde los primeros días de 1977, una serie de medidas destinadas a suplir el déficit de alimentos. Entre ellas deben mencionarse, la suspensión de las exportaciones de algunos productos y la autorización para que el IDEMA procediera

---

1 **FEDESARROLLO, La Economía Cafetera de Colombia, Investigación en preparación.**

a la importación de aquellos cuyo abastecimiento no estaba asegurado [2].

La persistencia del prolongado verano y el incentivo de altos precios internacionales para algodón y café, indujeron a que el gobierno adoptara una política a corto y mediano plazo con el fin de incentivar la siembra de cultivos de "pan coger". Entre tales medidas se destacan la reimplantación de precios de sustentación para algunos productos y la fijación de nuevos precios para el azúcar y la cerveza, este último con inmediata repercusión sobre la producción de cebada. Igualmente se aumentó la disponibilidad de crédito para los cultivos de mayor demanda interna, tanto a través del Fondo Financiero Agropecuario como de la Caja Agraria, modificándose las tasas de interés y la financiación por hectárea de ciertos cultivos.

A finales de 1976, el Ministerio de Agricultura indicaba, en su programación para el año agrícola de 1977, un crecimiento del área cultivada de 7.8% con respecto al año anterior y un crecimiento en el valor bruto real de su producción de 11.6%. Posteriormente, en la entrega de mayo de esta revista se estimó que la superficie cultivada no crecería en más de 3.3% y el valor bruto real de la producción en 2.9%.

El verano y el consiguiente retraso de las siembras, permiten pronosticar que los estimativos de abril serán difíciles de alcanzar, teniendo en cuenta los informes sobre el comportamiento de los cultivos transitorios. Así, la información del Fondo Financiero Agropecuario sobre créditos aprobados al 15 de junio indica que el número de hectáreas que han obtenido financiación durante este año es muy similar al observado en el mismo período del año anterior. De la misma información se desprende que sólo los cultivos de algodón y sorgo han aumentado el número de héctareas con financiación aprobada (40.000 y 6.000 hectáreas, respectivamente), manteniéndose relativamente constante el hectareaje financiado en los cultivos de arroz secano, cebada y papa. De otra parte, los estimativos de las asociaciones de productores sobre la productividad por hectárea en los distintos cultivos transitorios indican que éstos se han visto seriamente afectados por las condiciones meteorológicas.

Para el sector pecuario se ha calculado un incremento en el valor real de la producción de ganado vacuno cercano al 2%. Este aumento sería inferior al del año anterior debido a un menor crecimiento del degüello interno, dada la tendencia al alza en los precios reales del ganado en pie y la disminución de las exportaciones de ganado[3].

Con base en todos los estimativos atrás consignados de aumentos en la producción física de café cultivos mayores y ganado vacuno, se proyecta para el sector agropecuario una tasa de crecimiento inferior al 3%.

C. Industria manufacturera

Si se exceptúan las actividades ilícitas, el sector industrial fué el que registró la mayor tasa de crecimiento durante 1976. El aumento estimado de 10.8% en el producto bruto industrial contrasta con la disminución de 2.5% que se calculó para 1975. El incremento en el consumo de energía eléctrica para sus usos industriales y en el consumo de combustibles confirman también dicha recuperación.

---

2 Se procedió igualmente a modificar las disposiciones sobre redescuento con bonos de prenda para algunos productos, a fortalecer y agilizar la distribución interna de productos, y a rebajar los aranceles de ciertos insumos que demanda la producción y fabricación de alimentos.

3 Como resultado de las disposiciones que rigen en el actual convenio con Venezuela que han restringido la salida "legal" de ganado al país venico.

CUADRO 1

VALOR CIF DE LAS IMPORTACIONES DE MATERIAS PRIMAS Y BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA, 1970-1976

(millones de dólares)

	Materias primas y productos intermedios			Bienes de capital		
Año	Sector público	Sector privado	Variación sector privado (%)	Sector público	Sector privado	Variación sector privado (%)
1970	58.2	310.1		55.4	196.3	
1971	47.1	292.7	—5.6	40.8	172.4	—12.2
1972	49.6	346.9	21.7	39.6	192.7	3.1
1973	132.0	366.4	2.9	41.2	197.0	10.9
1974	150.0	722.4	97.2	45.9	259.1	31.6
1975	26.8	647.1	—10.4	62.8	241.6	—6.8
1976	24.7	773.9	19.5	110.4	306.8	27.0

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

El auge de la producción industrial constituyó una respuesta a la expansión de la demanda agregada a raíz del aumento en los ingresos de divisas cafeteras y de la reapertura de los mercados de exportación. Es evidencia de este fenómeno la evolución favorable de las ventas reales tanto internas como externas en la mayoría de los subsectores[4].

Por su parte, la inversión en capital fijo de la gran industria creció durante 1976 en 2.4%[5], cifra que se compara favorablemente con la baja de 16.5% que se contabilizó para 1975. Es importante recordar que en el segundo semestre de 1974, ante la incertidumbre creada por el cambio de gobierno y el aumento de los precios internacionales, los industriales aceleraron las importaciones de materias primas, productos intermedios y bienes de capital, como parte de una política de acumulación de inventarios (cuadro 1). Sin embargo, durante 1975, la disminución en las ventas internas y externas, los niveles altos de inventarios y el exceso de capacidad instalada ociosa, se tradujeron en una disminución de tales importaciones.

Posteriormente durante 1976 se reactivaron las importaciones de insumos (materias primas y bienes de capital) destinados a la producción del sector industrial. Dicho repunte obedeció en gran parte a la buena coyuntura económica del momento, y en menor grado a las medidas de liberación adoptadas por el gobierno durante el primer semestre del año.

Para 1977 se espera que la inversión en bienes de producción importados siga creciendo en vista de que es posible prever para los próximos dos años un saldo favorable en la balanza cambiaria como resultado de una suficiente disponibilidad de divisas. Además, los aranceles para la importación de bienes de capital son bajos y no existen limitantes en materia de crédito para su financiación.

En la encuesta de FEDESARROLLO se proyectó para el presente año un crecimiento de la inversión en términos nominales de 45.5%. De otra parte, en una encuesta del Banco de la República un 54% de los empresarios, que representan el 78% del total

[4] Resultados de la Encuesta Industrial de FEDESARROLLO, año 1976.

[5] Ibid.

de la actividad industrial, respondieron que incrementarían su inversión en el primer semestre de 1977 con respecto al segundo semestre del año anterior . Ambos indicadores señalan para el corto plazo aumentos de alguna consideración en la inversión de capital fijo.

El único factor que puede actualmente desestimular las futuras inversiones en la industria es la incertidumbre que ocasionan las continuas modificaciones en la política económica del gobierno, especialmente aquellas relacionadas con el régimen cambiario y arancelario. En el más largo plazo, los industriales pueden optar por posponer algunos programas de aumento en la capacidad productiva por ser 1978 año de elecciones, y mientras se despeja el panorama político.

D. Petróleo

La información disponible al finalizar el primer trimestre de 1977 permite confirmar la continuación de la tendencia a la reducción en el producto minero. En dicho período la producción de petróleo crudo fue de 12.7 millones de barriles. Esta cifra es inferior en 6.2% a la de los mismos meses de 1976 y puede compararse favorablemente con la tasa de declinación de 6.8% que se registró durante el año completo de 1976.

La baja en la producción petrolera se ha visto acompañada por un lento ritmo en la perforación. La meta contemplada por las autoridades oficiales era la de elevar la perforación anual a un promedio de 100 pozos durante los próximos años. Sin embargo, según el Ministerio de Minas y Energía, de los quince pozos exploratorios programados para el primer semestre de 1977, se perforaron seis durante los cinco primeros meses del año (dos de ellos resultaron productivos), mientras otros cuatro se encuentran actualmente en perforación, sin que ella se hubiere iniciado en los cinco restantes[7] De esta manera, y a pesar de carecer de la información correspondiente a la perforación en desarrollo por el apreciable retraso que existe en el acopio y análisis de la información por parte del Ministerio, es posible prever que la meta establecida no se logre en el presente año. El sector privado vislumbra, con todo, que esta actividad adquirirá mayor importancia durante 1978, por cuanto existe información sobre el regreso al país de compañías que habían salido y parece que el nivel de la exploración geo-sísmica se ha incrementado notablemente durante 1977. En último término, el que se logre un más acelerado ritmo de perforación dependerá de la importación de equipos ya que, aparentemente, su escasez ha obstaculizado esta actividad.

Si se tiene en cuenta lo sucedido durante los tres primeros meses de 1977, es de esperar que la producción anual no alcance los 52.2 millones de barriles proyectados en la entrega anterior de esta revista. Factor determinante para el logro de este estimativo será, sin embargo, la producción marginal; si ella no llega a un nivel significativo, la producción se colocará probablemente por debajo de los 50 millones de barriles.

Las perspectivas de producción obligarán a incrementar las importaciones de crudo o de gasolina. Las primeras han venido ya aumentando en forma considerable, tanto en valor (en razón del alza en los precios internacionales acordados por la OPEP en diciembre último) como en cantidad, tal

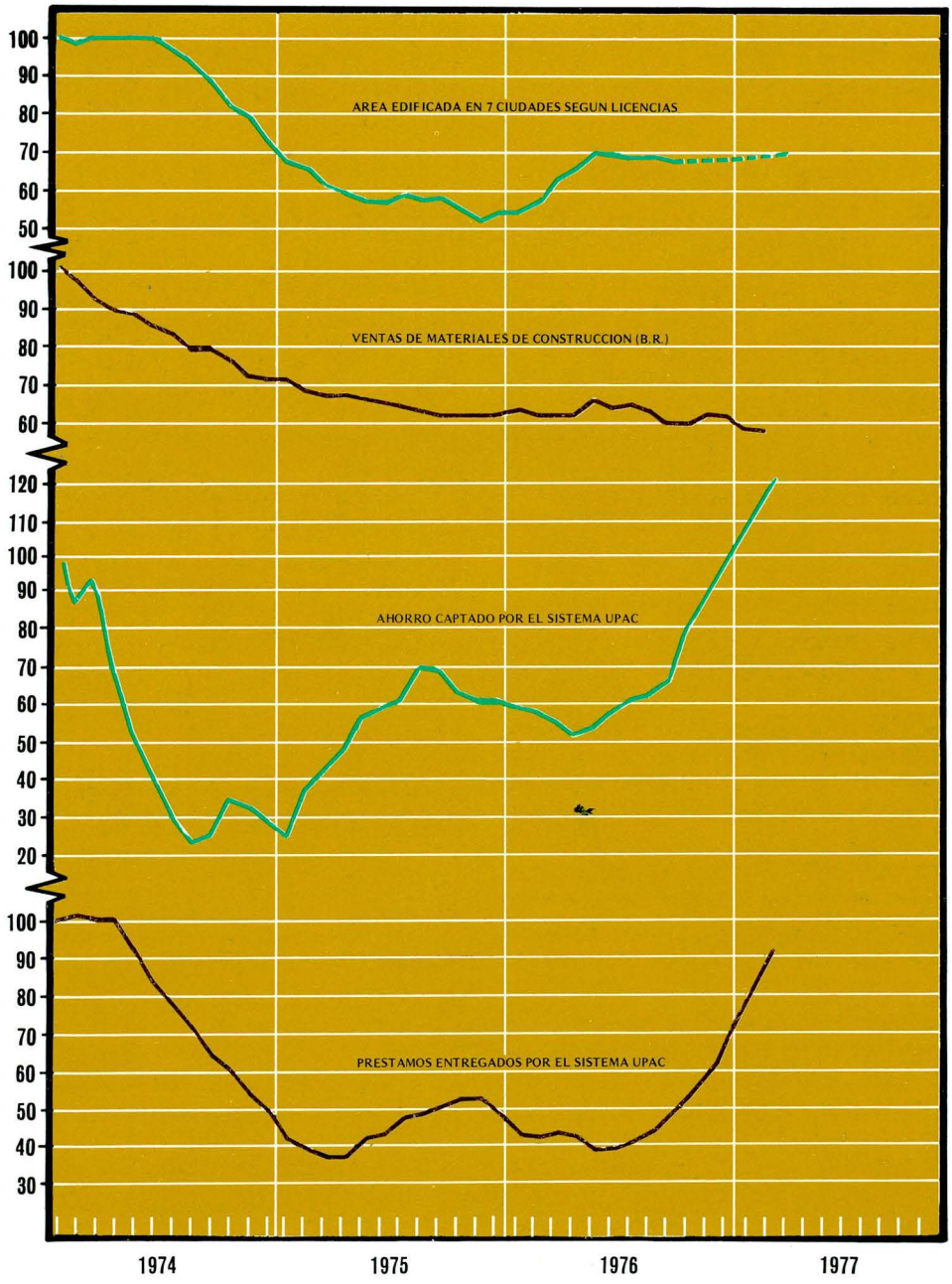
---

6 **Banco de la Republica, "Expectativas de Inversión en la Industria Manufacturera, Segundo semestre de 1976 y primero de 1977" Revista del Banco de la República, abril de 1977.**

7 **De acuerdo a información suministrada por compañías privadas, la exploración realizada en el curso del semestre fue exitosa en el hallazgo de gas natural y no de petróleo.**

GRAFICA 1

INDICADORES DE LA INDUSTRIA EDIFICADORA



FUENTE: DANE, Banco de la República, Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda y cálculos de FEDESARROLLO.

NOTA: Los índices son elaborados a partir de series desestacionalizadas (Base: Enero 1974 = 100). Las series de ventas de materiales y préstamos fueron deflactadas por el índice nacional de costos de la construcción de vivienda del DANE.

como puede observarse en el cuadro 2. Las de gasolina se redujeron en cantidad y valor, a pesar de que su precio promedio por barril no mostró variación. Con base en la información disponible pueden proyectarse importaciones de crudo superiores a 8.7 millones de barriles e importaciones de gasolina menores a 4.1 millones.

Como consecuencia lógica de las decisiones de importación durante el primer trimestre, con relación al primero de 1976, las cargas a refinerías aumentaron considerablemente y hubo un incremento en la producción de gasolina motor del orden de 11%. A su vez, las ventas en plantas de distribución y estaciones de servicio crecieron en 4.1%, tasa inferior a la de años anteriores debido seguramente al racionamiento de energía eléctrica causado por la sequía que afectó al país en los primeros meses del año.

Finalmente cabe precisar que se registró durante el primer trimestre una reducción de 24.2% en el valor de las exportaciones de refinado. Especialmente notoria fue la baja de 22.8% en las exportaciones de combustibles, a pesar de haberse registrado alzas de magnitud en sus precios internacionales[8]

[8] Una explicación que se ha adelantado sobre esta reducción es la de que el bajo cauce del río Magdalena generado por la sequía, impidió la movilización de este producto; si ello hubiese ocurrido, cabe esperar que las exportaciones de combustible se hubiesen recuperado en el curso del segundo trimestre.

E. Edificación urbana

Los distintos indicadores sobre el comportamiento cíclico de la actividad edificadora del país señalan que durante 1977 se ha mantenido la tendencia estacionaria observada desde comienzos del segundo semestre del año pasado.

La información suministrada por el DANE para el área construida en las siete principales ciudades del país, según el registro de licencias, permite establecer que su aumento en los cuatro primeros meses del presente año con relación a los últimos cuatro meses de 1976 fue de apenas 2% (gráfica 1)[9]. Este relativo estancamiento en lo que va corrido del año es consecuencia del lento crecimiento en las ciudades más grandes del país, en especial Bogotá, Medellín y Cali, que contrasta

[9] Esta apreciación no coincide con las hechas por CAMACOL y el DANE, que sostienen que en los cuatro primeros meses de 1977 se ha presentado un aumento significativo en el área edificada. La diferencia se debe a que las dos entidades compararon los primeros cuatro meses de 1977 con los primeros cuatro de 1976, mientras FEDESARROLLO comparó cuatrimestres sucesivos desestacionalizados. El primer método mide cambios en intervalos anuales y en este caso refleja los aumentos ocurridos a comienzos de 1976. En cambio, el otro método mide las variaciones en los últimos ocho meses para los cuales se dispone de información .

CUADRO 2

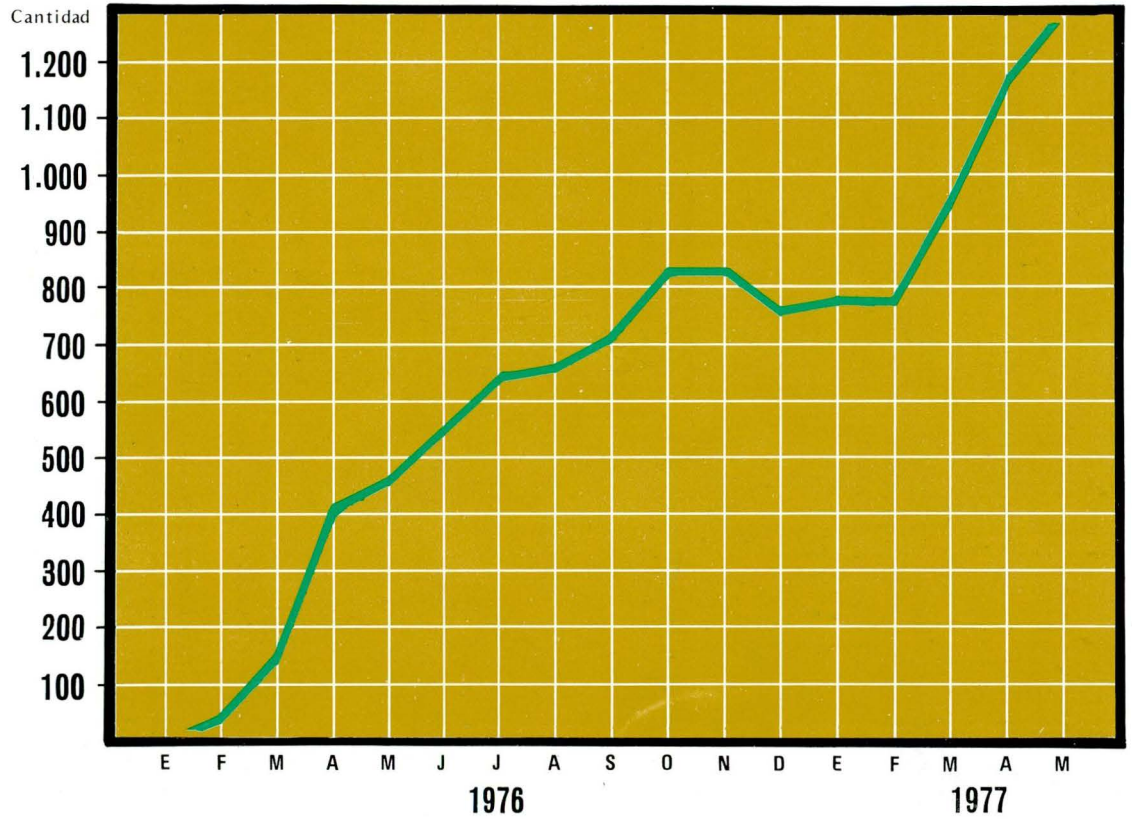
IMPORTACIONES DE PETROLEO CRUDO Y GASOLINA POR ECOPETROL

	Petróleo			Gasolina			Total	
	Cantidad (millones de barriles)	Valor (millones US$/CIF)	Precio promedio (US$/barril)	Cantidad (miles de barriles)	Valor (millones US$/CIF)	Precio promedio (US$/barril)	Cantidad (miles de barriles)	Valor (millones US$/CIF)
Enero-Abril 1976	1.540.2	19.2	12.5	885.6	12.4	14.0	2.425.8	32.6
Enero-Abril 1977	3.228.9	44.4	13.8	790.9	11.2	14.2	4.019.8	55.6
Variación (%)	109.6	131.1	10.2	—10.7	—9.6	—	65.7	75.9

Fuente: Ministerio de Minas y Energía, Oficina de Planeación.

GRAFICA 2

NUMERO DE LICENCIAS SOLICITADAS Y NO APROBADAS EN BOGOTA*



FUENTE: CAMACOL, Seccional Cundinamarca y cálculos de FEDESARROLLO.

* Cifras acumuladas en el período enero 1976–mayo 1977.

con el auge en algunas ciudades intermedias de las regiones cafeteras.

En el caso de Bogotá, la actividad se ha visto obstaculizada por problemas de índole administrativo. En efecto, en la gráfica 2 se aprecia una significativa acumulación en el número de solicitudes de licencias no aprobadas como consecuencia de una mayor lentitud en los trámites burocráticos respectivos. Estos problemas pueden agravarse aún más en el futuro cercano si las autoridades distritales son incapaces de dar curso eficiente a la tramitación de un mayor volumen de solicitudes.

Tal como se ilustra en la gráfica 1, el comportamiento del índice es consistente con las variaciones observadas en el índice de ventas de materiales de la construcción del Banco de la República[10]. En cambio, los préstamos otorgados por el sistema UPAC acusan una tendencia ascendente desde el mes de diciembre anterior como resultado de aumentos recientes en la captación de ahorro.

Es posible que solamente hasta la segunda mitad del año se inicie un período de mayor actividad ya que las perspectivas de aumento de la demanda son favorables, por los altos índices de crecimiento del ingreso nacional. Es de anotar además, que las posibilidades de captación de ahorro para la construcción podrían ser todavía mejores si el gobierno permitiera una mayor libertad en el mercado de capitales en lo relativo a la fijación de tasas de interés.

[10] Este índice captura ante todo cambios en el comercio interno (deja de registrar buena parte del movimiento de contrabando).

Precios y Empleo

A. Precios

1. Indice de precios al consumidor

Transcurrida la primera mitad del año, los índices de precios al consumidor obrero y empleado muestran un ritmo de aumento especialmente acelerado hasta el mes de abril y comparativamente más lento en los dos últimos meses. Las alzas acumuladas son ostensiblemente superiores a las logradas en períodos similares de años anteriores.

Como se observa en el cuadro 3, las variaciones acumuladas entre enero y junio son de 28.9% para obreros y de 23.6% para empleados. El orden de magnitud de estas cifras se destaca mejor al tener en cuenta que los totales acumulados en todo el año de 1976 fueron de 25.9% y 25.4%, respectivamente. De otra parte, para los doce meses culminados en junio del presente año se estimaron alzas de 43.5% para obreros y 37.6% para empleados, siendo ellas las más altas tasas de inflación de los últimos veintidos años.

Analizando los índices por sus componentes, se destaca el incremento en los precios de los alimentos (58.1% para obreros y 51.7% para empleados) que resulta muy superior al de los demás rubros de la canasta. Durante el año que terminó en junio, estas últimas no exceden en ningún caso el lí-

CUADRO 3

VARIACION PORCENTUAL DEL INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR SEGUN CATEGORIAS DE BIENES

	Obreros					Empleados				
Período	Total	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Misceláneo	Total	Alimentos	Vivienda	Vestuario	Misceláneo
1977										
Enero	2.3	3.1	1.9	0.4	0.4	2.2	3.3	2.2	0.3	0.2
Febrero	4.0	3.9	3.7	3.6	4.9	3.3	2.9	2.2	3.6	4.8
Marzo	4.1	5.2	1.5	1.2	4.3	3.9	5.2	2.0	1.2	3.7
Abril	7.6	12.0	0.9	2.2	1.0	6.0	10.6	0.8	2.2	1.3
Mayo	4.7	6.9	0.7	2.5	0.6	3.7	5.8	1.3	3.1	0.7
Junio	3.3	4.5	1.1	2.0	0.8	2.6	3.7	1.2	1.7	0.6
Acumulado hasta Junio										
1972	6.8	7.2	5.4	7.9	6.6	6.7	6.9	6.9	6.7	6.8
1973	17.1	25.3	6.5	11.8	7.4	13.5	21.6	6.4	10.6	6.6
1974	14.8	18.0	9.5	13.5	10.5	13.4	16.9	9.0	13.0	10.0
1975	13.5	17.6	6.8	6.3	10.4	11.8	15.3	7.2	6.0	10.6
1976	13.1	14.0	10.1	12.7	12.9	12.7	14.5	9.8	12.2	11.4
1977	28.9	41.1	10.2	12.4	12.6	23.6	35.6	10.2	12.6	11.9
Variación anual Junio-Junio										
1972	13.8	14.6	14.3	13.6	11.0	13.0	13.7	13.9	12.0	11.7
1973	24.9	35.5	11.3	22.0	10.9	21.3	32.1	12.8	20.1	9.9
1974	22.7	23.9	22.3	26.7	15.8	22.0	25.6	18.8	25.2	15.7
1975	25.4	30.3	15.2	16.1	25.4	23.4	28.5	15.6	15.6	23.2
1976	17.4	16.1	18.8	19.7	19.5	18.4	18.5	18.8	19.8	17.5
1977	43.5	58.1	22.6	22.2	24.7	37.6	51.7	22.8	23.1	24.7

Fuente: DANE.

mite del 25%, a pesar de registrar aumentos en ocasiones comparables a los de 1973 y 1974. Como se sabe, los precios de los alimentos (que representan el 50% de la canasta de los obreros y el 36% de la de los empleados), han registrado alzas muy superiores al de la mayoría de los productos y servicios de la canasta, especialmente a partir de 1971.[11]

El elevado crecimiento de los precios de los alimentos es consecuencia del desbordamiento de la demanda agregada interna y del mayor contrabando a los países vecinos, así como de la menor producción, tal como se discute en el capítulo de Actividad Económica General.

[11] Una explicación más detallada se encuentra en Coyuntura Económica, mayo de 1977, Vol. VII, No. 1, pp. 52-3.

2. Indice de precios al por mayor

En el período diciembre-mayo se observó un alza acumulada de 15.0% en el índice de precios al por mayor (cuadro 4). Este incremento, comparado con el de períodos similares en años anteriores, es inferior al de 16.8% registrado en 1974, año en el cual la elevación de los precios internacionales influyó decisivamente en una alta tasa de inflación interna. Durante el año comprendido entre mayo de 1976 y mayo de 1977, el aumento es de 33.2%, que tampoco llega a ser igual al registrado en 1974.

De los distintos rubros que componen este índice, el de los bienes de consumo tiene el mayor incremento (54.2%) muy superior al de años anteriores (cuadro 4). En cambio, las materias primas y los bienes de capital

CUADRO 4

VARIACION PORCENTUAL EN EL INDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR DEL COMERCIO EN GENERAL

	Según uso o destino				Según origen y destino del artículo				Según actividad económica		
	Total	Bienes de consumo	materias primas	Bienes de capital	Producidos y consumidos internamente	Importaciones	Exportaciones	Exportaciones sin café	Agricultura silvicultura caza y pesca	Industria manufacturera	Minería
1977											
Enero	0.9	2.9	—0.8	1.5	0.8	1.5	13.1	4.4	3.2	3.4	1.9
Febrero	2.7	4.0	2.0	1.1	3.3	0.9	9.4	5.5	4.0	2.6	0.6
Marzo	2.2	3.8	1.3	0.5	2.8	—0.05	23.5	18.2	3.4	1.9	0.4
Abril	5.7	11.6	1.6	1.7	7.3	0.9	2.5	2.0	9.2	4.9	1.4
Mayo	2.8	4.0	1.8	2.2	3.2	2.3	—7.9	—5.4	5.7	1.1	0.4
Diciembre-Mayo											
1972	7.8	8.0	6.9	9.7	8.5	10.9	8.6	9.6	3.4	7.1	5.3
1973	14.1	16.2	14.4	5.6	13.8	9.6	18.2	17.6	19.3	10.7	6.5
1974	16.8	11.6	20.0	19.8	16.4	14.7	26.6	32.5	23.2	18.4	44.6
1975	8.0	16.6	1.7	8.3	10.4	7.0	—6.0	1.6	15.1	5.2	6.9
1976	9.9	7.5	11.9	9.2	12.4	6.3	39.7	12.4	9.8	10.3	7.1
1977	15.0	29.2	6.0	7.2	18.5	5.7	44.1	25.7	20.2	14.8	4.7
Mayo-Mayo											
1972	16.4	19.4	14.3	14.4	17.4	13.0	17.7	18.1	16.8	13.7	11.1
1973	28.1	27.2	32.7	13.8	28.3	23.2	39.5	31.7	36.4	21.4	15.7
1974	36.0	23.2	45.3	41.8	31.0	44.2	57.7	107.9	34.5	41.0	77.1
1975	26.0	37.6	16.6	30.8	29.7	28.7	1.3	3.2	35.9	21.3	22.0
1976	21.7	14.8	28.3	18.6	23.4	19.4	79.8	29.9	19.7	22.7	15.3
1977	33.2	54.2	21.1	18.1	43.0	13.5	89.3	52.5	50.9	29.0	15.2

Fuente: DANE.

muestran aumentos inferiores a los de aquellos años. Dada la naturaleza del primero de estos tres componentes, es de esperar que tenga un comportamiento parecido al del índice de precios al consumidor.

Se observa además que los precios de los bienes producidos y consumidos internamente y las exportaciones (totales o sin café), también registran alzas sin precedentes (cuadro 4). En el renglón de importaciones, por su parte, se registra un incremento apenas comparable con el de 1972, e inferior al de todos los demás años, en tanto que el de los precios de los productos provenientes del sector agrícola y afines es de 50.9%. Se llega así a la conclusión de que los factores que inciden en el crecimiento de la tasa de inflación son fundamentalmente de carácter doméstico (exceso de dinero y escasez de alimentos), a diferencia de lo ocurrido en 1973 y 1974.

3. Perspectivas para el segundo semestre

Teniendo en cuenta que estacionalmente el crecimiento relativo de los precios es más bajo en el segundo semestre que en el primero, y que la recolección de las cosechas de alimentos normalmente se cumple desde el mes de julio, es de esperar que la tasa de inflación descienda en lo que resta del pre-

CUADRO 5

TASAS DE PARTICIPACION, DESEMPLEO Y SUBEMPLEO ABIERTOS EN LAS CUATRO CIUDADES MAYORES, 1977

Ciudad	Tasa	Dic./76 (1)	1977 Febrero (2)	1977 Marzo (3)	1977 Mayo (4)
Bogotá	Participación (refinada)	50.9	—	50.5	—
	Participación (cruda)	37.2	—	36.8	—
	Desempleo	8.1	11.3	8.9	11.69
	Subempleo	14.2	—	14.0	—
Medellín	Participación (refinada)	47.8	—	45.7	—
	Participación (cruda)	35.9	—	34.9	—
	Desempleo	12.9	11.27	12.7	13.04
	Subempleo	14.9	—	13.3	—
Cali	Participación (refinada)	51.1	—	52.8	—
	Participación (cruda)	36.9	—	37.5	—
	Desempleo	8.7	14.82	11.5	10.90
	Subempleo	15.3	—	12.6	—
Barranquilla	Participación (refinada)	35.7	—	44.4	—
	Participación (cruda)	35.7	—	32.0	—
	Desempleo	9.1	10.19	10.6	10.92
	Subempleo	15.4	—	14.3	—
Total	**Participación (refinada)**	**50.2**	**—**	**49.2**	**—**
	Participación (cruda)	**36.7**	**—**	**36.0**	**—**
	Desempleo	**9.2**	**11.69**	**10.2**	**11.69**

Fuente: Columnas (1) y (3) DANE, Boletín Mensual de Estadística, y avances de la encuesta nacional de hogares; columnas (2) y (4) ANIF, avance de la sexta encuesta de empleo y desempleo.

Definiciones: P.I = Población total; P.E.A. = Poblacion económicamente activa; P.E. = Población en edad de trabajar; D = Desocupados abiertos; S = Subempleados abiertos; Participación refinada $= \frac{PEA}{PE}\ 100$; Participación cruda $= \frac{PEA}{PE}\ 100$; Desempleo $= \frac{D}{PE}\ 100$; Subempleo $= \frac{S}{PEA}\ 100$.

sente año. Desde luego, la intensidad de dicha disminución tiene igualmente que ver con la efectividad de la política del gobierno para ajustar la oferta interna de bienes consumo a la demanda agregada. De todas maneras, de mantenerse la tendencia observada durante el primer semestre, se alcanzaría una inflación superior al 40%.

B. Empleo y desempleo urbanos

Las cifras presentadas en el cuadro 5 permiten apreciar que el desempleo abierto en el conjunto de las cuatro principales ciudades del país, aumentó de 9.2% a 10.2% en el trimestre comprendido entre diciembre de 1976 y marzo de 1977. Examinando el comportamiento por ciudades, se observa cómo en Bogotá, Cali y Barranquilla el aumento en la desocupación abierta estuvo acompañada de una disminución en las tasas de subempleo abierto, entanto que en Medellín se presentó una disminución en el subempleo y en la desocupación abierta. De otra parte, la información disponible señala que hasta mayo, en las mismas cuatro ciudades, el desempleo fue 11.69%, tasa muy similar a la registrada en febrero, con aumentos en Medellín, Barranquilla y Bogotá, y disminución en Cali[12].

Las tasas de participación, en sus dos formas de medición, son menores en marzo de este año que en diciembre del año pasado, para el grupo de las cuatro ciudades. La inestabilidad en el comportamiento de dichas tasas obedece a la gran movilidad de la fuerza laboral urbana en el país; por esta razón es preciso explicar de una manera aproximada la relación existente entre el movimiento de trabajadores que ingresan o se retiran del mercado laboral, con la expansión o reducción en las oportunidades de empleo.

El cuadro 6 registra los efectos del aumento de la población sobre el desempleo, y descrimina los componentes del cambio en el número absoluto de desempleados entre diciembre de 1976 y marzo de 1977. En conjunto, puede apreciarse que el factor deter-

[12] Debe tenerse en cuenta que la compración directa de las mediciones del DANE con las de ANIF-COLDATOS puede conducir a análisis imprecisos, ya que los respectivos períodos de medición no coinciden y además, no hay consistencia en la selección de la muestra.

CUADRO 6

COMPONENTES DEL CAMBIO EN EL NUMERO DE PERSONAS DESEMPLEADAS POR CIUDAD

Diciembre/76—Marzo/77

	Bogotá	Medellín	Cali	Barranquilla	Total
Desempleados dic./76	102.651	56.086	33.235	23.603	215.575
Desempleados mar./77	112.967	53.497	45.574	24.886	236.924
Diferencia	10.316	—2.589	12.339	1.283	21.349
Diferencia explicada por:					
1. Crecimiento vegetativo	1.473	550	376	189	2.588
2. Oferta	—770	—2.347	1.088	594	—1.435
3. Demanda	9.690	—828	10.525	402	19.789
4. Interacción	—77	36	350	98	407
5. Total	10.316	—2.589	12.339	1.283	21.349

Fuente: Cuadro 5 y cálculos de FEDESARROLLO.

minante en el aumento de desempleo fue la demanda (contrariamente a lo ocurrido en septiembre y diciembre de 1976), mientras la oferta disminuye como consecuencia de la salida de trabajadores del mercado laboral. El efecto conjugado de la oferta y la demanda sobre el volumen de empleo provocó un aumento cuantitativamente no muy importante en el número de desempleados. Es posible que durante el período en cuestión, la escasez de oportunidades, medida por el bajo número de plazas de trabajo disponibles, hubiera desalentado a un cierto número de trabajadores, causando su retiro del mercado del trabajo.

La influencia del factor demanda sobre el aumento del desempleo en términos absolutos es notable en Cali y Bogotá y menos fuerte en Barranquilla, en tanto que en Medellín este mismo factor permitió la absorción de algunos trabajadores a la fuerza laboral activa. De otro lado, el tamaño relativo del mercado laboral (oferta) se vió reducido especialmente en Medellín y Bogotá, mientras en las otras dos ciudades hubo un número adicional de trabajadores en busca de oportunidades de empleo. Así entonces, el desempleo durante el período en cuestión afectó preferentemente a las ciudades de Cali y Bogotá, en contraste con lo ocurrido en el último trimestre del año anterior.

Moneda y Crédito

A. Introducción

La economía colombiana se ha visto abocada a una creciente inflación desde 1972. A partir de 1975 el principal factor responsable de la inflación ha sido la ejecución de una política monetaria orientada a acumular reservas internacionales en el Banco de la República. Las cifras más recientes indican que aún no se ha llegado al tope del ciclo inflacionario, ya que los medios de pago crecen a una tasa, estacionalmente ajustada, superior a la del año pasado. Por su parte, la inflación supera el 40%, cifra mayor que cualquiera de las registradas en los veintidós años durante los cuales se han llevado estadísticas de precios.

El alza en la tendencia de los precios sigue acompañada por un aumento en la velocidad, al cambiar la gente la composición de su cartera hacia activos que ofrezcan alguna protección contra la inflación. Dentro de éstos se encuentran los cuasidineros, cuyo crecimiento ha sido uno de los factores limitantes a la eficacia de la política restrictiva en materia de encajes sobre depósitos en cuenta corriente. El alza en los encajes en 1976 logró reducir el multiplicador en aquel año, y contribuyó a un lento crecimiento de las colocaciones. En el presente año, la eficacia del encaje marginal se ha visto limitada por el crecimiento de las colocaciones susceptibles de ser computadas como encaje y, el nivel de crédito ha registrado un aumento superior al de los medios de pago.

La política cambiaria continúa manteniendo el precio nominal de la divisa prácticamente constante. Además, ha llevado a un conjunto de medidas orientadas a atacar los síntomas del problema cambiario mas que sus

verdaderos orígenes. Contraria a esta tendencia, la resolución 25 permite la colocación de certificados de cambio en el sector privado: un adecuado manejo de la tasa oficial y de las colocaciones directas de certificados en el sector privado podría contribuir a un manejo menos estéril de la balanza cambiaria.

El crecimiento monetario durante los próximos meses se enfrenta al problema de la financiación de la cosecha cafetera, circunstancia que ha limitado el impacto contraccionista de las colocaciones de títulos canjeables, acordadas entre el gobierno nacional y el gremio cafetero. La redención de títulos canjeables para adquirir la cosecha corresponde a una monetización anticipada de las reservas provenientes de las ventas del grano, y su efecto sobre la base será aumentado en la medida en la cual se oponga al cumplimiento de metas contempladas en los acuerdos mencionados.

De presentarse un crecimiento monetario similar al del segundo semestre del año pasado, con una situación normal de abastecimientos de alimentos, el alza en el índice al consumidor empleado puede ascender 12%, con lo cual la inflación para el año completo sería de 38%. Pero si los programas de abastecimiento son inadecuados, o si el manejo del agudo problema cambiario conduce a unas tasas aún mayores de crecimiento en la liquidez, la inflación continuará aumentando durante el segundo semestre y el año próximo.

B. Comportamiento monetario y crediticio reciente.

Un examen de las cifras monetarias indica que el alza en la tendencia de la liquidez, iniciada en 1972, continúa su curso. En el cuadro 7 se presentan los principales agregados de dinero y crédito. En tanto que el crecimiento de los medios de pago durante el primer trimestre fue levemente inferior al registrado en los trimestres correspondientes de los años anteriores, la cifra correspondiente al segundo trimestre es significativamente más elevada. Dicho resultado obedece, como se analiza más adelante, a la adquisición por parte del Emisor de títulos canjeables, con el objeto de financiar la compra de café por parte de la Federación Nacional Cafetera de la cosecha correspondiente al primer semes-

CUADRO 7

COMPORTAMIENTO DE LA CANTIDAD DE DINERO Y DEL CREDITO

(millones de pesos)

		M_1					M_2					Colocaciones bancarias		
Año	Fin del Trimestre	Especies monetarias	Depósitos en cuentas corrientes	Total	Variación trimestral (%)	Variación anual acumulada (%)	Cuasi-dineros	Total	Variación trimestral (%)	Variación anual (%)	$\frac{M_1}{M_2}$	Nivel	Variación trimestral (%)	Variación anual acumulada (%)
1974	I	8.751	30.660	39.411	2.2	29.4	18.648	58.663	7.1	55.3	0.67	32.903	6.2	
	II	9.206	30.810	40.015	1.5	22.5	17.384	57.399	4.9	38.2	0.70	34.342	4.4	
	III	8.993	31.760	40.753	1.8	20.4	19.614	60.641	5.6	35.0	0.68	38.007	10.7	
	IV	16.094	30.019	46.113	13.2	19.6	20.592	66.705	10.0	29.8	0.69	41.381	8.9	
1975	I	10.631	36.591	47.223	2.4	19.8	25.480	72.703	9.0	23.9	0.64	44.307	7.1	34.7
	II	11.366	36.924	48.291	2.3	20.7	27.797	76.088	4.7	32.6	0.63	46.018	3.9	34.0
	III	11.003	40.442	51.445	6.5	25.4	31.528	82.973	9.0	36.8	0.62	50.989	10.8	34.2
	IV	20.816	38.099	58.919	14.5	27.8	31.227	90.146	8.6	35.1	0.65	52.760	3.5	27.5
1976	I	13.562	47.059	60.620	2.9	28.4	39.903	97.523	8.2	34.1	0.62	54.654	3.6	23.4
	II	15.200	47.545	62.745	3.5	29.9	38.644	101.389	12.5	33.3	0.61	55.614	1.8	20.8
	III	14.119	51.159	65.278	4.0	26.9	45.525	110.803	9.3	33.5	0.59	61.333	10.3	20.3
	IV*	28.505	51.025	79.530	21.8	35.0	45.834	125.364	13.1	39.8	0.63	66.920	9.1	26.8
1977	I*	18.958	62.202*	81.160*	2.0	33.9	56.064	137.224	9.5	40.7	0.59	72.557	8.4	32.8
	II*	21.338	69.192	90.530	11.5	44.3	59.170	149.700	9.1	47.6	0.60	80.247	11.6	44.3

Fuente: Banco de la República, Asociación Bancaria de Colombia y cálculos de FEDESARROLLO.

* Cifras Provisionales

1 Incluye depósitos de ahorro, certificados de depósito a término y depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda.

2 M_2 está compuesta por M_1 y los cuasidineros.

CUADRO 8

USOS DE LA BASE MONETARIA

(millones de pesos)

Fin de	Marzo 1976	Junio 1976	Septiembre 1976	Diciembre 1976*	Marzo 1977*	Junio 1977*
1. Billetes del Banco de la República en circulación	15.064	16.809	15.719	29.507	19.390	
2. Otras especies monetarias en circulación	507	534	569	593	557	
3. Depósitos del público en el Banco de la República en moneda nacional o extranjera	20.735	23.868	23.830	23.915	36.182	
4. Certificados de cambio y títulos de reserva	327	263	323	274	487	
5. Total	36.633	41.474	40.441	54.289	56.616	61.145
6. Variación trimestral (%)		—4.0	13.2	—2.5	34.2	4.3

Fuente: Banco de la República, Asociación Bancaria de Colombia y cálculos de FEDESARROLLO.

* Cifras provisionales.

tre del año. El mayor desbordamiento de la liquidez coloca el crecimiento anual de la cantidad de dinero en cerca de 40%. Como se señaló en la pasada entrega de esta revista, cifras de este orden no tienen precedente en la historia monetaria del último cuarto de siglo.

El crecimiento de los cuasidineros es aún más acentuado que el observado en el circulante y los depósitos en cuenta corriente. Ello es una característica usual de los períodos de aceleración en la inflación, cómo el experimentado por Colombia en los últimos seis años, cuando los particulares tienden a incrementar la fracción de su cartera concentrada en activos que pagan un rendimiento, al darse un incremento concomitante en las tasas de interés nominales. En la gráfica 3 se presenta la relación directa entre la velocidad de circulación del dinero y un indicador del nivel general de las tasas de interés, ilustrando la menor preferencia de la gente hacia los medios de pago que resulta del mayor costo representado por tasas de interés más elevadas.

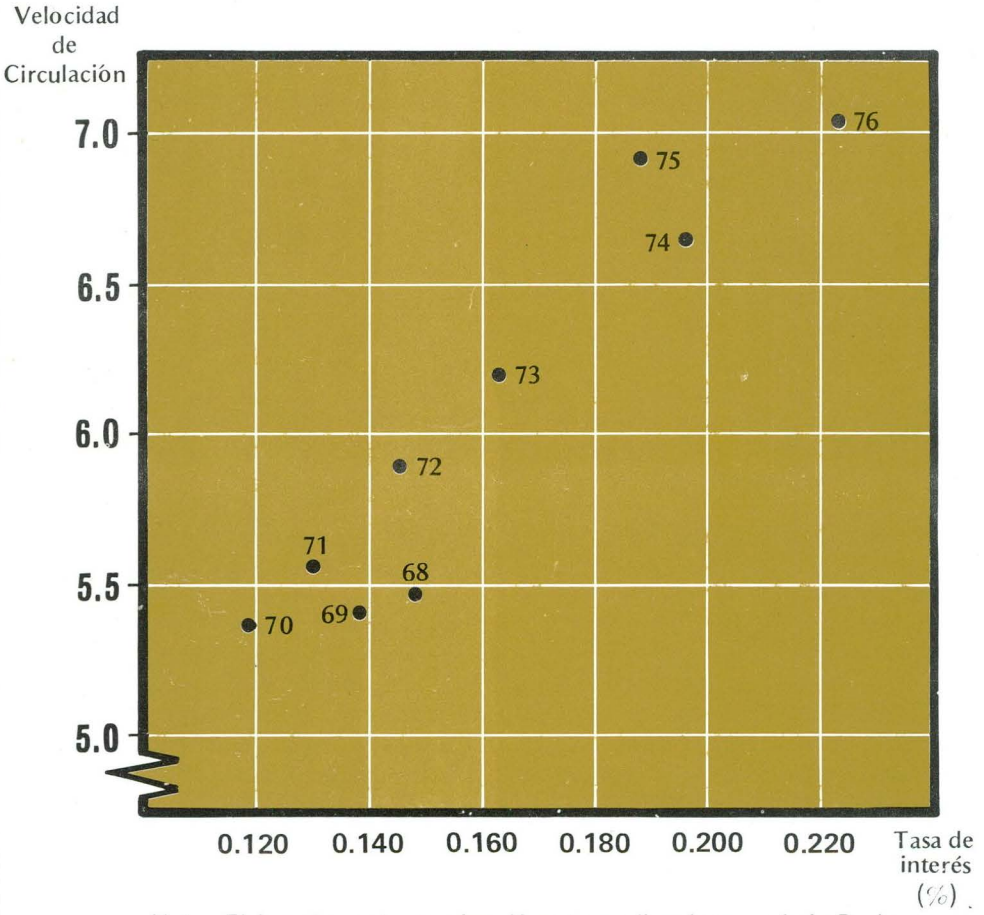
Las colocaciones bancarias presentaron durante el año pasado un crecimiento inferior al de los medios de pago. Sin embargo, durante el primer semestre del año en curso, aumentaron a un ritmo superior de la cantidad de dinero. En forma aproximada, este indicador del crédito institucional depende de la relación entre las reservas de los bancos y sus exigibilidades, la cual es en buena parte determinada por las medidas sobre encaje. Como se analiza más adelante, la elevación de los encajes durante 1976, condujo al menor crecimiento señalado de las colocaciones, mientras las medidas restrictivas del año en curso no muestran todavía un impacto visible.

C. Usos y fuentes de la base monetaria

En el cuadro 8 se presentan los diferentes usos de la base monetaria. Las

GRAFICA 3

VELOCIDAD DE CIRCULACION DEL DINERO Y TASAS DE INTERES NOMINAL, 1968-1976



Nota: Elaborado en base a las cifras de medios de pago de la Revista del Banco de la República, de Ingreso Nacional a las Cuentas Nacionales calculadas por el Banco de la República (la cifra para 1976 corresponde a un estimativo del Departamento Nacional de Planeación), y de tasas de interés a seis meses convertidas a un año del Certificado de Abono Tributario cotizadas en la Bolsa de Bogotá. Las cifras de medios de pago y tasa de interés son promedios anuales centrados en Junio.

CUADRO 9

FUENTES DE LA BASE MONETARIA

(millones de pesos)

Fin de	Marzo 1976	Junio 1976	Septiembre 1976	Diciembre 1976	Marzo 1977
1. Crédito neto al gobierno	9.507	7.052	6.015	4.460	4.569
a. Tesorería	(10.182)	(7.421)	(6.547)	(7.648)	(7.521)
b. Resto del gobierno	(—705)	(—356)	(—551)	(—3.212)	(—2.842)
c. Otras instituciones oficiales	(30)	(—13)	(19)	(24)	(—110)
2. Crédito neto al público	10.883	12.494	10.703	13.068	4.838
a. Bancos comerciales	(7.132)	(7.281)	(6.326)	(7.462)	(9.764)
b. Sector privado	(—3.376)	(—3.650)	(—3.997)	(—4.762)	(—11.339)
c. Entidades de fomento	(7.127)	(8.863)	(8.374)	(10.368)	(6.413)
3. Reservas internacionales	14.235	19.831	21.065	35.149	45.195
4. Tenencias interbancarias	243	243	243	243	243
5. Activos de clasificados	1.258	1.321	1.846	776	1.215
6. Otras especies monetarias	507	534	569	593	557
7. Total	36.633	41.475	40.441	54.289	56.617

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

cifras de marzo señalan la baja usual en el circulante con respecto a diciembre, resultado de la elevada demanda estacional de este último mes. De otra parte, los depósitos en el Banco de la República presentan un elevado crecimiento. La base total registra un aumento de 4.3% durante los primeros tres meses del año. Además, las cifras disponibles permiten estimar en forma preliminar, un cambio de 8.0% durantel el segundo trimestre.

En anteriores entregas de esta revista se ha señalado la acumulación de reservas internacionales en el Banco Emisor como la fuente inmediata principal de crecimiento en el dinero primario desde finales de 1975. Los cuadros 9 y 10 muestran el comporta-

CUADRO 10

COMPOSICION DEL CAMBIO EN LAS FUENTES DE LA BASE MONETARIA

(millones de pesos)

	Dic-Mar 1975/1976	Mar-Jun 1976	Jun-Sep 1976	Sep-Dic 1976	Dic-Mar 1976/1977	Mar-Mar 1976/1977
1. Crédito neto al gobierno	208	—2.455	—1.037	—1.555	109	—4.938
2. Crédito neto al público	—4.236	1.611	—1.791	2.365	—8.230	—6.045
3. Reservas internacionales	2.092	5.596	1.234	14.084	10.046	30.960
4. Activos no clasificados	381	63	595	—1.070	439	—43
5. Otras especies monetarias	21	27	35	24	—36	50
6. Total	—1.540	4.836	—1.039	13.848	2.328	19.984

Fuente: Cuadro 9.

miento reciente de las fuentes de la base monetaria. Se aprecia cómo durante el primer trimestre del año las reservas continuaron creciendo; sin embargo, su efecto monetario fue dilatado por medio de la colocación de títulos canjeables en la Federación Nacional de Cafeteros, en desarrollo de acuerdos de este gremio con el gobierno nacional.

La información reciente sugiere el corto término de dicha congelación de recursos, pues la expansión de la base ocurrida al final del segundo trimestre fue resultado precisamente de la redención de títulos canjeables con el objeto de financiar la compra de la cosecha cafetera del segundo trimestre. A final de junio habían colocados en el mercado US$ 34 millones en dichos títulos, cifra de poco significado frente a los US$ 1.250 millones que se anticipa ingresarán por balanza cambiaria.

Se observa, de otra parte, que el endeudamiento de los bancos comerciales aumentó en más de $2.500 millones durante el primer trimestre. Ello obedeció principalmente al redescuento de créditos otorgados por el sistema bancario para la importación de alimentos en desarrollo de las resoluciones 58 y 59 de 1976, y a la utilización del cupo para la financiación transitoria de la mayor suscripción de bonos de fomento agropecuario. Para el segundo trimestre, las cifras globales indican una disminución en el endeudamiento de los bancos de aproximadamente $1.500 millones, cuyas fuentes aún no es posible establecer.

De otra parte, los primeros tres meses del año registran un menor endeudamiento neto de los Fondos Financiero Agropecuario, de Desarrollo Eléctrico, y de Ahorro y Vivienda, así como cerca de $1.600 millones de contracción a través de los depósitos para la nacionalización de mercancías. Durante abril y mayo, la contracción originada en estos depósitos asciende a $800 millones, en tanto que las entidades de fomento registran operaciones expansionistas cercanas a los $ 1.200 millones.

El crédito del emisor al sector público tuvo un leve impacto expansionista durante el primer trimestre. Se recordará cómo durante 1976, las operaciones del sector lograron contraer cerca de 5.000 millones de pesos.

CUADRO 11

MULTIPLICADOR DE LOS MEDIOS DE PAGO Y DE LA OFERTA MONETARIA AMPLIADA

Fin de	Marzo 1976	Junio 1976	Septiembre 1976	Diciembre 1976	Marzo 1977	Junio 1977*
r	0.489	0.552	0.515	0.505	0.605	0.57
c	0.288	0.320	0.276	0.559	0.305	0.31
t	0.848	0.813	0.890	0.898	0.901	0.86
n	1.657	1.514	1.614	1.465	1.434	1.48
m	2.662	2.445	2.740	2.309	2.424	2.45

Fuente: Cuadros 7 y 8 y cálculos de FEDESARROLLO.

* Cifras Provisionales.

r Relación de reservas a depósitos en cuenta corriente.

c Relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente.

t Relación de cuasidineros a depósitos en cuenta corriente.

n Multiplicador de los medios de pago.

m Multiplicador de la oferta monetaria ampliada.

Como se señaló oportunamente, ello se llevó a cabo reduciendo el gasto público en el renglón de inversiones, toda vez que los ingresos tributarios no presentaron crecimiento destacado. Durante el primer trimestre el endeudamiento del sector público aumentó levemente; la evidencia preliminar sugiere por su parte, un impacto contraccionista significativo durante el segundo trimestre.

En el cuadro 11 se incluye el comportamiento de los multiplicadores de los medios de pago y de la oferta monetaria empleada. Si se comparan las cifras provisionales de junio con las del mismo mes de 1976 se observan cambios poco significativos. El multiplicador de los medios de pago no presenta una disminución sustancial; el factor inmediato que explica la evolución de este parámetro es la relación de reservas a depósitos, cuyo valor puede ser afectado por disposiciones en materia de encajes. A pesar de las medidas adoptadas durante el período, a saber, el encaje marginal de 100% en febrero y los encajes sobre exigibilidades en moneda extranjera, dicha relación apenas aumentó en dos puntos. De otra parte, el multiplicador de la oferta monetaria ampliada no presenta ningún cambio. Ello obedece a la mejor preferencia del público por los cuasidineros, ya comentada al comienzo del presente capítulo, que coadyuva además a la expansión secundaria a través de los menores encajes a los cuales están sujetos los depósitos de ahorro y los certificados de depósito a término.

D. Manejo monetario

Se ha visto cómo un cambio inesperado en las condiciones del sector externo condujo a una aceleración en el crecimiento de los medios de pago. Corresponde examinar las realizaciones y efectos de la política monetaria a la luz de sus diversas opciones. Los instrumentos de texto más destacados para manejo de la oferta monetaria son los encajes, las operaciones de mercado abierto, y las tasas de interés a los cuales presta el Banco Emisor. Sin embargo, otros aspectos de la política económica inciden sobre la trayectoria de la base y de la cantidad de dinero: el manejo del déficit fiscal y de la tasa de cambio. A continuación se analiza la política en materia de encajes, tasa de cambio y operaciones de mercado aiberto[13].

1. Política de encajes

El encaje sobre exigibilidades a la vista y antes de treinta días ha sido probablemente el instrumento más utilizado para fines de control monetario[14]. De hecho, a partir de 1967 se presenta un aumento continuo en la relación de reservas a depósitos. En tanto que al terminar el año de 1966 se registraba una relación de 0.18, diez años más tarde esta ascendió a 0.51. En la actualidad existe un encaje de 0.18 para depósitos inferiores a $100 millones, de 0.435 sobre montos superiores a esta cifra, y de 1.00 sobre el nivel de depósitos registrado al cierre de operaciones de los bancos en enero 31 del presente año.

La elevación de los encajes ordinarios (res. 7 de 1976) ha compensado sin duda una fracción del efecto de la creciente base monetaria sobre la cantidad de dinero. El multiplicador disminuyó en 10% entre junio de 1975 y junio de 1976, cifra significativa si se compara con el crecimiento de la base de 43% registrada durante el mismo período. Cabe destacar, sin embargo, que el encaje tiene un tope máximo de 1.00 a partir del cual no se puede utilizar como instrumento de contracción. Además, su impacto negativo sobre el crédito bancario, cuan-

---

[13] En el capítulo de Finanzas Públicas se comenta lo relacionado con la política de gasto público.

[14] Véase Jorge García García, A History of Economic Policies in Colombia, 1953-1970, Tesis doctoral inédita, diciembre 1976.

do éste no se compensa con otras fuentes de crédito como en el caso actual, hace del encaje un instrumento con efectos secundarios que merecen ponderarse.

La característica que permite una política restrictiva en materia de encajes sobre depósitos a la vista es el diferencial relativamente alto entre el interés que cobran los establecimientos bancarios y el que pagan a los tenedores de dichos depósitos. Este diferencial, especialmente elevado durante épocas inflacionarias, determina en conjunto con la estructura de encajes, el rendimiento para los bancos de los depósitos a la vista. Con inflación y tasas de interés elevadas, los bancos pueden obtener el mismo nivel de utilidades con un mayor nivel de encaje[15]. De otra parte, debe destacarse que actualmente se exige a los bancos invertir una fracción de sus exigibilidades a la vista y antes de treinta días en bonos agrarios (Ley 90/48) y en bonos nacionales de deuda interna (Ley 21/63), y una fracción de sus colocaciones en títulos de fomento agropecuario. Las tasas de interés sobre los activos mencionados son 4% y 6% respectivamente, sustantivamente inferiores al nivel vigente de tasas de interés de mercado, lo que limita el efecto de la inflación sobre utilidades derivadas de las exigibilidades bancarias que no reconocen interés a sus tenedores.

Al elevarse los encajes se reduce la participación del sistema bancario en la creación de crédito, en particular de aquel que contempla un costo subsidiado. Como se observa en el cuadro 7, las colocaciones bancarias crecieron a una tasa bastante menor a la de los medios de pago durante 1976. Sin embargo, durante 1977 este efecto no se ha presentado. El crecimiento de las colocaciones es superior al de la cantidad de dinero, probablemente porque las medidas sobre encaje no han tenido mayor efecto. Ello puede obedecer a dos factores. En primer término, la resolución 2 del presente año, que reinstauró el encaje marginal, permitió incluir dentro de su cómputo el incremento en los recursos propios aportados a los fondos financieros, limitando así la contracción del crédito. De otra parte, la mayor preferencia del público hacia los cuasidineros ha permitido una mayor expansión secundaria, toda vez que los encajes aplicables a dichas exigibilidades son relativamente bajos.

La resolución 42 de 1977 dispone un aumento adicional de tres puntos a partir de julio y a razón de un punto mensual sobre los depósitos superiores a los $100 millones. Se anticipa una contracción de $1.884 millones por este concepto[16]. Seguramente la restricción en las colocaciones bancarias será significativa, ya que la disposición no contempla un régimen especial para ningún tipo de operación crediticia, y compensará el aumento de las colocaciones originado en los recursos aportados por los bancos y a los fondos financieros y en las exigibilidades no sujetas al encaje marginal de 100%. Como no se anticipa una disminución importante en el ritmo de inflación, el valor real del crédito institucional posiblemente disminuirá.

2. *Manejo cambiario*

El régimen cambiario contemplado en el Decreto Ley 444 de 1967 le asigna al Banco de la República la facultad de intervenir en el mercado cambiario. El manejo de la tasa de cambio desde comienzos de la bonanza cafetera ha conducido a que su aumento sea más lento que el de la inflación. Dos observaciones son im-

[15] **Al aumentar la inflación y las tasas de interés se reduce la demanda por depósitos a la vista, pero su elasticidad-interés es inferior a la unidad, de modo que la utilidad para el sistema bancario derivado de los depósitos a la vista aumenta con la inflación.**

[16] **Véase, Banca y Finanzas, No. 156, Asociación Bancaria de Colombia.**

portantes sobre este aspecto de la política económica. En primer lugar, en un mundo dinámico, las exportaciones e importaciones dependen no sólo de sus precios relativos sino también de las expectativas creadas en torno a aquellas variables. El relativo estancamiento del precio de la divisa, frente a la acentuada inflación, reduce el precio relativo de los bienes comerciales. creando además expectativas de bajas adicionales en el futuro. Lo primero tiende a reducir la balanza cambiaria, pero lo segundo apunta a estimularla, al adelantar el momento óptimo de exportar y retardar el momento óptimo de importar.

En segundo término, la tasa de cambio fija introduce una fuerte discrepancia entre las tasas de interés interna y externa, que también contribuye a incrementar los ingresos de la balanza cambiaria. Con tasas de interés interna cercana al 30%, y tasas externas del 10%, el estímulo a endeudarse en el exterior es obvio. Las autoridades monetarias han buscado controlar esta fuente de ingreso de divisas atacando más sus síntomas que sus causas. En marzo de 1976, por resolución 14, suspendieron el registro de préstamos externos a particulares; primero redujeron el plazo (res. 13, 27 y 37 de 1976) y luego suspendieron los reintegros anticipados por ventas de café en el exterior (res. 44 de 1976) y de los demás productos (res. 86 de 1974, y 15, 34, 42 y 74 de 1976); redujeron el plazo de giros al exterior por concepto de mercancías importadas (res. 17, 52, 64 de 1976, y 43 de 1977) contemplado en la resolución 14 de 1974; autorizaron giros para reembolsos anticipados de préstamos (res. 14 de 1976); señalaron y aumentaron encajes sobre exigibilidades en moneda extranjera de los establecimientos bancarios y corporaciones financieras (res. 66 de 1976 y 3 de 1977); y estimularon las operaciones bancarias de crédito por posición propia (res. 6 de 1977).

En complemento a las medidas anteriores, el manejo cambiario reintrodujo los depósitos previos de importación (res. 53 y 85 de 1976 y 43 de 1977), y recientemente (res. 25, 32, 33 y 46) permitió la tenencia de certificados de cambio a particulares, creando un mercado privado donde se negocia dicho activo. Ello resulta en un sistema de dos tasas de cambio, la oficial y la cotizada en el mercado privado (principalmente en la Bolsa de Bogotá). Los ingresos por exportaciones diferentes de café, algodón, flores, ganado en pie, carne vacuna, metales preciosos y piedras preciosas se liquidan en el mercado oficial, junto con un máximo de 95% del valor de las importaciones, mientras las exportaciones de los productos señalados y el resto del valor de las importaciones se liquidan en el mercado privado. Con estas medidas se busca colocar un volumen importante de reservas en poder de los particulares a través de los certificados de cambio que obtienen los exportadores de aquellos productos.

La posibilidad de colocar certificados de cambio en el sector privado abre el camino a un régimen de libertad cambiaria parcial que ofrece mejores perspectivas en materia de manejo monetario. La extensión lógica del sistema consiste en asignar todas las operaciones de comercio exterior al mercado privado de certificados y utilizar la tasa oficial de cambio sólo para la redención de los certificados cuando su término de liquidación expire. Con ello las autoridades monetarias adquieren un mayor control sobre los efectos monetarios de las reservas internacionales, al colocar certificados de cambio en el sector privado, bien sea a través de los exportadores o de intermediarios financieros directos, y al permitir un mayor papel a la tasa de cambio en la consolidación de la oferta y la demanda por divisas. Dentro de este sistema, el manejo de la tasa oficial puede seguir un patrón más acorde

FEDESARROLLO - BIBLIOTECA

con la inflación, para evitar diferenciales exagerados entre las tasas de interés externa e interna, y que le permita ajustarse a las cambiantes condiciones de oferta y demanda del sector externo. El descuento de la cotización de los certificados con respecto a la tasa oficial operaría entonces como un estabilizador automático de los flujos de divisas, regulando la oferta de exportaciones y la demanda por importaciones, y utilizando el mercado de capitales para absorber discrepancias temporales entre aquellas fuerzas, sin asignarle toda la carga del ajuste a la cotización del certificado.

3. Operaciones de mercado abierto

Las colocaciones de títulos del Banco de la República podrían designarse mejor "operaciones de mercado cerrado", dado que ellas resultan más de acuerdos entre el gobierno y diversos gremios, que de la intervención en el mercado de capitales propiamente dicho. En buena parte, ello obedece a los bajos rendimientos de activos, tales como los títulos de participación y los títulos canjeables por certificados de cambio. Entre diciembre y mayo se congelaron algo más de $3.000 millones en dichos activos, pero como se señaló anteriormente, a finales de julio buena parte de los títulos canjeables se redimieron para financiar la adquisición de la cosecha cafetera.

El desarrollo de las operaciones de mercado requiere la utilización de títulos con un rendimiento más ajustado a los vigentes en el mercado de capitales. La corta experiencia de los certificados de cambio demuestra que sí es posible colocar fondos cuando su rendimiento, hoy cercano al 5% trimestral neto de impuestos, tiene algo que ver con el verdadero costo del dinero. Desafortunadamente, este rendimiento se está financiando con una revaluación respecto de la tasa oficial fija, de dudosa utilidad cuando la inflación es cercana al 40% anual, con sus efectos sobre las exportaciones incluidas en el mercado de certificados y sobre la brecha entre las tasas de interés externa e interna.

Para finalizar la sección sobre manejo monetario corresponde presentar algún indicador del copioso acerbo de medidas monetarias adoptadas en los dos años transcurridos de prosperidad cafetera. Hasta la reciente resolución 25, las autoridades monetarias se impusieron la restricción de acumular las reservas que ingresaran al país. Corresponde entonces examinar la eficacia de las medidas adoptadas para controlar la expansión primaria de una parte, y luego su efecto sobre la expansión secundaria. Durante el primer año de bonanza, de junio de 1975 a junio 1976, el ingreso de reservas ascendió a $14.000 millones. El incremento en la base monetaria fue el 90% de esta cifra. Durante el segundo año, las reservas crecieron en $31.000 millones y la base monetaria aumentó en un 64% de esta cifra. De otra parte, el multiplicador moderó el efecto de la base sobre los medios de pago en 10% durante el primer año y en 2% durante el segundo. Aparentemente, la restricción de acumular reservas en el Emisor hace difícil el manejo de una política monetaria moderada. Los múltiples e imaginativos instrumentos alternativos son simplemente insuficientes. Es de esperar que la retardada orientación hacia un mercado más amplio y flexible de moneda extranjera se consolide, para obtener resultados menos estériles en materia de control monetario.

E. Proyección de la inflación para el segundo semestre

Durante el primer semestre de 1977, los precios al consumidor empleado presentaron un alza superior al 23%. De una parte, ello obedeció a la desmesurada expansión de la cantidad de dinero de los últimos meses de 1976. Además, es normal que la infla-

ción de los primeros semestres de cada año sea elevada con respecto a las registradas durante los segundos, toda vez que los meses de mayor entrada de las cosechas están ubicados en los últimos seis meses del año. De otra parte, las desafortunadas condiciones meteorológicas del segundo semestre de 1976, no permitieron un normal abastecimiento de alimentos durante el primer semestre de 1977.

Para proyectar la inflación del segundo semestre se deben tener en cuenta los dos aspectos mencionados, a saber: el panorama monetario y las expectativas en materia de producción de alimentos. Las condiciones vigentes en el sector externo permiten proyectar una acumulación de US$740 millones en reservas internacionales con un impacto potencial de $27.000 millones sobre la base monetaria[17]. De otra parte, como se explica más adelante, será difícil para el gobierno producir un superávit fiscal de una magnitud tal que contribuya a compensar en forma significativa la monetización de dichas reservas.

Corresponde entonces examinar la posible contracción a través de las operaciones conpensatorias con el público. Como se señaló atrás, se han utilizado dos modalidades en este frente: las operaciones con el Fondo Nacional del Café y los bancos comerciales en títulos canjeables y certificados de participación, y la colocación de certificados de cambio en el sector privado al amparo de las resoluciones 25 y 32 de Junta Monetaria.

En la edición de mayo de **Coyuntura Económica,** se menciona la proyectada colocación de US $600 a US $800 millones del Fondo Nacional del Café en títulos canjeables. Sin embargo, a fines de junio, la suma ascendía solamente a US $171 millones debido en parte a la reducción de títulos con destino a la financiación de la compra de la cosecha del primer semestre, operación que corresponde a la monetización anticipada de las divisas que ingresaron al país por concepto de la exportación de café. Algo similar puede ocurrir al final del año cuando se financie la compra de la cosecha del segundo semestre, si la autoridad monetaria no adopta disposiciones encaminadas a ordenar la negociabilidad de los recursos financieros del Fondo Nacional del Café en el sector privado, o si no realiza operaciones directas compensatorias en certificados de cambio o algún otro título susceptible de ser colocado en el mercado de capitales.

Por lo demás, durante el segundo semestre entran varias cosechas con un impacto estacional sobre el índice de precios hacia la baja. En el capítulo sobre Actividad Económica se explica cómo el retardo de las siembras por razones de clima y la actividad importadora de alimentos, presentan características singulares. Estas arrojan un grado de incertidumbre sobre el verdadero alcance de la disponibilidad de alimentos, y por lo tanto sobre su efecto en el índice de precios durante el segundo semestre.

Si se supone un abastecimiento normal de alimentos durante el segundo semestre y condiciones monetarias similares a las que prevalecieron a finales del año pasado, la inflación medida por el índice de empleados, se acercaría al 12% en el segundo semestre, con lo cual en año completo sería de 38%. Naturalmente, el índice de obreros presentaría un crecimiento mayor debido al más elevado impacto de los precios de los alimentos.

---

17 Véase capítulo de Balanza Cambiaria.

Finanzas Públicas

A. Introducción

En este capítulo se analiza la ejecución del presupuesto de ingresos y gastos del gobierno central durante el primer semestre del año en curso y se realizan algunas proyecciones para el segundo semestre. Se comenta también lo relacionado con la posible reforma a la reforma tributaria y más concretamente, con el problema del ajuste de la estructura tarifaria a tasas crecientes de inflación.

Cabe recordar cómo la Ley 49 de 1975 de "alivio tributario", previó un ajuste de 8% anual en los intervalos de aplicación de las tarifas marginales diferenciales en el caso del impuesto de renta y patrimonio, de los descuentos tributarios y de los topes monetarios a algunas deducciones. El 8% de ajuste se quedó corto ante el aumento en la tasa de inflación y en consecuencia se aplica a los contribuyentes tarifas impositivas más altas aunque el nivel de ingresos reales no se modifique. Este ajuste deficiente incide también en la remuneración al ahorro financiero y en la propensión de las empresas a financiarse con endeudamiento. De ahí la importancia de los comentarios que se incluyen sobre los cambios que pudieran hacerse al sistema actual y su oportunidad si se considera que el gobierno tiene la intención de modificarlo.

CUADRO 12

REALIZACION DEL PRESUPUESTO DEL GOBIERNO CENTRAL
A JUNIO 30 DE 1976

(millones de pesos)

	Ingresos totales presupuestados[1]	Recaudos	Ingresos efectivos[2]
Ingresos corrientes	61.105	29.431	28.118
Ingresos de capital	3.243		450
Total	64.348		28.568

	Gastos totales Presupuestados[1]	Acuerdos totales de gastos	Ratificación de reservas	Pagos efectivos[2]
Funcionamiento[3]	44.289	22.427		
Inversión	20.059	5.976		
Total	64.348	28.403	1.135	25.742

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

1 Corresponde a las apropaciones definitivas a junio 30, es decir, el presupuesto inicial más las adiciones y menos los recortes efectuados en el transcurso de los primeros seis meses del año.

2 Cifra de la Tesorería General de la República.

3 Incluye servicio de deuda.

CUADRO 13

SITUACION DE TESORERIA, 1975-1976

(millones de pesos)

	A junio 30 de 1976	A diciembre 31 de 1976	A junio 30 de 1977
A. Disponibilidades	539	927	3.598
B. Exigibilidades	779	843	910
1. Generales[1]	96	681	584
2. Deuda pública	683	162	362
C. Saldo (A — B)	—240	84	2.688

Fuente: Tesorería General de la República.

[1] Incluye movimiento de órdenes de pago, anticipos para gastos oficiales, anticipos del Fondo Vial y del Fondo de Inmuebles, relaciones de autorización y giros al exterior para gastos de ministerios y departamentos administrativos.

B. Ejecución del presupuesto de ingresos y gastos del gobierno central.

1. Aspectos generales

Durante el primer semestre de 1977 los ingresos efectivos de tesorería fueron superiores a los acuerdos de gastos y a los pagos efectivamente realizados (cuadro 12). Del total de gastos acordados a junio 30 (incluyendo las ratificaciones de reservas de la vigencia anterior), se había pagado el 87.1%. Como consecuencia de la ejecución presupuestal, se contabilizó a finales del semestre un superávit en tesorería de $2.688 millones que puede compararse con el superávit de $84 millones a diciembre 31 de 1976 (cuadro 13). El aumento o disminución de este superávit en lo que resta de 1977 dependen de la intención de gastar del actual gobierno durante el último año de su período y de consideraciones de política monetaria.

2. Ingresos

Al concluir junio, se había recaudado el 48.2% de los ingresos corrientes

CUADRO 14

RECAUDOS DE INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL DURANTE EL PRIMER SEMESTRE, 1976-1977

	I Semestre 1976	I Semestre 1977	Aumento relativo (%)
1. Renta y complementarios	10.005	10.247	2.4
2. Ventas	4.721	6.179	30.9
3. Aduanas y CIF	3.203	4.451	39.0
4. Cuenta especial de cambios	2.658	4.381	64.8
a. Impuesto café	(1.994)	(3.625)	(81.8)
b. Otros (neto)	(664)	(756)	(13.8)
5. Gasolina y ACPM	1.224	2.078	69.8
6. Otros	1.849	2.095	13.3
7. Total	23.660	29.431	24.4

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

CUADRO 15

PROYECCION DE LOS INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL

(millones de pesos)

	Recaudos 1976	Recaudos 1977			Aumento relativo 1977/76 (%)
		I Semestre	Proyección II Semestre[1]	Proyección año	
1. Renta y complementarios	20.631	10.247	15.233	25.480	23.5
2. Ventas	10.169	6.179	7.200	13.379	31.6
3. Aduanas y CIF	7.362	4.451	5.053	9.504	29.1
4. Cuenta especial de cambios	5.820	4.381	6.072	10.453	79.6
a. Impuesto café	(4.257)	(3.625)	(4.780)	(8.405)	(97.4)
b. Otros	(1.563)	(756)	(1.292)	(2.048)	(31.0)
5. Gasolina y ACPM	3.208	2.078	2.156	4.234	32.0
6. Otros	4.682	2.095	2.810	4.905	10.0
7. Total	51.255	29.431	38.524	67.955	32.6

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

[1] Las proyecciones se efectuaron con base en la realizada para el año de 1977 en la Coyuntura Económica de mayo (p. 73), y teniendo en cuenta el comportamiento más reciente de los recaudos.

presupuestados, en tanto que habían ingresado a la tesorería una parte mínima de los recursos presupuestados de capital (cuadro 12). Al discriminar los ingresos corrientes y compararlos con los del primer semestre de 1976, sobresale el lento crecimiento de 2.4% en los recaudos por concepto del impuesto a la renta y complementarios, que contrasta con el aumento en los demás impuestos (cuadro 14). El comportamiento del impuesto a la renta obedece al cambio que hubo en las fechas de vencimiento y número de cuotas de pago, debido a lo cual los recaudos se concentrarán entre agosto a noviembre próximos.

Es de esperar entonces que los recaudos del segundo semestre sean considerablemente superiores a los del primero. Aún así, con base en la proyección que se presenta en el cuadro 15, el incremento durante 1977 con relación a 1976 en los ingresos del impuesto a la renta y complementarios sería de solamente 23.5%, que resulta sustancialmente inferior a la tasa prevista de inflación. En realidad, si se exceptúa el impuesto .ad-valorem del café, el sistema tributario en su conjunto sigue siendo muy inelástico con relación a aumentos en el ingreso nacional.

3. Gastos

Durante el primer semestre de 1977 el gobierno central acordó gastar el 44.1% del total presupuestado para la vigencia completa (cuadro 16). Mientras los acuerdos de gastos de funcionamiento (incluyendo deuda) sumaban el 50.6% de lo presupuestado hasta junio 30, los gastos acordados de inversión representaban apenas un 29.8% de la inversión presupuestada. Con todo, en comparación con el primer semestre del año anterior, la ejecución presupuestal este año ha sido más rápida. De otra parte, el aumento en el valor total de los acuerdos de inversión fue en términos nominales de 52.2%, superior por primera vez desde hace algún tiempo, al aumento en los gastos de funcionamiento.

Para el segundo semestre del año, la política de gastos se encuentra condi-

CUADRO 16

APROPIACION DEFINITIVA Y ACUERDOS DE GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL A JUNIO 30, 1975-1976

	A junio 30 de 1976	A junio 30 de 1977	Aumento relativo (%)
A. Apropiación definitiva	52.512	64.348	22.5
1. Funcionamiento[1]	37.253	44.289	18.9
a. Presupuesto inicial	(38.000)	(42.911)	
b. Adiciones y recortes (neto)	(—747)	(1.378)	
2. Inversión	15.259	20.059	31.4
a. Presupuesto inicial	(15.387)	(19.837)	
b. Adiciones y recortes (neto)	(—128)	(222)	
B. Acuerdos de gastos	20.663	28.403	37.5
1. Funcionamiento[1]	16.745	22.427	33.9
2. Inversión	3.918	5.976	52.2
C. Porcentaje acordado de la apropiación (B/A)	39.3	44.1	
1. Funcionamiento[1]	44.9	50.6	
2. Inversión	25.7	29.8	

Fuente: Dirección General de Presupuesto y cálculos de FEDESARROLLO.

[1] Incluye servicio de la deuda.

cionada por dos factores: a) la necesidad de que el sector público sea contraccionista en la ejecución de su presupuesto para contrarrestar los efectos de la expansión monetaria originada en el aumento de las reservas internacionales del Banco de la República; y b) la urgencia que tiene el gobierno de gastar, por ser 1978 año de elecciones y para "mostrar obras" al concluir su período. Como dispone de un buen margen para realizar adiciones, puede el gobierno central aumentar el gasto y aún así, terminar el año con un superávit de tesorería similar al que se registró en junio 30. De hecho, ya en julio se acordó adicionar el presupuesto en cuantía superior a los $8.000 millones que deben sumarse a los $1.600 millones adicionados con anterioridad.

C. Las reformas a la reforma tributaria

En el mes de junio el Ministro de Hacienda anunció que el gobierno presentará un proyecto de ley para efectuar algunos ajustes a las reformas tributarias de 1974 y 1975. Especialmente se indicó que se propondrán modificaciones en el impuesto de ganancias ocasionales y se justificó esta iniciativa por el hecho de que se ha generalizado la práctica de suscribir las escrituras de bienes inmuebles por valor inferior al comercial.

Cuál es entonces el problema con el impuesto de ganancias ocasionales? El Decreto 2247 de 1974 permitió una revaluación del costo de los activos fijos a su valor comercial en diciembre de 1974 y de ahí en adelante un ajuste anual del 8%. La ganancia de capital se determina como la diferencia entre el precio de venta del activo fijo y este costo 'ajustado', a lo cual se aplica el régimen preferencial de las ganancias ocasionales[18]. Con tasas de in-

[18] El régimen preferencial consiste en un método de cálculo por medio del cual resulta una tarifa inferior a la que se aplicaría si la 'ganancia ocasional' se considerara como una renta ordinaria. El régimen se aplica a todo ingreso extraordina-

flación del 18% en 1975, 26% en 1976 y del orden del 38% en este año, el impuesto termina gravando en alta proporción ganancias nominales de capital que no son **reales**, así sea a la tarifa reducida de las ganancias ocasionales. Este hecho, sin duda inequitativo e inconveniente[19], incita naturalmente a la evasión y no justifica la pasividad que ha mostrado el gobierno ante la generalización del fenómeno[20].

El problema por tanto radica fundamentalmente en la inflexibilidad del sistema tributario para efectuar ajustes que son apenas una fracción de las tasas actuales de inflación. Esto resulta patente en el caso de las ganancias de capital, pero se extiende a otros aspectos. En particular, la ley de "alivio tributario"[21] previó un ajuste de 8% anual en los intervalos de aplicación de las tarifas marginales diferenciales para el impuesto de renta y patrimonio, en el valor de los descuentos tributarios y en el de los topes monetarios a algunas deducciones. Pero, este 8% quedó igualmente 'corto' ante el desarrollo inflacionario reciente y en consecuencia, los contribuyentes se han visto empujados año a año a tarifas impositivas efectivas más altas para el mismo nivel de ingresos reales. Este fenómeno resulta especialmente grave para los asalariados, quienes soportan con mayor rigor las normas tributarias.

El ajuste deficiente del sistema, ante tasas altas de inflación, incide también en la remuneración al ahorro financiero y en la propensión de las empresas a financiarse con endeudamiento[22]. Si el ahorrador fuera gravado solamente sobre sus rendimientos reales

rio, y se justifica por cuanto estos ingresos por su naturaleza se concentran en unos pocos años, de modo que si se trataran como renta ordinaria resultarían gravados a tarifas marginales indebidamente altas.

19 Inequitativo, puesto que en ocasiones no se ha producido realmente una renta sino apenas una valorización que mantiene el poder adquisitivo del activo fijo. Inconveniente, puesto que su aplicación en estas circunstancias podría desestimular indebidamente la circulación de activos fijos.

20 La Dirección de Impuestos puede ajustar los precios de venta cuando estos sean inferiores al 70% del valor comercial. Investigaciones sistemáticas del mercado de bienes raíces y la suscripción de escrituras, permitirían reducir la evasión con la aplicación de esta norma. Medidas colaterales, como una rápida actualización de avalúos catastrales y el otorgamiento de hipotecas sobre la base del valor declarado de los bienes inmuebles, operarían en las misma dirección.

21 Ley 49 de 1975.

22 Lo cual no tenía importancia en el caso de las ganancias de capital, puesto que estas se encontraban total o parcialmente exentas.

CUADRO 17

CARGA TRIBUTARIA EFECTIVA SOBRE SALARIOS Y RENTAS DE CAPITAL Y MIXTAS, 1970-1976

(como porcentaje del ingreso nacional)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
1. Retención en la fuente sobre salarios y dividendos[1]	0.51	0.65	0.75	0.74	0.78	0.75	0.71
2. Resto del recaudo del impuesto de renta	5.06	4.75	4.41	3.73	3.27	4.55	3.75
3. Total impuesto de renta	5.57	5.40	5.16	4.47	4.05	5.30	4.47

Fuente: Cuentas Nacionales, Dirección de Impuestos y cálculos de FEDESARROLLO.

1 Este renglón en su mayor parte consiste en retención por salarios.

y las empresas no obtuvieran deducciones sino sobre el valor real de sus costos financieros, la economía podría trabajar eficientemente con tasas reales positivas de interés sin que esto implicara tasas **nominales** exageradamente altas.

En el pasado, el impacto inflacionario sobre la incidencia tributaria se presentó aún con mayor fuerza, puesto que el sistema anterior no contemplaba ningún mecanismo de ajuste anual como el que introdujo la ley de alivio tributario[23]. Entre 1961, cuando se promulgó el régimen previo, y 1974, la inflación progresivamente empujó a los contribuyentes a tasas efectivas cada vez más altas. Este fenómeno creó presiones a las que se dió curso mediante enmiendas periódicas y parciales. Aunque en algunos casos estas enmiendas aumentaron las exenciones generales, tales aumentos no compensaron el efecto provocado por la inflación de modo que los gravámenes directos se fueron constituyendo en cargas demasiado grandes para los asalariados[24]. Por el contrario, la mayoría de quienes recibían principalmente rentas de capital y mixtas, se defendieron a través de las prebendas que les otorgaba la ley de 1961 (rentas exentas, deducciones especiales y otros tipos de "incentivos" tributarios), y los gremios respectivos aprovecharon su poder político para lograr algunas nuevas mediante las enmiendas parciales introducidas por el congreso y el gobierno, de tal modo que su carga efectiva no sólo no aumentó sino que disminuyó durante el período referido, en abierto contraste con lo que ocurrió a los asalariados (véase el cuadro cuadro 17).

Con las reformas de 1974-1975 se quiso prevenir la continuación y agudización de este fenómeno. Por ello se eliminaron la mayor parte de los "incentivos" a las rentas de capital y mixtas, y se quiso asegurar una tributación mínima a través de la presuntiva; se modificó la estructura de tarifas y se previeron los ajustes mencionados del 8%[25]. Estos últimos se estipularon en ese nivel bajo la convicción de que la tasa de inflación descendería y se situaría en un promedio anual del orden del 10%, similar al histórico, como resulta claro al repasar la exposición de motivos de la Ley de "alivio tributario". El deficiente manejo cambiario ante la bonanza cafetera volvió ilusorias estas expectativas, y en consecuencia, los ajustes previstos en la ley tributaria resultaron insuficientes y demandan un correctivo.

Resulta crucial, sin embargo, que no se repitan los errores del pasado y que la situación presente no lleve a introducir prebendas parciales para beneficiar a ciertos grupos, manteniendo las cargas altas y crecientes que pesan sobre los asalariados. A nuestro juicio, la reforma que se introduzca en el régimen de ganancias ocasionales debería ser de carácter general para compensar la insuficiencia del ajuste en los últimos años y prevenir su insuficiencia en el futuro. Esta reforma debería ser absolutamente simétrica con la que se introdujera en los mecanismos de ajuste de tarifas y descuentos que se previeron en la Ley de "alivio tributario" y que resultaron igualmente insuficientes. No se justificaría en modo alguno solucionar el problema a las personas de ingresos altos que efectúan ganancias de capital significativas a través de la valorización de tierras u operaciones de bolsa y no aliviarlo en igual medida a los asalariados, quienes pese a las reformas de 1974 y 1975 continúan soportando una parte des-

---

23 Solo el ahorro en UPAC está parcialmente protegido, al ser considerado preferentemente bajo el régimen de ganancias ocasionales y beneficiarse por tanto del ajuste del 8%.

24 Con la excepción de algunos grupos que, como los congresistas y aviadores, consiguieron introducir en la ley excenciones o deducciones particulares en su favor.

25 El cuadro 17 indica que, como consecuencia, en el año de 1975 se alteró la tendencia indicada, si bien esta reaparece parcialmente en 1976.

proporcionada de los gravámenes directos.

Convendría además aprovechar la ocasión para generalizar estos mecanismos de ajuste a todos los activos financieros [26] y simétricamente, para reducir las deducciones por costos financieros a su justo término, contribuyendo así a disminuir la tendencia al endeudamiento de las empresas y permitiendo una política razonable de tasas de interés nominales.

[26] De lo contrario, habría que exceptuar los UPAC de los nuevos ajustes, para no incrementar las distorsiones existentes en el mercado de activos financieros.

Comercio Exterior

A. Aspectos generales

El valor del intercambio comercial global colombiano para el período enero-mayo de 1977 superó en un 43.3% (US$ 637 millones) al total correspondiente del mismo período de 1976 (cuadro 18). La variación comentada obedeció, además del aumento del 18% en las importaciones, al incremento de aproximadamente 130% en las exportaciones cafeteras mientras que las exportaciones no tradicionales aumentaron sólo en un 7.0%[27].

B. Exportaciones

El valor de los registros de exportaciones totales presentó un aumento del 77% para los primeros cinco meses de 1977, alcanzando un monto de US$ 1.114 millones, de los cuales US$ 822 millones correspondieron a café. El precio unitario del saco de café en los mercados internacionales aumentó en más de 173% entre enero y abril, lo cual compensó la disminución del 15% en el número de toneladas exportadas.

[27] Con cifras preliminares, la gráfica 4 presenta los resultados del primer semestre del año.

1. Exportaciones no tradicionales

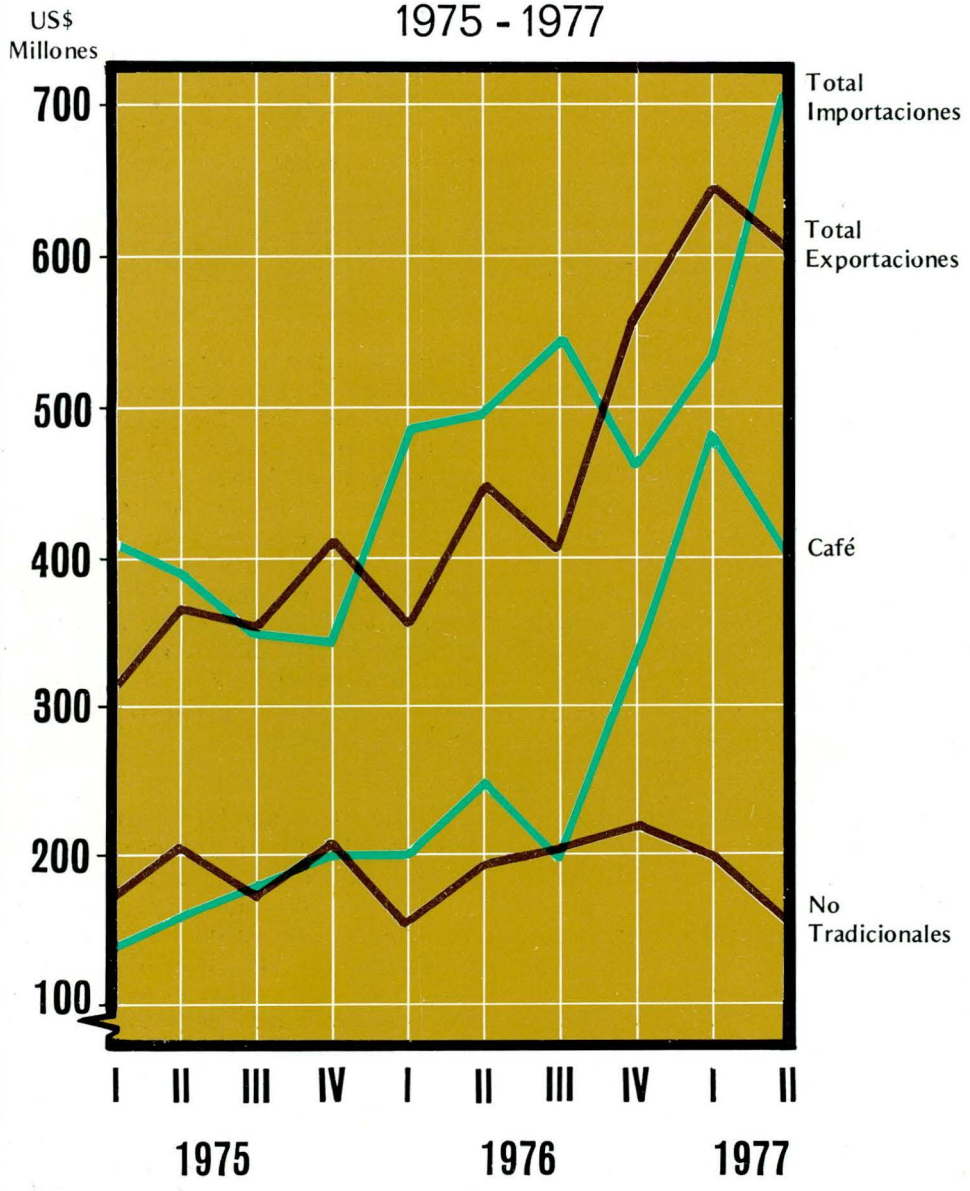
Debido al fenómeno de la bonanza cafetera en los últimos años y al relativo estancamiento de las exportaciones no tradicionales, la composición de las exportaciones empieza a mostrar de nuevo el peso del valor de un solo producto en la generación de divisas. En contraste con una participación del 55% en el total exportado en 1975, las ventas de productos no tradicionales pasaron en mayo de este año a representar menos del 27% del total. Dentro de estas exportaciones la producción manufacturera ha venido adquiriendo cada vez mayor importancia. Por un lado, se ha presentado una recuperación de la demanda internacional por los productos nacionales manufacturados, y por otro, es política gubernamental restringir la exportación de productos primarios básicos, principalmente la de artículos alimenticios de primera necesidad para el consumidor nacional[28].

La marcada reducción en las ventas de productos agrícolas se ha debido

[28] Véase resolución 051 del Consejo Directivo de Comercio Exterior de mayo 3 de 1977, mediante la cual se adopta un nuevo régimen de exportación. "Revista de Comercio Exterior", Abril 1977, pp. 34-38.

GRAFICA 4

REGISTROS DE EXPORTACION Y DE IMPORTACION POR TRIMESTRES 1975 - 1977



FUENTE: INCOMEX.

CUADRO 18

REGISTROS DE EXPORTACIONES E IMPORTACIONES PARA EL PERIODO ENERO-MAYO, 1977

(millones de dólares)

	1975		1976		1977		Variación (%)	
	Valor	Participación (%)	Valor	Participación (%)	Valor	Participación (%)	1976	1977
A. Total exportaciones	551.8	100.0	629.9	100.0	1.114.2	100.0	14.2	76.9
1. Café	247.8	44.9	356.9	56.7	821.6	73.7	44.0	130.2
2. No tradicionales	304.0	55.1	273.0	43.3	292.6	26.3	—10.3	7.2
B. Total importaciones	674.5		840.5		993.3		24.6	18.2
C. Comercio global (A—B)	1.226.3		1.470.5		2.107.5		19.9	43.3

Fuente: INCOMEX y cálculos de FEDESARROLLO.

no sólo a motivos meteorológicos, sino también a la falta de planeación y coordinación en la política agrícola que incentive la producción y la comercialización de productos agropecuarios. Todo ello ha contribuido a que Colombia tenga que importar productos que hasta hace pocos años eran renglones importantes de producción y exportación, como el arroz, el azúcar, el sorgo, el aceite y la leche, entre otros[29]. Exceptuando el caso del azúcar, los precios de los productos primarios básicos continuaron mostrando tendencia al alza, en particular para la carne de bovino y el ganado en pie. Estos dos productos, sumados a las flores y a la papa, explican, en buena parte, el incremento relativo en el valor exportado durante los primeros meses del año. Merece relievarse, finalmente, el aumento de más de 43.000 toneladas en las exportaciones de carbón.

El ligero aumento de las exportaciones no tradicionales era apenas de esperarse si se tiene en cuenta que el manejo de los incentivos a la actividad exportadora y la inflación interna han venido afectando los ingresos reales de los exportadores en forma tal, que se ha retrocedido efectivamente en la política de promoción de exportaciones iniciada en 1967[30]. Como la inflación durante los seis primeros meses de 1977 superó los pronósticos más pesimistas y la devaluación de la tasa de cambio fue sólo de 0.9% (cuadro 19), la tendencia es hacia la disminución de los incentivos al exportador aunque para algunos productos el aumento en los precios internacionales podría compensarla.

El incentivo que ha recibido mayor atención durante el presente gobierno ha sido el crédito a través del Fondo de Promoción de Exportaciones, PROEXPO. La financiación con recursos propios de PROEXPO (provenientes de 5.0% sobre el valor CIF de las importaciones colombianas), aumentó en más de $2.300 millones entre diciembre de 1975 y marzo de 1977, mientras aquella realizada con recursos provenientes de cupos de redescuento en el Banco de la República, disminuyó en más de $900 millo-

[29] En los primeros cuatro meses de este año, el IDEMA importó más de US$26 millones en trigo, maíz y sorgo, y aproximadamente US$8.4 millones de azúcar.

[30] Véase, Coyuntura Económica, Vol VII, No. 1, Mayo de 1977, pp. 87-89.

nes[31]. Debe destacarse, entonces la menor dependencia de los recursos del Emisor para el desarrollo de las actividades de PROEXPO, durante 1976.

Ante la importancia evidente de este mecanismo de fomento, y con el fin de contrarrestar la disminución de incentivos antes citada, la Junta Monetaria mediante la resolución 34 de mayo de 1977, redujo la tasa de interés de los préstamos para el capital de trabajo de PROEXPO de 18.0% a 13.0%, modificando además la forma a través de la cual el interés se reparte entre el banco intermediario, PROEXPO y el Banco de la República. Con anterioridad a tal medida, 5% del interés a pagar por el prestatario iba a los intermediarios, 5% a PROEXPO y el 8% restante lo recibía directamente el Banco de la República. Ahora, en cambio, de un 13% de interés, las mencionadas instituciones reciben 3%, 2% y 8% respectivamente, siendo evidente que PROEXPO correrá con casi todo el costo de la financiación. De otra parte, mediante la resolución 39 de junio, se creó un cupo de crédito por $500 millones con plazos hasta de diez años, para ser utilizado a partir de junio de 1978, como complemento a los fondos provenientes de la resolución 42 de 1975, también conocida como de post-embarque, y destinada a financiar a los importadores en el exterior. Se estima que el porcentaje financiado de las exportaciones nuevas alcanzaría un 70% durante 1977.

[31] No obstante, mediante la resolución 23 la Junta Monetaria en abril de 1977 creó en el Banco de la República un cupo de crédito por $500 millones a favor de PROEXPO, para otorgar incentivos a la exportación de bienes de capital. Véase "Revista de Comercio Exterior" INCOMEX, abril de 1977, p. 39.

CUADRO 19

EVOLUCION DEL CERTIFICADO DE CAMBIO

		Tasa de cambio	Variación $	Variación %
1975	Diciembre	32.83		
1976	Enero	33.11	0.28	0.8
	Febrero	33.49	0.29	0.8
	Marzo	33.76	0.27	0.8
	Abril	34.10	0.36	1.0
	Mayo	34.45	0.35	1.0
	Junio	34.64	0.19	0.5
Variaciones Diciembre-Junio			1.81	5.5
Variación Junio 1975-Junio 1976			3.92	12.7
1976	Diciembre	36.19		
1977	Enero	36.37	0.18	0.5
	Febrero	36.38	0.01	0.0
	Marzo	36.46	0.08	0.2
	Abril	36.52	0.06	0.1
	Mayo	36.52	0.0	0.0
	Junio	36.52	0.0	0.0
Variación Diciembre-Junio			0.33	0.9
Variación Junio 1976-Junio 1977			1.88	5.4

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

2. *Café*

a. Los precios internacionales

Después de haber alcanzado cotizaciones de US$ 3.40 libra hacia mediados del mes de abril, el precio del café en el mercado internacional ha venido en continuo descenso cotizándose, inclusive, por debajo de los US$2.00 por libra. Esta reducción en los precios sólo presentó una ligera recuperación hacia mediados de mayo, ante los anuncios de una posible ola de frío sobre los cafetales del sur del Brasil, la cual, finalmente, tuvo muy poca intensidad. El cuadro 20 muestra la reducción en los precios promedios de las diferentes calidades a partir del mes de abril, observándose también que brasil ha mantenido su posición de líder en el sentido de sostener, a través del manejo del reintegro, un precio superior al de los colombianos y los otros suaves.

CUADRO 20

PRECIOS DEL CAFE EN NUEVA YORK
DURANTE EL PRIMER SEMESTRE DE 1977

(centavos de dólar por libra)

Período	Colombianos	Otros suaves	Brasileños	Diferencia	
				Colombianos Otros suaves	Colombianos Brasileños
Enero	221.40	219.00	247.30	2.40	—25.90
Febrero	246.60	245.50	261.20	1.10	—14.60
Marzo	313.00	304.20	354.10	8.80	—41.10
Abril	320.78	317.68	369.00	3.10	—51.32
Mayo	291.71	285.26	329.81	6.45	—38.10
Junio	268.73	262.09	320.00	6.64	—51.27

Fuente: Oficina Panamericana del Café, Boletín Mensual, y cálculos de FEDESARROLLO.

Dadas las perspectivas para lo que queda del año, es de esperar que el precio promedio de los cafés colombianos para el año completo sea del orden US$2.20 por libra. Buena parte de la caída registrada en los precios durante los últimos meses ha obedecido a la menor demanda en los mercados internacionales, en razón del sobreabastecimiento que efectuaron los consumidores ante las expectativas que se dieron de crecimiento en los precios y por la disponibilidad de café del Brasil, ya que este país vendió más de lo que se hubiera podido esperar. La creencia de que los precios continuarían en ascenso, que predominó en los primeros meses del año, se originó en factores como el anuncio de posibles brotes de roya en Centro América o de heladas en los cafetales brasileños y los "vaticinios" de algunos promotores del boicot al consumo, que llegaron a pronosticar que el café alcanzaría niveles de US$ 5.00 la libra. Pero, el clima benigno que se ha venido registrando en el Brasil y la estacionalidad en el consumo resultante del verano en los países consumidores, han permitido a los compradores retirarse del mercado, presionando así los precios a la baja. Una vez termine el verano y la situación de existencia en manos de los consumidores se normalice, cabe esperar una estabilización de los precios.

b. Las exportaciones de café colombiano

Durante el primer semestre de 1977 las exportaciones registradas de café llegaron a los 2.9 millones de sacos en comparación con 3.8 millones durante igual período del año anterior, debido a la acumulación de existencias que llevó a cabo el Fondo Nacional del Café. No obstante la disminución en volumen, el gran incremento en los precios se tradujo en la duplicación del valor de las exportaciones del primer semestre de 1977 con respecto a igual período de 1976.

Para el total del año, se puede esperar que las exportaciones registradas fluctúen entre 5.5 y 6.0 millones de sacos, debido a las reducidas ventas del primer semestre y a que los niveles de existencia en países consumidores no permiten prever un aumento en la demanda que dé lugar a la colocación del café colombiano en el mercado sin una baja en los precios. Este volumen de exportaciones supone un consumo interno de 1.5 millones de sacos y un contrabando de 600 mil sacos. Con es-

tas previsiones y el precio promedio para el segundo semestre de US$2.00 la libra, los reintegros por exportaciones de café serían inferiores a US$ 1.750 millones, dependiendo del nivel de ventas durante los últimos cinco meses del año.

c. El manejo de la política cafetera

Acorde con las fluctuaciones que han presentado los precios en el mercado internacional, los instrumentos de política tradicionalmente utilizados han venido modificándose, buscando mantener sin variación el ingreso nominal de los caficultores.

i. Reintegro mínimo

Como se puede observar en el cuadro 21, el reintegro mínimo ha experimentado un gran número de fluctuaciones en lo corrido del año. Con excepción de los niveles fijados hacia fines de junio, el precio de reintegro ha venido guardando estrecha relación con los precios internacionales, política que contrasta con la ejecutada durante 1976 cuando el reintegro se mantuvo a un nivel sustancialmente inferior al del precio internacional, lo que implicaba que no todos los ingresos por exportaciones se reintegraban al Banco de la República.

ii. La retención cafetera

En consonancia con las modificaciones del reintegro, y con el objeto de graduar al precio al cual pueden las exportadores pagar el café internamente, se ha continuado modificando el precio de referencia al cual se liquida la retención. Es decir, que el 40% que es pagado en dinero se ha venido reduciendo a partir del 14 de abril desde $211 por kilo hasta $91.20 en julio 15, con lo cual se ha buscado que los exportadores mantengan los precios en el mercado interno.

iii. Precio interno de compra

A pesar de los cambios en el nivel de reintegro mínimo y el del precio de referencia de la retención, el precio de sustentación de la Federación, la baja en los precios internacionales y las medidas cambiarias han llevado a una menor actividad de los exportadores privados. Tanto la resolución 25 de la Junta Monetaria, por la cual se estableció en la práctica una tasa diferencial para las exportaciones de café, así co-

CUADRO 21

VARIACIONES EN EL REINTEGRO CAFETERO DURANTE 1977

	Valor del reintegro mínimo (US$ por saco)	Precio implícito en el reintegro	Precio ICO por libra (US$)	Reintegro correspondiente a la cotización ICO (US$)[1]	Diferencia con relación al reintegro mínimo (US$ por saco)
Febrero 10	331	2.20	2.34	351.9	20.9
Febrero 16	354	2.35	2.43	365.7	11.7
Febrero 23	376	2.50	2,61	393.3	16.8
Febrero 25	423	2.80	2.88	434.8	11.8
Marzo 8	440	2.91	3.02	456.3	16.3
Marzo 22	457	3.02	3.20	483.9	26.9
Abril 13	477	3.16	3.30	499.3	21.3
Mayo 25	466	3.09	2.96	447.1	—19.4
Junio 15	415	2.75	2.46	370.3	—44.7
Julio 11	376	2.50	2.43	380.3	3.8
Julio 15	361	2.40	2.45	383.4	22.4

Fuente: Resoluciones de la Junta Monetaria, Complete Coffe Coverage, varios números, y cálculos de FEDESARROLLO.

[1] Se considerarán costos internacionales de US$ 7.30 por saco de 70 kilos y 153.5 libras por saco.

mo las que posteriormente han venido ampliando el plazo de los certificados de cambio, han aumentado los costos al exportador. Adicionalmente, la resolución 46 tal como se comenta más adelante, tendrá igual efecto sobre los exportadores, en la medida en la cual se puede presentar un exceso de oferta de certificados de cambio en la Bolsa, presionando a la baja su cotización.

iv. Acuerdos con el gobierno

En lo referente a los acuerdos entre el gobierno y el gremio con respecto del destino de los recursos del Fondo Nacional del Café, es importante resaltar que la reciente evolución de los precios ha afectado el cumplimiento de buena parte de los mismos. Así, la suscripción en títulos canjeables del Banco de la República con recursos del Fondo no se pudo mantener. Esta congelación, que hacia mediados de abril había llegado a US$ 204 millones, para fines de julio se espera que sólo llegue a los US$ 34 millones como resultado de las necesidades financieras para la compra de la cosecha cafetera por parte de la Federación y el alto nivel de almacenamiento de existencias que se ha efectuado, y el práctico retiro de los exportadores privados ante la situación del mercado.

De otra parte, el Fondo Cafetero para el Desarrollo Nacional cuyos recursos provienen de las ventas por encima de US$ 2.20 la libra, se ha visto afectado y difícilmente superará en el año los US$70 millones con que cuenta actualmente. Igualmente, la capitalización de la Caja Agraria y del Fondo Financiero Agropecuario ha tenido que ser aplazada, mientras las demás inversiones acordadas, como son las de los comités de cafeteros y el programa de desarrollo, han continuado sin alteración.

3. Perspectivas para 1977

Con la excepción de algodón y tabaco, se espera que las ventas de los demás productos se reduzcan o muestren un comportamiento muy similar al del año anterior. En algunos casos, como el del azúcar y el arroz, las exportaciones están totalmente prohibidas. Las proyecciones pesimista y optimista del valor de los registros agropecuarios al finalizar este año corresponden a bajas del 15.6% y 1.6%, respectivamente.

Se estima que se presentará una baja en la tasa efectiva real de cambio para productos agropecuarios y manufactureros de aproximadamente 12% durante 1977. A su vez, las ventas internacionales de productos manufactureros aumentarían entre 10% y 20% o sea, a un ritmo de crecimiento inferior al de 1976[32]. Teniendo en cuenta el valor proyectado de las ventas de café, así como las de productos no tradicionales, las exportaciones totales estarían cerca de los US$3.000 millones al finalizar 1977.

C. Importaciones

El valor de las importaciones totales registradas sólo había aumentado en un 18.2% en los cinco primeros meses de este año, en comparación con el mismo período de 1976. Sin embargo, las importaciones reembolsables (que son las que se traducen rápidamente en giros al exterior) se incrementaron en un 35%, llegando a la cifra de US$850 millones. Este crecimiento es significativo si se tiene en cuenta que supera a los correspondientes a los dos años anteriores, pero no es suficiente para compensar desde el punto de vista cambiario los ingresos por exportaciones[33]. La política de

---

32 Esta conclusión se apoya en el comportamiento discreto de la demanda internacional y también en los resultados del análisis de tipo de cambio efectivo real efectuado por Musalem, en donde se muestra que esta variable es significativa en forma tal que una baja porcentual de la tasa, ceteris paribus, afectará las exportaciones manufactureras en el primer año y en el siguiente.

33 Ante la considerable acumulación de divisas y su relación con el fenómeno inflacionario, el

importaciones, como se analiza más adelante, ha pasado a ser regida por consideraciones de control a la inflación y a la vez, ha desaparecido el interés inicial del actual gobierno por lograr una estructura de protección relativamente más eficiente[34].

Cabe resaltar el mayor valor de importaciones que han entrado al país bajo el rubro conocido como "licencias globales"[35], por ser un indicador de la expansión productiva de la industria. En comparación con los US$7 millones importados en los cuatro primeros meses de 1976, durante este año las cifras superaban los US$70 millones, por la aprobación de más de 75 proyectos de inversión o ensanche por un valor de US$138 millones, en los cuales el sector de mayor participación fue el de productos metálicos. Para las importaciones reembolsables del sector oficial se observa un incremento de más de 100% entre enero-abril de 1977 en comparación con 1976, lo cual se debe a las importaciones de más de US$35 millones en trigo, maíz, sorgo y azúcar por parte del IDEMA; de US$85 millones en equipos para el Instituto Colombiano de Energía Eléctrica, ICEL; y, por último, de gasolina y petróleo, que se clasificaban el año pasado como no reembolsables, pero que debieron ser trasladadas durante el presente al renglón de reembolsables por no disponerse del cupo de crédito, que ECOPETROL mantenía en el extranjero para tales importaciones.

En la anterior entrega de esta revista se estimó que los registros de importaciones reembolsables aumentarían, al finalizar 1977, aproximadamente entre un 14.4% y un 23.2% con relación a 1976. Para este resultado se supuso un crecimiento real del producto de 6.5% y una baja efectiva en el costo de importar superior a 20%[36]. Estos cálculos no incluían efectos de liberaciones de importancia; dadas las considerables importaciones de alimentos esperadas para el año, los porcentajes podrían tener un 2% de margen de ajuste. Con todo, estas importaciones, como se analiza en la sección cambiaria, serían insuficientes para evitar un crecimiento de las reservas internacionales compatible con las metas de estabilización de precios.

D. Comentarios a la política de comercio exterior

Desde septiembre del año anterior, y con el propósito de contraer el circulante, se reinstauró un tipo de depósito a las importaciones, en un porcentaje equivalente al 10% del valor en moneda extranjera de la correspondiente licencia de cambio, y que se efectúa antes de solicitar la respectiva licencia. A partir de enero de 1977 el requisito para obtener esta licencia se elevó a un 30%, y en julio hasta el 35%. En todos los casos los establecimientos bancarios han expedido a favor del importador un título de depósito, sin intereses, no negociable y con un término de vencimiento de dos años. Sin embargo, se les dió a los beneficiarios la posibilidad de aplicarlos al pago de la respectiva importación siempre y cuando los giros se efectuaran dentro de los plazos señalados por la Junta Monetaria. En esta forma, el gobierno comenzó a utilizar los instrumentos para-arancelarios en el control

gobierno ha adoptado medidas para agilizar pagos al exterior.

[34] Véase, **Coyuntura Económica** mayo de 1977, p. 97.

[35] Sistema institucionalizado a partir de 1967, para importaciones industriales de bienes de capital destinadas a proyectos de expansión o creación de capacidad instalada, que excedan los US$40.000. Después de obtener una licencia global, al importador se le conceden tres meses para solicitar licencias ordinarias que siempre le son aprobadas con un arancel máximo del 5% en todo el paquete de bienes importados.

[36] Este resultado fue obtenido cambiando los efectos positivos de la tasa real de cambio y los negativos a través de los nuevos depósitos previos.

de la inflación y no propiamente con la intención explícita de controlar las importaciones, pero sí de obligar a los importadores a realizar los pagos dentro de los plazos indicados[37].

Durante el presente año el gobierno ha detenido prácticamente la devaluación del peso ante el impacto inflacionario de la compra indiscriminada de divisas por parte del Banco de la República. En abril, por medio de la resolución 25 y con la meta de controlar el crecimiento en los medios de pago, la Junta Monetaria estableció que los certificados de cambio que se expedían por el Banco a cambio de las divisas de los exportadores, serían posteriormente adquiridos por el mismo Banco, dentro del mes siguiente a su compra, con un descuento del 10% si se trataba de certificados originados en las exportaciones de café y de servicios; pasados los treinta días no operaría el descuento. Con la medida se creó un mercado de certificados en la Bolsa, al no estar los exportadores de café dispuestos a incurrir en la totalidad del costo comentado. Como su cotización se colocó por debajo de la tasa de cambio oficial, los importadores comenzaron a comprarlos para sus giros al exterior, una vez aprobadas las respectivas licencias de cambio[38]. Estas regulaciones fueron ampliadas en mayo, estableciéndose un término de tres meses para la aplicación del descuento, el que por su parte se elevó del 10% al 15%, y se hizo extensivo a las exportaciones de algodón, flores, ganado en pie, carne, metales preciosos y piedras preciosas.

En julio de este año el gobierno, para contrarrestar el efecto sobre la oferta monetaria de aproximadamente US$61 millones que la Federación de Cafeteros utilizó en la compra de la cosecha, estableció una consignación de 40% (tratándose de importaciones de utilización inmediata, incluyendo materias primas y bienes de consumo) y de 60% (para los demás giros al exterior) como requisito indispensable para la obtención de las licencias de cambio[39]. Los títulos de consignación que se entregan en este caso no devengan intereses ni son negociables, pero a diferencia de los títulos de depósito, no se les fijó término de vencimieno, pues serán utilizados en todo caso por el Banco de la República para el pago de la importación. En esta forma, la consignación no lleva propiamente a constituir un depósito a término, sino que busca obligar a los importadores a comprarle al Banco un 40% o un 60% de los dólares requeridos para cancelar la importación, que antes se adquirían en la Bolsa y por la tanto se monetizaban. Si se tiene en cuenta que continuaron vigentes las resoluciones que instauraron los títulos de depósito, resulta que los importadores deben consignar en el Banco los pesos a la tasa oficial de cambio necesarios para cubrir el 95% o el 75% del valor de la importación, según sea del caso y comprar el resto en la Bolsa.

Con la resolución 25 se había logrado posponer la monetización de un monto muy reducido de divisas cafeteras. Si bien, por un lado, el Banco de la República dejaba de adquirirlas temporalmente, por otro, la demanda de los importadores por certificados, no permitía la congelación respectiva

---

37 No obstante los depósitos previos permiten restringir en alguna medida la demanda agregada; en un plazo más largo ellos pueden tener la virtualidad de restringir las importaciones por los más altos costos para el importador, todo lo cual puede incidir en una mayor tasa de inflación.

38 Se estima que un importador ha venido adquiriendo certificados en el mercado bursátil equivalente al 65% del valor de su importación, ya que el 35% restante puede ser cubierto con el depósito previo calculado sobre la base de la tasa oficial de cambio del día de su constitución.

39 Mediante la resolución 46 de la Junta Monetaria. Estos recursos pertenecían al recientemente creado Fondo Cafetero de Desarrollo Nacional y estaban depositados en títulos canjeables del Banco de la República. En julio el Banco tuvo que comprarle títulos a la Federación por la cuantía atrás indicada.

de pesos. Además, la pequeña "revaluación" que se produjo en el mercado de la Bolsa a raíz del limitado exceso de oferta sobre la demanda de certificados, no daba lugar a un impacto contraccionista de alguna importancia. El nuevo requisito establecido por el gobierno para obtener licencias de cambio parece entonces tener, dos claras intenciones. Primeramente, obligar a los importadores a comprar un mayor porcentaje de dólares al Banco, restringiendo así su equivalente monetario en pesos, tal como ocurría antes de la institucionalización del mercado de certificados. En segundo lugar, y relacionado con lo anterior, forzar una disminución en la demanda por estos títulos que lleve a una baja de su precio de negociación y lograr que sean los intermediarios financieros quienes determinen el precio del papel.

En el curso de las semanas siguientes a la adopción de la resolución 46, el certificado negociado en la bolsa ha descendido en valor y llegaba el día 28 de julio a transarse en 33.80. De tal manera que los certificados de cambio se han convertido en el instrumento financiero más atractivo del mercado, con rentabilidad que llega a superar el 30% anual.

No cabe duda que al haberse acercado la inflación a un nivel del 30% en los seis primeros meses del año, las consecuencias de la resolución 46 afectan otra vez y considerablemente a los seis productos de exportaciones menores incluidos en el régimen de certificados. Con ello, lo mismo que con la situación general que atraviesan estas exportaciones, se hace cada vez más imperativo revisar la política de promoción de exportaciones. Para el caso de los importadores, éstos incurrirán en el costo de comprar el 40% o el 60% de sus divisas a la tasa de cambio oficial, y en el costo de oportunidad de pagar dicho monto con unos diez días de anticipación, período en el cual se tramita la licencia. Por otro lado, tendrán el beneficio de comprar el 25% o el 5% restante, al valor del certificado de cambio. En todo caso, los importadores continuarán realizando sus negociaciones a un costo cambiario inferior al existente cuando adquirían el 100% de los dólares en el Banco de la República, antes de la resolución 25.

Balanza Cambiaria

A. Evolución reciente de la balanza cambiaria.

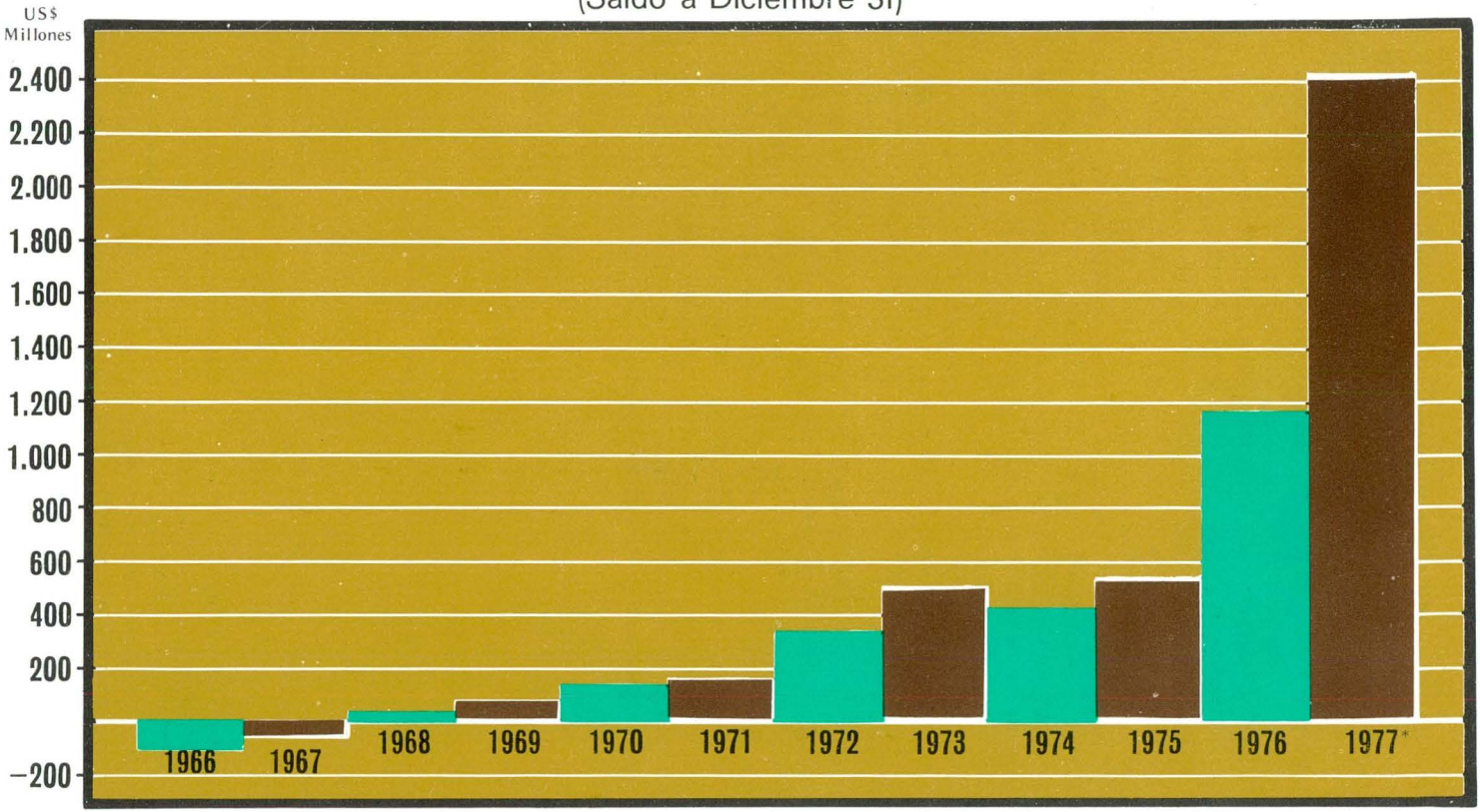
Durante el primer semestre de 1977 la balanza cambiaria registra un saldo positivo de US$ 511 millones (cuadro 22). De esta manera, las reservas netas internacionales en poder del Banco de la República pasaron de US$1.165 millones en diciembre 31 de 1976 a US$1.676 millones en junio 30 del presente año.

No obstante que el gobierno logró mantener fuera de circulación buena parte de los pesos emitidos por este concepto, al finalizar junio y durante julio, uno de los mecanismos diseñados para tal propósito se volvió inoperante. En efecto, durante esos meses, ante la baja en el precio externo del grano, la Federación Nacional de Cafeteros se vió precisada a utilizar los pesos congelados en títulos canjeables del Fondo Nacional del Café, con el

GRAFICA 5

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DEL BANCO DE LA REPUBLICA, 1966 - 1977

(Saldo a Diciembre 31)



FUENTE : Banco de la República

* Proyección bajo el supuesto de que durante el segundo semestre se mantiene el actual manejo cambiario.

CUADRO 22

BALANZA CAMBIARIA POR SEMESTRES, 1976-1977

(millones de dólares)

	1976			1977		
	I semestre	II semestre	Total año	I semestre*	Proyec. II semestre	Proyec. año
A. Ingresos corrientes	**1.182**	**1.367**	**2.549**	**1.670**	**2.044**	**3.714**
1. Exportación de bienes	785	867	1.652	1.165	1.455	2.620
a. Café	(444)	(474)	(918)	(790)	(950)	(1.740)
b. Otros	(341)	(393)	(734)	(374)	(405)	(779)
2. Exportación servicios	334	439	773	485	645	1.130
3. Otros[1]	63	61	124	21	24	45
B. Egresos corrientes	**881**	**986**	**1.867**	**1.109**	**1.256**	**2.365**
1. Importación de bienes	626	685	1.311	848	940	1.788
2. Importación de servicios	255	301	556	261	316	577
a. Fletes	(41)	(47)	(88)	(41)	(65)	(106)
b. Intereses	(118)	(128)	(246)	(110)	(125)	(235)
c. Otros[3]	(96)	(125)	(222)	(110)	(128)	(238)
C. Balance cuenta corriente	**301**	**381**	**682**	**561**	**788**	**1.349**
D. Cuenta de capital (neto)	**—41**	**—23**	**—64**	**—50**	**—47**	**—97**
E. Variación reservas netas	**260**	**358**	**618**	**511**	**741**	**1.252**

Fuente: Banco de la República y proyecciones de FEDESARROLLO.

* Cifras provisionales de junio 28.

1 Incluye compras de oro, capital petrolero y transferencias.

2 Incluye pago en dólares de ECOPETROL por concepto de compra de crudos.

3 Incluye dividendos, patentes, regalías, viajes, etc.

Nota: Las proyecciones para el segundo semestre se realizaron con base en los estimativos, para el año completo de 1977 que aparece en Coyuntura Económica de mayo (p. 100) y teniendo en cuenta lo ocurrido en la balanza cambiaria durante el primer semestre, así como el comportamiento reciente y las proyecciones de exportaciones e importaciones de bienes.

propósito de comprar la cosecha a precios de sustentación. Se ocasionó así un desbordamiento monetario que indujo a la Junta Monetaria a adoptar dos resoluciones.

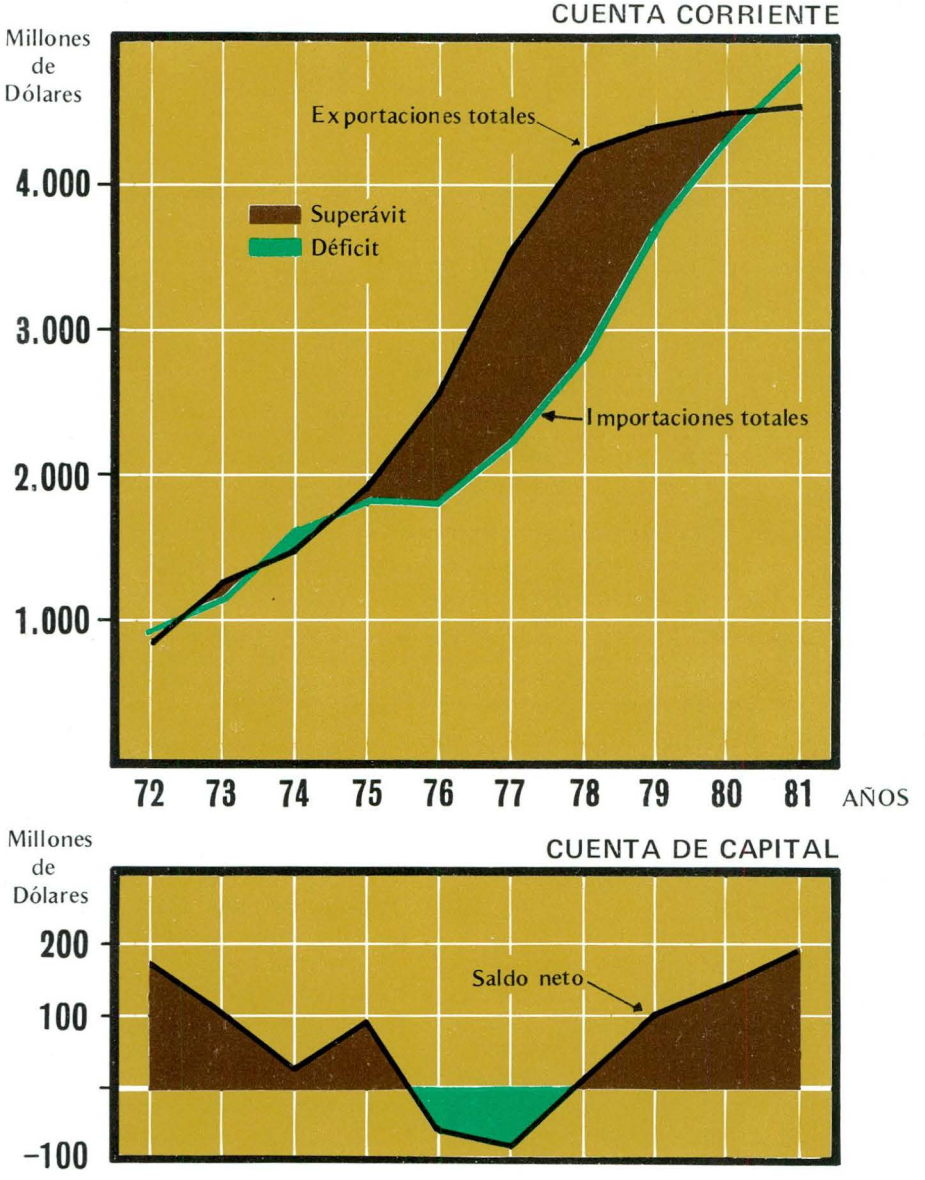
Por medio de una de ellas, la resolución 46, se estableció una consignación como requisito para obtener licencias de cambio[40]. Esta resolución produjo cierto desconcierto por cuanto fue interpretada inicialmente como un aumento de los depósitos previos a las importaciones. Sin embargo, se trata de una simple consignación que obliga al importador a depositar pesos directamente al Banco de la República, en lugar de acudir a la Bolsa a comprar los certificados de cambio que allí venden los exportadores. Al haber menos compradores de certificados, baja su precio y se produce una revaluación para la mayoría de los exportadores[41]. De otraparte, al no poder utilizar los importadores igual número de certificados que antes, algunos serán vendidos al Banco en una fe-

40 La Resolución 45 redujo el precio mínimo del reintegro cafetero.

41 Los exportadores de bienes manufacturados siguen rigiéndose por la tasa de cambio oficial, al igual que los importadores en el caso de un elevado porcentaje del valor de las importaciones. Veáse los comentarios al respecto en el capítulo de Comercio Exterior.

GRAFICA 6

FLUJO DE DIVISAS SEGUN BALANZA CAMBIARIA, 1972 - 1981
Alternativa A



FUENTE; Banco de la República y proyecciones de FEDESARROLLO

cha posterior, postergándose así su monetización[42].

Adicionalmente, la Junta Monetaria aumentó el plazo de los certificados de cambio a 90 días (res. 32), elevó los depósitos previos para giros al exterior por concepto de fletes de importación (res. 30 y 36), y limitó los plazos máximos de giro al exterior en materia de importaciones de bienes (res. 43).

Para el segundo semestre del presente año se estima un aumento en las reservas del Banco de aproximadamente US$ 740 millones, con lo cual se situarían en US$ 2.417 millones al finalizar diciembre (gráfica 5). Este aumento se traducirá en emisión tarde o temprano y obligará al gobierno a adoptar medidas contraccionistas en otros frentes. Entre más pesos emita el Banco de la República para hacerse a los dólares de los exportadores, más difícil es para las autoridades monetarias dejar fuera de circulación esta cantidad creciente de dinero, ya que cuando logran congelar algunos pesos se descongelan otros que previamente lo estaban, tal como ocurrió en junio y julio. Entre mayor sea la cantidad de pesos congelados, más sofisticados y enredados tienen que ser los instrumentos de control monetario, para neutralizarlos y evitar un desbordamiento en el momento en el cual sea necesario que parte de esos pesos entren en circulación. De cumplirse las proyecciones que se presentan en la siguiente sección, se agudizarán en el cercano futuro las dificultades de manejo originadas por el superávit de balanza cambiaria, a menos que el gobierno modifique sustancialmente sus actuales políticas.

B. Estimativos del flujo de ingresos y egresos de divisas durante el período 1977 — 1981

En las gráficas 6 y 7 se ilustran dos alternativas de lo que podría ser el flujo de ingresos de divisas durante el quinquenio 1977 — 1981, elaboradas a partir de la historia reciente de la balanza cambiaria del Banco de la República y con base en distintos supuestos sobre el futuro[43]. En líneas generales, se supuso que la capacidad importadora de un país como Colombia, que se caracteriza por un pasado de políticas restrictivas y por una limitada infraestructura física, no permite una tasa promedio anual de aumento en el valor de las importaciones distintas de petróleo superior al 40.0% durante el período en cuestión. Además, los ingresos por concepto de exportaciones de café se suponen decrecientes desde 1978 en el caso de la alternativa A (gráfica 6), y ligeramente creciente en el caso de la alternativa B (gráfica 7). A su vez, las exportaciones de servicios se estimaron bajo el supuesto de tasas promedio anuales de crecimiento de 3.0% y 10.0%, respectivamente, en tanto que las tasas implícitas empleadas en el caso de las exportaciones menores fueron de 8.0% 10.0%[44].

---

42 Además puede haber un efecto monetario inicial contraccionista por el lapso de tiempo que dure la tramitación de los llamados "títulos de consignación".

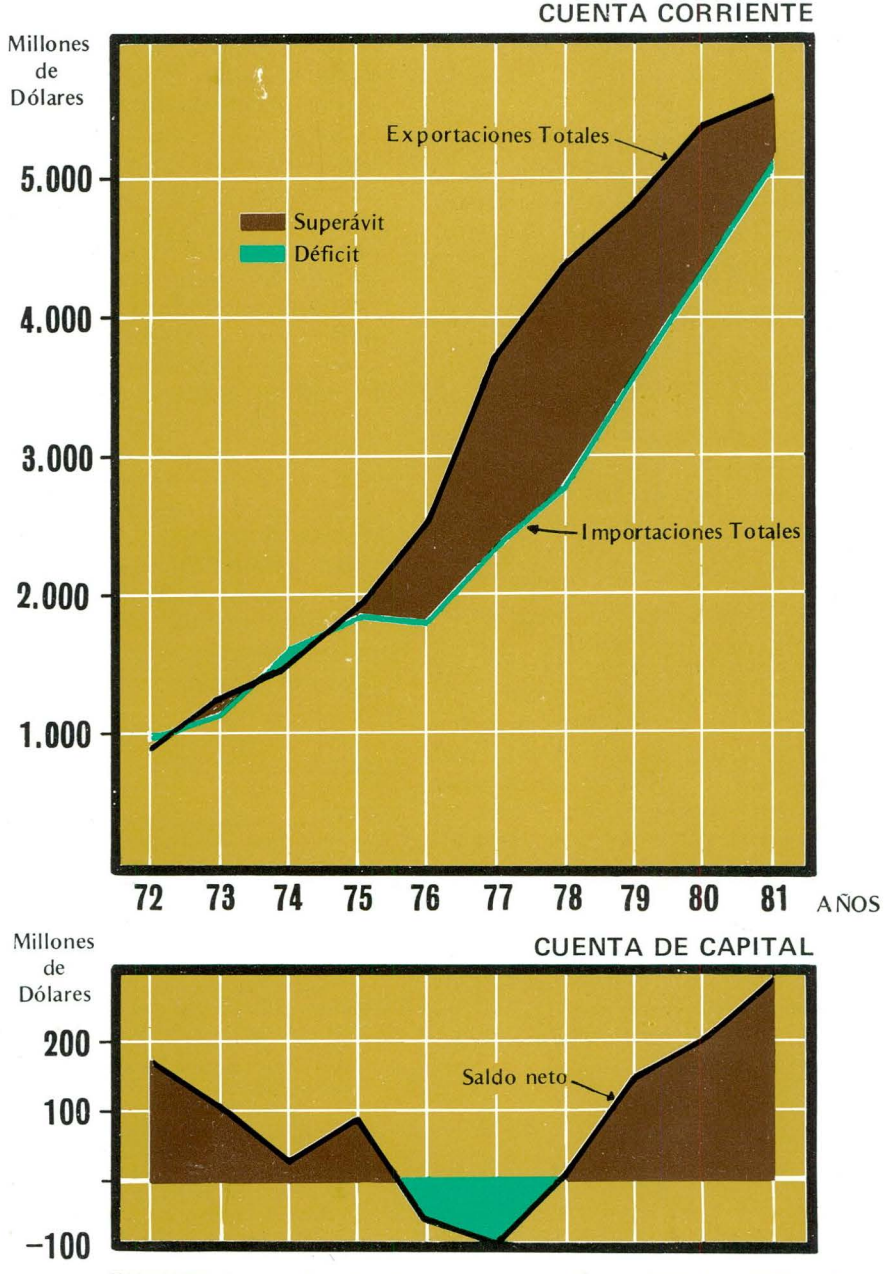
43 No se incluye en estos estimativos el efecto sobre el flujo de divisas de la balanza petrolera. Para los años en referencia se ha calculado el siguiente déficit neto petrolero: 1977 US$ 90 millones, 1978 US$ 139 millones, 1979 US$ 192 millones, 1980 US$ 267 millones, y 1981 US$ 325 millones. Solamente una parte relativamente pequeña del movimiento en la balanza petrolera ocasiona movimientos de divisas (ingresos y giros). De otra parte, más allá de 1981 las exportaciones del carbón Cerrejon y del gas natural de la Guajira serán superiores a cualquier déficit que pueda presentarse en la balanza petrolera.

44 Se supone que el gobierno otorgará subsidios de crédito y tributarios a los exportadores menores, según sean las variaciones en las tasas reales efectivas para exportar. En el caso de algunos productos agropecuarios o mineros, el tamaño de los subsidios puede depender de la magnitud de las fluctuaciones en sus precios internacionales.

GRAFICA 7

FLUJO DE DIVISAS SEGUN BALANZA CAMBIARIA, 1972 - 1981

Alternativa B



FUENTE: Banco de la República y proyección de FEDESARROLLO

En las gráficas mencionadas se aprecia la relativa poca importancia de los movimientos de la cuenta de capital al compararlos con el flujo de divisas de la balanza comercial (exportaciones e importaciones). En realidad desde 1976, año en el cual se produjo por primera vez un superávit cambiario de consideración, la cuenta de capital ha dejado de ser un instrumento regulador del excedente de divisas, tal como lo había sido en años anteriores. Actualmente y también durante el quinquenio 1978-1981, el aumento súbito y apreciable en los ingresos por concepto de exportaciones de café, generará excedentes de divisas que dificultarán el manejo de la política monetaria. Esos excedentes se monetizarán en su totalidad tarde o temprano si se mantiene el actual manejo cambiario, mientras solamente una parte si se introduce una mayor libertad cambiaria.

A diferencia de lo que sucede en Venezuela, en Colombia las divisas originadas en el principal renglón de exportación, el café pertenecen a los particulares; por tal motivo, si el Banco de la República desea adquirirlas tal como lo ha venido haciendo, tiene que comprárselas a los particulares y al hacerlo, emite pesos[45]. En cambio, en Venezuela las divisas por exportaciones de petróleo pertenecen al gobierno, quien después las convierte en reservas o se las vende a los particulares o las utiliza para cancelar deuda externa. Así las cosas, el límite para la acumulación de reservas internacionales en el caso colombiano lo determina la política monetaria, a diferencia de lo que sucede en el caso venezolano. Por esta razón "estructural" si se quiere, el aumento de las reservas en el Banco de la República no debería ser demasiado rápido, más aún si se pretende lograr cierta estabilidad monetaria.

Hasta el presente, la política del gobierno ha buscado estimular el flujo de divisas a través de los diversos renglones que hacen parte de la cuenta de egresos corrientes y de capital de la balanza cambiaria. Adicionalmente, en cuanto hace a la cuenta de ingresos corrientes, el gobierno introdujo los "certificados de cambio" para dárselos a los exportadores a cambio de sus divisas (res. 25). Más adelante, mediante la resolución 32, la Junta Monetaria amplió el plazo de vencimiento de los certificados, de 30 días a 90 días, con el propósito de neutralizar parte del efecto monetario del superávit cambiario de los próximos tres meses. Sin embargo, a partir de septiembre, cuando empiecen a monetizarse los certificados, nuevamente el saldo neto positivo del flujo de ventas y compras de divisas del Banco se traducirá en un desbordamiento de los medios de pago a menos que se resuelva ampliarles el plazo de vencimiento.

El gobierno todavía no ha resuelto limitar directamente la compra por parte del Banco de la República de todas las divisas que "legalmente" ingresan al país. En las actuales circunstancias, esa sería la manera más efectiva de "armonizar los presupuestos de ingresos y egresos de divisas del país con los presupuestos monetarios". Las medidas hasta el momento adoptadas aparecen como insuficientes para contener la expansión monetaria originada en los superávits cambiarios que pueden llegar a presentarse durante el período 1977-1981 (gráficas 6 y 7). En primer lugar, las medidas que afectan la cuenta de capital son de alcance limitado debido a su poca importancia relativa dentro del total de ingresos y egresos de divisas, tal como se comentó atrás. De otra parte, el comportamiento de las importaciones de bienes y servicios dependen también de otras variables no relacionadas con la balanza cambiaria y su aumento potencial se encuentra limitado por la infraestructura portuaria, por la capa-

[45] Actualmente, en lugar de pesos, el Banco le da a la mayor parte de los exportadores "certificados de cambio", que son títulos negociables en Bolsa y convencimiento a tres meses.

cidad y seguridad del sistema de transporte interno, por el grado actual de desarrollo de la actividad del comercio de importación, y por el nivel de protección que se le quiera otorgar a la industria nacional. Por último, la emisión de certificados de limitada duración como sustitutos de divisas tiene efectos monetarios contraccionista sólo en el corto plazo y constituyen un instrumento de manejo engorroso y complicado cuando se utiliza para cumplir objetivos de largo plazo.

Si se cumplen las proyecciones de las gráficas 6 y 7, únicamente a través de un mercado más libre de divisas podrán las autoridades monetarias "armonizar" los presupuestos cambiarios con los presupuestos monetarios. De seguir el actual manejo cambiario, el Banco de la República continuará acumulando divisas pero al mismo tiempo, se registrarán elevadas tasas de inflación y probablemente, habrá una gran cantidad de resoluciones de la Junta Monetaria para regular aún más un mercado ya excesivamente intervenido. Si por el contrario, el gobierno concede una mayor libertad cambiaria posiblemente no podrá evitarse una moderada tasa de inflación, pero sí una tasa igual o mayor que la actual. Esta política podría estar acompañada de otra que aumentara las tasas reales de interés después de impuestos en el mercado institucional de capitales, especialmente en papeles como los títulos canjeables del Banco de la República. Al menos debería el gobierno pensar en la posibilidad de que, para efectos de política, los mecanismos de ahorro voluntario pueden en ocasiones ser más flexibles que los de ahorro forzoso.

Actualmente y muy posiblemente hasta 1981 (y más allá si hay algún insuceso en las regiones cafeteras del Brasil), se requiere una combinación de políticas para actuar tanto en el lado de los egresos como en el lado de los ingresos de la balanza cambiaria. Es verdad que a mediados de 1977 el gobierno continuaba liberando importaciones. Nadie duda que pueda liberar más aceleradamente y agilizar los trámites burocráticos que obstaculizan la activida importadora. Pero también parece cierto que, por las ra-

CUADRO 23

CONTRATACIONES DE CREDITO EXTERNO POR SECTORES, 1970-1976

(millones de dólares)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Energía	78.0	79.0	31.1	102.2	68.4	57.1	22.4
Transportes	100.2	0.1	8.2	47.5	24.0	8.4	55.5
Comunicaciones	231.4	18.2	13.7	18.2	5.5	32.3	4.0
Acueducto y alcantarillado	18.5	91.0	9.1	—	19.8	34.1	—
Salud y bienestar	0.5	—	0.8	29.3	1.2	17.3	23.1
Educación	21.5	20.0	26.4	21.2	10.0	—	4.1
Agropecuario	34.3	55.9	46.2	—	6.0	42.7	86.1
Industria y Minería	2.9	75.8	16.6	60.0	12.4	49.8	227.4
Desarrollo regional y urbano	—	29.1	87.7	25.0	13.4	—	1.0
Preinversión	—	11.3	0.6	—	8.0	1.1	3.0
Refinanciaciones	2.6	4.3	—	103.0	22.3	115.1	36.7
Otros[1]	123.1	—	140.0	88.1	6.4	20.5	96.0
Total	**404.7**	**384.7**	**380.4**	**494.5**	**197.4**	**378.4**	**559.3**

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

[1] **Incluyen préstamos de gobierno y de programa.**

zones atrás señaladas, el sólo énfasis en el renglón de egresos es una política de alcance limitado, que difícilmente impedirá que el Banco de la República acumule a lo largo del período 1977-1981 considerables excedentes de divisas y que estos excedentes ocasionen un aumento equivalente en la base monetaria.

C. Financiamiento externo

En el plan de desarrollo **Para Cerrar la Brecha** se considera que el crédito debe utilizarse para todos los fines: "En proyectos de inversión que tengan una altísima rentabilidad social, tales como los planes de nutrición, salud y educación... También se financiarán con recursos externos proyectos de infraestructura, como los de energía y transporte... Es importante concentrar el endeudamiento en sectores capaces de generar divisas para amortizar los préstamos. De ahí la lógica del endeudamiento externo para la agricultura, la minería y los transportes... También se justifica ampliamente para el fomento de industrias de exportación y el desarrollo fronterizo"[46]. Entre todos estos usos sobresalen dos no mencionados en el Plan: la refinanciación de la deuda externa durante 1975 y los préstamos a ECOPETROL durante 1976 (cuadro 23).

Solamente a partir de marzo de 1975, cuando se vislumbraba una crisis cambiaria por la disminución de reservas, se interesó el gobierno actual en acudir al crédito externo; fue así como en forma algo apresurada reunió en París en junio de ese año el séptimo grupo de consulta. Se presentaron en ese entonces solicitudes de crédito para el cuatrenio 1975-1978 por valor de US$2.483 millones. De ese gran total, el gobierno contrató una mínima parte durante el período agosto 1975 - junio 1977. Bajo estas circunstancias, optó por convocar el octavo grupo de consulta, a finales de junio del presente año, como simple acto protocolario para actualizar la lista de los proyectos de inversión que podrán financiarse con crédito público externo.

Inmediatamente después del séptimo grupo de consulta, con la helada del Brasil en julio de 1975, las perspectivas cambiarias variaron sustancialmente. En corto tiempo se pasó de una situación de déficit en la balanza cambiaria a una de superávit, y este

[46] Departamento Nacional de Planeación, pp.19-20

CUADRO 24

PROGRAMA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO, 1977-1980

(millones de dólares)

	Costo total	Financiación externa	Distribución sectorial (%)
Energía	3.264.4	2.073.8	63.5
Transportes	604.4	344.7	8.9
Comunicaciones	355.3	232.2	6.0
Acueductos y alcantarillados	242.5	121.0	3.1
Salud y bienestar	158.9	80.3	2.1
Educación	10.0	10.0	0.3
Agropecuario	528.7	255.7	6.6
Industria y Minería	1.079.3	554.2	14.3
Desarrollo regional y urbano	339.2	168.8	4.4
Preinversión	50.0	35.0	0.9
Total	6.632.7	3.875.7	100.0

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

superávit se convirtió a su vez en el principal factor expansionista de la base monetaria. Era la intención del gobierno frenar la expansión monetaria originada por este concepto, razón por la cual se puso poco empeño en contratar durante 1975 y 1976 la financiación externa de los programas "estrellas" del Plan, el de desarrollo agropecuario, DRI, y el de alimentación, PAN. Como el costo de divisas de estos programas era mínimo, la utilización de crédito externo para estos fines ocasionaría una expansión monetaria adicional. Fue a finales de 1976 cuando por fin se contrató el préstamo para financiar el programa DRI.

La reciente reunión del octavo grupo de consulta, en momentos en los cuales la capacidad de endeudamiento se encuentra subutilizada[47], constituye probablemente un cambio de énfasis en la política económica del gobierno: de una política poco agresiva en materia del uso de crédito público externo, se pasa a obtener el visto bueno para contratar durante el cuatrenio 1977-1980, la suma total de US$ 3.875 millones (cuadro 24). De ese total, el 63.5% se destinará a proyectos de energía eléctrica mientras el 14.3% será para la industria y la minería. La importancia relativa de los demás sectores es mínima.

Es evidente así mismo un cambio en la distribución sectorial del crédito externo. De realizarse parte del paquete, el gobierno asignará una buena proporción de su gasto a aumentar considerablemente en el mediano y largo plazo la oferta de energía eléctrica, así como al desarrollo del sector minero[48]. Se ha programado entonces utilizar el crédito externo para financiar principalmente importaciones de bienes de capital para estos dos sectores. Pierden de esta manera importancia los préstamos para financiar al sector agropecuario y proyectos sociales, ambos de un reducido componente importado.

---

[47] En la Coyuntura Económica de mayo se proyectó para 1977 un coeficiente de servicio de la deuda pública de 6% (P. 105, cuadro VIII-18).

[48] Para financiar gastos en el sector minero se han presentado solicitudes por valor de US$484 millones.