

COYUNTURA ECONOMICA LATINOAMERICANA

OCTUBRE DE 1993

FEDESARROLLO FESCOL CLADEI

DIRECTOR EJECUTIVO
Eduardo Lora Torres

SUBDIRECTOR ECONOMICO
Roberto Steiner

SUBDIRECTOR SOCIAL
Carlos G. Molina

EDITOR COYUNTURA ECONOMICA
Cristina Lanzetta

SECRETARIA GENERAL
Ma. del Pilar Medina V.

INVESTIGADORES

Felipe Barrera
Ana María Herrera
Martin Maurer
Fabio Sánchez
Roberto Steiner

INVESTIGADORES ASOCIADOS

Cecilia López
Antonio Ordoñez
William O'Neil
Guillermo Perry Rubio
Luis Alberto Zuleta

ASISTENTES DE INVESTIGACION

María Isabel Agudelo
Juan Carlos Botero
Ursula Giedion
Javier Alberto Gutiérrez
Doris Polanía
Tatiana Melguizo
Catalina Gutiérrez
Carolina Santos
Lisette Scioville
Andrea Wullmer

ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL

Jesús Alberto Cantillo
Ricardo Piedrahita

DIRECTORA DE BIBLIOTECA

Lucía Fenney Pérez

CONSEJO DIRECTIVO

Germán Botero de los Ríos
Jorge Cárdenas Gutiérrez
José Alejandro Cortés Osorio
Doris Eder de Zambrano
Alvaro Hernán Mejía Pabón
José Vicente Mogollón Vélez
Juan Gonzalo Restrepo Londoño
Oliverio Phillips Michelsen
Jorge Mejía Salazar
Carlos Caballero Argáez
Javier Ramírez Soto
Carlos Antonio Espinosa Soto
Maristella Sanín Posada
Rodrigo Botero Montoya
Hernando Gómez Otálora
Francisco Ortega Acosta
Benjamín Martínez Moriones
Alejandro Figueroa Jaramillo
Guillermo Perry Rubio
José Antonio Ocampo Gaviria
Rodolfo Segovia Salas
Cecilia López Montaño

Tarifa Postal Reducida
Resolución No. 3608 del 30 de noviembre de 1992 - Permiso No. 468

CEL

Coyuntura Económica Latinoamericana

VOL. XXIII No. 3 OCTUBRE DE 1993

Coyuntura Económica ISSN 0120-3576 Licencia del Ministerio de Gobierno No. 00374 es una publicación de la **Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, FEDESARROLLO.**

COYUNTURA ECONOMICA
ISSN 0120-3576
Licencia del Ministerio de Gobierno No. 00374

FEDESARROLLO
Calle 78 No. 9 - 91
Tels. 312 53 00
Apartado Aéreo 75074
Bogotá, D.E., Colombia

ARTES
Néstor E. Trujillo H.
FEDESARROLLO

IMPRESION
Editorial Presencia Ltda.
Calle 23 No. 24 - 20

Esta revista está impresa en papel
propalcote Mate de 90 gramos
manufacturado con fibra
de caña de azúcar

Contenido

EDITORIAL 5

INDICADORES DE COYUNTURA
I. Actividad Productiva 11
II. Indicadores Laborales 24
III. Indicadores del Sector Externo 26
IV. Indicadores de la Situación Fiscal 39
V. Indicadores Monetarios y Financieros 41
VI. Indicadores de Precios y Salarios 45

ANALISIS COYUNTURAL 51

INFORMES DE ACTUALIDAD

Economía venezolana
Marcela Corredor Martínez 77

Economía ecuatoriana
Blanca Amalia Llorente
Lucía Victoria Beltrán 89

Economía mexicana
Nohora Isabel Vargas 103

Desempeño macroeconómico de Chile durante el período 1992-1993
Sergio Lehmann
Andrea Repetto 115

Contenido (Continuación)

INFORMES DE INVESTIGACION

Los capitales extranjeros en tres economías latinoamericanas
Roberto Steiner 135

Reseña sobre el exitoso crecimiento de las exportaciones chilenas
Patricio Meller 151

Editorial

En los últimos meses ha surgido un intenso debate sobre la posibilidad de que la economía esté entrando en una situación de recesión. Los indicadores disponibles no dan sustento a este temor. En el primer semestre de 1993 el crecimiento económico superó el 4% y es bien probable que esta tasa se mantenga hasta fines del año. La demanda interna se ha comportado en forma muy dinámica, bien por encima del crecimiento de la producción. Tal cosa ha permitido acomodar la oferta creciente de bienes importados sin desplazar la producción agregada nacional.

El gran dinamismo de la demanda interna ha tenido su origen en una diversidad de factores. De una parte, el gasto público, tanto corriente como de inversión, ha venido registrando un crecimiento real superior al 20%. El auge de la construcción privada, que ha mantenido toda su fuerza, también ha contribuido en forma notable al crecimiento de la demanda, y posiblemente continuará haciéndolo durante los próximos meses. Aparte de la construcción, las demás formas de inversión privada también han mostrado tasas muy altas de crecimiento debido al abaratamiento relativo de los bienes de capital y a las facilidades de financiación. El adelgazamiento de los márgenes de ganancia en diversos sectores y el clima de incertidumbre sobre el desempeño de la economía pueden sin embargo restarle fuerza a esta variable en los próximos meses. Finalmente, la demanda interna ha recibido también un impulso notable por la expansión del consumo privado, como resultado de las bajas tasas de interés, la abundancia de crédito y el abaratamiento relativo de los bienes de consumo durable, entre otros factores.

Dentro de este entorno expansivo los sectores más favorecidos han sido la construcción, algunos servicios y aquellas ramas industriales vinculadas a la producción de bienes de consumo duradero, equipos e insumos para las actividades de la construcción. En contraste, los sectores agrícolas y las producciones de manufacturas livianas han sufrido un fuerte deterioro en los niveles de demanda debido a la competencia de productos importados. Hasta ahora, la mayor competencia ha tenido más efecto sobre los niveles de rentabilidad, que sobre los volúmenes de producción. Esto es lo que ha originado un clima de pesimismo dentro de algunos sectores, a pesar del buen comportamiento general de la actividad productiva.

Las perspectivas para 1994 están mucho menos despejadas que las del presente año. Fedesarrollo

presentó en julio pasado una proyección moderada de crecimiento para 1994 que, con ajustes menores, aún mantiene. Con las revisiones recientes, se estima ahora una tasa de crecimiento de 3.2% para dicho año. La economía continuará siendo impulsada por la expansión de la inversión, tanto pública como privada, debido ante todo al desarrollo de los nuevos proyectos petroleros. También estará favorecida por las mejoras de productividad resultantes del proceso de renovación tecnológica de los dos años anteriores. Sin embargo, el continuado incremento de las importaciones, la reducción de la tasa de cambio real y la mayor carga salarial por efecto de la reforma a la seguridad social afectarán la actividad de los sectores productivos urbanos. Por su parte, el sector rural continuará afectado por las bajas de rentabilidad y las limitaciones de productividad para competir internacionalmente.

El impacto de algunos de estos factores es aún muy incierto. Uno de los principales elementos de incertidumbre es el desempeño de las importaciones. Según las estadísticas recientemente publicadas por la Aduana y el Dane, las compras externas aumentaron 77.9% durante el primer semestre del año. Sin embargo, este crecimiento no resulta consistente con los demás indicadores disponibles sobre importaciones, como son los registros de Incomex, los giros según balanza cambiaria o las operaciones de financiamiento externo de corto plazo. Tampoco resultan justificables a la luz del comportamiento de las actividades productivas, ya que implicarían un crecimiento de la demanda interna muy por encima de cualquier tasa razonable.

Con todo, estas estadísticas arrojan una sombra muy grande de incertidumbre sobre el posible desempeño de las importaciones, que necesariamente incidiría sobre el comportamiento de la producción agregada, sobre la viabilidad de los sectores productivos más expuestos a la competencia internacional e, incluso, sobre la solidez de las cuentas macroeconómicas externas.

Ya es un hecho que en 1993 se presentará un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos que podría superar el 3% del PIB y que implica un marcado deterioro frente a la situación de superávit de años pasados. No puede descartarse que en 1994 el déficit se profundice en 2 puntos adicionales, colocándose así en una posición vulnerable para los dos años siguientes, cuando aún serán moderados los ingresos adicionales netos de las nuevas producciones petroleras.

Al momento de escribir este editorial, la reforma a la seguridad social permanece aún como un elemento de incertidumbre para las proyecciones de 1994. Por su efecto sobre los costos de producción y sobre los ingresos de los trabajadores la reforma afectará el consumo privado y el crecimiento de la economía, como lo tienen en cuenta las proyecciones de Fedesarrollo para 1994. Sin embargo, ello no puede ser argumento para aplazar ni, incluso, para introducir en forma gradual la reforma que en esta materia necesita el país. Antes bien, dado el ritmo de crecimiento que está registrando la demanda interna y el severo deterioro que está sufriendo la cuenta corriente con el exterior, éste es el mejor momento posible para introducir la reforma porque moderará estos factores de desarreglo macroeconómico.

Dos de los grandes problemas que seguirá sufriendo el país durante los próximos años serán la crisis del sector rural y la inercia inflacionaria. La magnitud de la crisis rural no puede medirse en el desempeño de las producciones agrícolas, ya que es, en esencia, una crisis de rentabilidad e ingresos. Según estudios recientes del Banco Mundial en los que ha colaborado Fedesarrollo, el ingreso rural se redujo 15% entre 1990 y 1992, mientras que el ingreso urbano aumentó por encima del 11%. Es posible que esta tendencia se haya acentuado en el presente año y, sin ninguna duda, continuará profundizándose hacia el futuro. La reforma a la seguridad social y la revaluación adicional de la tasa de cambio que posiblemente producirá la bonanza petrolera serán dos factores

que incidirán en forma adversa sobre los ingresos rurales en el futuro. La migración del campo a la ciudad sólo podrá aliviar en forma moderada esta situación. Será necesario que en el curso de los próximos años la productividad agrícola se eleve a una tasa anual cercana al 5% para impedir que estos factores reduzcan los ya mermados ingresos rurales. Este deberá ser el objetivo central de las políticas para el agro en los próximos años, que sólo podrá alcanzarse concentrando las inversiones públicas de infraestructura en las regiones rurales.

Las tendencias de la inflación han sido favorables en el corto plazo, como resultado, principalmente, del ciclo de producción de los productos alimenticios y del abaratamiento y abundancia de las importaciones. Nadie duda, sin embargo, que los patrones inerciales de comportamiento de los precios continúan siendo una barrera muy poderosa para reducir aún más la inflación. La desaceleración del ritmo de devaluación, que ha servido en los dos últimos años para contener la inercia inflacionaria, debe considerarse ya como un instrumento agotado, en vista del comportamiento ya comentado de la cuenta corriente con el resto del mundo.

En este contexto, Fedesarrollo ha consultado la opinión de los industriales sobre la posibilidad de acudir a otros mecanismos para reducir en forma concertada los ritmos de crecimiento de los precios. Los industriales estarían dispuestos a modificar las prácticas de fijación de precios y salarios para tener más en cuenta el comportamiento de algunos indicadores macroeconómicos, reduciendo así el peso que hoy le dan a la evolución pasada de sus costos. Sin embargo, solamente una minoría de los industriales estaría dispuesta a aceptar los anuncios oficiales sobre el valor esperado de variables claves, como la inflación o la devaluación futuras, como criterio para sus propios ajustes de precios. La mayoría preferiría ceñirse por el comportamiento observado en el pasado de esas mismas variables macro. Paradójicamente, esto podría conducir no a desmontar, sino a reforzar las prácticas de indexación, que constituyen, en fin de cuentas, el espinazo de la inflación.

LOS SECRETOS DE OXY

Cuidar el medio ambiente



Occidental Petroleum Corporation tiene como política internacional cumplir con las exigencias mundiales mas altas en la conservación del medio ambiente. El desarrollo petrolero de Arauca es una prueba concreta de ello.

En la zona de Caño Limón disponemos de un vivero para el cultivo de especies arbóreas nativas del cual se han obtenido más de 400.000 árboles para siembra.

También hemos construido sistemas para el manejo adecuado de residuos, tanto industriales como domésticos, incluyendo un relleno sanitario de avanzada. Los técnicos crearon y desarrollaron un plan maestro para prevención de derrames de petróleo y simultáneamente se realizaron estudios sobre diferentes aspectos del ecosistema local para asegurar un mantenimiento sano del ambiente.

Pero nuestro mayor logro ha sido promover, conjuntamente con el Estado, una conciencia de responsabilidad ecológica entre las comunidades del área de Caño Limón.

Otro secreto de OXY es haber confirmado una vez mas los beneficios comunitarios que proporcionan sus programas ambientales.

OXY

Occidental de Colombia, Inc.

... también contribuye al descubrimiento del progreso

Indicadores de Coyuntura



MAZDA MPV

¿ Cómo le parece este titular?
¿Lo leyó?
Se habrá dado cuenta que lo dice todo. Y con una gran síntesis. Pensar que todavía hay gente que dice que los textos largos no se leen. Nosotros creemos que un titular así jamás podría pasar inadvertido, por eso, no necesitamos seguir con este texto. Usted seguramente ya está convencido.
MAZDA MPV (Multi-Purpose Vehicle). Capacidad. Confort. Y lujo para 7 personas. Fácilmente maniobrable en espacios reducidos, como cualquier automóvil.
Motor V6. 3000 c. c. 18 Válvulas. Inyección Electrónica de Combustible. Transmisión Automática. Dirección Hidráulica. Frenos ABS. Aire Acondicionado delantero y trasero. Vidrios, Espejos Eléctricos y Bloqueo Central.

MAZDA. EN EL CAMINO DE LA CIVILIZACION

MAZDA
IMPORTADO POR
MAZDA

mazda
COMPAÑIA COLOMBIANA AUTOMOTRIZ S.A.

MARCA-LENTAS

I. Indicadores de la actividad productiva

ACTIVIDAD PRODUCTIVA

Según estimaciones del DANE, el crecimiento del PIB en 1992 fue de 3.5%. Esta cifra es muy cercana a la estimación presentada por Fedesarrollo en las pasadas entregas de Coyuntura Económica (3.3%). Aún no se conocen las cifras definitivas de crecimiento por sectores económicos.

Cuadro 1. TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB

Sector	1991	1992e	1993p		
			Fedesarrollo	DNP	
				Bajo	Alto
Agropecuario	5.2	-0.9	1.0	2.5	3.1
Minería y petróleo	0.7	0.7	3.5	14.1	14.3
Manufacturero	1.1	4.6	0.2	3.1	3.5
Trilla	-7.6	30.7	-10.0	-5.6	-5.6
Resto	2.4	0.9	2.0	4.5	5.0
Electricidad, Gas y Agua	3.5	6.2	8.0	6.0	6.8
Construcción	-0.7	13.6	9.0	6.5	7.0
Comercio	-0.1	4.1	5.4	4.9	5.3
Otros	2.4	4.2	5.7		
Total	2.1	3.5	4.1	4.5	5.0

p: Proyección
e: Estimación
Fuente: Dane, DNP y cálculos de FEDESARROLLO.

La tasa de crecimiento para 1993 proyectada por Fedesarrollo, es de 4.1%, la cual es menos optimista que la presentada a principios del año por el Departamento Nacional de Planeación. Según las proyecciones de Fedesarrollo, los sectores más dinámicos este año son la construcción, los servicios del gobierno y el comercio. Comparadas con las anteriores proyecciones de Fedesarrollo, estas prevén tasas de crecimiento significativamente superiores en construcción y comercio. Sucede lo contrario en el caso de la minería, debido a que los ataques guerrilleros han afectado en forma severa la producción de crudo.

Cuadro 2. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO POR TIPO DE GASTO (%)

	1991	1992e	1993p		
			Fedesarrollo	DNP	
				Bajo	Alto
Consumo privado	0.9	4.0	6.0	4.3	4.8
Consumo del gobierno	2.3	12.4	9.8	8.1	8.1
Inversión privada	-14.1	27.5	20.0	13.2	16.2
Inversión pública	-1.8	7.4	18.0	14.8	14.8
Cambio en inventarios	63.8	3.2	28.0	6.5	6.6
Exportaciones	3.6	6.7	2.7	4.5	5.0
Importaciones	-3.9	29.4	28.0	15.0	16.1
Total PIB	2.1	3.5	4.1	4.5	5.0

e: Estimado
p: Proyección
Fuente: Dane, DNP y cálculos de FEDESARROLLO.

Los componentes de la demanda que más jalonan la economía este año son las inversiones pública y privada, y el consumo del gobierno. Sin embargo, las dinámicas importaciones absorben una parte importante de este mercado.

ACTIVIDAD INDUSTRIAL

La información del DANE sobre desempeño industrial para los seis primeros meses del año muestra que a pesar del deterioro de la trilla de café, la industria ha tenido un alto dinamismo este año, al crecer a una tasa del 4.8%. Esta tasa, sin embargo, es inferior a la registrada en febrero (5.4%) debido a la disminución de las exportaciones de café.

Gráfico 1A. PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA DE CAFE (Variación acumulada)
Enero 1989 - Junio 1993

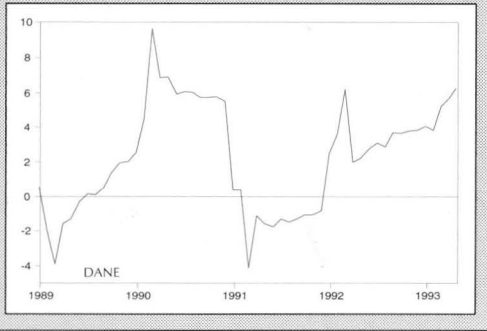
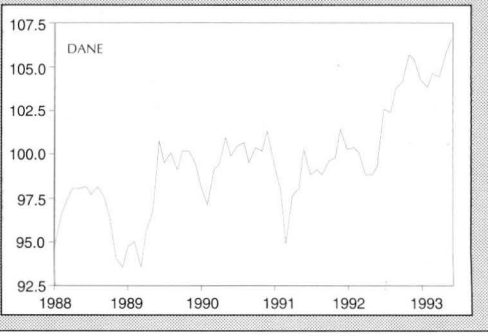


Gráfico 1B. ACTIVIDAD PRODUCTIVA SECTOR INDUSTRIAL DATOS SUAVIZADOS Y DESESTACIONALIZADOS NIVEL NACIONAL
Enero 1988 - Junio 1993



Fuente: Dane, Muestra Mensual Manufacturera y cálculos de FEDESARROLLO

Cuadro 3. PRODUCCION INDUSTRIAL (Tasas anuales de crecimiento[a])

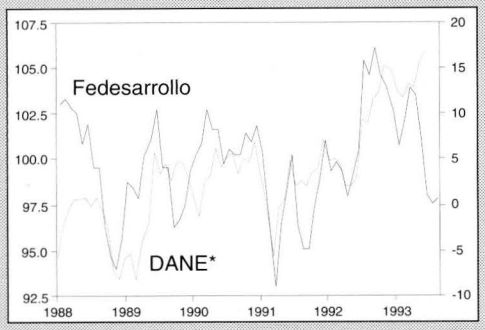
		Total industria	Trilla de café	Total industria sin trilla	Vehículos	Bienes de consumo	Bienes intermedios	Bienes de capital sin vehículos
1988	I	5.0	-24.2	7.1	26.2	4.8	7.8	6.8
	II	4.9	-12.6	6.4	33.9	1.1	4.9	13.1
	III	-0.9	-37.6	2.2	32.0	-4.0	3.0	10.1
	IV	-0.5	-3.5	-0.4	-10.1	-1.4	2.2	1.0
1989	I	-3.1	21.7	-4.3	-8.4	-7.4	0.6	-3.9
	II	1.6	-14.7	2.8	-3.6	7.9	0.4	-1.2
	III	3.1	31.9	1.7	-12.1	5.8	2.5	-6.8
	IV	8.0	38.6	6.3	-3.0	9.4	4.2	7.7
1990	I	12.5	60.3	9.4	-6.6	12.5	6.0	14.2
	II	5.5	61.4	2.3	-16.4	1.4	5.4	4.6
	III	4.8	-1.6	5.2	-13.1	3.1	4.7	19.5
	IV	4.3	1.3	4.5	4.9	0.7	3.1	11.8
1991	I	-6.7	-27.2	-4.6	-23.4	-4.1	-1.2	-14.9
	II	-1.6	-20.2	0.1	-16.7	-0.5	3.9	-2.3
	III	-0.6	3.3	-0.8	-9.6	-2.1	3.4	-8.5
	IV	0.9	9.8	0.2	-17.0	0.2	3.3	-1.8
1992	I	7.7	30.8	5.9	14.5	3.8	5.7	12.2
	II	1.9	37.8	-0.8	3.3	-3.1	-0.8	13.7
	III	7.2	40.3	5.0	17.4	0.3	5.6	25.5
	IV	6.1	30.9	3.9	43.1	-0.1	1.8	15.0
1993	I	4.9	4.6	4.9	66.0	-1.9	3.9	15.9
	II	4.6	-20.1	7.4	62.2	3.3	3.2	13.8
Enero-Junio								
1992/91		4.6	34.4	2.3	8.1	0.2	2.3	11.1
1993/92		4.8	-8.6	6.1	63.9	0.7	3.5	14.8

[a] Se refiere al crecimiento de la producción de cada trimestre con respecto a igual período del año anterior.
Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

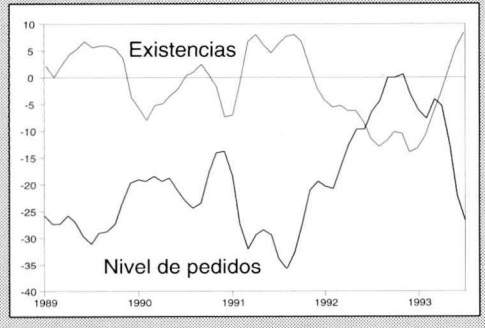
Se destaca el dinamismo de la industria de vehículos, que a comienzos de año registraba un crecimiento de 39.9%, y en junio pasó a 63.9% respecto al mismo período del año anterior. Igualmente, la industria de bienes de capital sin vehículos alcanzó un crecimiento de 14.8%, mientras que a febrero fue de 9.4%.

Por subsectores, sobresalen los crecimientos registrados en muebles de madera (20.4%), vidrio (19.4%), plásticos (18.5%), maquinaria excepto la eléctrica (16.4%), madera (14.7%), maquinaria y aparatos eléctricos (13.7%), productos metálicos (13.3%), barro, loza y porcelana (9.0) y otros derivados del petróleo (8.1%). La mayoría de estas industrias están asociadas a la construcción. Se observó un deterioro en tabaco (-16.4%), cuero y pieles excepto calzado (-11.1%), papel (-6.6%), bebidas (-5.4%), calzado (-3.5%), vestuario (-2.4%) y petróleo (-1.3%), gran parte de las cuales se han visto afectadas por la competencia de productos externos.

Gráfico 2. INDICADORES DE OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL Enero 1989 - Julio 1993







* Datos hasta Junio de 1993.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

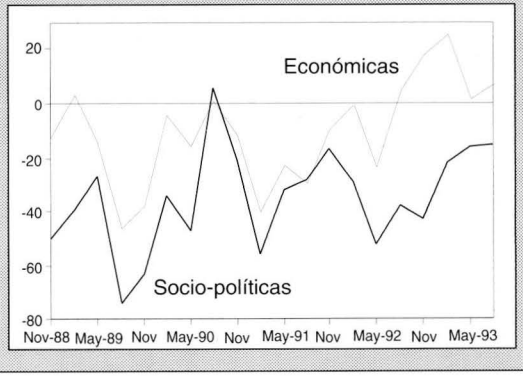
Estos resultados coinciden con los de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, según los cuales entre abril y junio se habría dado una desaceleración de la actividad industrial, estabilizándose a partir de julio. Esta desaceleración estuvo asociada fundamentalmente con una acumulación de inventarios y con una disminución de los pedidos. El indicador de situación económica de las empresas ha seguido desmejorando, como lo ha venido haciendo desde finales del año pasado.

A nivel sectorial, la encuesta revela un deterioro importante en las industrias de textiles, cuero, papel y cartón, y plásticos, debido básicamente a la falta de demanda y en buena medida a problemas de contrabando. Los mayores dinamismos se registran en la industria de madera y sus manufacturas, cemento y productos metálicos para construcción.

Los resultados arrojados por la Encuesta de Opinión, también muestran una ligera disminución en la utilización de la capacidad instalada, pasando de 74% en febrero a 73.2% en mayo de este año.

Según la Encuesta, los empresarios consideran que las condiciones económicas para invertir se han deteriorado con respecto a las condiciones de principios de año, mientras que las socio-políticas han mejorado.

Gráfico 3. CONDICIONES PARA LA INVERSION Económicas vs Socio-políticas - Nov. 1988 - Ago. 1993



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

Cuadro 4. CRECIMIENTO DE LA PRODUCCION INDUSTRIAL POR SECTORES (%)

	DANE					
	1989/88	1990/89	1991/90	1992/91	Enero - Junio 92/91	93/92
Alimentos (sin trilla)	9.8	5.5	-5.2	-1.3	-2.3	1.1
Bebidas	1.7	2.5	-0.5	-4.6	-1.9	-5.4
Tabaco	-6.6	-0.4	16.1	-16.8	-16.2	-16.4
Textiles	-5.5	2.7	0.0	7.1	9.3	0.2
Vestuario	11.3	6.9	-2.8	4.2	-0.5	-2.4
Cuero, pieles, excepto calzado	5.2	17.7	9.2	-3.6	-0.4	-11.1
Calzado	7.2	-7.5	22.4	1.0	19.4	-3.5
Industria de madera	15.0	6.4	-4.1	-0.8	2.3	14.7
Muebles de madera	-6.4	-5.8	-5.7	10.2	8.9	20.4
Papel	14.0	13.0	11.5	9.0	8.8	-6.6
Imprentas y editoriales	-10.9	-4.9	4.3	0.3	0.4	5.1
Químicos	-1.7	1.9	4.2	-3.0	-0.8	1.2
Otros productos químicos	7.0	7.6	1.2	6.7	5.8	8.1
Petróleo	2.4	2.4	2.3	-11.9	-7.1	-1.3
Otros derivados del petróleo	-1.6	-8.6	-8.0	4.7	-5.7	8.1
Caucho	-3.9	5.0	3.9	7.7	-1.5	0.4
Plásticos	-6.4	10.1	-0.7	15.9	14.0	18.5
Barro, loza y porcelana	-1.0	-2.0	11.4	11.7	5.6	9.0
Vidrio	-0.7	7.8	-1.0	-1.4	-7.5	19.4
Productos minerales no metálicos	2.0	-4.0	10.8	4.8	6.6	7.5
Hierro y acero	0.8	0.1	-3.5	11.6	3.6	1.3
Metales no ferrosos	-16.6	20.8	-1.0	9.3	3.1	3.8
Prod.metálicos excepto maquinaria	-12.3	13.7	-9.4	10.4	8.1	13.3
Maquinaria excepto la eléctrica	5.0	46.6	0.9	14.9	11.7	16.4
Maquinaria, aparatos eléctricos	-4.2	-6.9	-8.8	16.4	10.6	13.7
Equipo y material de transporte	-7.0	-8.7	-16.4	19.2	8.1	63.9
Equipo profesional y científico	-9.8	-2.1	6.0	-17.1	-11.0	5.7
Industrias diversas	2.7	-10.5	3.3	3.0	-2.2	19.2
Total	2.5	6.6	-1.8	5.7	4.6	4.8
Trilla de café	17.3	27.0	-10.3	34.8	34.4	-8.6
Total excepto trilla	1.7	5.2	-1.1	3.4	2.3	6.1

Fuente: Dane: Muestra Mensual Manufacturera. Cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 5. CAUSAS DEL INCUMPLIMIENTO EN LOS PROGRAMAS DE INVERSION INDUSTRIAL (Porcentajes sobre el total de respuestas)

	1991			1992				1993		
	MAY	AGO	NOV	FEB	MAY	AGO	NOV	FEB	MAY	AGO
RETRASOS INVOLUNTARIOS										
A. Dificultades en la obtención de recursos de crédito	24	34	25	18	14	9	19	10	17	16
B. Insuficiencia de recursos propios	19	26	21	29	18	15	18	19	15	20
C. Demoras en permisos y licencias oficiales	8	5	4	5	3	10	9	10	5	16
D. Dificultades en la importación de equipos	13	5	4	13	10	10	7	9	10	12
E. Dificultades técnicas y organizativas	9	8	14	11	14	21	7	18	14	10
F. Encarecimiento inesperado de la inversión	15	11	9	3	1	2	7	0	4	2
G. Dificultades en el suministro equipos nacionales	4	3	9	3	6	10	7	9	7	6
H. Dificultades en el desarrollo de obras y construcciones	4	4	9	16	7	10	7	16	14	10
J. Otras	4	4	7	3	26	15	9	8	10	6
RETRASOS VOLUNTARIOS										
A. Deterioro de las condiciones de demanda	33	32	29	25	27	22	23	25	31	31
B. Encarecimiento excesivo de la inversión	9	9	9	11	2	4	11	9	5	5
C. Dismin. en rentabilidad esperada por aumento de costos	14	13	9	15	23	12	12	19	14	12
D. Incremento en los costos financieros	22	22	24	10	4	11	12	4	9	7
E. Aumento de la competencia de productos importados	7	10	9	15	12	14	14	15	21	23
F. Surgimiento de otra alternativa inversión más rentable	2	2	4	5	2	4	5	4	6	5
G. Imposibilidad de importar equipos	1	1	5	3	1	0	0	2	1	1
H. Aumento en los impuestos	5	3	3	6	5	18	9	8	6	3
J. Otras	8	9	9	10	25	16	12	13	7	15

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, FEDESARROLLO.

Se destaca un incremento en los gastos de inversión presupuestados para este año, que según la encuesta se habrían cumplido en proporciones superiores a las de años anteriores. Las principales causas de los restrasos involuntarios en programas de inversión fueron la insuficiencia de recursos propios, las dificultades en obtención de créditos y las demoras en permisos y licencias oficiales. Esta última causa aumentó apreciablemente en el último trimestre.

Planes de inversión durante el trimestre (%):

	1991		1992				1993		
	Ago.	Nov.	Feb.	May.	Ago.	Nov.	Feb.	May.	Ago.
Se cumplieron	55	62	67	56	64	70	67	64	69
Se atrasaron:									
involuntariamente	14	12	9	16	13	10	15	15	9
voluntariamente	31	25	23	27	22	19	17	19	21
Se aceleraron	0	1	1	1	1	1	1	2	1

Los gastos de inversión (en pesos corrientes) en maquinaria, equipo y construcción presupuestados para este año respecto al anterior:

	1992	1993
A. Disminuirán más de 50%	13	6
B. Disminuirán entre 50% y 25%	6	4
C. Disminuirán en menos de 25%	12	7
D. Aumentarán entre 0% y 25%	41	47
E. Aumentarán entre 25% y 50%	13	24
F. Aumentarán más de 50%	15	12

ACTIVIDAD COMERCIAL

De acuerdo con cifras del DANE, la actividad comercial mostró un comportamiento favorable durante los cinco primeros meses del año. Entre enero y mayo, el total del comercio creció 3.5% frente al mismo período del año anterior. Vehículos y repuestos creció 3.4%, mostrando una importante desaceleración, ya que a marzo registraba un crecimiento de 12.2%.

Las mayores tasas de crecimiento en el comercio se presentaron en muebles y electrodomésticos (15.5%), vestuario y calzado (8.7%), cacharrería, bazares y misceláneos (5.3%) y alimentos y bebidas (2.6%). Se observan descensos en artículos de ferretería (-9.5%), combustibles y lubricantes (-4.5%), mercancías no clasificadas (-2.9%) y farmacias (-2.2%).

La Encuesta de Comercio de Fedesarrollo y Fenalco revela un continuo aumento de la demanda y disminición de las existencias. La situación económica de los establecimientos comerciales se mantiene constante en un nivel histórico alto y hay expectativas de que continúe así.

En cuanto a los problemas de la actividad comercial, se destaca el contrabando con una tendencia rápidamente creciente durante todo el año, y se señalan algunos problemas de rotación de cartera. A nivel sectorial, en el mes de mayo se reportaron aumentos en existencias de aparatos eléctricos y electrónicos, textiles y vestuarios. Por su parte, el comercio de artículos de ferretería y materiales de construcción, vehículos y sus repuestos, drogas y electrodomésticos ha mostrado mejoras en la demanda.

Gráfico 4A. COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Variación acumulada)
Enero 1989 - Mayo 1993

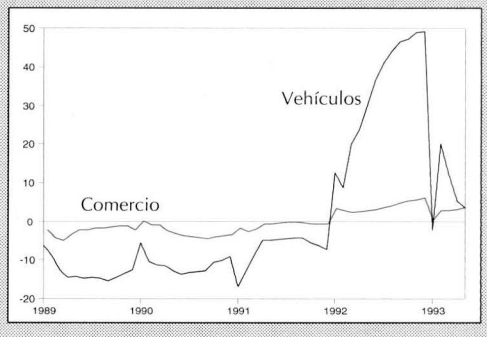
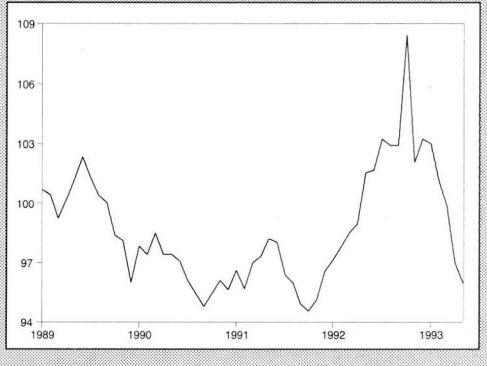


Gráfico 4B. INDICE DE VENTAS DEL COMERCIO (Serie desestacionalizada y suavizada)
Enero 1989 - Mayo 1993



Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO

Cuadro 6. COMERCIO MINORISTA POR SECTORES (Tasas anuales de crecimiento)[a]

	Total comercio[b]	Vehículos y respuestos	Total sin vehículos[c]	Alimentos y bebidas	Cacharrerías bazares y misceláneas[d]	Mercancías no clasificadas	Farmacias	Artículos de ferretería[e]	Muebles y electro-domésticos	Vestuario y calzado	Combustibles y lubricantes
1988											
I	12.84	26.07	10.95	10.55	15.01	10.28	8.27	3.35	6.30	14.99	-
II	5.94	12.35	5.01	0.78	10.00	3.46	10.40	3.96	8.60	0.71	-
III	5.81	19.39	3.65	2.18	5.85	4.70	4.53	2.53	-1.99	7.55	-
IV	-1.16	-10.84	0.32	2.66	-2.96	7.29	3.40	-2.98	-1.42	-3.83	-
1989											
I	-4.19	-12.48	-12.62	-5.63	-0.16	5.79	-3.68	-1.67	-13.36	8.69	-
II	0.71	-16.82	-7.10	2.73	14.17	1.28	2.39	3.54	-1.28	4.84	-
III	0.07	-16.38	-7.80	1.62	16.42	5.15	-8.03	-1.20	0.28	3.17	-
IV	-3.21	-3.06	-15.60	-0.98	-5.91	-9.75	-4.25	-1.09	1.96	-18.21	-
1990											
I	-0.76	-11.25	-0.81	2.41	7.10	-4.94	0.71	-1.12	1.38	-5.72	0.43
II	-5.13	-15.68	-4.97	-1.38	-10.76	-10.34	-12.74	-11.28	-4.03	-2.05	2.55
III	-5.25	-11.24	-5.08	-4.34	-11.72	-4.04	-6.68	-10.74	0.25	-2.37	2.04
IV	-0.47	2.31	-0.62	-3.83	-7.25	3.76	-21.16	5.72	8.91	9.81	-7.07
1991											
I	-1.57	-8.61	-1.52	-0.56	-12.13	3.95	-19.89	-7.98	2.86	9.54	-2.41
II	0.92	-0.67	0.93	0.28	-4.89	28.13	-13.46	0.27	-3.70	4.35	1.09
III	0.12	-3.34	0.15	0.40	-4.67	17.94	-13.21	0.57	-1.18	0.64	1.30
IV	-0.98	-15.00	-12.55	-2.18	-4.70	24.37	-2.41	-1.37	-4.44	5.52	1.28
1992											
I	2.00	20.04	2.00	-1.75	12.64	7.99	-2.78	24.45	0.61	-7.27	7.28
II	3.18	52.31	3.18	-3.17	5.51	-3.68	-10.66	17.98	3.42	-3.76	4.32
III	7.06	65.52	7.06	-4.85	6.99	8.64	-0.31	14.06	12.20	4.94	1.08
IV	8.62	56.55	8.47	0.78	12.72	13.51	2.33	2.20	13.40	3.63	1.65
1993											
I	2.81	12.22	2.69	0.04	2.86	-4.44	-3.83	-7.48	16.49	7.41	-1.87
Enero-Mayo											
1992/91	2.53	30.13	2.43	-1.56	9.57	2.27	-6.10	20.42	1.33	-6.33	6.49
1993/92	3.51	3.43	3.31	2.62	5.33	-2.89	-2.42	-9.45	15.51	8.71	-4.45

[a] Las tasas de crecimiento que aparecen en este cuadro corresponden a los datos de las series empalmadas que construyó el Dane. Estas cifras fueron revisadas desde 1985.

[b] Sin combustibles.

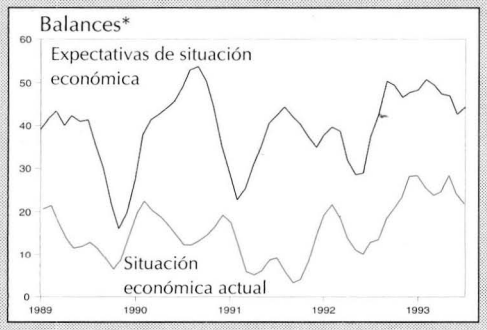
[c] Incluye combustibles.

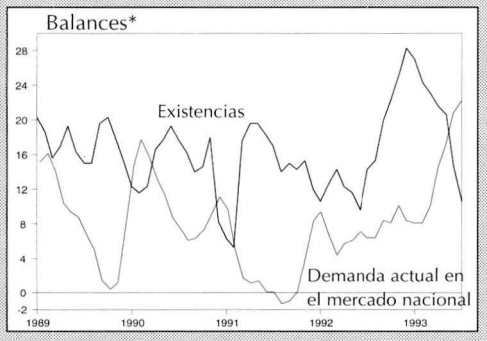
[d] Antes "mercancías en general" incluía telas y tejidos los cuales pasaron a la agrupación vestuario y calzado.

[e] Antes "materiales de la construcción".

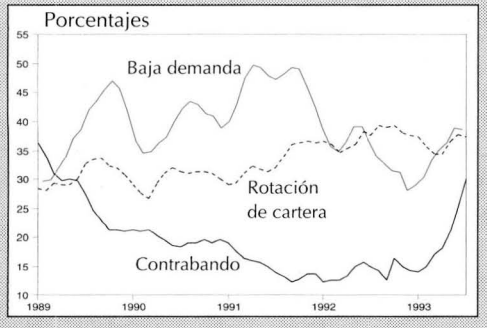
Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 5. INDICADORES DE OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD COMERCIAL
Enero 1989 - Julio 1993





PROBLEMAS

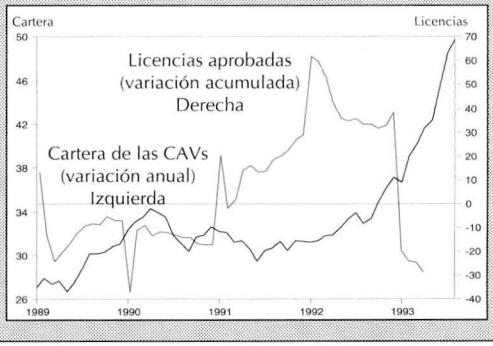


* Balances: diferencia entre porcentaje de respuestas: positivas (más, alto, mayor, bueno) y negativas (menos, bajo, menor, malo).
Fuente: Encuesta de Comercio FEDESARROLLO-Fenalco. Series suavizadas.

ACTIVIDAD CONSTRUCTORA

En lo corrido del año, la actividad constructora ha seguido teniendo un comportamiento favorable, aunque a partir de abril ha disminuído el dinamismo observado desde comienzos de 1992.

Gráfico 6. CARTERA DE LAS CAVS A Agosto de 1993
LICENCIAS APROBADAS A Abril de 1993



Fuente: Dane, Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

Algunas estadísticas sobre el buen desempeño del sector son el indicador del Dane sobre crecimiento de la producción total de cemento que hasta marzo fue de 6.3% y el de despachos nacionales de cemento que aumentó 12.6%. También, entre enero y julio del presente año, los préstamos solicitados a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda crecieron 32.2%, los préstamos aprobados aumentaron 67.7% y los entregados se incrementaron 27.3%.

Los costos de construcción continuaron aumentando ligeramente más rápido que la inflación (27.3%), como ha venido ocurriendo desde años atrás. El mismo fenómeno se observa en el índice de precios al productor, en el cual los materiales de construcción aumentaron 18.6% entre enero y agosto de este año mientras el índice total lo hizo en sólo 10.1%.

Cuadro 7. INDICADORES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCION 1988 - 1993 (Tasas anuales de crecimiento)

	Enero-diciembre				
	89/88	90/89	91/90	92/91	93/92[a]
I. Licencias aprobadas de construcción (miles de mt²)					
A. Bogotá	-6.4	-21.4	47.7	34.1	-75.5
B. Resto del país	-5.5	-12.1	16.2	27.6	33.8
C. Total nacional	-5.9	-16.1	28.4	32.4	-18.8
II. Licencias aprobadas de construcción de vivienda (miles de mt²)					
A. Bogotá	-2.9	-27.9	58.2	41.0	-78.3
B. Resto del país	-11.4	-5.5	21.1	31.5	31.2
C. Total nacional	-7.6	-16.2	35.8	38.2	-25.8
III. Valor nominal acumulado del flujo neto de préstamos de las CAVs (millones de pesos)					
A. Préstamos solicitados	83.4	-6.3	97.5	45.2	32.2
B. Préstamos aprobados	142.8	6.3	97.6	78.0	67.7
C. Préstamos entregados	57.9	37.8	43.7	66.3	27.3
Constructores	62.4	15.1	37.5	61.9	103.2
Individuales	39.9	139.4	56.9	74.7	123.0
IV. Indice costos de la construcción (Base diciembre de 1980=100)	30.7	24.8	23.7	30.6	27.3
V. Producción de cemento (toneladas)					
A. Producción total según Dane	5.2	-4.2	0.4	6.2	6.3
B. Despachos Nacionales según ICPC	-1.1	-4.1	1.3	11.0	12.6

[a] La información del Dane sobre licencias cubre el periodo Enero-Marzo. La información sobre préstamos se refiere al periodo Enero-Julio. Los cálculos del índice de costos van hasta Mayo. La producción de cemento según Dane corresponde al período Enero-Marzo. La cifra correspondiente a despachos de cemento cubre hasta Julio.

Fuente: Dane, Icavi e Instituto Colombiano de Productores de Cemento (ICPC).

Gráfico 7. INDICE DE COSTOS DE LA EDIFICACION DE VIVIENDA (%)
Enero 1989 - Julio 1993



Fuente: Camacol y cálculos de FEDESARROLLO

A pesar de que la información del Dane sobre metros cuadrados aprobados para construcción cubre solamente el primer trimestre del año, se destaca el hecho de que en Bogotá se presentó una disminución de 75.5% y en el resto del país un crecimiento de 33.8%. La evolución de los metros aprobados para construcción de vivienda tuvo un patrón muy similar.

En esta importante disminución de las licencias aprobadas de construcción en Bogotá han influído problemas administrativos y continuos cambios en los criterios para la expedición de estas licencias.

ACTIVIDAD MINERA

La información del DANE para los seis primeros meses del año, muestra un crecimiento de la producción de algunos productos del sector. Este es el caso del carbón (14.5%), del petróleo (4.5%) y del níquel (2.8%). Se registran crecimientos negativos en gas (-3.0%) y oro (-16.7%).

A pesar del crecimiento de la producción de petróleo, esta actividad ha perdido dinamismo respecto a 1992 debido al impacto de los atentados guerrilleros que afectaron la infraestructura de producción, almacenamiento y transporte. Estos hechos negativos se produjeron principalmente a principios de año, observándose en los últimos meses una recuperación.

Cuadro 8. ACTIVIDAD MINERA REAL (Tasas anuales de crecimiento[a])

		Petróleo	Gas	Oro	Carbón	Níquel	Indice de producción minera[b]
1988	I	-4.4	2.8	6.8	16.2	3.2	0.0
	II	-5.2	2.9	16.1	69.5	-26.7	5.7
	III	-4.3	-0.4	8.7	11.2	-17.6	-1.2
	IV	2.7	-2.7	6.1	-16.2	-7.0	-0.1
1989	I	24.2	-8.6	10.5	29.7	-2.2	20.8
	II	-2.1	-12.8	-1.0	-2.4	9.2	-2.8
	III	6.9	-1.7	-2.2	36.0	11.8	9.0
	IV	5.3	2.3	0.2	63.5	-14.3	11.8
1990	I	-1.7	3.2	-4.5	15.9	-5.9	1.0
	II	27.8	5.7	-2.5	9.9	18.2	19.4
	III	8.4	7.6	2.5	37.6	3.3	12.5
	IV	2.7	4.5	-1.5	-9.1	21.1	0.2
1991	I	-9.2	0.3	8.2	-2.6	21.3	-12.5
	II	-1.3	2.3	17.5	-1.0	-0.6	1.9
	III	-2.8	1.0	31.2	-28.3	8.2	-3.6
	IV	-2.8	2.6	21.5	9.5	11.3	1.9
1992	I	22.2	5.4	10.2	6.1	0.0	24.9
	II	-0.2	9.0	-2.1	16.1	-2.3	0.9
	III	8.7	21.3	-18.9	13.4	6.0	4.2
	IV	-11.7	-3.0	-16.3	-4.0	-4.8	-10.5
1993	I	0.6	-10.9	-14.7	13.2	-4.7	n.d.
	II	8.7	4.5	-18.8	19.9	10.8	n.d.
Enero-Junio							
91/90		-5.1	1.3	12.9	-1.9	9.4	-5.2
92/91		10.3	7.2	3.8	10.8	-0.5	11.9
93/92		4.5	-3.0	-16.7	14.5	2.8	n.d.

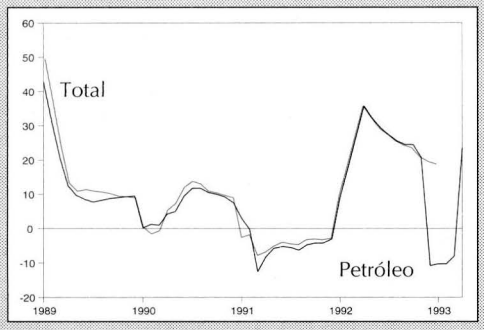
[a] Se refiere al crecimiento de la producción de un trimestre con respecto a igual período del año anterior.

[b] Indice para cuatro productos calculado por el Dane. Este índice tiene cifras sólo hasta enero de 1993.

n.d.: No disponible

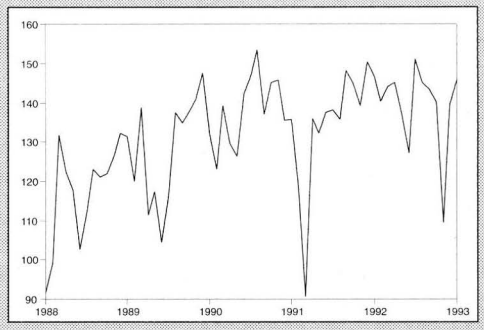
Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 8A. COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD MINERA (Variación acumulada)
Enero 1989 - Junio 1993



Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO

Gráfico 8B. INDICE DE PRODUCCION MINERA
Enero 1988 - Enero 1993



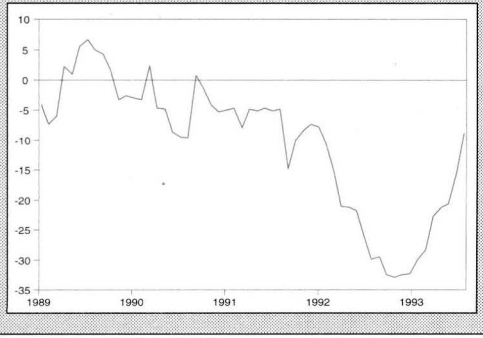
Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO

ACTIVIDAD AGROPECUARIA

Continúa el repunte de los precios internos del grano, con el aumento efectuado en agosto de este año, con el cual la carga de café pergamino pasó de $91,875 a $105,000. De no haber nuevas variaciones en el precio, el promedio de este año sería en términos reales aproximadamente 15.8% inferior al del año pasado.

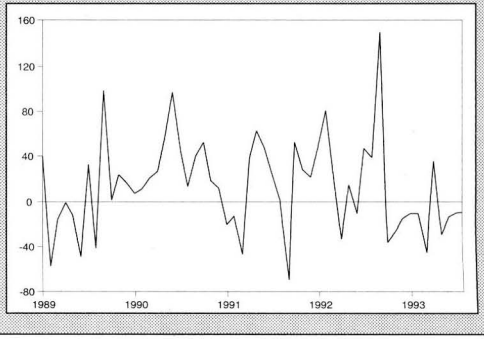
A agosto de este año, la producción registrada de café era 12.4% inferior a la acumulada hasta el mismo mes del año pasado. Para el total del año se espera una cosecha de aproximadamente 14,1 millones de sacos, dos millones menor a la de 1992.

Gráfico 9A. PRECIO INTERNO REAL DEL CAFE
(Variaciones anuales)
Enero 1989 - Agosto 1993



Fuente: Fedecafé

Gráfico 9B. VOLUMEN COSECHA CAFETERA
(Variaciones anuales)
Enero 1989 - Agosto 1993



Fuente: Fedecafé

Cuadro 9. PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE LA PRODUCCION AGRICOLA PARA 1993 (Toneladas)

	Ministerio de Agricultura			Sociedad de Agricultores de Colombia		
	1992	1993	%	1992	1993	%
TOTAL AGRICULTURA	19,401,629	20,067,625	3.43	18,858,608	19,275,842	2.21
(A) Cultivos semestrales	7,606,667	8,135,101	6.95	7,328,086	7,730,476	5.49
Ajonjolí	3,785	6,368	68.24	3,785	6,368	68.24
Algodón	306,589	184,364	-39.87	294,125	154,370	-47.52
Arroz total	1,734,950	1,781,363	2.68	1,500,924	1,408,833	-6.14
Cebada	56,039	88,961	58.75	75,015	82,644	10.17
Fríjol	119,756	129,850	8.43	119,756	129,850	8.43
Maiz total	1,055,670	1,230,310	16.54	1,055,670	1,230,310	16.54
Maní	4,228	9,111	115.49	4,228	9,111	115.49
Papa	2,281,400	2,859,740	25.35	2,281,400	2,859,740	25.35
Sorgo	751,785	673,949	-10.35	725,734	662,909	-8.66
Soya	96,002	112,042	16.71	73,681	119,378	62.02
Tabaco rubio	9,825	12,704	29.30	9,825	12,704	29.30
Trigo	75,219	108,518	44.27	72,524	116,438	60.55
Hortalizas	1,111,419	937,821	-15.62	1,111,419	937,821	-15.62
(B) Cultivos permanentes	11,794,962	11,932,524	1.17	11,530,522	11,545,366	0.13
Arracacha	85,816	54,878	--36.05	85,816	54,878	-36.05
Banano de exportación	1,629,400	1,761,519	8.11	1,629,400	1,761,519	8.11
Cacao	54,857	55,947	1.99	54,857	55,947	1.99
Caña de azucar	2,076,803	2,081,317	0.22	1,813,435	1,688,000	-6.92
Caña de panela	1,175,648	1,188,498	1.09	1,175,648	1,188,498	1.09
Caña de miel	28,786	36,010	25.10	n.d.	n.d,	n.d.
Coco	73,888	59,175	-19.91	73,888	59,175	-19.91
Fique	21,673	23,609	8.93	54,857	55,947	1.99
Ñame	77,477	105,947	36.75	77,477	105,974	36.78
Palma africana	290,470	307,196	5.76	285,000	317,000	11.23
Plátano	2,719,276	2,854,724	4.98	2,719,276	2,854,724	4.98
Tabaco negro	18,083	23,474	29.81	18,083	23,474	29.81
Yuca	1,650,961	1,723,039	4.37	1,650,961	1,723,039	4.37
Frutales	1,891,824	1,657,191	-12.40	1,891,824	1,657,191	-12.40

Fuente: Fedesarrollo a partir de cifras del Ministerio de Agricultura y la Sociedad de Agricultores de Colombia.

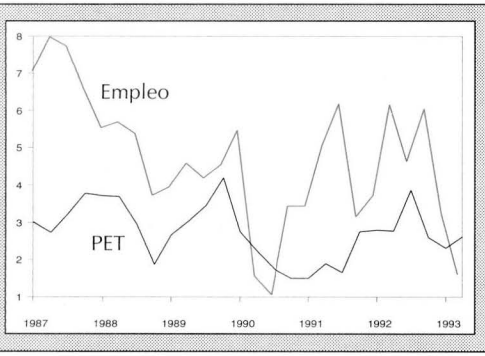
Recientemente, el Ministerio de Agricultura y la Sociedad de Agricultores de Colombia dieron a conocer sus proyecciones para este año de crecimiento del sector agrícola no cafetero. Ambas fuentes prevén disminuciones en el área cosechada como consecuencia principalmente del comportamiento de los cultivos permanentes.

Sin embargo, aumentos en productividad, por las mejores condiciones climáticas, conducen a ambas fuentes a proyectar incrementos en el volumen producido, equivalentes a 2.2% para la SAC y 3.4% para la cartera agropecuaria. Se destaca el crecimiento en la producción de maíz, papa, cebada, soya y banano de exportación. Disminuciones importantes se proyectan en algodón, sorgo, hortalizas, arracacha y frutales.

II. Indicadores laborales

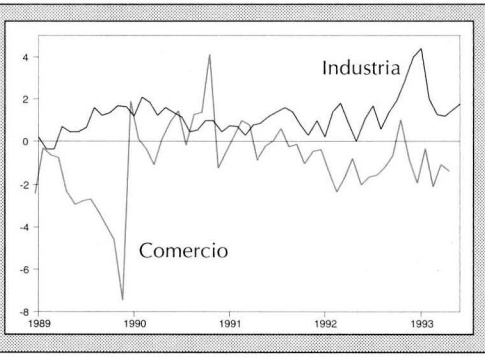
El desempleo en las siete principales áreas metropolitanas disminuyó de 10.3% en diciembre de 1992 a 9.2% en junio del presente año.

Gráfico 10A. TASAS DE CRECIMIENTO DEL EMPLEO Y LA POBLACION EN EDAD DE TRABAJAR (Tasas anuales de crecimiento) Ene. 1987 - Jun. 1993



Nota: En 1990 se revisaron los datos de PET producidos por el Dane.
Fuente: Encuesta Nacional de Hogares, Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 10B. TASAS DE CRECIMIENTO DEL EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO Enero 1989 - Junio 1993



Fuente: Muestra mensual manufacturera y Encuesta del comercio al por menor, Dane.

Cuadro 10A. TASAS DE PARTICIPACION, OCUPACION Y DESEMPLEO URBANO 1987-1991[a] (Porcentajes)

	Siete áreas metropolitanas			Bogotá		Medellín y Valle de Aburrá		Cali y Yumbo		Barranquilla y Soledad	
	Particip. (PEA/PET)	Ocupac. (E/PET)	Desempleo (D/PEA)	Ocupac. (E/PET)	Desempleo (D/PEA)	Ocupac. (E/PET)	Desempleo (D/PEA)	Ocupac. (E/PET)	Desempleo (D/PEA)	Ocupac. (E/PET)	Desempleo (D/PEA)
Promedios anuales [b]:											
1988	57.9	51.4	11.3	54.6	10.5	47.7	12.8	52.0	11.2	45.5	11.6
1989	57.5	51.8	9.9	54.5	8.0	48.6	12.4	53.2	10.3	45.3	11.7
1990	58.3	52.2	10.5	55.1	9.4	48.5	12.5	53.3	9.6	46.3	10.9
1991	59.5	53.5	10.2	56.1	8.6	49.4	13.8	55.0	9.4	48.5	9.7
1992	60.8	54.5	10.3	57.4	8.4	50.4	14.2	54.9	9.8	50.5	10.9
Cifras a junio											
1989	58.2	52.2	10.3	55.1	8.5	48.9	12.2	52.2	11.3	46.5	11.3
1990	58.2	51.8	10.9	55.7	10.1	47.2	12.4	51.9	9.9	45.0	11.7
1991	59.8	53.4	10.7	56.2	8.9	49.4	14.8	54.7	9.1	48.4	10.9
1992	62.0	55.0	11.2	58.0	8.9	50.3	14.6	55.9	11.1	50.9	10.2
1993p	59.9	54.4	9.2	56.6	7.2	51.0	12.1	55.2	10.9	49.5	9.5

P : provisional.
[a] A partir de 1993 se trabaja con nuevas proyecciones de población.
[b] Promedios de las cuatro encuestas de hogares realizadas anualmente por el Dane.
Notación: PEA: población económicamente activa. PET: población en edad de trabajar. E: población empleada. D: población desempleada.
Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro 10B. ORIGEN DE LAS VARIACIONES ANUALES EN EL NUMERO DE DESEMPLEADOS EN LAS SIETE PRINCIPALES CIUDADES (Número de personas)

	Promedios[a]				Diciembre	Junio	
	1989-88	1990-89	1991/90	1992-91	1992-91	1992-91	1993-92
A. AUM. EN LA OFERTA LABORAL (PEA) [b]	122,233	164,615	198,756	265,570	332,067	222,422	39,004
1. Por aumento en población en edad de trabajar	155,206	97,772	96,413	154,188	134,432	125,627	35,466
2. Por aumento en tasa de participación laboral	-31,907	65,498	100,380	108,130	192,631	94,438	3,515
3. Por efecto combinado de crecimiento poblacional y tasa de participación	-1,067	1,345	1,964	3,252	5,003	2,356	24
B. AUM. DE DEMANDA LABORAL (Empleo)	175,310	120,864	193,287	230,054	280,172	208,797	79,443
C. AUM. (+) O REDUCCION (-) EN EL NUMERO DE DESEMPLEADOS (C = A - B)	-53,077	43,751	5,469	35,516	51,895	13,625	-40,439

[a] Promedios de las cuatro Encuestas de Hogares realizadas anualmente por el Dane.

[b] El aumento en la oferta laboral (PEA) se descompone siguiendo la ecuación:
$\Delta PEA = (\Delta PET)(TGPo) + (PETo)(\Delta TGP) + (\Delta PET)(\Delta TGP)$
donde PET es la población en edad de trabajar y TGP es la tasa de participación

Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

Por ciudades, se encuentran resultados muy favorables en Medellín y Valle de Aburrá al disminuir en dicho período de 14.2% a 12.2%, en Barranquilla y Soledad donde cayó de 10.9% a 9.5% y en Bogotá, ciudad en que pasó de 8.4% a 7.2%.

Esta disminución en el desempleo proviene de un importante aumento en la demanda por trabajadores que, entre junio de este año y junio del año pasado, superó en más de 40,000 personas el aumento en la oferta laboral. Esta última aumentó principalmente por un incremento en la población en edad de trabajar.

Buena parte del incremento en el empleo parece tener origen en el sector informal o ser de carácter temporal. En el sector formal, la industria ha seguido aumentando su empleo a un ritmo cada vez mayor. En 1991 la tasa promedio de incremento del empleo industrial fue inferior al 1%, mientras en lo corrido de este año ha aumentado al 2%.

Por el contrario, el comercio ha venido contrayendo cada vez más intensamente su demanda por trabajadores. En 1991 éstos disminuyeron 0.2% en promedio, cifra que se redujo a -1.5% en lo corrido de este año.

Estos datos son consistentes con la evolución reciente de los salarios reales, que han aumentado con mayor dinamismo en la industria que en el comercio.

III. Indicadores del sector externo

TASA DE CAMBIO

En los últimos doce meses, la tasa representativa registró un aumento nominal de 15.4%. La devaluación anualizada del mes de agosto fue 12.8% para el tipo de cambio oficial y 15.8% para la tasa representativa del mercado.

Cuadro 11. TASA DE CAMBIO ($/dólar)

	Oficial			Representativa del mercado		Devaluación anual[a]		Devaluación mensual anualizada	
	1991	1992	1993	1992	1993	1992	1993	1992	1993
Enero	574.09	711.88	816.17	643.11	744.42	12.02	15.75	27.21	19.79
Febrero	584.07	721.25	824.56	635.93	747.71	8.88	17.58	-12.60	5.43
Marzo	593.75	729.41	832.90	640.10	764.45	7.81	19.43	8.16	30.43
Abril	603.72	737.63	841.59	649.72	771.79	7.62	18.79	19.60	12.15
Mayo	613.76	745.96	850.08	659.40	779.71	7.44	18.24	19.42	13.03
Junio	624.15	754.54	853.73	677.17	784.24	8.49	15.85	37.59	7.21
Julio	634.40	763.12	867.61	705.05	795.08	16.23	12.77	62.28	17.90
Agosto	645.56	771.70	876.48	695.13	804.61	15.75	15.75	-15.64	15.38
Septiembre	660.52	780.54		696.70		9.45		2.74	
Octubre	673.84	789.48		706.90		8.68		19.05	
Noviembre	687.59	798.44		722.72		13.04		30.42	
Diciembre	701.09	807.55		733.30		16.33		19.05	

[a] Se refiere a la tasa de cambio representativa del mercado.
Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Durante 1993 la devaluación ha sido más estable que en 1992. El aumento porcentual de la tasa de cambio en doce meses se ha mantenido en un rango entre 12 y 20%.

RESERVAS

El saldo de reservas internacionales netas a 31 de agosto fue de US$8,341 millones, superando en US$573 millones el monto registrado al final de año pasado.

BALANZA COMERCIAL

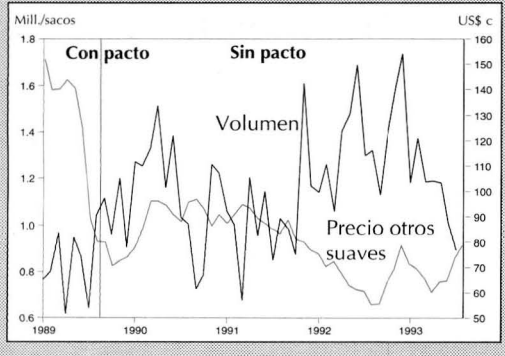
La balanza comercial sufrió un marcado deterioro entre el primer semestre de 1993 y el respectivo período de 1992, al pasar de un superávit de US$652 millones a un déficit de US$-1,462 millones.

Cuadro 12. BALANZA COMERCIAL. 1990 - 1993[a]

	Millones de dólares			Tasas de crecimiento		Millones de dólares		%
	Enero - diciembre			Enero-diciembre		Enero - Junio[b]		Ene-Jun
	1990	1991	1992	91/90	92/91	1992	1993	93/92
I. BALANZA COMERCIAL	1971	2686	679	36.3	-74.7	652	-1462	-342.2
A. Exportación de bienes	7079	7653	7363	8.1	-3.8	3570	3729	4.5
1. Café	1399	1336	1259	-4.5	-5.8	670	545	-18.8
2. Mineras	3016	2643	2430	-12.4	-8.1	1202	1236	2.8
a. Petróleo y derivados	1951	1461	1387	-25.1	-5.0	719	752	4.6
b. Carbón	545	630	554	15.6	-12.0	236	275	16.8
c. Ferroníquel	146	143	125	-1.8	-12.8	62	55	-11.1
d. Oro	374	4089	363	9.3	-11.2	185	154	-17.0
3. Menores	2664	3674	3674	37.9	0.0	1698	1948	14.7
B. Importación de bienes	5108	4967	6684	-2.8	34.6	2918	5191	77.9
1. Derivados del petróleo	316	297	362	-6.1	21.9	126	203	61.1
2. Otras	4792	4670	6322	-2.5	35.4	2792	4988	78.7

[a] Al cierre de edición de la presente entrega sólo se contaba con la información aquí presentada.
[b] Cifras provisionales
n.d.: No disponible
Fuente: Importaciones y exportaciones según manifiestos de aduana del Dane. Compras de oro según Balanza Cambiaria del Banco de la República.
Importaciones: Declaraciones de despacho para consumo aceptadas. Dirección General de Aduanas.
Exportaciones: Documentos únicos de exportación. Dirección General de Aduanas.

Gráfico 11. VOLUMEN Y PRECIO DE LAS EXPORTACIONES DE CAFE
Enero 1989 - Agosto 1993



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros

Este resultado se explica por un aumento del 77.9% en las importaciones mientras las exportaciones sólo crecieron 4.5%. Sin embargo, como se explica en el Análisis Coyuntural, existen dudas sobre la calidad de estas cifras, en particular con respecto al incremento espectacular de las importaciones. Un crecimiento de ese orden en las importaciones no resulta consistente con los demás indicadores disponibles sobre importaciones, como son los registros de Incomex, los giros según Balanza Cambiaria o las operaciones de financiamiento externo de corto plazo. Tampoco son justificables a la luz del comportamiento de las actividades productivas, ya que implicarían un crecimiento de la demanda interna muy por encima de cualquier tasa razonable.

EXPORTACIONES

Café

En el lapso enero - agosto, el volumen exportado de café se redujo 16.9% frente al observado en el mismo período de 1992. Los precios externos se recuperaron especialmente desde julio de este año.

La disminución de la cantidad exportada se debe a la estrategia de valorización del café que ha venido llevando a cabo Colombia durante este año, la cual se ha reflejado en un aumento de la prima del café colombiano y en la imposición de un piso al reintegro mínimo, que han dificultado la colocación del grano colombiano en el mercado internacional. Este hecho, combinado con la escasez relativa de café fresco en el mundo, y con la reciente formación de un grupo de productores que busca rentener parte de la oferta exportable del grano, han conducido al incremento en los precios del grano.

Volumen de exportaciones de café

Enero - Agosto
Miles de sacos de 60 kg.

1990	9951
1991	7914
1992	10656
1993	8853

Precios externos

Enero - Agosto
Promedio "Otros Suaves" (US$ por libra)

1990	0.89
1991	0.87
1992	0.64
1993	0.66

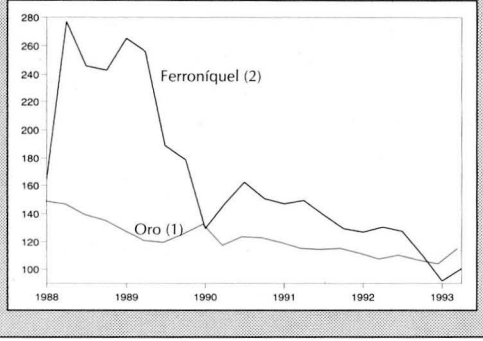
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

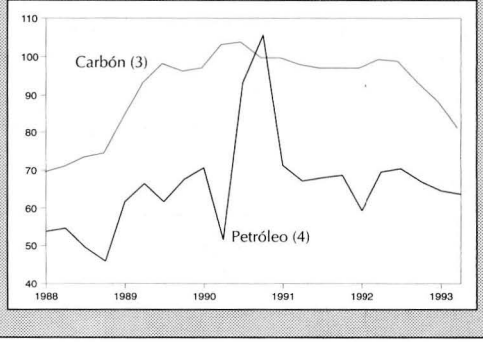
Mineras

El volúmen de exportaciones de los principales productos mineros del primer semestre del año disminuyó respecto a igual período del año anterior. Este hecho se combinó con una tendencia a la baja de las cotizaciones externas de estos productos.

A pesar de que durante el segundo trimestre del año se incrementaron las cantidades exportadas de carbón y ferroníquel respecto a igual período de 1992, en el acumulado hasta junio se registraron fuertes caídas en las ventas de petróleo (-38.8%), oro (-16.7%) y fuel oil (-6.9%). Los incrementos en las exportaciones de carbón y ferroníquel fueron menos importantes.

Gráfico 12. INDICES DE PRECIOS EXTERNOS DE LAS PRINCIPALES EXPORTACIONES MINERAS
Enero 1988 - Junio 1993 (Base II trimestre 1985=100)





Fuente: (1) Banco de la República, (2) Cerromatoso, (3) Carbocol, (4) Ecopetrol; y cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro 13. PRECIO Y VOLUMEN DE LAS PRINCIPALES EXPORTACIONES MINERAS 1989 - 1993

		CARBON		PETROLEO		FUEL OIL		FERRONIQUEL		ORO	
		Volumen miles ton. métricas	Precio US$ ton. métrica	Volumen miles bls.	Precio US$/ bl.	Volumen miles bls.	Precio US$/ bl.	Volumen miles de ton.	Precio US$/ libra	Volumen onzas troy	Precio US$/ onza troy
1989		11,530	36.31	60,067	17.41	21,993	13.83	34.46	5.25	977,080	381.87
1990		11,893	39.50	70,109	21.70	23,396	15.37	43.89	3.48	943,696	383.72
1991		11,893	38.33	65,599	18.61	23,396	10.34	43.89	3.33	943,696	362.35
1992		11,897	37.98	56,837	18.00	17,503	11.40	44.34	2.93	1,032,602	343.69
1989	I	2,719	32.80	15,844	16.71	5,272	11.43	10.46	6.27	231,234	393.70
	II	2,544	36.43	11,869	18.01	5,559	14.22	6.67	6.04	270,073	374.54
	III	3,183	38.37	13,716	16.65	5,377	13.45	11.10	4.45	241,134	370.84
	IV	3,085	37.63	18,638	18.26	5,785	16.23	6.22	4.22	234,640	388.39
1990	I	2,707	38.00	11,878	19.11	5,686	14.78	11.61	3.05	230,558	406.58
	II	2,767	40.33	16,978	13.94	5,995	10.92	11.71	3.48	227,885	365.49
	III	3,453	40.67	16,829	25.18	6,520	15.61	12.36	3.84	254,229	382.55
	IV	2,966	39.00	19,914	28.58	5,195	20.16	8.21	3.56	231,024	380.26
1991	I	2,492	39.00	13,120	19.30	5,599	12.11	11.48	3.48	249,204	370.49
	II	3,007	38.33	14,941	18.17	6,490	9.15	9.97	3.53	266,306	360.73
	III	4,194	38.00	17,040	18.40	6,039	9.26	8.96	3.29	320,415	357.56
	IV	3,663	38.00	16,869	18.58	5,328	10.84	12.46	3.05	280,700	360.61
1992	I	3,050	38.00	20,408	16.05	4,408	8.24	8.97	3.00	274,911	351.07
	II	2,562	38.83	8,043	18.79	5,185	11.10	12.63	3.08	262,267	338.87
	III	3,323	38.64	11,393	19.06	4,558	12.75	11.52	3.01	260,354	347.02
	IV	2,962	36.45	11,718	17.38	3,352	13.51	11.22	2.61	235,070	337.80
1993	I	2,735	34.48	9,178	17.46	4,421	11.34	11.60	2.17	234,559	329.38
	II	2,937	31.65	8,350	17.23	4,510	11.38	11.15	2.38	213,040	360.18

Fuente: Carbocol, Ecopetrol, Cerromatoso y Banco de la República.

Adicionalmente, a parte del fuel oil, los principales productos mineros exportados por Colombia vieron disminuídos sus precios externos. Las caídas más significativas fueron las de los precios del carbón, que pasaron de un promedio de US$38.4 por tonelada métrica en el primer semestre de 1992, a US$33.1 en igual período de 1993, y del ferroníquel que bajó de US$3.04 por libra a US$2.27.

Menores

De acuerdo con las cifras del Dane, el valor en dólares de las exportaciones no tradicionales creció 10.4% durante los cinco primeros meses del año. Estas cifras coinciden con la información suministrada recientemente por el gobierno sobre la evolución de la balanza comercial durante el primer semestre del año.

Cuadro 14A. EXPORTACIONES MENORES - DOCUMENTOS UNICOS DE EXPORTACION
Enero - Mayo 1992-1993

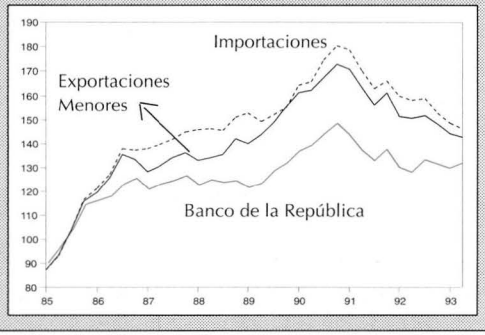
	Millones de US$		Variación %	Participación	
	1992	1993		1992	1993
Agropecuaria	408,382	405,062	-0.8	28.1	25.2
Minería[a]	61,436	136,678	122.5	4.2	8.5
Derivados del petróleo	26,886	31,302	16.4	1.8	1.9
Industria	958,933	1,034,658	7.9	65.9	64.4
Alimentos, bebidas y tabaco	222,479	208,274	-6.4	15.3	13.0
Textiles	112,052	126,201	12.6	7.7	7.8
Prendas de vestir	102,454	134,589	31.4	7.0	8.4
Cuero y sus productos	41,597	55,614	33.7	2.9	3.5
Calzado	39,629	37,693	-4.9	2.7	2.3
Madera y muebles	9,597	10,636	10.8	0.7	0.7
Papel e imprentas	59,205	78,038	31.8	4.1	4.9
Químicos	166,704	175,830	5.5	11.5	10.9
Caucho plásticos	18,271	23,962	31.1	1.3	1.5
Barro. loza y porcelana	6,022	8,061	33.9	0.4	0.5
Vidrio y productos de vidrio	12,367	7,745	-37.4	0.8	0.5
Minerales no metálicos	24,123	24,237	0.5	1.7	1.5
Metálicas básicas	12,100	22,310	84.4	0.8	1.4
Productos metálicos	33,691	27,167	-19.4	2.3	1.7
Maquinaria y equipo	60,190	58,882	-2.2	4.1	3.7
Material de transporte	20,018	14,929	-25.4	1.4	0.9
Otras	18,433	20,490	11.2	1.3	1.3
TOTAL	1,455,636	1,607,699	10.4	100.0	100.0

[a] Incluye esmeraldas

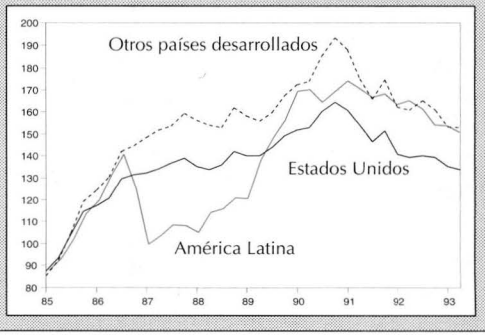
Fuente : Cálculos de FEDESARROLLO a partir de cifras Dane.

Gráfico 13. INDICE DE LAS TASAS DE CAMBIO REAL PONDERADAS
Marzo 1985 - Junio 1993

A. De importaciones y exportaciones



B. Según destino de las exportaciones



Fuente: Banco de la República, Fondo Monetario Internacional y cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro 14B. EXPORTACIONES MENORES COLOMBIANAS - VALORES Y VOLUMENES

CIIU	Actividad	Enero-Mayo 1992 Toneladas	Enero-Mayo 1992 Miles US$ FOB	Enero-Mayo 1993 Toneladas	Enero-Mayo 1993 Miles US$ FOB	Variaciones % en Toneladas	Variaciones % en Valor
111	Producción Agropecuaria	684,988	405,913	788,231	402,513	15.1	-0.8
113	Caza	13	351	10	301	-24.9	-14.2
121	Silvicultura	14	87	68	133	381.0	52.0
122	Extracción de madera	61	6	231	10	281.7	57.9
130	Pesca	150	2,023	85	2,104	-43.1	4.0
210	Explotación de mínas de carbón	1,715	127	53	9	-96.9	-93.1
220	Prod. de petroleo crudo y gas natural	0	0	0	0	-	-
230	Extracción de minerales metálicos	1,190	2,004	312	1,547	-73.8	-22.8
290	Extracción de otros minerales[a]	10,188	59,304	17,604	135,122	72.8	127.8
311	Fab. de prod. alimenticios, excep.	249,046	171,791	415,274	168,919	66.7	-1.7
312	Fab. de prod. alimenticios diver.	7,938	30,037	10,821	28,579	35.6	-4.9
313	Industria de Bebidas	17,726	5,644	586	936	-96.7	-83.4
314	Industria del Tabaco	4,247	15,007	2,928	9,840	-31.1	-34.4
321	Fabricación de Textiles	25,601	112,052	16,270	126,201	-36.4	12.6
322	Fab. de prendas de vestir exec.	4,819	102,454	5,829	134,589	21.0	31.4
323	Industria del Cuero y sus prod.	3,386	41,597	4,423	55,614	30.7	33.7
324	Fab. de Calzado exec. Caucho	2,032	39,629	2,253	37,693	10.9	-4.9
331	Ind. de la Madera y sus prod.	13,202	7,559	9,948	6,751	-24.6	-10.7
332	Fab de Muebles y Accesorios	320	2,038	865	3,886	170.6	90.7
341	Fabricación Papel y sus prod.	13,014	13,404	25,187	24,247	93.5	80.9
342	Imprentas, Editoriales e Ind.	7,558	45,801	9,721	53,791	28.6	17.4
351	Fab. de Sustancias Químicas Ind.	170,971	144,913	139,415	146,863	-18.5	1.3
352	Fab. de Otros prod. Químicos	8,149	21,791	8,085	28,967	-0.8	32.9
353	Refinerías de petróleo	130,705	21,144	155,712	28,185	19.1	33.3
354	Fab. de prod. derivados del petro.	118,507	5,742	34,937	3,117	-70.5	-45.7
355	Fab. de prod. de Caucho	3,154	8,624	2,785	7,827	-11.7	-9.2
356	Fab. de prod. Plástico	2,284	9,647	3,602	16,135	57.7	67.3
361	Fab. de objetos de barro, loza y	4,721	6,022	5,964	8,061	26.3	33.9
362	Fab. de vidrio y prod. de vidrio	26,146	12,367	14,028	7,745	-46.3	-37.4
369	Fab. de otros prod. minerales no	555,199	24,123	489,015	24,237	-11.9	0.5
371	Ind. básicas de hierro o acero	26,612	9,894	5,076	4,587	-80.9	-53.6
372	Ind. básica de metales no	934	2,205	781	17,723	-16.3	703.6
381	Fab. de prod. metálicos exep. maq.	9,876	33,691	8,726	27,167	-11.6	-19.4
382	Fab. de Maquinaría exep. elec.	7,203	33,221	6,283	27,718	-12.8	-16.6
383	Fab. de Maquinaría y apa. elec.	5,322	26,969	6,579	31,165	23.6	15.6
384	Fab. de Equipos y material de tran.	2,498	20,018	2,386	14,929	-4.5	-25.4
385	Fab. de Equipo profesional y cient.	378	7,335	539	7,395	42.6	0.8
390	Otras Industria Manufactureras	908	11,098	1,020	13,096	12.3	18.0
TOTAL		2,120,818	1,455,636	2,195,633	1,607,699	3.5	10.4

[a] Incluye esmeraldas (Pos. nandina 7103101000 y 710 391 2000)

Fuente : Cálculos de Fedesarrollo a partir de cifras del Dane.

Nota: Las exportaciones menores excluyen café, petróleo, fuel oil, gas oil, carbón y ferroníquel.

Se destaca el comportamiento de la minería, que registró un crecimiento del 122.5% el cual se explica por un extraorinario aumento de las exportaciones de esmeraldas. Las ventas externas de productos derivados del petróleo tuvieron un comportamiento aceptable, presentando una tasa de crecimiento del 16.4%, mientras las industriales crecieron sólo 7.9%.

Cuadro 14C. VARIACIONES EN LAS EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO ENERO - MAYO 1992 VS ENERO - MAYO 1993 (Tasas de crecimiento)

CIIU	Actividad	U.S.A.	Canada	Aladi sin Mexic.	Mex.	Grupo Andino sin Venz.	Venz.	Resto de América	C.E.E.	Resto de Europa	Japón	Resto del Mundo	Gran Total
111	Produccion agropecuaria	23.5	21.3	-49.7	-100.0	-86.5	-54.2	-31.4	-16.0	-35.8	-56.4	-12.2	-0.8
113	Caza	-	-	-	-	-	-	-100.0	52.0	-	-	-39.8	-14.2
121	Silvicultura	1051.4	-	-	-	100.0	-	-19.8	7.2	-50.1	-73.1	3.1	52.0
122	Extraccion de madera	-	-	-	-	-	65657.1	-100.0	-	-	-	-84.5	57.9
130	Pesca	19.7	-100.0	649.0	667.2	-	-100.0	49.4	-38.8	-43.7	262.9	1177.2	4.0
210	Explotacion de minas de carbon	-	-	-	-	233.5	-96.6	-98.7	-	-	-	-	-93.1
220	Prod. de petroleo crudo y gas natural	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
230	Extraccion de minerales metalicos	-99.4	-	-	-	-	-	-100.0	-	-	-11.5	-	-22.8
290	Extraccion de otros minerales a/	352.1	-96.1	-100.0	415.1	-56.2	361.3	1520.7	-10.3	-15.5	36.6	82.4	127.8
311	Fab. de prod. alimenticios. excep bebidas	39.2	30.6	-70.2	-	-18.6	59.8	24.3	-48.7	-76.8	-39.0	17.5	-1.7
312	Fab. de prod. alimenticios diversos.	53.0	227.0	-28.2	-	26.9	-44.8	12.1	-20.4	-24.9	-6.2	18.9	-4.9
313	Industria de bebidas	-13.1	-	-98.7	-	-46.3	-80.8	-87.7	-64.4	-	66.7	-	-83.4
314	Industria del tabaco	-42.0	-	-	-	-100.0	-31.3	-100.0	-39.3	-	-	129.1	-34.4
321	Fab. de textiles	-14.8	-71.5	41.0	51.5	35.0	133.3	26.9	-16.6	-52.3	-77.0	-55.9	12.6
322	Fab. de prendas de vestir. excep. calzado	20.6	-49.0	54.8	38.3	42.3	241.1	32.1	-25.8	-62.3	1276.7	-38.1	31.4
323	Industria del cuero y sus productos	-2.6	-16.4	182.8	-12.2	233.9	164.2	3.5	-15.0	-25.7	-66.1	21.1	33.7
324	Fab. de calzado. exc. el de caucho vul.	-42.5	-30.5	-89.2	-97.1	15.1	302.3	47.1	-27.1	163.1	96.1	-13.9	-4.9
331	Ind. de la madera y sus productos. exc mu.	-16.9	-62.1	-77.4	-45.3	140.3	22.4	-42.4	-54.8	-42.8	58.0	-89.9	-10.7
332	Fab. de muebles y accesorios	36.1	-	529.4	-96.8	27.0	136.3	237.3	221.2	-100.0	-	-22.1	90.7
341	Fabricación de papel y sus productos	-27.6	-	-12.4	408.3	108.2	223.7	-4.5	63.1	-	-	-45.2	80.9
342	Imprentas. editoriales e ind. conexas	-5.9	280.9	63.6	27.1	59.3	25.1	-10.1	-13.8	139.5	-1.6	-35.5	17.4
351	Fab. de sustancias quimicas industriales	0.6	-5.0	25.6	47.8	13.7	-22.1	-2.8	-19.9	35.7	-100.0	-37.7	1.3
352	Fab. de otros productos quimicos	9.6	-74.6	10.4	-54.1	107.4	51.6	36.2	-41.9	-4.2	-33.7	56.3	32.9
353	Refinerias de petróleo	-	-	-	-	11375.1	14701.3	17.3	-	-	-	-	33.3
354	Fab. de prod. derivados del petróleo y carbón.	-	-	-100.0	-	-132.7	-9.6	-26.1	-100.0	-100.0	-	-68.4	-45.7
355	Fabricación de productos de caucho	-64.1	63.2	-36.5	72.1	35.4	19.3	-23.6	-97.9	-	-	2305.6	-9.2
356	Fabricación de productos plásticos	261.3	-	-14.0	28.9	40.1	82.9	58.6	-24.4	29.2	-	-49.8	67.3
361	Fab. de objetos de barro. loza y porcelana	126.2	-45.5	109.7	-	112.2	28.8	-10.9	-76.0	-85.5	19.8	240.1	33.9
362	Fab. de vidrio y productos de vidrio	8.1	-	-58.7	-73.8	-44.8	-26.8	-1.7	-95.4	-100.0	2687.0	17.0	-37.4
369	Fab. de otros prod. minerales no metálicos	-41.3	-49.4	436.8	-57.1	41.4	1.8	15.6	-14.3	-	-100.0	12145.9	0.5
371	Industrias básicas de hierro o acero	137.2	166.1	255.5	-100.0	-73.0	-59.7	-66.2	16.4	-	34.4	30.7	-53.6
372	Industrias básicas de metales no ferrosos	11216.4	-	-62.1	-	-15.6	-19.0	152.7	-2.1	-	-	1382.8	703.6
381	Fab. de prod. metálicos. exc. maq. y equipo	59.5	23.7	-23.8	-7.8	-45.6	-12.8	-20.2	-90.5	108.1	-	-23.8	-19.4
382	Fab. de maquinaria. exc la eléctrica	-55.5	-100.0	23.9	-42.9	-58.2	9.6	62.0	-87.1	-71.5	-25.3	330.3	-16.6
383	Fab. de maquinaria y aparatos eléctricos	11.3	125.5	42.9	33.2	52.3	45.3	-3.8	-51.1	-62.1	-60.0	-90.4	15.6
384	Fab. de equipo y material de transporte	-75.9	-33.2	-30.5	-52.6	-16.7	135.9	-85.8	-93.1	-	-100.0	92.7	-25.4
385	Fab. de equipo profesional y científico	-24.2	-77.8	180.2	128.0	-54.6	135.7	34.3	-34.6	114.4	1588.4	1.4	0.8
390	Otras industrias manufactureras	29.6	-75.9	19.6	3.8	72.2	49.5	-6.1	-22.8	55.9	-93.1	-15.8	18.0
TOTAL		26.9	-27.2	21.6	20.7	7.3	41.5	9.2	-24.8	-30.4	9.4	9.7	10.4

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO a partir de cifras Dane.
Nota: Las exportaciones menores excluyen café, petróleo, fuel oil, gas oil, carbón y ferroníquel.

Los productos industriales que registraron mayores tasas de crecimiento para este período son: metálicas básicas (84.4%), barro, loza y porcelana (33.9%), cuero y sus productos (33.7%), prendas de vestir (31.4%), caucho y plásticos (31.1%), textiles (12.6%) y madera y muebles (10.8%). Llama la atención que algunos de estos sectores son los que, según la Encuesta de Opinión Empresarial, han tenido recientemente mayores problemas de demanda interna. Estos problemas habrían sido parcialmente compensados por mayores ventas al mercado externo o por mejores precios obtenidos por las mismas.

Entre tanto, las caídas más importantes se observaron en las exportaciones de vidrio y productos de vidrio (-37.4%), material de transporte (-25.4%) y productos metálicos (-19.4%). Estos sectores han enfrentado una alta demanda interna.

Los volúmenes exportados crecieron 3.5% entre enero y mayo. Se observan incrementos importantes en las exportaciones procedentes de las siguientes actividades: la fabricación de papel y sus productos (93.5%), extracción de otros minerales (72.8%), fabricación de productos alimenticios (66.7%). Además se registran altísimos crecimientos porcentuales relacionados con niveles iniciales bajos, en silvicultura (381%), extracción de madera (281.7%), fabricación de muebles y accesorios (170.6%) y equipo profesional y científico (42.6%).

Las mayores caídas de los volúmenes exportados se presentan en explotación de minas de carbón (-96.9%), industria de bebidas (-96.7%), industrias básicas de hierro (-80.9%), extracción de minerales metálicos (-73.8%), fabricación de vidrio y sus productos (-46.3%), pesca (-43.1), fabricación de textiles (-36.4%) e industria de tabaco (-31.1%).

Cuadro 15. CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES[a] (%)

	Importaciones totales		Importaciones de combustibles		Importaciones sin combustibles		Giros por importaciones
	INCOMEX	DANE	INCOMEX	DANE	INCOMEX	DANE	
1988/87	7.3	15.6	29.2	47.4	6.8	14.6	17.0
I	31.4	26.1	153.1	159.5	29.4	23.5	19.7
II	6.6	12.7	92.1	50.2	4.9	11.7	23.7
III	2.8	23.2	-40.5	12.4	5.0	23.6	17.4
IV	-4.6	2.6	46.8	27.6	-5.4	1.9	8.0
1989/88	14.5	0.3	26.7	34.8	13.7	-1.0	10.5
I	7.3	-0.2	3.4	12.7	7.4	-0.8	13.7
II	30.1	-2.7	22.6	17.8	30.4	-3.5	19.5
III	25.3	5.9	81.1	62.3	23.7	4.1	-0.4
IV	-2.2	-2.3	7.7	48.3	-3.9	-4.4	10.1
1990/89	4.7	11.5	37.2	38.8	3.9	10.2	-3.6
I	-3.3	24.9	116.8	96.7	-7.0	21.5	-1.0
II	-2.4	3.6	6.5	20.6	-2.7	2.9	-16.7
III	-2.5	1.1	-45.8	-47.7	-0.7	3.6	-3.4
IV	28.9	20.1	125.3	104.1	28.2	15.3	8.0
1991/90	2.7	-10.4	-15.7	-7.9	3.3	-10.5	17.9
I	10.5	-16.7	-43.6	-32.0	14.4	-15.6	25.2
II	3.3	-7.0	30.6	8.1	2.3	-7.8	22.6
III	15.9	-4.0	61.1	88.3	14.9	-6.2	1.4
IV	-14.6	-1.7	-41.4	-52.6	-13.9	4.3	21.4
1992/91							
I	34.9	3.3	3.1	-25.8	36.0	4.9	2.7
II	20.1	16.1	12.8	-12.8	20.4	17.9	10.1
III	42.3	20.8	95.7	-3.8	42.2	22.2	24.3
IV	47.2	34.5	84.7	21.3	45.7	35.3	29.1
1993/92							
I	47.3	-	31.5	-	47.8	-	13.8
II	24.8	-	-24.7	-	26.0	-	29.1

[a] Se refiere al crecimiento del valor de cada trimestre con respecto a igual período del año anterior

Fuente: Banco de la República, Dane e Incomex.

Al realizar el análisis del comportamiento de las exportaciones menores por productos y países de destino se advierte un crecimiento importante en los flujos dirigidos a Venezuela (41.5%), causado por las exportaciones asociadas con la extracción de madera, refinerias de petróleo, extracción de otros minerales (361.3%), fabricación de calzado (302.3%) y fabricación de prendas de vestir (241.1%). En buena parte, este resultado favorable es consecuencia de los tratados de integración suscritos con el vecino país.

Igualmente, se presentaron importantes crecimientos en los flujos hacia ALADI sin México (21.6%), en donde se destacan pesca (649%), muebles y accesorios (529.4%), otros productos minerales (436.8%), industrias básicas de hierro (255.5%), industria de cuero y sus productos (182.8%) y objetos de barro, loza y porcelana (109.7%). Las exportaciones hacia México presentaron un crecimiento de 20.7%, sobresaliendo pesca (667.2%), extracción de otros minerales (415.1%), fabricación de papel y sus productos (408.3%), equipo profesional y científico (128%) y fabricación de productos de caucho (72.1%). También crecieron las exportaciones hacia Estados Unidos (26.9%), Japón (9.4%), resto de América (9.2%) y Grupo Andino sin Venezuela (7.3%).

Se registraron disminuciones en los flujos de exportaciones hacia Antillas Holandesas (-57.2%), resto de Europa (-30.4%), Canadá (-27.2%), Comunidad Económica Europea (-24.8%), y Puerto Rico (-14.5%).

Al darse un crecimiento en los volúmenes exportados (3.5%) inferior al de los valores exportados (10.4%), se deduce un comportamiento positivo de los precios de estos productos.

Importaciones

A julio, los registros de importación del INCOMEX señalan un crecimiento en las intenciones de importar de 25.3%. Este crecimiento es muy inferior al de las importaciones realizadas en el primer semestre del año.

Cuadro 16A. IMPORTACIONES TOTALES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y CARACTER DEL IMPORTADOR (Millones de dólares FOB y tasas de crecimiento) Enero - Julio

	Oficiales			Privadas			Totales		
	1992	1993	Var.%	1992	1993	Var.%	1992	1993	Var.%
I. BIENES DE CONSUMO	60.1	145.3	141.8	1085.4	1756.0	61.8	1145.5	1901.3	66.0
1. No duradero	45.2	140.4	210.6	493.8	987.8	100.0	539.0	1128.2	109.3
2. Duradero	14.9	4.9	-67.1	591.6	768.2	29.9	606.5	773.1	27.5
II. MATERIAS PRIMAS Y PRODUCTOS INTERMEDIOS	275.4	177.3	-35.6	2603.5	2816.7	8.2	2878.9	2994.0	4.0
1. Combustibles	204.5	145.0	-29.1	30.0	27.9	-7.0	234.5	172.9	-26.3
2. Para agricultura	2.2	0.8	-63.6	274.4	243.3	-11.3	276.6	244.1	-11.7
3. Para industria	68.7	31.5	-54.1	2299.1	2545.5	10.7	2367.8	2577.0	8.8
III. BIENES DE CAPITAL	235.7	227.3	-3.6	1649.6	2281.9	38.3	1885.3	2509.2	33.1
1. Materiales de construcción	13.2	2.5	-81.1	91.7	127.0	38.5	104.9	129.5	23.5
2. Para agricultura	0.0	0.2	2.300.0	17.8	34.2	92.1	17.8	34.4	93.3
3. Para industria	194.9	151.6	-22.2	1184.7	1311.5	10,7	1376.6	1463.1	6.3
4. Equipo de transporte	27.6	73.0	164.5	355.4	809.9	127.7	383.0	882.2	130.3
TOTAL IMPORTACIONES	571.2	549.9	-3.7	5338.5	6854.6	28.4	5909.7	7404.5	25.3

Fuente: Incomex.

Llama la atención la gran diferencia existente entre esta tasa y la reportada recientemente por Dian - Dane sobre crecimiento de las importaciones en el primer semestre del año (77.9%).

Este crecimiento se concentró en los registros privados, que alcanzaron una tasa de 28.4%, mientras los oficiales cayeron 3.7% respecto a julio del año anterior.

Según el uso de los productos, los registros de importación de bienes de consumo crecieron 66%, los de bienes de capital 33.1% y los de materias primas y productos intermedios sólo 4.0%.

Dentro de los bienes de consumo, el mayor crecimiento se dio en los registros de importación de bienes de consumo no duradero (109.3%). En los de bienes de capital sobresale el crecimiento de los de equipo de transporte (130.3%) y bienes de capital para agricultura (93.3%). Estos últimos, sin embargo, se encuentran aún en niveles muy bajos.

Las únicas tasas de crecimiento negativas se presentaron en los registros de combustibles (-26.3%) y bienes intermedios para la agricultura (-11.7%). Las estadísticas de importaciones efectivas según Dian-Dane muestran crecimientos muy superiores para los rubros de la clasificación según uso o destino económico. La mayor diferencia se observa en el reglón de equipo de transporte, cuyo aumento según datos de la Aduana fue 337.8% frente a 130.3% según registros.

Cuadro 16B. IMPORTACIONES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO MANIFIESTOS DE ADUANA (Millones de dólares y tasas de crecimiento) Enero - Junio[a]

	1992	1993	Variación %
I. BIENES DE CONSUMO	421.1	863.7	105.1
1. Duraderos	225.6	585.5	159.5
2. No duraderos	195.5	278.2	42.3
II. MATERIAS PRIMAS Y PRODUCTOS INTERMEDIOS	1479.2	2096.9	41.8
1. Combustibles	125.8	202.7	61.1
2. Para agricultura	147.6	133.6	-9.6
3. Para industria	1205.8	1760.6	46.0
III. BIENES DE CAPITAL	1014.9	2186.5	115.4
1. Materiales de construcción	23.3	53.3	128.8
2. Para agricultura	13.7	15.8	15.3
3. Para industria	748.9	1114.9	48.9
4. Equipo de transporte	229.0	1002.5	337.8
IV. DIVERSOS	2.6	44.2	1600.0
TOTAL IMPORTACIONES	2917.8	5191.3	77.9

[a] Cifras provisionales
Fuente: Dian, Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

BALANZA CAMBIARIA

Gráfico 14A. FLUJO TRIMESTRAL DE LOS SERVICIOS NO FINANCIEROS DE LA BALANZA CAMBIARIA (Millones de US$) Marzo 1988 - Junio 1993

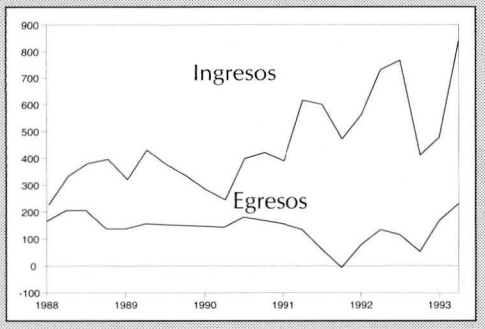
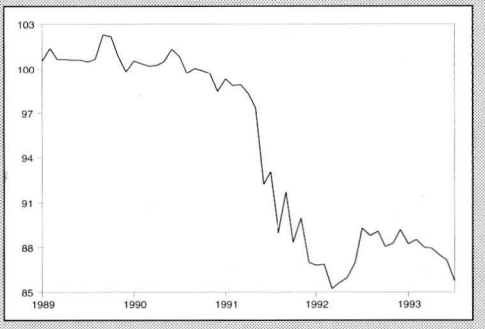


Gráfico 14B. DIFERENCIAL CAMBIARIO ENTRE EL MERCADO OFICIAL Y PARALELO Enero 1989 - Julio 1993



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Hasta agosto, el sector privado recibió del exterior en promedio US$494.3 millones mensuales. Esta cifra, que representa una disminución del 7.2% respecto al promedio de 1992, corresponde en un 52% a ingresos por exportaciones no tradicionales y en un 48% a venta de servicios.

Por su parte, los egresos mensuales promedio en el mismo período fueron de US$697.6 millones, los cuales superan en 21.3% la cifra correspondiente al año pasado. Los egresos por pago de importaciones explican el 80% de esta cifra.

Como resultado, las transacciones cambiarias del sector privado dieron lugar a un déficit en cuenta corriente de US$203.3 millones mensuales en promedio. Un 21.2% de este déficit fue financiado con capitales extranjeros y el resto originó un déficit cambiario por US$160.1 millones mensuales en promedio.

Cuadro 17. BALANZA CAMBIARIA DEL SECTOR PRIVADO (Millones de dólares)

	Promedio anual		1993							
	1991	1992	ENE	FEB	MAR	ABR	MAY	JUN	JUL	AGO
A. INGRESOS	520.4	532.7	204.2	475.1	509.9	482.2	424.5	858.9	501.8	497.9
Exportaciones (no trad.)	316.3	300.9	126.8	294.0	298.1	267.4	192.9	346.1	262.0	269.9
Servicios	204.1	231.8	77.4	181.1	211.8	214.8	231.6	512.8	239.8	228.0
B. EGRESOS	453.2	574.9	339.5	616.1	839.1	839.4	694.6	752.2	719.9	780.3
Importaciones	369.0	475.9	285.2	518.5	648.8	665.1	626.7	526.7	576.0	631.8
Servicios	84.2	99.0	54.3	97.6	190.3	174.3	67.9	225.5	143.9	148.5
C. CUENTA CORRIENTE (A-B)	67.2	-42.2	-135.3	-141.0	-329.2	-357.2	-270.1	106.7	-218.1	-282.4
D. CAPITAL	21.7	62.9	25.0	45.8	18.6	77.3	43.8	75.3	71.7	-11.8
E. VARIACION DE RESERVAS	88.8	20.8	-110.3	-95.2	-310.6	-279.9	-226.3	182.0	-146.4	-294.2

Fuente: Banco de la República.

BALANZA DE PAGOS

Después de una permanente recuperación de la balanza comercial entre 1989 y 1991, en 1992 se observó un marcado deterioro que se espera continúe en 1993 y 1994.

La cuenta de servicios y transferencias mejoró permanentemente entre 1989 y 1992, reflejándose en resultados aún más favorables en cuenta corriente hasta 1991.

Cuadro 18. BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

	Millones de dólares						
			Proyección		Tasas de crecimiento		
	1991 Preliminar	1992 Estimado	1993	1994	92/91	93/92	94/93
I. Cuenta Corriente	2346.6	907.1	-1278.7	-2134.4			
A. Bienes	2959.4	1234.1	-423.7	-830.4			
1. Exportaciones	7507.4	7263.2	7522.7	8673.4	-3.3	3.6	15.3
Café	1323.6	1258.9	1151.9	1260.0	-4.9	-8.5	9.4
Petróleo y derivados	1460.5	1395.6	1443.1	1909.7	-4.4	3.4	32.3
Carbón	630.2	555.4	530.1	592.8	-11.9	-4.6	11.8
Resto de minerales	552.0	488.6	462.2	566.2	-11.5	-5.4	22.5
No tradicionales	3541.1	3564.7	3935.4	4344.7	0.7	10.4	10.4
2. Importaciones	4548.0	6029.1	7946.4	9503.8	32.6	31.8	19.6
B. Servicios y transferencias	-612.8	-327.0	-855.0	-1304.0	-46.6	61.5	52.5
II. Cuenta de Capital	-782.0	175.7	1546.8	3489.3			
A. Capital de largo plazo	144.5	336.6	846.8	3339.3			
1. Inversión directa	432.6	740.0	793.8	2056.8			
2. Endeudamiento externo	-369.4	-462.9	-6.5	1344.5			
Sector oficial	-359.0	-677.5	-523.5	1144.5			
Sector privado	-10.4	214.6	517.0	200.0			
3. Otras operaciones	81.3	59.5	59.5	-62.0			
B. Capital de corto plazo	-926.5	-160.9	700.0	150.0			
III. Errores y omisiones	311.3	392.8	0.0	0.0			
IV. Variación reservas brutas	1875.7	1475.6	268.1	1354.9			
V. Saldo reservas brutas	6572.5	8048.1	8316.2	9671.1			
VI. Pasivos C. Plazo Bco Repúb.	152.3	25.7	20.2	20.2			
VII. Saldo reservas netas	6420.2	8022.4	8296.0	9650.9			
VIII. Variación reservas netas	1919.0	1602.2	273.6	1354.9			

Fuente: Banco de la República y proyecciones Fedesarrollo.

Cuadro 19. INDICADORES GENERALES - BALANZA DE PAGOS

		Millones de dólares					Tasas de crecimiento			
					Proyección					
		1990	1991	1992	1993	1994	91/90	92/91	93/92	94/93
I.	Deuda externa total	17,556	16,975	16,779	16,773	18,117	-3.3	-1.2	0.0	8.0
II.	Reservas internacionales brutas	4,595	6,500	8,048	8,316	9,671	41.5	23.8	3.3	16.3
III.	Deuda externa neta	12,961	10,475	8,731	8,456	8,446	-19.2	-16.7	-3.1	-0.1
IV.	PIB en millones de dólares	46,500	49,004	52,392	56,393	60,989	5.4	6.9	7.6	8.2
V.	Cuenta corriente/PIB (%)	1.2	4.8	1.7	-2.3	-3.5				
VI.	Deuda neta / PIB	27.9	21.4	16.7	15.0	13.8				
VII.	Pago intereses deuda púb./exp. (%)	18.4	16.7	15.3	12.9	12.2				
VIII.	Amortizaciones deuda púb./exp. (%)	26.1	27.1	31.7	29.2	18.0				
IX.	Servicio deuda púb./exp. (%)	44.5	43.8	47.0	42.1	30.2				
X.	Reservas en meses de imp.	11	17	16	13	12				

Fuente: Banco de la República, cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

En la segunda década de los ochenta la cuenta de capital tuvo un continuo deterioro que tocó fondo en 1991. En 1992 tuvo un saldo positivo que se espera crezca en 1993 y 1994 principalmente por las inversiones para la explotación de Cusiana.

Las reservas internacionales han aumentado desde 1988 y continuarán haciéndolo. Se espera que en 1994 lleguen a US$9,671 millones, cifra que es más del doble de la registrada en 1990.

La deuda externa bruta colombiana se ha mantenido estable desde 1990 en un nivel cercano a los US$17,000 millones.

El crecimiento en las reservas internacionales y la estabiidad de la deuda externa han dado lugar a una disminución permanente de la deuda externa neta desde 1990. Como porcentaje del PIB, la disminución ha sido importante: de 27.9% en 1990 a 16.7% en 1992.

La deuda pública externa representa más del 80% del total de la deuda del país. A marzo de 1993 su saldo ascendía a US$13,811 millones y, a diferencia de la deuda privada que creció en 1992, ésta viene disminuyendo desde 1991.

Los pagos por intereses de la deuda pública han venido cayendo como proporción de las exportaciones, pasando de 18.4% en 1990 a 15.3% en 1992. Se proyecta que en 1994 esta proporción sea algo superior a 12%. Las amortizaciones de la deuda pública, por el contrario, han aumentado más rápidamente que las exportaciones, representando 26.1% de éstas en 1990 y 31.7% en 1992. Este hecho a llevado a que el servicio de la deuda pública aumente tres puntos porcentuales en dicho período.

A pesar del marcado incremento en las importaciones como consecuencia de la apertura económica, 1992 terminó con un saldo equivalente a 16 meses de importaciones. Se espera que haya una disminución paulatina de esta cifra en los próximos años, la cual será posible gracias a las altas entradas de capitales que se expera en estos años.

IV. Indicadores de la situación fiscal

SITUACION FISCAL

Cuadro 20. SUPERAVIT (+) O DEFICIT (-) DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO, 1990 - 1993p.

	Miles de millones de pesos				Porcentajes del PIB			
	1990	1991	1992	1993p	1990	1991	1992	1993p
I. GOBIERNO CENTRAL	-25.9	-132.2	-260.0	-536.8	-0.13	-0.51	-0.76	-1.21
II. SECTOR DESCENTRALIZADO SIN FNC	109.9	336.6	18.8	0.8	0.53	1.29	0.06	0.01
A. Ecopetrol	125.3	51.8	40.4	88.3	0.61	0.20	0.12	0.20
B. Carbocol	-7.1	44.3	-24.6	-69.2	-0.03	0.17	-0.07	-0.16
C. Telecom	-10.4	46.0	54.5	47.0	-0.05	0.18	0.16	0.11
D. ISS	67.7	79.3	9.5	-56.7	0.33	0.30	0.03	-0.13
E. Sector eléctrico	-102.8 [a]	-42.2	-181.3	37.1	-0.50	-0.16	-0.53	0.08
F. Metro Medellín	-6.0	63.2	-134.1	-167.2	-0.03	0.24	-0.39	-0.38
G. Resto	43.2	94.2	254.4	121.5	0.21	0.36	0.74	0.28
III. FONDO NACIONAL DEL CAFE	2.7	-59.4	-249.2	-87.3	0.01	-0.23	-0.72	-0.20
IV. SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO	58.5	145.0	29.6	-623.3	0.28	0.56	0.09	-1.42

[a] Incluye para el cuarto trimestre las siguientes empresas: CHB, CVC, Corelca, ISA, EEB y Chidral. El crédito interno no monetario se determina con datos proporcionados por la FEN y se complementa con la información proporcionada por las empresas mencionadas anteriormente.

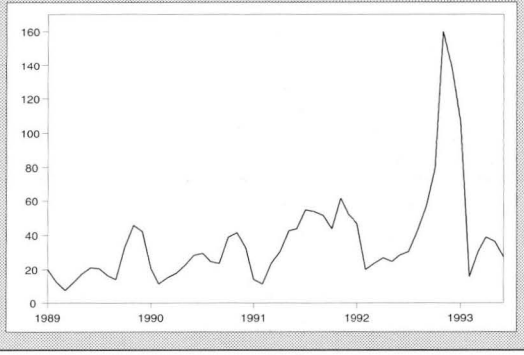
p: Proyección DNP, Programa Financiero y Macroeconómico 1993.

Fuente: Contraloría General de la República. Informe financiero.

Las operaciones efectivas del Gobierno Central ejecutadas en el primer semestre de 1993 dieron lugar a un pequeño superávit de $1,400 millones. Tanto ingresos corrientes como gastos totales se incrementaron 46.7% respecto a junio de 1992.

Se destaca el crecimiento de 71.3% de los ingresos no tributarios en tanto que los ingresos tributarios netos crecieron de 44.3% como resultado de la entrada en vigencia de la reforma tributaria. Por su parte, los gastos de inversión crecieron un poco más que los gastos corrientes, aunque siguen siendo sólo un 15% de los gastos totales.

Gráfico 15. PAGOS MENSUALES DE TESORERIA POR INVERSION (Millones de pesos)
Enero 1989 - Julio 1993



Fuente: Informe Financiero de la Contraloría General de la República

Cuadro 21. OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL (Miles de millones de pesos)

	1991	1992	Var.%	Enero - Junio 1992	Enero - Junio 1993	Enero - Junio Var. %
I. INGRESOS CORRIENTES						
Con Cuenta Especial de Cambios	3145.8	4102.3	30.4	1822.4	2673.2	46.7
Sin Cuenta Especial de Cambios	3071.7	4102.3	33.5	1748.9	2673.2	52.9
A. Ingresos tributarios netos	2757.2	3706.9	34.4	1689.7	2438.5	44.3
B. Ingresos no tributarios						
Con Cuenta Especial de Cambios	388.6	395.5	1.8	132.7	227.3	71.3
Sin Cuenta Especial de Cambios	314.6	395.5	25.7	132.7	227.3	71.3
C. Ingresos en tránsito neto	-	-				
II. GASTOS TOTALES	3272.1	4612.2	41.0	1821.5	2671.8	46.7
A. Corrientes	2431.7	3365.1	38.4	1488.1	2147.2	44.3
1. Servicios personales	565.9	788.8	39.4	348.5	523.6	50.2
2. Gastos generales [a]	181.4	265.7	46.4	101.7	159.3	56.6
3. Transferencias	1319.4	1901.2	44.1	851.1	1236.8	45.3
4. Intereses	365.0	409.4	12.2	186.9	227.5	21.7
a. Internos [b]	97.8	123.7	26.5	53.6	58.1	8.3
b. Externos	267.1	285.4	6.8	133.2	169.4	27.2
B. Inversión	573.5	835.1	45.6	276.2	413.6	49.8
1. Pagos de tesorería	442.1	602.0	36.2	211.3	341.4	61.6
2. Pagos directos en el exterior	19.3	23.2	20.2	7.1	24.6	247.7
3. Pagos indirectos sector descentralizado	112.2	209.8	87.1	8.0	47.0	488.6
4. Otros Pagos [c]				49.8	0.6	-98.7
C. Otros préstamos	266.9	412.0	54.4	57.3	111.0	93.9
III. SUPERAVIT (+) O DEFICIT (-)						
Con Cuenta Especial de Cambios	-132.2	-531.9	302.3	-74.5	1.4	-101.9
Sin Cuenta Especial de Cambios	-206.3	-531.9	157.8	0.8	1.4	67.7

[a] Incluye compra de equipo militar (crédito de proveedores).
[b] Incluye intereses TAN.
[c] Incluye embargos
Fuente: Contraloría General de la República. Informe financiero.

El favorable comportamiento de los ingresos, explicado por la reforma tributaria del año pasado y por el mejor desempeño económico, ha disipado las dudas sobre una posible crisis fiscal, que hace unos meses creó la caída de los Bonos de Desarrollo y Seguridad Interna.

V. Indicadores monetarios y financieros

PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

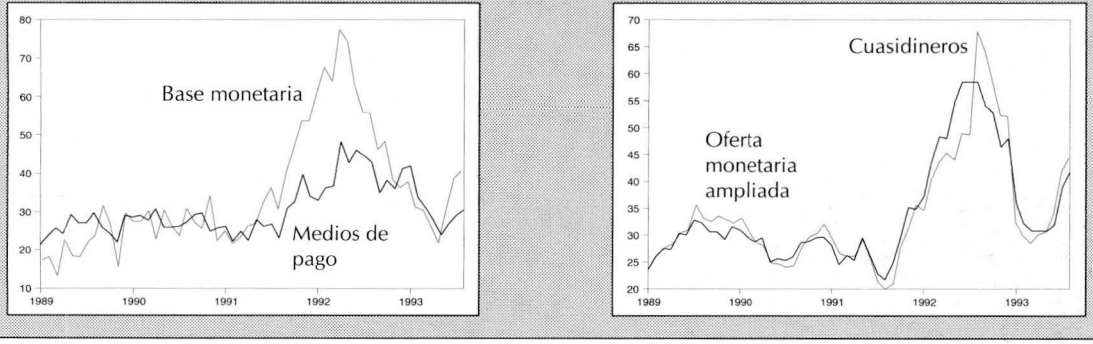
Cuadro 22. INDICADORES MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)

	Diciembre			Agosto	
	1990	1991	1992	1992	1993
INDICADORES:					
A.Base monetaria[a]	23.3	54.5	37.2	56.7	41.5
1.Efectivo[b]	28.6	29.1	37.2	43.2	24.2
2.Reserva bancaria	16.1	92.8	37.3	63.4	63.3
B.Liquidez secundaria	30.6	-3.5	53.4	19.4	5.5
C.Medios de pago [a]	25.8	34.1	41.3	43.1	30.6
1.Efectivo (en pod./púb.)	28.4	26.4	37.1	43.6	19.6
2.Cuentas corrientes [a]	24.2	36.8	43.8	47.5	33.5
D.Cuasidineros [c]	32.6	36.1	52.1	67.4	44.6
E.Ofer. monetaria amp.(M2) [c]	29.7	34.8	48.1	56.4	43.7
COEFICIENTES:					
A.Multiplicador monetario	1,542	1,338	1,378	1,438	1,326
B.Efectivo/cuentas corrientes	0.64	0.68	0.58	0.48	0.45
C.Reserva/cuentas corrientes	0.42	0.67	0.58	0.54	0.66
D.Cuasidineros/M1	1.61	1.64	1.76	2.14	1.37

[a] Tasas de crecimiento anual con base en los promedios de la última semana del mes.
[b] Incluye depósitos de particulares en Banco de la República.
[c] Incluye depósitos de particulares en Banco de la República. Incluye depósitos de ahorro y a término en el sistema bancario y en las corporaciones financieras y depósitos totales en las corporaciones de ahorro y vivienda. A partir de enero de 1992 se incluyen las captaciones de las Compañias de Financiamiento Comercial.

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 16. TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS
Enero 1989 - Agosto 1993



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Como consecuencia de las políticas de estabilización y control monetario, y de la menor inflación, en agosto de este año los agregados monetarios mostraron tasas de crecimiento sustancialmente inferiores a las de un año atrás. Sólo la reserva bancaria se mantuvo en niveles similares y altos, como un instrumento de control monetario.

Sin embargo, a partir del primer trimestre del año se ha dado un repunte en el ritmo de crecimiento de los cuasidineros, y a partir de junio se observa lo mismo en la base monetaria. Esta mayor liquidez se ha reflejado en las tasas de interés, que cayeron en julio. Sin embargo, el margen de intermediación ha aumentado en los últimos meses, ubicándose en niveles cercanos a 10 puntos.

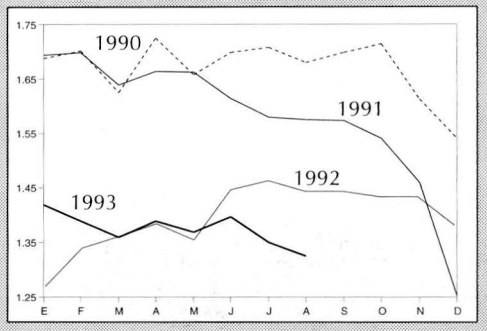
Cuadro 23. TASAS EFECTIVAS DE INTERES Y MARGENES DE INTERMEDIACION[a]

Fin de	Captación	Colocación	Margen de intermediación
1985	34.68	43.51	8.83
1986	31.94	41.90	9.96
1987	32.79	42.22	9.43
1988	32.09	41.00	8.91
1989	34.91	43.27	8.36
1990	38.43	46.38	7.96
1991	37.00	46.83	9.84
1992	27.51	35.25	7.75
1993 Enero	26.19	34.61	8.42
Febrero	26.27	35.61	9.34
Marzo	26.81	35.49	8.68
Abril	26.74	36.19	9.45
Mayo	26.29	36.05	9.76
Junio	26.55	36.45	9.90
Julio	25.74	35.37	9.63

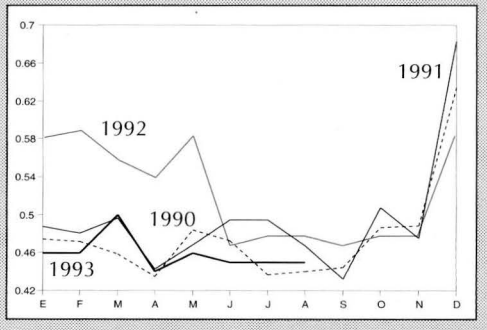
[a] Se refiere solamente a información de los Bancos.
Fuente: Superintendencia Bancaria. Informes semanales.

Gráfico 17. COEFICIENTES MONETARIOS
Enero 1990 - Agosto 1993

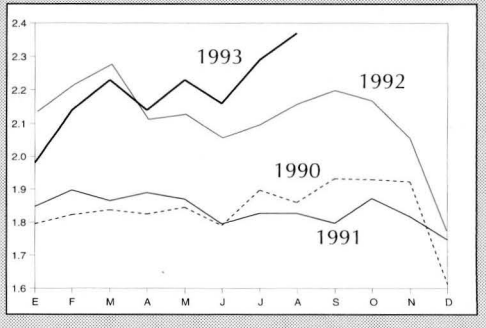
A. Multiplicador monetario



B. Relación efectivo/Cuentas corrientes

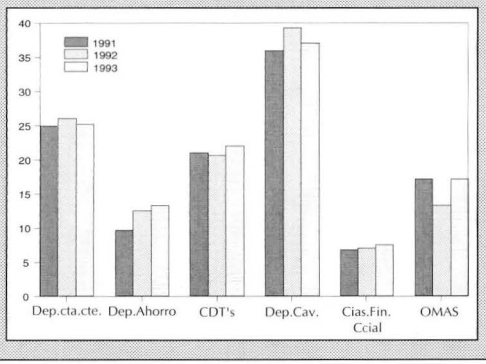


C. Relación Cuasidineros/Medios de pago



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 18. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS (Distribución porcentual)



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Durante los último meses se han recuperado las captaciones de las corporaciones de ahorro y vivienda y su cartera sigue aumentando rápidamente para satisfacer las necesidades de la construcción.

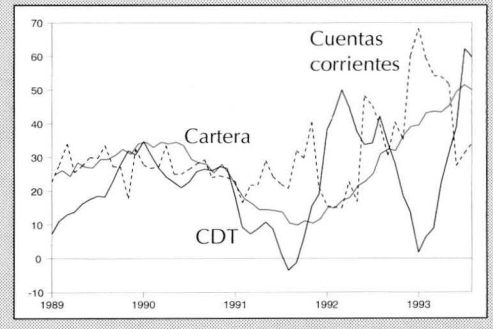
En el sistema financiero se presentaron crecimientos significativamente altos en los diferentes activos, sobresaliendo el de los certificados de depósito a término de los bancos (64.9%), las captaciones de las compañias de financiamiento comercial (56.6%) y los depósitos de ahorro (54.8%). Los activos del sistema financiero en conjunto crecieron 45.9%.

Los activos financieros del Banco de la República crecieron 53.2%. Se destaca el aumento de las operaciones de mercado abierto (88.6%) a través de Títulos de Participación, lo cual es consistente con la política de estabilización de precios liderada por esta institución.

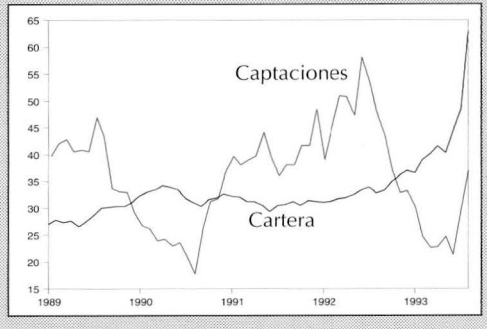
La captación de recursos por parte del sector público cayó 33.2%, como resultado de la solvencia del fisco en este momento.

Gráfico 19. EVOLUCION DE LAS CAPTACIONES Y CARTERA (Tasas anuales de crecimiento) Enero 1989 - Agosto 1993

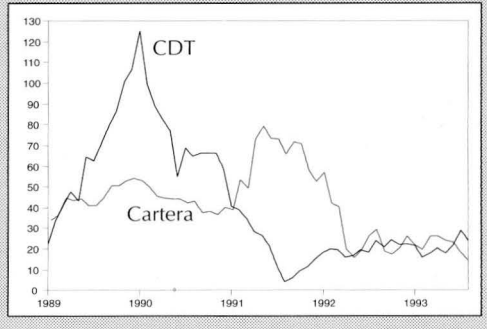
A. Bancos



B. Corporaciones de Ahorro y Vivienda



C. Corporaciones Financieras



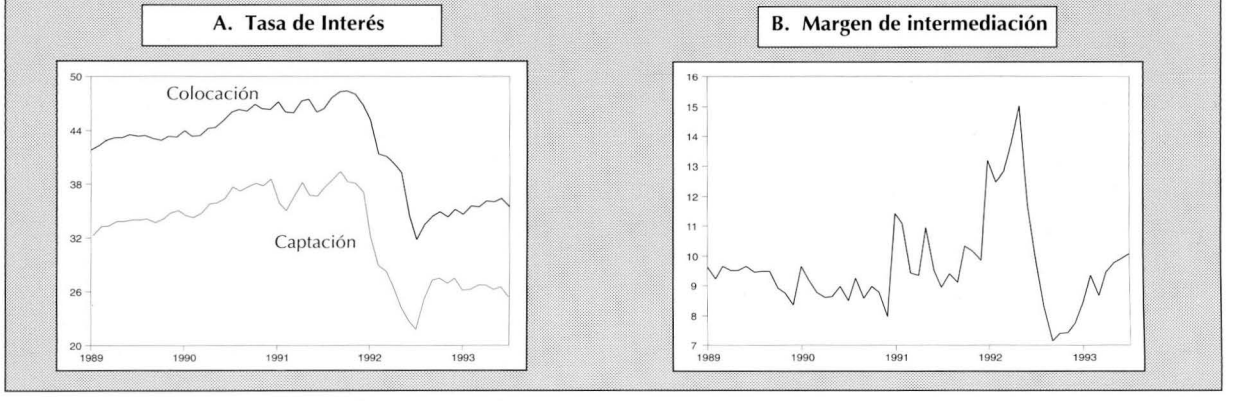
Fuente: Banco de la República.

Cuadro 24. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS (Tasas anuales de crecimiento)

	Agosto		
	1991/90	1992/91	1993/92
I. EFECTIVO EN PODER DEL PUBLICO	28.3	30.1	30.9
II. SISTEMA FINANCIERO	19.4	34.2	45.9
A. Depósitos en cuenta corriente [a]	20.9	40.6	40.3
B. Depósitos de ahorro	23.4	72.8	54.7
C. Certificados de depósito a término	-1.2	32.8	54.8
Bancos	-3.4	38.0	64.9
Corporaciones financieras	4.2	20.7	27.6
D. Depósitos CAV	38.2	46.9	37.6
E. Captación cías. de financ. comercial	6.2	37.3	56.6
III. SECTOR PUBLICO	51.7	-22.0	-33.2
A. Títulos de ahorro nacional [b]	-22.7	-92.6	-77.3
B. Certificados eléctricos valorizables y TER	491.0	28.8	-31.4
IV. BANCO DE LA REPUBLICA	40.6	1.1	53.2
A. Certificados de cambio	832.1	83.9	13.4
B. Operaciones de mercado abierto	180.3	4.7	88.1
1. Títulos de participación	264.7	12.5	88.6
2. Títulos canjeables [c]	-29.3	-95.3	-55.5
C Títulos de fomento	-85.8	-44.1	-100.0

[a] Incluye depósitos en cuenta corriente en el sistema bancario únicamente.
[b] Valorados al costo de adquisición.
[c] Res. 66/86 y Res. 72/88 de la Junta Monetaria. Inv. Canjeables Res. 52/91. Canjeables.
Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 20. TASAS DE INTERES EFECTIVAS Y MARGENES DE INTERMEDIACION
Enero 1989 - Julio 1993



Fuente: Superintendencia Bancaria, Informes Semanales.

VI. Indicadores de precios y salarios

INFLACION

La política de estabilización ha seguido obteniendo resultados favorables, ya que a agosto el aumento del IPC de los últimos doce meses fue de 21.1%. En este resultado han contribuido fuertemente los precios de los alimentos que han aumentado muy poco por efecto de las mejores condiciones climáticas.

En los últimos doce meses, el crecimiento más bajo se ha dado en alimentos 10.4%, seguido por vestuario 20%, misceláneos 26.7% y vivienda 28.9%. En este período, los servicios fueron los que más contribuyeron a la inflación, explicando del 52.7% de ésta. Al interior de este sector, los arrendamientos y los servicios estatales han sido los principales aceleradores de los precios al consumidor.

Cuadro 25. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR SEGUN SECTORES DE ORIGEN

	Tasas de crecimiento Enero - Agosto			Ponderación	Contribución Enero - Agosto		
	91/90	92/91	93/92	1989	1991	1992	1993
1. Productos de origen agropecuario	18.13	26.64	9.76	33.82	6.13	9.01	3.30
a. Agropecuarios sin procesar	8.38	31.34	9.10	8.71	0.73	2.73	0.79
b. Avícolas y ganaderos procesados	29.86	35.67	8.28	13.26	3.96	4.73	1.10
c. Agrícolas procesados	10.88	10.88	10.96	10.39	1.13	1.13	1.14
d. Otros productos alimentos (incluye almuerzo, perico, sal)	21.23	28.77	18.68	1.46	0.31	0.42	0.27
2. Productos industriales	17.24	15.19	15.89	30.28	5.22	4.60	4.81
a. Textiles y confecciones	15.28	11.33	11.90	8.12	1.24	0.92	0.97
b. Cuero y calzado	13.46	12.06	12.50	2.16	0.29	0.26	0.27
c. Tabacos	19.74	25.00	6.43	0.76	0.15	0.19	0.05
d. Bebidas	21.42	32.54	31.14	2.43	0.52	0.79	0.76
e. Muebles y artículos de hogar	13.24	10.41	8.38	4.23	0.56	0.44	0.35
f. Artículos de aseo y limpieza	20.61	18.16	21.99	4.90	1.01	0.89	1.08
g. Farmaceúticos	24.20	30.24	29.01	1.65	0.40	0.50	0.48
h. Papelería y publicaciones	31.85	22.10	24.18	1.54	0.49	0.34	0.37
i. Vehículos y mantenimiento	12.05	2.81	10.09	2.49	0.30	0.07	0.25
j. Otros	12.94	9.95	11.73	2.01	0.26	0.20	0.24
3. Servicios	20.25	20.68	24.69	35.90	7.27	7.42	8.86
a. Arrendamientos	16.43	15.94	19.99	20.08	3.30	3.20	4.02
b. Estatales	27.30	28.74	36.14	5.53	1.51	1.59	2.00
c. Personales	22.05	23.46	23.13	3.54	0.78	0.83	0.82
d. Enseñanza. cultura y esparc.	23.31	24.81	30.64	3.35	0.78	0.83	1.03
e Transporte	26.18	28.56	29.28	3.36	0.88	0.96	0.98
f. Otros servicios	43.48	30.43	48.04	0.05	0.02	0.01	0.02
4. Total	18.62	21.03	16.98	100.00	18.62	21.03	16.98

Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 21A. TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DE LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR
Enero 1989 - Agosto 1993

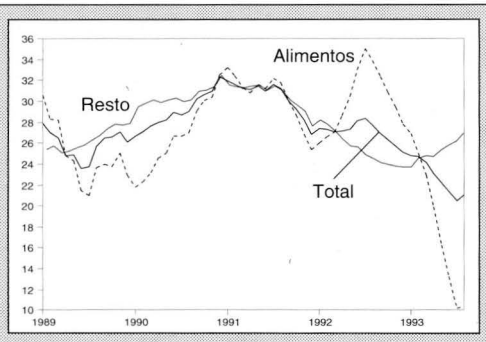
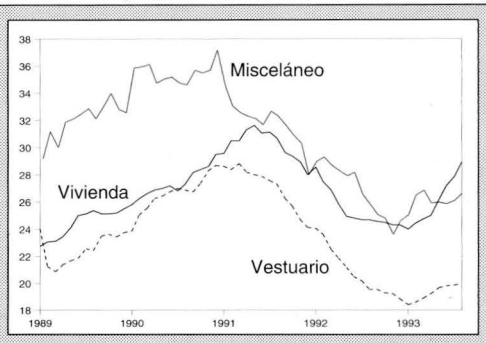


Gráfico 21B. INFLACION DE PRODUCTOS NO ALIMENTICIOS
Enero 1989 - Agosto 1993



Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO

Aunque hasta julio, el IPC mostró incrementos inferiores a los de años anteriores, esta relación se invirtió en agosto al aumentar 1.26%.

En cuanto al índice de precios al productor, continúa registrando tasas de crecimiento por debajo de 12% excepto para materiales de construcción, que alcanzó el 18.6% en agosto de este año. Los crecimientos más moderados los exhiben los productos exportados sin café (6.1%), consumo intermedio (8.4%), importados (8.9%) y exportados (9.8%).

Al igual que el IPC, el IPP presentó un cambio de tendencia el pasado mes de agosto.

Cuadro 26. INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR[a] (Variaciones porcentuales)

	Procedencia de los bienes					Uso o destino económico de los bienes[b]			
	Total	Producidos y consumidos	Importados	Exportados	Exportados sin café	Consumo intermedio [c]	Consumo final [d]	Formación de capital	Materiales de construcción
Hasta Diciembre									
1990	29.9	30.9	25.9	61.0	50.4	26.4	33.3	27.4	24.1
1991	23.1	24.9	13.4	-3.1	-4.1	21.2	28.2	18.0	17.8
1992	17.9	19.5	8.6	5.5	15.2	15.0	23.5	9.7	22.1
Hasta Agosto									
1990	19.9	20.0	18.1	31.6	12.6	20.6	20.1	19.4	21.3
1991	18.5	20.3	9.6	-9.9	-10.1	16.8	23.2	13.0	14.8
1992	15.4	17.2	5.6	1.0	13.1	12.4	22.0	5.8	17.9
1993	10.1	10.3	8.9	9.8	6.1	8.4	11.6	10.3	18.6

[a] A partir de enero de 1991, el índice de precios al productor reemplaza al índice de precios al por mayor del comercio en general

[b] Adaptación del Banco de la República de los grupos según uso o destino económico, utilizados por la Cepal.

[c] Denominado en el IPM materias primas.

[d] Denominado en el IPM bienes de consumo

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro 27. SALARIOS REALES[a]

		Mínimo legal	Industria		Comercio	Jornales	
			empleados	obreros	empleados	agrícolas	ganaderos
1988	I	-0.29	0.46	-0.19	2.53	7.00	6.65
	II	-3.12	0.06	-1.13	1.21	5.00	3.78
	III	-3.58	-0.46	-3.62	-1.34	1.93	1.51
	IV	-2.43	0.77	-0.62	-1.99	0.13	0.38
	Acumulado	-2.31	0.21	-1.40	0.02	3.31	2.95
1989	I	-0.14	-0.17	-1.47	-0.55	2.40	2.34
	II	2.05	3.63	2.55	-1.10	2.40	2.75
	III	1.34	2.53	2.84	2.31	1.06	0.49
	IV	0.31	0.68	0.85	-3.72	-1.01	-1.06
	Acumulado	0.87	1.66	1.17	-0.93	1.14	1.06
1990	I	-0.32	4.42	2.12	3.04	-3.05	-3.99
	II	-1.76	0.31	-0.70	4.74	-3.06	-3.98
	III	-2.45	-0.64	-0.67	4.24	-3.12	-4.25
	IV	-3.95	-0.81	-3.30	3.87	-2.50	-2.51
	Acumulado	-2.17	0.80	-0.64	3.98	-2.94	-3.67
1991	I	-4.33	-3.45	-2.76	-0.24	-4.75	-4.94
	II	-4.04	-1.00	-2.46	-0.73	-3.32	4.51
	III	-3.84	-0.65	-3.39	-1.98	-2.99	5.53
	IV	-1.71	1.68	-1.50	-2.08	0.56	3.24
	Acumulado	-3.54	-0.89	-2.54	-1.28	-2.56	2.10
1992	I	-0.64	3.90	1.00	10.05	-	-
	II	-0.82	2.50	-0.70	-1.56	-	-
	III	-0.93	4.32	0.78	5.44	-	-
	IV	0.60	6.46	3.05	5.44	-	-
	Acumulado	-0.47	4.29	1.04	4.89	-	-
1993	I	4.31	3.10	2.59	-0.13	-	-
	II	6.34	1.32	4.06	2.61	-	-
Enero-Junio							
1992/91		-0.84	3.54	0.37	4.61	-	-
1993/92		5.82	1.98	3.06	2.83	-	-

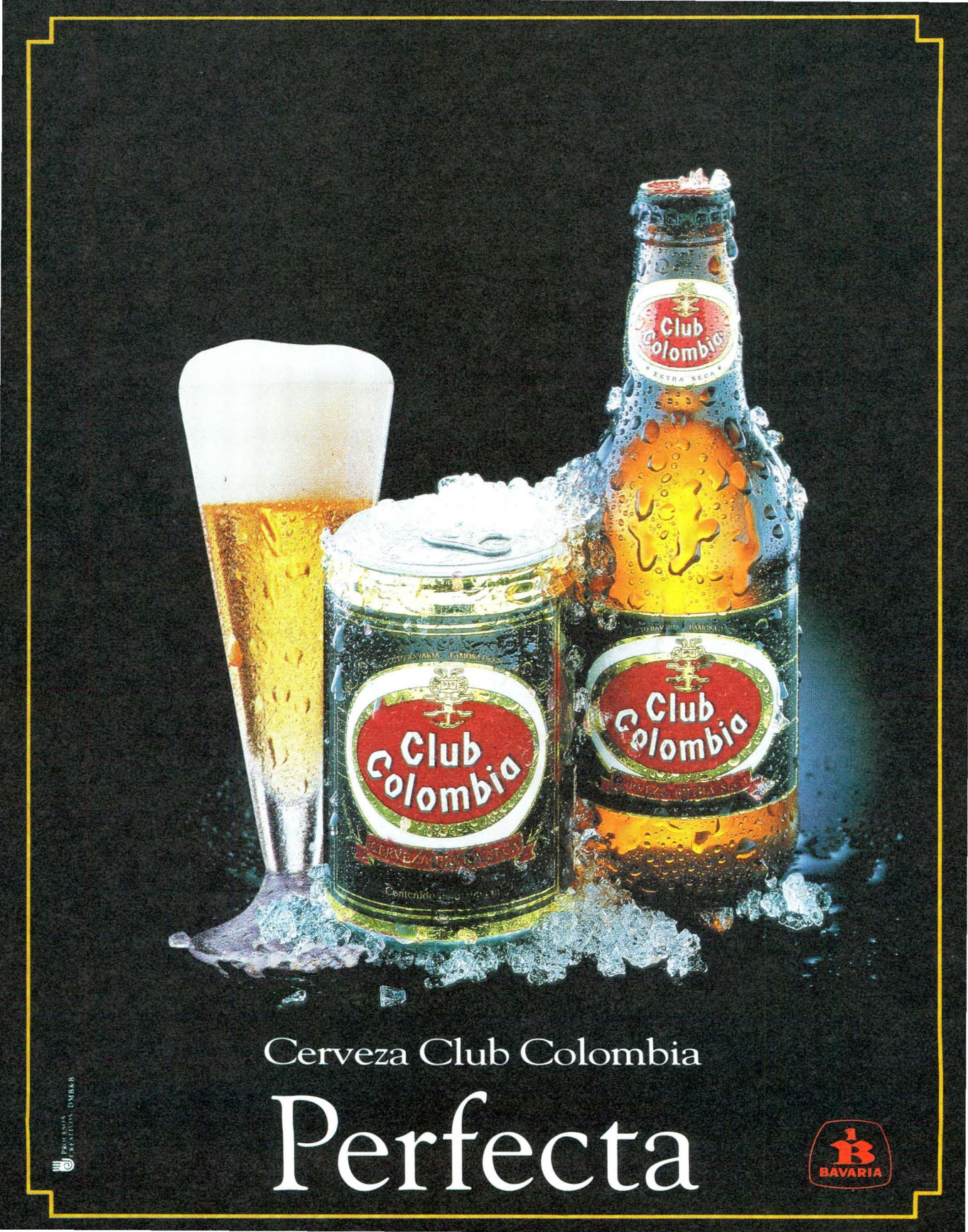
[a] Variaciones porcentuales del salario real promedio de cada trimestre con respecto al del mismo trimestre del año anterior.
Fuente: Dane y cálculos de FEDESARROLLO.

A diferencia del año pasado, en 1993 el salario mínimo ha tenido incrementos reales equivalentes al 5.8% durante el primer semestre.

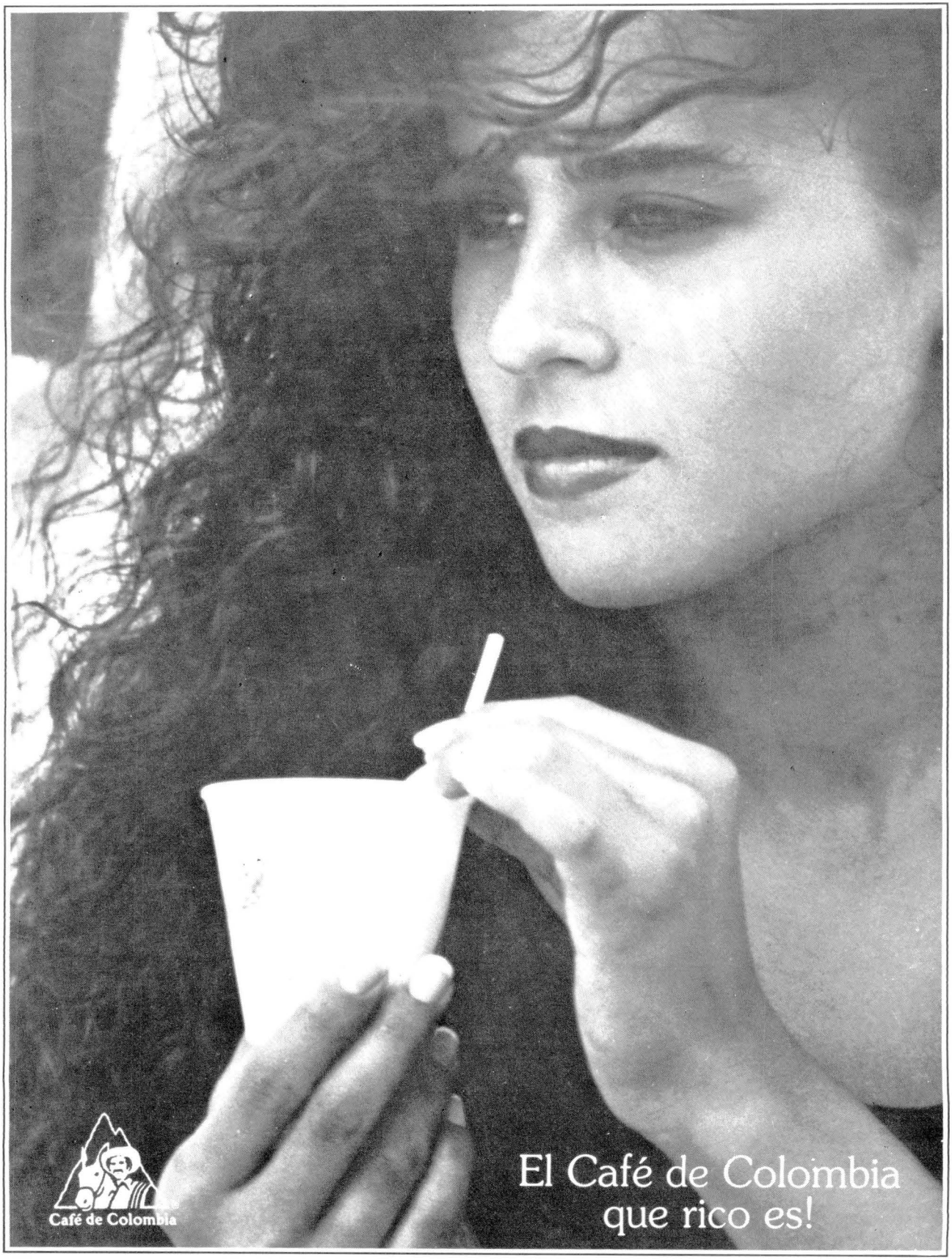
También se observan incrementos en los salarios reales de los empleados industriales, aunque en proporciones menores que el año pasado. Lo mismo sucede en el comercio.

Por el contrario, los obreros de la industria se han beneficiado de incrementos importantes en sus salarios reales, probablemente como consecuencia de la presión que viene ejerciendo el auge de la construcción sobre la mano de obra no calificada.

El hecho de que los salarios estén aumentando con menor dinamismo que el año pasado, al tiempo que se observan disminuciones importantes en las tasas de desempleo, respalda la afirmación mencionada en los indicadores del mercado laboral respecto a que esta disminución ha sido posible gracias a un aumento en el empleo del sector informal.


Club Colombia
EXTRA SECA
Club Colombia
Club Colombia
Cerveza Club Colombia
Perfecta
BAVARIA

Análisis Coyuntural


Café de Colombia
El Café de Colombia
que rico es!

Análisis coyuntural

I. ACTIVIDAD ECONOMICA EN 1993

En los últimos meses ha surgido una interesante polémica sobre la posibilidad de que la economía esté entrando en una situación de recesión. Los gremios de la industria y de la agricultura han afirmado que la apertura económica y la revaluación real, en un contexto de depresión de los mercados internacionales, han reducido la rentabilidad de estas actividades y están llevando la economía hacia una recesión. Por su parte, el gobierno ha reconocido la difícil situación que ha sufrido la agricultura, admitiendo que el desmonte de los altos niveles de protección, la revaluación real del peso, los bajos precios internacionales y el clima son factores que han afectado la actividad, aunque afirma que en el presente año ya hay síntomas de estabilización de los niveles de producción. En cuanto a la industria, el gobierno ha argumentado que sus tasas de crecimiento han sido satisfactorias y que no hay signos de estancamiento, a pesar de los problemas que están enfrentando algunos subsectores específicos.

A. Crecimiento económico

A mediados de septiembre el Departamento Nacional de Planeación dió a conocer sus estimaciones sobre el crecimiento de la economía durante los seis primeros meses del año, basado en los indicadores disponibles de diversas fuentes sobre actividad productiva y comercio exterior. Según este informe, entre enero y junio de este año el PIB creció 4.75% (Cuadro 1) y en los doce meses a partir del segundo semestre de 1992 lo hizo en 3.56%.

Los sectores más dinámicos fueron la construcción (9%), el sector financiero (8.9%) y los servicios del gobierno (8%). La industria creció a una tasa del 4.9% y al excluir la trilla de café lo hizo al 5.6%. El sector más rezagado fue la agricultura con una tasa de crecimiento de 0.9%, a pesar de que la silvicultura, caza y pesca crecieron 20% y la actividad pecuaria 3%.

Los resultados de la Encuesta Mensual Manufacturera para los primeros cinco meses de año muestran que al interior de la industria se encuentran sectores en verdadera situación de auge productivo: equipo y material de transporte (65.5%), plásticos (22.9%), maquinaria y aparatos eléctricos (16.8%), vidrio (20.4%), madera y sus manufacturas (20%), objetos de barro loza y porcelana. Sin embargo diversos sectores han experimentado disminuciones: bebidas (-10.4%), tabaco (-12.6%), prendas de vestir (-3.2%), cuero y sus productos (-12.7%), calzado (-1.1%), papel (-7.3%) y derivados del petróleo (-2.81%).

Cuadro 1. CRECIMIENTO DE LA PRODUCCION Y DEL GASTO AGREGADO (Tasas anuales de crecimiento)

	DANE	DNP	Proyecciones Fedesarrollo	
	1992	1993 I semestre[a]	1993	1994
A. Gasto agregado (Var.%)				
Consumo privado	4.0	6.5	6.0	2.2
Consumo del gobierno	12.4	9.0	9.0	6.0
Inversión total	15.5	37.2	20.6	13.7
Inversión privada	27.5	n.d.	20.0	12.0
Inversión pública	7.4	n.d.	18.0	18.0
Variación de inventarios	3.2	66.9	28.0	10.0
Demanda interna	6.9	11.8	8.9	4.9
Exportaciones	6.7	3.0	2.7	7.5
Importaciones	29.4	43.0	28.0	15.0
B. Valor agregado (Var.%)				
Agropecuario	-0.9	0.9	1.0	1.7
Café	-0.4	-11.4	-12.0	-4.0
Resto	-0.9	3.1	3.1	2.5
Minería	0.7	1.0	3.5	10.0
Industria	4.6	4.9	0.2	-0.3
Trilla de café	30.7	1.0	-10.0	-4.2
Resto	0.9	5.6	2.0	0.3
Construcción	13.6	9.0	9.0	13.3
Comercio	4.1	4.0	5.4	3.8
Transporte	2.0	5.2	4.8	3.1
Resto de serv. modernos	3.2	8.9	7.0	0.9
Servicios personales	3.1	4.0	4.0	1.3
Servicios domésticos	3.0	3.5	3.0	0.2
Alquiles de vivienda	1.8	3.5	3.5	1.8
Servicios del gobierno	6.2	8.0	8.0	5.0
Derechos sobre importaciones	29.4	20.0	28.0	15.0
Producto interno bruto	3.5	4.8	4.1	3.2

[a] Cálculos DNP.
n.d.: Cifra no disponible.

En general, estos indicadores de actividad industrial resultan consistentes con las respuestas cualitativas de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo e indican que el sector como un todo está creciendo a un ritmo satisfactorio. En términos agregados, en el trimestre abril-junio la EOE registró un deterioro marcado de los indicadores de actividad económica, pedidos y existencias de la industria manufacturera, seguido en los meses de julio y agosto por un leve repunte. Sin embargo,

estas variables habían tenido un aumento extraordinario hasta principios del año y aún se encuentran en niveles similares al promedio de los últimos cinco años.

La evolución del sector agropecuario este año ha estado particularmente afectada por una fuerte caída en la producción cafetera como resultado del envejecimiento de los árboles, de la disminución en los precios internos del grano y de la expansión de la broca. A este hecho se han unido una disminución del área cosechada de los cultivos permanentes y en particular de yuca, frutales y cacao, y un estancamiento de área de cultivos transitorios, cuya rentabilidad se ha visto reducida por la disminución de los precios de sustentación, la competencia de productos importados, la caída de los precios internacionales y la revaluación (véase la sección IV de este Análisis Coyuntural). A pesar de que el mejor clima ha elevado los rendimientos de la agricultura y de algunos sectores pecuarios, de forma tal que se espera un leve crecimiento positivo de la producción, la disminución de los ingresos rurales continúa.

Por el contrario, las cifras disponibles sobre la actividad constructora indican que su auge continúa. Algunos indicadores que respaldan el favorable desempeño estimado por Planeación Nacional, son las cifras del Dane sobre producción total de cemento, que hasta marzo creció 6.3%, y despachos nacionales de cemento, que aumentaron 12.6% en dicho período. Además entre enero y julio de este año, los préstamos solicitados a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda crecieron 32.2%, los préstamos aprobados aumentaron 67.7% y los entregados se incrementaron 27.3%.

A pesar de la desaceleración reciente de la venta de vehículos y repuestos, también hay evidencia de dinamismo en la actividad comercial. Las cifras del Dane señalan un crecimiento entre enero y mayo de este año de 3.5% frente al mismo período del año anterior. Además la Encuesta de Comercio de Fedesarrollo y Fenalco revela un continuo aumento de la demanda, disminución de las existencias y una situación económica favorable de los establecimientos comerciales. Según el Dane, las mayores tasas de crecimiento del comercio en los cinco primeros meses del año, se presentaron en muebles y electrodomésticos (15.5%), y vestuario y calzado (8.7%).

En términos generales, los estimativos comentados sobre actividad productiva total y por sectores son consistentes con la evidencia disponible y respaldan la posición oficial según la cual no hay indicios de una situación generalizada de recesión.

En contraste, la descomposición del crecimiento económico por fuentes de demanda que ha calculado Planeación Nacional puede estar reflejando algunos problemas de estimación. Según esta fuente, en el primer semestre de 1993 la demanda interna tuvo un crecimiento del 11.8%, superando en 7 puntos el crecimiento de 4.8% de la producción agregada. Por razones de consistencia, este diferencial aparece cubierto con un aumento sin precendentes en las importaciones netas, resultante de un crecimiento estimado del 43% en las importaciones, frente a un incremento de sólo 3% en las exportaciones.

El principal factor responsable del alto crecimiento de la demanda interna es, según estos cálculos, la inversión. El consumo final aparece creciendo a una tasa elevada del 6.9%, que no resulta implausible, a la luz del crecimiento que ha experimentado el consumo público (9%) y de los indicadores de actividad productiva comentados arriba. En cambio, el crecimiento estimado del 37% en la inversión total posiblemente está exagerado.

Los estimativos de Planeación no incluyen un cálculo sobre el componente privado de la inversión fija en el primer semestre de 1993, pero sí indican la descomposición de la inversión fija por tipos de bienes. Según esta fuente, la inversión de contenido

importado creció 65% en términos reales en el primer semestre de 1993, mientras que la de contenido doméstico (incluyendo construcción) aumentó 16.7%. Este último estimativo parece razonable en vista del desempeño de los sectores domésticos productores de bienes de capital y de la construcción. Por su parte, el cálculo del componente importado se basa en cifras de importaciones que, como veremos más adelante, parecen estar seriamente distorsionadas.

No hay ninguna duda, sin embargo, en que a pesar de la sobreestimación que puedan tener las cifras de inversión, su desempeño durante el primer semestre de 1993 debió ser muy favorable. Conviene recordar que en 1992, según el DANE, la inversión total ya había crecido 15.5%, como resultado de una expansión extraordinaria del 27.5% en la inversión privada y del 7.4% en la inversión pública. El buen comportamiento de la inversión privada resultaba explicable por (a) el retraso que había experimentado en el año anterior, cuando disminuyó; (b) el abaratamiento relativo de los bienes de inversión debido a la rebaja de aranceles, la lenta devaluación de la tasa de cambio y la posibilidad de descontar el IVA de los bienes de capital; (c) la reducción de los costos financieros y la alta disponibilidad de crédito; (d) el buen clima de opinión empresarial sobre la situación de la industria y sobre el impacto de la apertura económica, y (e) el auge del sector de la construcción.

Todos estos factores continuaron operando durante el primer semestre de 1993. De acuerdo con la EOE de Fedesarrollo, a principios de este año, los industriales habían programado los aumentos más altos de gastos de inversión desde 1990. Sólo un 17% de los industriales esperaba recortar sus gastos de inversión con respecto a 1992, 47% planeaba aumentarlos hasta en un 25% y el 36% restante de los empresarios aspiraba a elevarlos por encima de esa cifra. Con un crecimiento de precios de los bienes de inversión que a principios de año se situaba en el 11%, estaba implícito un aumento pronunciado de la inversión, al menos semejante al del año anterior. De acuerdo con los sondeos trimestrales de cumplimiento de dichos programas de inversión que ha hecho la EOE, los industriales han venido ejecutando sus planes a un ritmo normal, y algo mejor que en el primer semestre de 1992 cuando se vieron entorpecidos por el racionamiento eléctrico.

Las perspectivas de la inversión privada para lo que resta del año lucen algo más complejas. En primer lugar, los costos de la inversión en maquinaria y equipo están creciendo 14.5%, exactamente al mismo ritmo de los precios al productor de los bienes industriales. De esta manera, ha desaparecido el diferencial cercano a 10 puntos que llegó a existir entre estas variables a mediados de 1992 a favor de los bienes de inversión. En segundo lugar, y quizás mas importante, ha ocurrido un fuerte adelgazamiento de los márgenes de rentabilidad de las empresas, debido especialmente a que los costos laborales de las empresas están subiendo bien por encima de dicho 14.5% de aumento en sus precios de venta. Según el dato más reciente de la encuesta mensual del DANE (junio), los salarios per-cápita de los obreros en el sector industrial están aumentando 28.2% y los de los empleados 24.6%. La fuerte competencia de productos importados ha impedido traspasar estos aumentos de costos a los precios de los productos, como era usual en el pasado. En tercer lugar, y en estrecha relación con este último punto, ha ocurrido un deterioro en el clima de los negocios en el sector industrial, que había llegado a su punto más alto a principios de 1993. Como reflejo de todos estos factores, los empresarios consideran que las condiciones económicas para la inversión son ahora menos favorables que durante el segundo semestre de 1992, aun cuando todavía siguen siendo positivas.

II. COMERCIO EXTERIOR

A mediados de septiembre se conocieron las primeras estimaciones detalladas sobre el

desempeño del comercio exterior en 1993. Las cifras fueron elaboradas por la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales y el Dane, con metodologías nuevas de recolección y procesamiento de la información, debido a las reformas introducidas al sistema de aduanas.

Según estas cifras, en el primer semestre de 1993 el valor de las exportaciones aumentó 5.6% respecto al mismo período del año anterior, alcanzando un monto de US$3,575.5 millones. El dinamismo de las exportaciones menores (14.7%) fue contrarrestado por un pobre desempeño de las exportaciones mayores que crecieron sólo 3.6%, principalmente por la disminución en las ventas de café y ferroníquel.

Entre las exportaciones menores sobresale el crecimiento de las mineras, originado principalmente en un gran aumento de las exportaciones de esmeraldas. También se registra un importante incremento en las exportaciones de papel y sus productos, que aumentaron 30.8%.

En cuanto al comportamiento de las importaciones, las cifras oficiales reportan un incremento del 77.9% en valor y 50.6% en volumen. Aunque la mayoría de los rubros muestran un gran dinamismo, como se ilustra en el Cuadro 2, los mayores corresponden a las importaciones de bienes de capital y materiales de construcción (115.4%) y a las de bienes de consumo (105.1%). El crecimiento de las primeras fue liderado por las importaciones de equipo de transporte (337.6%) y de material de construcción (128.8%), y el de las segundas por las compras externas de bienes de consumo duradero (159.5%), que incluyen automóviles.

En términos sectoriales, se observan incrementos superiores a 20% en todas las importaciones pero los más grandes se reportan en industria maderera (197.3%), maquinaria y equipo (123.4%), textiles,

Cuadro 2. VALOR DE IMPORTACIONES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO (Millones de dólares)

	1992	1993	%
Bienes de consumo	421.1	863.7	105.1
Bienes de consumo no duradero	195.5	278.2	42.3
Bienes de consumo duradero	225.6	585.5	159.5
Materias primas y productos intermedios	1479.2	2096.9	41.8
Combustibles. lubricantes y conexos	125.8	202.7	61.1
Para la agricultura	147.6	133.6	-9.5
Para la industria	1205.8	1760.6	46.0
Bienes de capital y materiales de construcción	1015.0	2186.5	115.4
Materiales de construcción	23.3	53.3	128.8
Para la agricultura	13.7	15.8	15.3
Para la industria	748.9	1114.9	48.9
Equipo de transporte	229.1	1002.5	337.6
Otros	2.6	44.2	1600.0
Total importaciones	2917.9	5191.3	77.9

Fuente: Boletín de Comercio Exterior, primer semestre de 1993. Dian y Dane.

prendas de vestir y calzado (85.9%) y sector minero (75.2%).

Con estas cifras, la balanza comercial para el primer semestre de 1993 sería deficitaria en US$1,225.4 millones, cifra que contrasta con un superávit de US$697.2 millones en el mismo período de 1992.

No hay duda de que el proceso de apertura ha continuado con fuerza en 1993, reflejándose en un fuerte crecimiento de las importaciones. Sin embargo, las cifras de Dian y Dane que acabamos de resumir parecen a todas luces exageradas, por una diversidad de razones.

En primer lugar, no son consistentes con las estadísticas de registros de comercio exterior que elabora el Incomex ni con la evolución de los giros de importaciones según balanza cambiaria. Según el Incomex, el aumento de los registros durante el primer semestre de 1993 fue de 27.6% (con una clara desaceleración desde principios de año, llegando a 25.3% en julio). Según balanza cambiaria, los egresos por importaciones tuvieron un comportamiento muy semejante al registrado por Incomex: 29.1% (25.5% hasta septiembre 3).

Teniendo en cuenta los movimientos de cuentas corrientes autorizadas a los exportadores para finanaciar importaciones y otros gastos externos, los egresos por importaciones durante el primer semestre de 1993 tuvieron un aumento algo mayor, del 32.9%, pero que aún dista mucho del 77.9% reportado por Dian-Dane. Cabría la posibilidad de que la diferencia estuviera explicada por un uso mucho más intensivo de recursos de financiamiento externo no contabilizados en la balanza cambiaria. Sin embargo, la variación absoluta en los saldos de las líneas externas de corto plazo del sistema financiero fue tan solo US$463 millones durante el primer semestre de 1993, que representa un aumento del 36% en el saldo existente en diciembre y daría cuenta tan solo del 8.9% de las importaciones que se efectuaron durante el mismo período.

Combinando el aumento en los giros de importaciones (US$737 millones), los mayores pagos de bienes a través de cuentas corrientes autorizadas (US$108 millones) y la variación en el saldo de las líneas externas de corto plazo durante el semestre (US$523 millones), que son las tres fuentes básicas de pago de las compras externas, puede deducirse un aumento en el valor de las importaciones de US$1,368 millones durante el primer semestre de 1993, que corresponde a una variación porcentual del 46.9%. A menos que haya ocurrido un aumento sin precedentes en los mecanismos no registrados de pago (por ejemplo, con divisas de origen ilegal), no es posible justificar un crecimiento de las compras externas de la magnitud reportada por Dian-Dane.

Por otra parte, desde el punto de vista de los agregados macroeconómicos del producto, el crecimiento del 77.9% en las importaciones es difícil de acomodar. Aceptando la tasa de crecimiento del PIB de 4.9% calculada por Planeación Nacional para el primer semestre de 1993, Anif ha calculado que dicho crecimiento de las importaciones implicaría un crecimiento de la oferta total de bienes nacionales e importados del 14.6%. Deduciendo de esta oferta la destinada a exportaciones, resultaría que la demanda interna creció 16.3% en términos reales. Un crecimiento de esta magnitud no tendría ningún antecedente en Colombia e implicaría que los gastos diferentes al consumo privado tendrían que estar aumentando por encima del 40% en términos reales. Como ya hemos visto, este tipo de sobreestimación aparece en los cálculos de inversión de Planeación, a pesar de que suponen un crecimiento de las importaciones reales del 42.5%, que es mucho menor que el implícito en las estadísticas de Dian-Dane.

La fuerte sobreestimación de las importaciones de esta fuente puede deberse a diversas razones. Debe tenerse en cuenta, en primer lugar, que el país no tenía experiencia hasta ahora en la recolección de este tipo de información a través de la red bancaria.

Aún se desconocen los problemas que pueden estarse generando en la digitación y procesamiento de la información por parte de los bancos, puesto que no ha existido un proceso adecuado de chequeo y depuración posterior de la información por parte de Dian-Dane. En particular, se desconoce la forma como se están procesando las numerosas declaraciones de corrección que han presentado los bancos. No es improbable que ésta sea una fuente de duplicación en las estadísticas. Por otro lado, debe reconocerse que los nuevos procedimientos han acortado los trámites de importación, y con ello el rezago entre el desembarque de las mercancías y el momento de su contabilización, que antes se hacía al terminarse el proceso de nacionalización y ahora al momento de pagar los aranceles. El rezago promedio en los momentos de contabilización puede haberse reducido así entre 30 y 45 días, y este solo elemento explicaría por lo tanto un aumento puramente contable de las importaciones semestrales entre 17% y 25%.

En síntesis, no parece existir fundamento para creer que las compras externas estén aumentando el 77.9%. Toda la información disponible sugiere más bien tasas que a lo sumo podrían llegar al 47% y que en cualquier caso tendrían tendencia a disminuir en los próximos meses.

III. PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA 1993 Y 1994

Con base en la nueva información disponible de desempeño sectorial y comercio exterior, pueden analizarse las proyecciones de crecimiento económico y de balanza de pagos para 1993 y 1994. En el mes de julio Fedesarrollo realizó proyecciones detalladas que fueron publicadas en el documento de Anif y Fedesarrollo, titulado «Previsión Macroeconómica y Sectorial». En dicho documento se encuentra una descripción del modelo de equilibrio general de la economía colombiana utilizado para realizar las proyecciones y una discusión pormenorizada de los supuestos utilizados. Las proyecciones que se presentan a continuación son una revisión de las allí contenidas.

A. Proyecciones para 1993

1. Crecimiento económico

Para el conjunto de la economía se estima un crecimiento de 4.1% en 1993 que contrasta con el 2.3% y el 3.5% observados en 1991 y 1992, respectivamente (Cuadro 1). Se espera que los sectores más dinámicos para este año sean la construcción (9%), los servicios del gobierno (8%), y el resto de servicios modernos, principalmente el sector financiero, con un crecimiento de 7%.

Para el sector agropecuario se estima un crecimiento del 1%, muy influído por la caída prevista en la producción de café pergamino, ya que el resto del sector crecerá 3.1%. Aunque la composición del crecimiento podría cambiar con respecto a estos supuestos, con una menor reducción del café y un crecimiento más lento del resto, el total posiblemente estará muy cerca del 1%.

En el caso de la industria, se estima un crecimiento de 0.2% incluyendo la trilla de café, o de 3.1% al excluirla. El crecimiento resulta muy bajo, como ya había ocurrido en 1992, cuando fue del 0.9%. En este resultado pesan favorablemente los sectores de bienes de capital y aquellos productores de bienes intermedios más estrechamente relacionados con la metalmecánica y con la construcción. Las cifras de crecimiento industrial hasta el mes de junio muestran crecimientos del 4.8% con trilla y del 6.1% sin ella, que son superiores a los aquí previstos. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que estos resultados se refieren a índices de producción bruta, no a valores agregados. Como ocurrió en 1992, el crecimiento del valor agregado estará muy por debajo del correspondiente a la producción física, por dos razones. De una parte, porque los sectores más dinámicos están siendo

Cuadro 3. BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

	1991 Preliminar	1992 Estimado	1993	%	1994	%
I. Cuenta Corriente	2346.6	907.1	-1278.7		-2134.4	
A. Bienes	2959.4	1234.1	-423.7		-830.4	
1. Exportaciones	7507.4	7263.2	7522.7	3.6	8673.4	15.3
Café	13223.6	1258.9	1151.9	-8.5	1260.0	9.4
Petróleo y derivados	1460.5	1395.6	1443.1	3.4	1909.7	32.3
Carbón	630.2	555.4	530.1	-4.6	592.8	11.8
Resto de minerales	552.0	488.6	462.2	-5.4	566.2	22.5
No tradicionales	3541.1	3564.7	3935.4	10.4	4344.7	10.4
2. Importaciones	4548.0	6029.1	7946.4	31.8	9503.8	19.6
B. Servicios y transferencias	-612.8	-327.0	-855.0		-1304.0	
II. Cuenta de Capital	-782.0	175.7	1546.8		3489.3	
A. Capital de largo plazo	144.5	336.6	846.8		3339.3	
1. Inversión directa	432.6	740.0	793.8		2056.8	
2. Endeudamiento externo	-369.4	-462.9	-6.5		1344.5	
Sector oficial	-359.0	-677.5	-523.5		1144.5	
Sector privado	-10.4	214.6	517.0		200.0	
3. Otras operaciones	81.3	59.5	59.5		-62.0	
B. Capital de corto plazo	-926.5	-160.9	700.0		150.0	
III. Errores y omisiones	311.3	392.8	0.0		0.0	
IV. Variación reservas brutas	1875.7	1475.6	268.1		1354.9	
V. Saldo reservas brutas	6572.5	8048.1	8316.2		9671.1	
VI. Pasivos C. Plazo Banco República	152.3	25.7	20.2		20.2	
VII. Saldo reservas netas	6420.2	8022.4	8296.0		9650.9	
VIII. Variación reservas netas	1919.0	1602.2	273.6		1354.9	

Fuente: Banco de la República y proyecciones Fedesarrollo.

aquéllos con menores coeficientes de valor agregado, en tanto que se están presentando caídas en los subsectores con mayor componente de valor agregado. De otro lado, porque como resultado de la apertura algunos procesos de producción industrial se han acortado, al utilizarse un mayor componente de insumos en detrimento del valor agregado. Aparte de estas razones, esperamos que en los meses restantes del año se reduzca la tasa de crecimiento de la producción industrial, que hasta ahora ha estado afectada por la disminución en la actividad industrial que se presentó en algunos meses del primer semestre del año pasado por efecto del racionamiento. En adición, el debilitamiento de los indicadores de demanda e inventarios señalados por los industriales deberían llevar a esperar un ritmo de crecimiento menor al observado hasta ahora.

En relación con los sectores de servicios privados, el crecimiento llega al 7% en el caso de otros servicios modernos, resultado que al reflejar principalmente la actividad del sector financiero está muy influído por la fuerte expansión del crédito observada este año. También se espera un importante dinamismo del comercio, beneficiado por las ventas de automóviles, materiales de construcción y productos importados. El crecimiento del sector transporte será del 4.8% y algo menor el del resto de servicios privados.

Desde el punto de vista de la demanda, en 1993 la inversión será el principal factor de crecimiento, experimentando aumentos cercanos al 20% tanto en el componente público como en el privado.

Comparados con 1992, estos resultados implican una importante aceleración de la inversión pública, y una ligera desaceleración de la privada. El consumo del gobierno será nuevamente un fuerte factor de crecimiento, puesto que crecerá 9%. Conviene mencionar, sin embargo, que el gasto público ha sido objeto en los últimos años de fluctuaciones bastante bruscas y difíciles de predecir. Para el consumo de las familias también se proyecta un cambio de importancia: el crecimiento será 6%, dos puntos porcentuales por encima del año anterior. Las bajas tasas de interés, la amplia disponibilidad de crédito, el abaratamiento de los bienes de consumo suntuario y la redistribución de ingresos del campo hacia la ciudad son algunos de los factores que explican el dinamismo del consumo privado.

Los fuertes aumentos de la demanda interna, calculados en 8.9%, no darán lugar a un crecimiento semejante del PIB debido al importante crecimiento de las importaciones y la desaceleración de las exportaciones.

2. Balanza comercial

Se estima que en 1993 las exportaciones totales llegarán a US$7,523 millones, 3.6% por encima del año anterior (Cuadro 3). Se proyectan caídas en las ventas externas de café (-8.5%), carbón (-4.6%) y resto de minerales (-5.4%) y aumentos en las exportaciones de petróleo y derivados (3.4%) y en el conjunto de las no tradicionales (10.4%). Con base en las variaciones de precios supuestas, el crecimiento implícito del volumen de las exportaciones menores es de aproximadamente 4.8%.

El valor de las importaciones para 1993 se estima en US$7,946 millones, 31.8% más que en 1992. De esta forma, la balanza comercial tendrá un saldo negativo por primera vez desde 1984, al registrar un déficit de US$424 millones. Esta cifra implica un deterioro del balance comercial por valor de US$1,658 millones en relación con el año anterior.

3. Balanza corriente y de capital

La balanza en cuenta corriente fue superavitaria entre 1990 y 1992 en montos entre US$543 y US$2,347 millones, según fuentes oficiales. En 1993 se tendrá una situación de déficit, que Fedesarrollo calcula en US$1,279 millones, como resultado del déficit comercial ya comentado y de un saldo también negativo, por US$855 millones en las operaciones de servicios y transferencias. Como porcentaje del PIB, el déficit esperado de cuenta corriente representa el 2.3%, lo cual significa un cambio muy apreciable frente al superávit de 1991, que representó el 5.1% del PIB. Aunque estos resultados reflejan los efectos esperados de la apertura y de la revaluación, debe tenerse en cuenta que el superávit de cuenta corriente de años anteriores estaba fuertemente influido por entradas de capitales que pasaban encubiertas como operaciones de tipo corriente.

De otro lado, conviene tener presente que nuestros estimativos del déficit corriente de la balanza de pagos están basados en un estimativo conservador de crecimiento de las importaciones, debido a las razones comentadas en la sección sobre comercio exterior. Sin embargo, la ausencia de cifras confiables sobre las importaciones efectivas exige

una actitud de cautela con respecto a estas y otras proyecciones. Si, por ejemplo, el crecimiento de las importaciones fuera no del 31.8% sino del orden de 50%, como se cree en los círculos oficiales, entonces el déficit de la cuenta corriente se acercaría a los US$2,400 millones, que representan el 4.2% del PIB.

A pesar del fuerte deterioro de la cuenta corriente, no existe el temor de que pueda presentarse una disminución en la posición de reservas internacionales del país en 1993. Esto se debe a que la cuenta de capitales será ampliamente superavitaria como resultado principalmente de las inversiones directas (estimadas en US$793.8 millones por Planeación Nacional) y del mayor financiamiento de corto plazo relacionado directamente con el crecimiento de las importaciones (que Fedesarrollo estima en US$700 millones netos).

B. Proyecciones para 1994

Aun existen demasiados elementos de incertidumbre para predecir con confianza el próximo año. En esta sección se presentan, sin embargo, con algunas revisiones menores, los resultados de proyección que aparecen analizadas en mayor detalle en el documento ya citado de "Previsión Macroeconómica y Sectorial". Cabe señalar que, en dicho documento, se analiza la sensibilidad de las proyecciones a los principales factores de incertidumbre para el año 1994, incluyendo la reforma a la seguridad social, el ritmo de devaluación y el ajuste del salario mínimo.

1. Supuestos básicos

Cabe mencionar los principales supuestos en que se basan los resultados:

- devaluación nominal promedio de la tasa de cambio de mercado del 12%;

- aumento conjunto de las cotizaciones de pensiones y salud de 5.3 puntos efectivos para el conjunto de los sectores público y privado, como resultado de la reforma a la seguridad social;

- ajuste del salario mínimo del 20% (antes del aumento en la cotización de seguridad social a su cargo).

- aumento del consumo del gobierno del 6% en términos reales y de la inversión pública del 18%, incluyendo en esta cifra los gastos de inversión de Ecopetrol para el desarrollo de Cusiana.

- crecimiento de la inversión privada en maquinaria y equipo del 7.5% y de la inversión privada en construcción del 7%. En adición a estas cifras, el total de inversión privada incluye la que tienen programada las empresas petroleras asociadas para el desarrollo de Cusiana en 1994.

2. Resultados de las proyecciones para 1994

a. Crecimiento económico

Dados los supuestos mencionados, en particular la reforma de la seguridad social, se espera un crecimiento de sólo 3.2% en 1994. El continuado incremento de las importaciones, la reducción de la tasa de cambio real y la mayor carga salarial por efecto de la reforma de la seguridad social afectarán la actividad de los sectores productivos urbanos. De esta manera, la industria (sin trilla de café) crecerá tan solo 0.3% y los servicios privados distintos al comercio y al transporte aumentarán a lo sumo 1.8%. Los únicos sectores urbanos para los cuales se esperan tasas de crecimiento elevadas son los servicios del gobierno (5.0%) y la construcción (13.3%). Este sector comprende tanto la construcción privada como las obras públicas y, por consiguiente, está influído por las inversiones para el desarrollo de Cusiana. En cuanto a las actividades rurales se espera un crecimiento de la producción agropecuaria de 2.5% (1.7% sin incluir café).

Visto desde el ángulo de la composición de la demanda, el factor de crecimiento más dinámico será la inversión de Cusiana, tanto en su componente privado como en el realizado por Ecopetrol. En consecuencia, se prevé un aumento de 18% en la inversión pública y de 12% en la privada. En contraste, la elevación de los costos salariales disminuirá los ingresos reales de las familias, dando como resultado un aumento del consumo privado de sólo 2.2%. Si bien el consumo del sector público aumentará cerca de 6%, su dinamismo será menor que en 1993. Habrá una ligera recuperación en el volumen de las exportaciones totales, el cual sin embargo se verá más que contrarrestado por el dinamismo de las importaciones.

b. Balanza comercial

Para 1994 Fedesarrollo estima un déficit de la balanza comercial por valor de US$830, equivalentes al 1.4% del PIB. Como ya se señaló en relación con los resultados de 1993, el comportamiento de las importaciones es el principal elemento de incertidumbre de esta proyección. Fedesarrollo proyecta un crecimiento cercano al 20% en las importaciones de 1994, que no difiere sustancialmente de lo que esperan otros analistas. Sin embargo, nuestro crecimiento está basado en un monto sustancialmente menor de importaciones en el año 1993. No puede descartarse así que el déficit comercial sea mayor que el proyectado por nosotros hasta en 2 puntos del PIB.

Considerando el déficit de la balanza de servicios y transferencias, estimado en US$1,304 millones, puede proyectarse un déficit de la cuenta corriente de US$2,134 millones, equivalentes al 3.5% del PIB. Con estimativos más altos de importaciones, este déficit podría elevarse también en 2 puntos del PIB.

Tampoco para 1994 cabe predecir una reducción en las reservas internacionales. Planeación espera que la inversión privada directa llegue a US$2,057 millones, en razón del desarrollo de los proyectos petroleros y el buen desempeño de las inversiones destinadas a otros sectores. También se esperan recursos netos de endeudamiento externo para el sector público por US$1,144 millones, dejando así cubierto el déficit de la cuenta corriente (incluso bajo un supuesto de altas importaciones).

No obstante, el fuerte deterioro de la cuenta corriente y la mayor utilización de recursos de financiamiento externo ponen al país en una situación vulnerable para los próximos años, cuando aún serán moderados los ingresos adicionales netos de las nuevas producciones petroleras.

IV. LA CRISIS DEL SECTOR AGROPECUARIO

A. Actividad productiva

1. Desempeño en 1992

Durante 1992 el PIB agropecuario registró un pobre desempeño, cuyo crecimiento según las cifras oficiales fue de -0.9%. En este resultado se combinan el virtual estancamiento de las producciones cafetera y pecuaria (-0.4 y 0.3%, respectivamente), y un deterioro más pronunciado del sector agrícola no cafetero (-2.8%).

Detrás de la disminución de la producción del sector agrícola no cafetero existen a su vez dos tendencias opuestas: una caída de la producción de 11.9% en los cultivos semestrales y un aumento del 9.5% en el valor de la producción de los cultivos permanentes. La importante contracción de los cultivos semestrales es consecuencia de la disminución del área sembrada de productos importables como soya (-50.4%), cebada (-45.3%), trigo (-19.9%), maíz (-17,1%) y algodón (-26.0%), este último exportable. Por su parte, el dinamismo de los cultivos permanentes es explicado por el crecimiento en la producción de caña de azúcar

(16.9%), flores (16.5%), plátano (11.7%), yuca (11.6%) y banano de exportación (10.0%)[1].

El sector pecuario estuvo impulsado por las actividades porcícola y avícola, que sustituyeron parcialmente el consumo de carne de res, por el fuerte aumento de su precio. La disminución en la producción de bovinos se debió a que la ganadería estaba en fase de retención y a la agudización del problema de la violencia rural.

2. Proyecciones para 1993

Recientemente, el Ministerio de Agricultura y los gremios de la actividad agropecuaria dieron a conocer sus proyecciones sobre el crecimiento del sector agrícola no cafetero para 1993.

En cuanto al área cosechada, tanto las cifras oficiales como las de la Sociedad de Agricultores de Colombia (SAC) prevén una disminución, equivalente a 0.5% para el Ministerio (18,019 has.) y a 1.8% para el gremio (60,557 has.). El resultado oficial combina un aumento del área de cultivos transitorios de 0.5% y una disminución de los permanentes de 2.1%, en tanto que la cifra de la SAC conjuga una disminución en el área de ambos tipos de cultivos: 1.1% para transitorios y 2.9% para permanentes (Cuadro 4).

Por el contrario, marcados aumentos en productividad causados por las mejores condiciones climáticas conducen a ambas fuentes a proyectar incrementos en el volumen producido, equivalentes a 2.2% para la SAC y 3.4% para el gobierno. Se esperan incrementos entre 5 y 7% en la producción de cultivos semestrales, a la vez que se proyecta un pobre desempeño de los anuales, que crecerían 0.2% según la SAC y 1.2% según el Ministerio de Agricultura (ver Cuadro 9 de Indicadores de Coyuntura).

Las diferencias en las proyecciones de área cultivada se explican principalmente por las estimaciones de la superficie arrocera, que representa el 20.6% del área sembrada en cultivos transitorios. Según el Ministerio ésta crecerá 0.9% durante el presente año, mientras que la SAC proyecta una caída de 11.4%, cifra cercana a la que reporta la Bolsa Nacional Agropecuaria. Otras divergencias importantes entre las proyecciones de área cultivada de las dos fuentes se encuentran en cebada, soya y trigo. Estas diferencias se reflejan en las proyecciones de producción, que resultan de aplicar a las áreas un coeficiente de productividad. Aparte de las divergencias mencionadas, las menores tasas de crecimiento de la producción proyectadas por el gremio, se explican por un menor rendimiento supuesto para la caña de azúcar y la cebada.

En cuanto al desempeño de los diferentes productos, en los transitorios sobresale el crecimiento en el área cultivada de maíz (93,279 has. según el Ministerio de Agricultura, aunque sólo 14,180 has. según la Bolsa Agropecuaria), papa (28,073 has.), trigo (10,618 has.), soya (según Bolsa Agropecuaria 14,027 has.) y arroz (hasta 40,000 has.). Decaimientos importantes se reportan en las áreas cultivadas de algodón (alrededor de 100,000 has.), sorgo (entre 30,000 y 35,000 has.) y hortalizas (16,115 has.). Estas tendencias se mantienen en las proyecciones de producción de estos cultivos.

Por otra parte, las áreas de los cultivos permanentes cambian menos drásticamente por ser inversiones de largo plazo. No se proyectan incrementos sustanciales en ninguno de estos cultivos, aunque sí algunas disminuciones de importancia en frutales (16,673 has.), yuca (entre 8,082 y 18,100 has.) y cacao (11,693 has.).

Respecto a la producción de café, se espera una disminución cercana al 12% con una cosecha de

[1] El detalle por productos y grupos de cultivos proviene de Jaramillo, C.F. y Leibovich J. «Comportamiento del Sector Agropecuario Durante 1992», DNP y Ministerio de Hacienda, mimeo, marzo de 1993. Es importante observar que las cifras oficiales del DANE se refieren a valores agregados, no a valores brutos de producción, como sí es el caso de Planeación.

Cuadro 4. PROYECCIONES DE SUPERFICIE AGRICOLA NO CAFETERA COSECHADA 1993 (Hectáreas)

	Ministerio de Agricultura				Sociedad de Agricultores de Colombia			
	1992	1993	Variación absoluta	%	1992	1993	Variación absoluta	%
TOTAL AGRICULTURA	3,393,441	3,375,422	-18.019	-0.53	3,294,333	3,233,776	-60,557	-1,84
(A) Cultivos semestrales	2,062,394	2,072,289	9,895	0.48	1,972,305	1,950,647	-21,658	-1.10
Ajonjolí	5,855	9,662	3,807	65.02	5,855	9,662	3,807	65.02
Algodón	209,566	110,537	-99,029	-47.25	211,701	106,850	-104,851	-49.53
Arroz total	423,571	427,155	3,584	0.85	343,016	303,836	-39,180	-11.42
Cebada	33,414	40,867	7,453	22.31	39,610	41,790	2,180	5.50
Fríjol	126,995	135,583	8,588	6.76	126,995	135,583	8,588	6.76
Maíz total	695,656	788,935	93,279	13.41	695,656	788,925	93,269	13.41
Maní	3,265	7,085	3,820	117.00	3,265	7,085	3,820	117.00
Papa	146,568	174,641	28,073	19.15	146,568	174,641	28,073	19.15
Sorgo	245,005	209,263	-35,742	-14.59	239,197	209,227	-29,970	-12.53
Soya	49,357	49,596	239	0.48	41,810	55,837	14,027	33.55
Tabaco rubio	5,826	7,185	1,359	23.33	5,826	7,185	1,359	23.33
Trigo	43,008	53,626	10,618	24.69	38,448	51,862	13,414	34.89
Hortalizas	74,145	58,030	-16.115	-21,73	74,145	58,060	-16.085	-21,69
(B) Cultivos permanentes	1,331,047	1,303,133	-27,914	-2.10	1,322,028	1,283,129	-38,899	-2.94
Arracacha	8,928	5,088	-3,840	-43.01	8,928	5,088	-3,840	-43.01
Banano de exportación	41,085	42,745	1,660	4.04	41,085	42,745	1,660	4.04
Cacao	119,688	107,995	-11,693	-9.77	119,688	107,995	-11,693	-9.77
Caña de azúcar	142,224	148,830	6,606	4.64	127,613	135,074	7,461	5.85
Caña de panela	191,918	190,339	-1,579	-0.82	191,918	190,339	-1,579	-0.82
Caña de miel	4,898	6,538	1,640	33.48	n,d,	n,d,	n,d,	n,d,
Coco	9,654	6,834	-2,820	-29.21	9,654	6,834	-2,820	-29.21
Fique	14,663	15,310	647	4.41	14,663	15,310	647	4.41
Ñame	6,761	8,419	1,658	24.52	6,761	8,419	1,658	24.52
Palma africana	108,510	114,271	5,761	5.31	109,000	114,561	5,561	5.10
Plátano	379,678	377,051	-2,627	-0.69	379,678	377,051	-2,627	-0.69
Tabaco negro	9,670	11,098	1,428	14.77	9,670	11,098	1,428	14.77
Yuca	181,256	173,174	-8,082	-4.46	191,256	173,174	-18,082	-9.45
Frutales	112,114	95,441	-16,673	-14.87	112,114	95,441	-16,673	-14.87

Fuente: Fedesarrollo con cifras del Ministerio de Agricultura y de la Sociedad de Agricultores de Colombia.

aproximadamente 14.2 millones de sacos. Dicha tasa de decrecimiento corresponde a la observada en la producción registrada hasta el mes de agosto. Según el Centro de Estudios Agrícolas y Ganaderos (Cega), se calcula que este año se habrán erradicado 40,000 has., en su mayoría de café tecnificado, lo cual explica parte de la reducción de la producción. En este resultado también contribuyen el envejecimiento de los árboles, la bienalidad, la difusión de la broca y los menores niveles de precio interno.

Por otra parte, se espera un incremento en la oferta de ganado vacuno por la terminación de la fase de retención, lo cual, según Cega, se reflejará en un aumento del PIB de esta actividad de 2.4%. También se proyecta un repunte del sector lechero, que se prevé crezca 3.8% debido a la normalización del régimen de lluvias. Se espera un crecimiento del 7.7% para el sector avícola y 3.3% para el porcino. De ser así, la tasa de crecimiento para el sector pecuario sería 3.6% para este año.

B. Comercio exterior

En 1992, las cantidades importadas de productos agropecuarios aumentaron 75%. Este incremento se concentró en trigo y cebada, cultivos que actualmente no son competitivos, y maíz, para compensar la caída de la producción nacional y satisfacer las necesidades crecientes de la industria avícola.

Este año, estas compras se han estabilizado. Los datos de sobordos (documentos de movilización de mercancías en los puertos) indican que en el primer semestre de este año se trajeron al país 917,205 tons. de productos agropecuarios, volumen que representa un incremento de 6.3% sobre las importaciones del mismo período del año anterior. Se observan aumentos importantes en las compras externas de aceite y harina de soya (9,568 y 43,850 tons., respectivamente), algodón (10,501 tons.), cebada (7,142 tons.), lentejas (4,687 tons.), carne de pollo (4,990 toneladas) y leche (1,643 tons.). Las principales disminuciones se encuentran en arroz, con una caída de 25,000 tons. debido a las importaciones que el Idema realizó a principios de año pasado, y maíz y sus derivados que cayeron en más de 20,000 tons.; fríjol, lo hizo en 14,424 tons.

Por su parte, las exportaciones agropecuarias aumentaron en 1992 5.5% en volumen y 5.8% en valor, comportamiento favorable comparado con los crecimientos de las exportaciones totales. El dinamismo de las cantidades exportadas fue ampliamente rebasado este año, ya que las cifras del Dane muestran que entre enero y mayo los volúmenes de exportaciones de productos agropecuarios y agroindustriales aumentaron 17.7%, aunque por la recesión internacional, en valor se redujeron 8.1%. El incremento de las cantidades exportadas se explica casi en su totalidad por un aumento del 93% en el rubro de azúcar y productos de confitería y del 25% en el de frutas - principalmente banano- ya que la mayoría de los otros rubros disminuyeron. Los respectivos aumentos porcentuales en el valor de estas exportaciones fueron menores por una disminución de los precios internacionales de los bienes en cuestión.

C. Precios de productos e insumos

Después de que en 1992 los precios de los productos agropecuarios jalonaron la inflación en términos tanto del IPC como del IPP, en 1993 ha sucedido lo contrario. Además, ha continuado la tendencia decreciente de los precios internacionales. Paralelamente este año se ha dado un rápido incremento en los precios de los insumos agrícolas, después de que el año pasado decrecieron por efecto de la apertura económica. Estos hechos, combinados con la pobre evolución de la producción agropecuaria, resultan en una caída importante en los ingresos netos del sector desde 1990.

1. Precios al consumidor

El ritmo de aumento de los precios de los productos agropecuarios ha caído en forma sostenida desde julio del año pasado, jalonando hacia abajo el ritmo de inflación. La variación acumulada de agosto a agosto del Indice de Precios al Consumidor (IPC) para productos agropecuarios fue de 9.9% en tanto que el IPC total aumentó 21.1%. Los incrementos correspondientes a igual período del año anterior fueron 33.9% para productos agropecuarios y 27.7% para el total, lo cual indica la importante contribución que ha realizado el

sector agropecuario a la reciente disminución de la inflación.

Aparte de los productos agrícolas procesados que mantuvieron el ritmo de crecimiento de sus precios en cerca del 16.6%, los demás grupos de productos agropecuarios aportaron significativamente al favorable resultado mencionado. Tomando la variación acumulada de agosto a agosto, la reducción más notable se registró en los productos agropecuarios sin procesar, que después de aumentar 40.5% entre 1991 y 1992, aumentaron 1.5% un año más tarde. Esta reducción fue causada fundamentalmente por el plátano, la papa y otros tubérculos, cuyos precios se redujeron 10.4% en dicho período. Como se mencionó anteriormente, este hecho puede atribuirse a las mejores cosechas obtenidas durante este año como consecuencia de la normalización del régimen de lluvias.

Los productos avícolas y ganaderos procesados también desaceleraron fuertemente el crecimiento de sus precios, al pasar de 42.2% entre agosto de 1991 y agosto de 1992, a 9.6% en el período siguiente. En este resultado se combinan el aumento de la oferta de ganado y el dinamismo de la producción avícola. La mayor disponibilidad de reses se debió a la terminación de la fase de retención del ciclo ganadero y a las menores exportaciones a Venezuela. El aumento de la oferta de leche se dio por la normalización de las lluvias y por las importaciones procedentes especialmente de Ecuador.

2. Precios al productor

Estas mismas tendencias se reflejaron en la evolución del componente agropecuario del Indice de Precios al Productor (IPP), que aumentó 5.82% en los últimos 12 meses a partir de agosto de 1992 mientras el total lo hizo en 12.46%. En este moderado aumento de los precios agropecuarios se combinan una disminución de 6% en los precios de los productos importados, un aumento de 6.1% en los de los bienes producidos y consumidos internamente y un incremento de 20.5% en los de los productos exportados por el reciente repunte de los precios del café.

Vale la pena mencionar que el precio interno del café para el promedio de este año es, en términos reales, 15.8% inferior al del año pasado, lo cual combinado con la disminución proyectada para la cosecha resulta en una caída del 26.2% en el ingreso cafetero real.

3. Precios mínimos de garantía

Desde 1990, los precios de compra del Idema vienen experimentando una caída permanente, a raíz del desmonte de la política de oferta selectiva que mantuvo los precios de sustentación sustancialmente por encima de los internacionales. Esta tendencia se ha mantenido plenamente en 1993 (Gráfico 1).

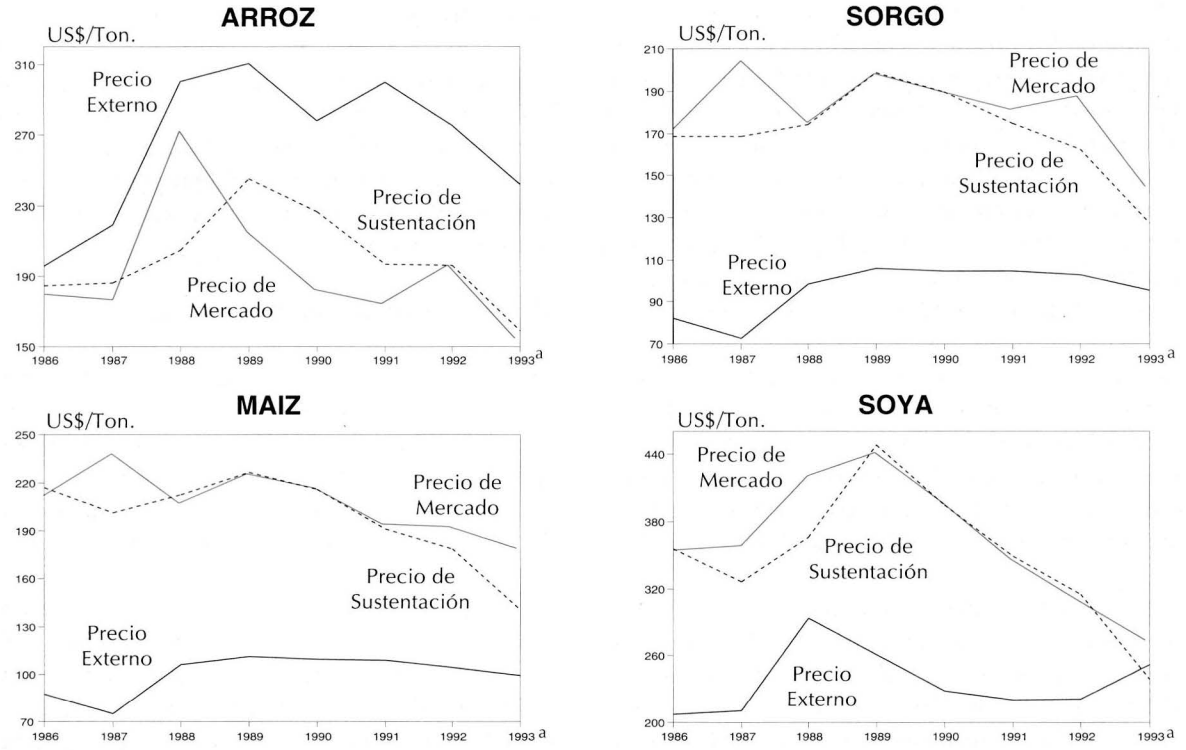
El precio mínimo de garantía promedio para 1993 es 10.1% menor al de 1992 en el caso de la soya, 6.5% en el del sorgo, 5.8% en el del maíz, 2.5% en el del arroz y 11.5 en el del ajonjolí. El único precio que aumentó en términos reales fue el del fríjol, con 5.3%.

Las disminuciones reales acumuladas entre 1989 y 1993 son: 45.2% para la soya, 35.7% para el maíz, 35% para el sorgo, 34% para el arroz y 33.9% para el ajonjolí.

4. Precios externos

Durante 1993 ha continuado la tendencia decreciente de los precios internacionales de los productos agrícolas observada desde 1990. Entre junio del presente año e igual mes del año anterior las cotizaciones del arroz decrecieron 22.1%, en el caso de la cebada 12.8%, en maíz amarillo 15.3% y en el caso del trigo 14.8%. Estas caídas han sido atenuadas por la frecuente aplicación del arancel variable de la franja de precios desde el año pasado.

Gráfico 1. PRECIOS EXTERNO, DE SUSTENTACION Y DE MERCADO DE ALGUNOS PRODUCTOS AGRICOLAS



[a] Promedio hasta junio para precio de mercado y precio externo. Promedio del año para precio de sustentación.
Fuente: Ministerio de Agricultura, IDEMA y Unidad de Desarrollo Agrario - DNP.

Como puede deducirse de las cifras ya mencionadas sobre evolución de las exportaciones, los precios de los productos agropecuarios exportados por Colombia en los cinco primeros meses de este año fueron sustancialmente inferiores a los que rigieron en igual período del año pasado. El único que ha experimentado un alza sustancial es el del café, que en agosto se situó en US$0.85 por libra, un 50% más alto que en igual mes de 1992.

4. Precios de insumos

Por el contrario, los precios de los principales insumos de la actividad agrícola han subido más que el IPP total. Los abonos y plaguicidas aumentaron 22.4% respecto a agosto del año pasado, jalonados principalmente por matamalezas y herbicidas producidos y consumidos en el país (32.6%) e insecticidas y funguicidas locales (31.5%). Por su parte, los precios de la maquinaria agrícola aumentaron 15.9% (Cuadro 5).

La combinación de una disminución de precios al productor de los bienes agropecuarios, el consecuente pobre desempeño de la producción y la reciente alza de los precios reales de los insumos, ha dado como resutado una fuerte caída de los ingresos rurales en lo corrido de esta década. El Banco Mundial[2] ha estimado que entre 1990 y 1992 la brecha de ingresos entre los sectores urbano y rural se deterioró cerca de 26%, por efecto de un

[2] World Bank, «Colombia: Poverty Assesment», Cap. 5, mimeo, agosto de 1993.

Cuadro 5. EVOLUCION DE LOS PRECIOS DE ALGUNOS INSUMOS AGRICOLAS (Tasa de crecimiento de agosto a agosto)

	1992/91	1993/92
Abonos y plaguicidas	17.35	22.35
Producidos y consumidos		
Abonos y fertilizantes	13.99	7.81
Insecticidas y fungicidas	21.9	31.54
Matamalezas y herbicidas	14.32	32.61
Insecticidas de uso doméstico	20.26	22.34
Exportados		
Fungicidas	20.5	13.01
Herbicidas	20.74	22.16
Insecticidas	21.53	12.17
Importados		
Insecticidas	18.18	23.79
Fungicidas	19.2	18.73
Herbicidas	24.25	17.96
Abonos compuestos	15.49	12.6
Maquinaria agrícola	10.8	15.92
Total IPP	19.92	12.46

Fuente: Banco de la República, Indice de Precios al Productor.

incremento del 11% en los ingresos urbanos y una disminución de 15% en los rurales. Según este estudio, los factores que incidieron más fuertemente en la disminución de los ingresos del campo fueron la disminución de los precios de compra del Idema y la liberación de los inventarios de esta institución. Sin embargo, como señala el estudio, los altos precios de sustentación no eran un mecanismo eficaz para mejorar la distribución del ingreso, pues no iban dirigidos a los segmentos más pobres del campo.

D. Financiamiento del sector agropecuario

Los problemas financieros que ha venido afrontando la Caja Agraria desde 1991 han disminuido la disponibilidad de crédito para actividades agropecuarias en zonas apartadas del país. Esta crisis se reflejó en que la cartera agropecuaria de esta entidad creció a tasas nominales muy pobres durante los últimos años: 2.8% en 1991 y 14.4% en 1992. Sin embargo, este hecho fue compensado con incrementos en la cartera agropecuaria de otros intermediarios financieros, de 41% para 1991 y 34.6% para 1992. El resultado fue un incremento del 25% en el finaciamiento del sector, lo que en términos reales representa un estancamiento del crédito agropecuario.

En los primeros seis meses de 1993, los préstamos de Finagro, entidad que redescuenta los créditos del sector agropecuario, disminuyeron 4.2% en términos reales. La reducción se concentró en las asignaciones a pequeños productores, las cuales cayeron 17%, como consecuencia principalmente de la crisis de la Caja Agraria y de la menor rentabilidad de sus cultivos. Entre los productos transitorios cuya financiación en términos de área sufrió las disminuciones más notables se encuentran varios de economía campesina como tabaco negro (-82.5%), cebada (-76.2%), trigo (-60.8%) y ajonjolí (-48.3%).

La mitad de los créditos asignados financiaron inversión, los cuales respecto a igual período del año anterior aumentaron 21.8% en términos reales. Estos recursos tienen como destino la compra de animales, en sustitución de la producción agrícola.

E. Medidas del gobierno

A partir del último trimestre del año pasado, el gobierno ha adoptado una serie de medidas para apoyar al sector agropecuario. Entre ellas se destaca la decisión de refinanciar las deudas a los productores de café, banano, algodón, arroz, sorgo, maíz, cebada, trigo, maracuyá, tabaco negro y plátano. Para este fin, se cuenta con $114,000 millones, recursos que dan una capacidad de refinanciar deudas cercana al 70% de la cartera

vencida del sector agropecuario excluyendo el banano[3]. Adicionalmente, el Congreso de la República aprobó la apropiación de $140.000 millones para dar apoyo financiero y patrimonial a la Caja Agraria entre 1992 y 1993.

En términos de comercio exterior, se modificaron las franjas de precios estableciendo el sobrearancel para productos sustitutos y derivados en términos ad-valorem y no específicos, para dar una protección adecuada a los productores, y aumentando la protección del sorgo y del maíz amarillo. Segundo, se fijaron precios mínimos de importación para 47 productos agropecuarios con el fin de evitar la subfacturación. Tercero, se disminuyeron los aranceles de los plaguicidas y se eliminaron los de abonos y fertilizantes. Cuarto, se trasladaron al régimen de licencia previa las importaciones de trozos de pollo y aves, y las de leche en todas sus formas. Quinto, se mantuvo el Certificado de Reembolso Tributario (Cert) para los productos agropecuarios y pesqueros. Sexto, se ha avanzado en la armonización de las franjas de precios con el Grupo Andino y se han logrado acuerdos con Venezuela para eliminar algunos de los acuerdos de alcance parcial que afectan de manera negativa la producción colombiana, en especial la de oleaginosas, cereales y azúcar.

En relación con la comercialización interna, se incrementaron los precios mínimos de garantía, especialmente los de los productos netamente importables. Además se prorrogó el convenio de absorción de la cebada y se suscribió uno nuevo para el sorgo; se amplió la presencia del Idema en el mercado nacional tanto en zonas rurales marginales como en algunas de agricultura comercial para los mercados de arroz, algodón y fríjol. Para facilitar la acumulación de inventarios en manos de los productores agropecuarios, se diseñó un sistema de compra de productos con pacto de retracto, en el cual los privados mantendrán la opción de venta de sus productos a un mejor comprador, en cuyo caso el contrato con el Idema quedará automáticamente anulado.

Para reducir los costos de producción, se eliminó la retención en la fuente para transacciones agropecuarias inferiores a $400,000 y para las que se realicen a través de la Bolsa Agropecuaria. Adicionalmente, se asignaron $7,500 millones en el presupuesto de 1994 para mantener las tasas de interés preferenciales que actualmente rigen para el crédito campesino.

También se adoptaron otras medidas crediticias como la puesta en marcha del Fondo Nacional de Garantías para facilitar el acceso al crédito de pequeños productores y proyectos asociativos; se han refinanciado pasivos de los productores más afectados por la crisis, en particular de algodón, arroz, café, sorgo, maíz, cebada, tabaco negro y yuca. Se expidió un decreto reglamentario de la ley de seguro agropecuario que elimina la obligatoriedad de asistencia técnica para acceder al crédito, lográndose la reducción de tres puntos en la tasa de interés efectiva.

Se han tomado medidas sectoriales especiales para apoyar los cultivos de algodón, arroz y seda. Además se está promoviendo un programa de empleo rural. Por último, se han adoptado algunas las medidas de largo plazo que incluyen el fortalecimiento de los programas de transferencia de tecnología y adecuación de tierras.

F. Una visión más amplia de la crisis

El pobre desempeño de la actividad productiva del sector durante los dos últimos años, el permanente deterioro de los precios relativos de productos importables, el aumento de los precios de los insumos durante este año y la disminución del crédito al sector indican un desmejoramiento de las condiciones económicas del agro, tal como lo sostienen los gremios y lo ha reconocido el gobierno.

[3] Mora H., Cortés J., «Efectos de la Apertura Comercial y del Créditos sobre el Sector Agropecuario», Documento DIE-0493-067-5, Banco de la República, 1993.

Es importante puntualizar que esta crisis ha estado particularmente concentrada en los cultivos transitorios importables, aunque en este año se ha comenzado a sentir un deterioro de los permanentes.

Un análisis econométrico relizado por Junguito y Jaramillo[4] señala que la disminución de la producción de los cultivos transitorios importables durante 1992 estuvo causada en orden de importancia por la sequía, los malos precios internacionales, la revaluación cambiaria y la disminución de la protección al sector.

Sin embargo, visto desde una perspectiva más amplia, el deterioro de los cultivos de productos importables es el equivalente a la «destorcida» de una bonanza causada por la política de oferta selectiva, desmontada a partir de 1990 en concondancia con la filosofía del modelo de apertura. Como señalan Jaramillo y Leibovich[5], durante la segunda mitad de la década pasada, la política de devaluación real de la tasa de cambio y el régimen de protección y sustentación de precios jalonaron el crecimiento de los cultivos comercializables. Estos aumentaron su participación en el PIB agropecuario en detrimento de los no comercializables. Particularmente, la producción de productos importables creció entre 1985 y 1990 a tasas superiores al 7%, en gran parte asociadas a una activa política de promoción, protección y sustentación de la producción nacional. Este crecimiento se basó principalmente en incrementos en el área sembrada, ya que la tasa de crecimiento de los rendimientos disminuyó en más del 50% frente al primer quinquenio de la década de los ochenta.

Estas circunstancias, unidas a unos favorables precios internacionales, contribuyeron a mantener el peso relativo de la agricultura colombiana dentro de la economía. A pesar de la tendencia a la baja de la participación del sector agropecuario en el PIB que muestran la gran mayoría de los países en su proceso de crecimiento, en Colombia este sector registró a principios de los noventa una partipación en el PIB similar a la de principios de los ochenta, 22%. Según cifras del Banco Mundial, este peso relativo es ocho puntos porcentuales mayor al promedio de los demás países de ingreso medio, dentro de los que se ubica Colombia.

La introducción del modelo de apertura implicó una fuerte reducción del nivel de protección del sector agropecuario y de las transferencias de recursos públicos que se le otorgaron durante la segunda mitad de los ochenta. A partir de 1989, los precios de sustentación comenzaron a caer, y a fines de 1991, en consistencia con la disminución de los aranceles y con la eliminación de las restricciones cuantitativas a la importación de productos agropecuarios, fueron sustituídos por los precios mínimos de garantía, unos precios de mercado. Este cambio agudizó la tendencia decreciente de los precios de compra del Idema, afectando negativamente la rentabilidad de los principales cultivos transitorios. Un ejercicio realizado con el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo indica que la caída de los precios de sustentación y la disminución de los inventarios del Idema causaron entre 1990 y 1992 una reducción en los precios de los alimentos agrícolas de 15.7%, y del 18.1% para los de agricultura comercial[6]. La disminución de los precios internacionales a partir de 1990 y la revaluación del peso desde 1991 fueron otros factores desfavorables que se unieron a este proceso. Como se mencionó anteriormente, estos hechos contribuyeron a ampliar la brecha entre ingresos urbanos y rurales en 26% en dicho período.

[4] Junguito R. y Jaramillo C.F., «Crisis Agropecuaria y la Política Macroeconómica» en *Debates de Coyuntura Económica*, septiembre de 1993, Fedesarrollo.

[5] Op. Cit.

[6] Banco Mundial, Op. Cit..

G. Necesidad de políticas que apunten a resolver problemas estructurales

Lo que ha hecho particularmente difícil para el sector agropecuario este proceso de ajuste al nuevo modelo, es la carencia de cultivos o actividades productivas rurales alternativas para la utilización de estos recursos y para la generación de ingresos. La investigación tecnológica en Colombia se centró durante mucho tiempo en los cultivos tradicionales y en este momento no puede ofrecer alternativas importantes para ellos. La reciente creación de la Corporación Colombiana para la Investigación y Transferencia de Tecnología Agropecuaria, con amplia participación del sector privado, permitirá que la investigación responda a las necesidades de los agricultores, pero los beneficios de este avance institucional tardarán en ser tangibles para el agro. En este sentido sería interesante estudiar el caso chileno, en el que se logró una fructífera integración entre las entidades públicas, la academia y el sector privado en el proceso de tecnificación del agro. Este es un área en la que tanto el gobierno como sector privado deberán intensificar sus esfuerzos.

La adecuación de tierras, en la que el actual gobierno ha basado su estrategia de desarrollo del campo, es un área complementaria a la investigación tecnológica ya que permite aumentar la productividad y extender las zonas de producción. También es necesario, avanzar en sistema de transferencia de tecnología, iniciativa que ha sido anunciada recientemente por el Ministerio de Agricultura.

En el campo de la comercialización de productos agropecuarios el mayor problema es la carencia de vías de comunicación, energía eléctrica y teléfonos. Sin estos elementos no es posible lograr un desarrollo de los cultivos en los que se supone que tenemos ventajas comparativas, como son los de frutas y hortalizas "exóticas", que requieren de estos servicios por su carácter perecedero.

En el mediano plazo, se vislumbran dos hechos que imponen retos adicionales al sector agropecuario. En primer lugar, la revaluación del peso como consecuencia principalmente de los ingresos de divisas por los hallazgos petroleros de Cusiana y Capiagua, actuará en contra de los ingresos de los productores de bienes comercializables internacionalmente. En segundo lugar, el aumento de las tarifas de seguridad social implicará un encarecimiento relativo de los bienes producidos por los sectores urbanos que irá nuevamente en detrimento de los ingresos reales en el campo. Fedesarrollo ha estimado que para evitar mayores deterioros en el ingreso per cápita rural, en el mediano plazo la productividad agrícola no cafetera tendrá que aumentar 25%, a una tasa anual de aproximadamente 4.6% anual[7]. Este será uno de los principales retos que en materia económica tendrán que afrontar los próximos gobiernos.

V. FIJACION DE PRECIOS Y SALARIOS EN LA INDUSTRIA

En junio de este año, Fedesarrollo realizó una encuesta entre 362 empresas industriales sobre las prácticas de fijación de precios y salarios, y las posibilidades de reducir la inflación mediante acuerdos de concertación. La encuesta fue respondida directamente por los gerentes y, por consiguiente, refleja los criterios de dirección de las empresas.

En primer lugar, se indagó sobre las prácticas de fijación de precios. Se encontró que la periodicidad más común con la que éstos se ajustan es cada seis meses, lo usual en el 45.5% de las empresas. En forma anual ajustan precios el 28.5% y el 11.3% lo hacen con frecuencia por lo menos trimestral. La periodicidad de los ajustes tiende a ser mayor en las empresas más grandes. Sólo un 10.3% de las grandes empresas ajustan precios anualmente; 44.8% optan por los ajustes semestrales y el resto por ajustes aún más frecuentes (Cuadro 6).

[7] Banco Mundial, Op. Cit.

Cuadro 6. CON QUE PERIODICIDAD REAJUSTA USTED SUS PRECIOS DE VENTA PARA EL MERCADO NACIONAL?
(Porcentaje de respuestas)

	Mensual	Trimestral	Semestral	Anual	Otro	Total
TOTAL NACIONAL	2.3	9.0	45.5	28.5	14.7	100.0
SEGUN TAMAÑOS:						
Grandes	10.3	10.3	44.8	10.3	24.1	100.0
Medianas	1.0	8.5	48.5	29.5	12.5	100.0
Pequeñas	0.0	9.4	39.6	37.5	13.5	100.0

Fuente: Fedesarrollo. EOE, módulo especial sobre fijación de precios y salarios en la industria. Agosto 1993.

Se encontró además que los factores más influyentes en la fijación de los precios por parte de las empresas son, en su orden: el costo de las materias primas (53.8%), los costos salariales (14.4%) y los precios de la competencia nacional (13.8%) o extranjera (6.2%). Al momento de fijar precios, las variables de tipo macroeconómico no aparecen como factores decisivos desde el punto de vista de las empresas: sólo un 7.1% consideró que la inflación era la variable más importante para determinar precios, el 3.2% mencionó la situación de la demanda y sólo el 1.5% la devaluación de la tasa de cambio. Por consiguiente, sólo los costos y los precios de la competencia tienen una influencia directa decisiva sobre la inflación de los precios industriales (Cuadro 7).

Dadas estas prácticas de fijación de precios, se consideró de especial interés analizar la estructura de costos de las empresas. Para el total de la muestra, las materias primas nacionales representan el 36% de los costos totales, las materias primas importadas el 21%, los salarios el 19.6%, los costos financieros el 6% y los servicios públicos el 5.4% (Cuadro 8).

El costo salarial resultó más alto para las empresas pequeñas que para las grandes. Por tipo de bien

Cuadro 7. QUE FACTORES TIENE EN CUENTA EN EL MOMENTO DE HACER LOS AJUSTES DE PRECIOS?
(Porcentaje de respuestas)

	Costos salariales	Costos de materias primas	Precios de la competencia		Inflación	Devaluación	Situación de la demanda	Total
			Nacional	Externa				
TOTAL NACIONAL	14.4	53.8	13.8	6.2	7.1	1.5	3.2	100.0
SEGUN TAMAÑOS:								
Grandes	6.8	47.5	16.9	15.3	8.5	1.7	3.4	100.0
Medianas	11.8	55.6	13.9	5.9	7.0	2.1	3.7	100.0
Pequeñas	24.5	54.3	11.7	1.1	6.4	0.0	2.1	100.0

Nota: Este resultado corresponde a la mayor importancia para cada variable.
Fuente: Fedesarrollo. EOE, módulo especial sobre fijación de precios y salarios en la industria. Agosto 1993.

Cuadro 8. PORCENTUALMENTE, CUAL ES APROXIMADAMENTE SU ESTRUCTURA DE COSTOS DE PRODUCCION?
(Porcentajes promedio de todas las respuestas)

	Salarios	Costos financieros	Servicios públicos	Materias primas importadas	Materias primas nacionales	Otros	Total
TOTAL NACIONAL	19.6	6.0	5.4	21.0	36.0	12.1	100.0
SEGUN TAMAÑOS:							
Grandes	13.8	5.0	5.1	26.7	36.3	13.1	100.0
Medianas	19.0	6.2	4.7	23.4	34.7	12.0	100.0
Pequeñas	24.2	6.4	6.9	12.6	38.3	11.6	100.0

Fuente: Fedesarrollo. EOE, módulo especial sobre fijación de precios y salarios en la industria. Agosto de 1993.

producido, el único sector que indicó que los salarios eran el principal componente de sus costos fue el productor de materiales de construcción. Se encontró una gran similitud en la estructura de costos de las empresas exportadoras y las no exportadoras.

Además, se indagó sobre el impacto de una revaluación real en la situación económica de las empresas. A las empresas que exportan parte de su producción se les preguntó acerca de los costos y beneficios de una revaluación real. Los costos son el resultado de recibir menos pesos por sus ventas; los beneficios se derivan de que se abaratan las materias primas importadas que utilizan. En neto, el 51.1% de las 235 empresas exportadoras que contenía la muestra consideró que una revaluación real los perjudicaba, el 25.1% que no los afectaba y el 23.8% que los beneficiaba. Por tamaño de empresas, el porcentaje de perjudicados es 54.9% en el caso de las pequeñas y de 48.8% en el caso de las más grandes. Por sectores de la producción, el porcentaje de afectados negativamente es de 45.9% para quienes producen bienes de capital y de 69.2% para quienes producen materiales de construcción.

A quienes no son exportadores, la lenta devaluación los perjudica porque les hace perder mercado frente a los productos extranjeros, pero los beneficia en la medida en que les reduce costos de producción. Por consiguiente, a las 97 empresas no exportadoras de la muestra se les preguntó si el efecto final era favorable o desfavorable. El 53.6% respondió que se beneficiaba de una lenta devaluación, el 21.6% indicó que se perjudicaba y el 24.7% que no se veía afectado. Por tamaño de empresa, el porcentaje de beneficiados fue 34.4% en el caso de las pequeñas y 64.3% en el caso de las grandes. Por tipo de bien producido, los más beneficiados fueron quienes elaboran bienes de capital; los menos favorecidos aquellos que producen bienes intermedios.

En cuanto a la periodicidad y criterios para negociar salarios, los ajustes anuales resultaron ser la práctica más frecuente en la industria colombiana (88% de las empresas). La mayoría de las empresas restantes efectúan ajustes semestrales (10%). Aunque los ajustes son anuales, muchas empresas negocian salarios por períodos de dos o más años. Entre este grupo, representado en la muestra por 193 empresas, la práctica más común es fijar un porcentaje fijo de ajuste salarial para el segundo año (43% de los casos). También es frecuente ajustar el salario en el segundo año en función de la variación del IPC (32.1% de los casos). Mucho menos usual es basar el ajuste en la variación del

salario mínimo (13%), en el ritmo de devaluación (3.6%) o en otros factores (8.3%).

Dentro de los factores que el conjunto de las empresas industriales tienen en cuenta para fijar regularmente sus salarios, se destacó con el 35.1% de importancia la evolución reciente de la inflación y con el 25.9% el último aumento del salario mínimo. El porcentaje de encuestados que señaló a la inflación reciente como factor primordial es de 53.6% en el caso de las empresas grandes, de 37.5% en el caso de las medianas y de 18.2% en el caso de las pequeñas.

Es interesante observar que sólo el 14% señaló como factor determinante la inflación anunciada por el Gobierno, el 3.3% los aumentos de salarios de la competencia y el 1.2% la devaluación reciente. Es notorio, así, que en materia de fijación de salarios las empresas tienen primordialmente en cuenta dos variables de tipo macroeconómico, como son la inflación y el ajuste del salario mínimo. En cambio, al momento de fijar precios prestan poca atención a las variables macro, y se concentran en sus propios factores de costo o en los precios de la competencia.

Se exploró la posibilidad de la concertación de precios y salarios. El 59.9% de los empresarios respondió que sí aceptarían entrar en un proceso de concertación para fijar precios y salarios, y el restante 40.1% dijo que no. Por tamaño, la concertación le interesa al 55.8% de las empresas grandes y al 64% de las pequeñas. Luego se indagó sobre los criterios que estarían dispuestos a aceptar como base para esa concertación. La mayoría de los empresarios se inclinó por variables macroeconómicas observadas. El 33.3% dijo que aceptaría como base la inflación observada, el 21.2% el ajuste del salario mínimo y el 18.5% la devaluación observada. En contraste, la inflación anunciada sólo resultaría aceptable como base de concertación en el 14.7% de los casos y la devaluación anunciada en el 7.3% de los casos (Cuadro 9).

Por consiguiente, los industriales estarían dispuestos a modificar sus prácticas de fijación de precios y salarios para tener más en cuenta el comportamiento observado de algunos precios de tipo macro: inflación, tasa de cambio o salario mínimo. Paradójicamente, esto podría conducir no a desmontar sino a reforzar las prácticas de indización, que constituyen, en fin de cuentas, el espinazo de la inflación. Los industriales no parecen aún estar dispuestos a aceptar los anuncios oficiales como criterio para reducir los ajustes de precios y dominar la inflación.

Cuadro 9. EN UNA CONCERTACION NACIONAL DE PRECIOS Y SALARIOS ESTARIA DISPUESTO A FIJAR PRECIOS CON BASE EN:
(Porcentaje de respuestas)

	La inflación observada	La inflación anunciada por el Gobierno	La devaluación observada	La devaluación anunciada por el Gobierno	El ajuste del salario mínimo	Otro	Total
TOTAL NACIONAL	33.3	14.7	18.5	7.3	21.2	4.9	100.0
SEGUN TAMAÑOS:							
Grandes	34.0	19.1	19.1	10.6	9.6	7.4	100.0
Medianas	35.1	14.0	18.7	6.7	21.1	4.3	100.0
Pequeñas	29.4	13.1	17.6	6.5	28.8	4.6	100.0

Fuente: Fedesarrollo. EOE, módulo especial sobre fijación de precios y salarios en la industria. Agosto de 1993.

LA BOLSA DE BOGOTA CONVOCA AL

5º PREMIO

NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES "BOLSA DE BOGOTA"

PARA TRABAJOS, ENSAYOS O ESTUDIOS QUE CONTRIBUYAN AL FOMENTO DEL MERCADO DE VALORES CON POSIBILIDADES DE APLICACION PRACTICA EN COLOMBIA.

TEMA

SEGUNDO MERCADO O MERCADO BALCON EN COLOMBIA

Como hacer asequible el Mercado de Valores a las pequeñas y medianas empresas

La Bolsa de Bogotá premiará los mejores trabajos así:
* Primer lugar: $ 3'000.000.oo y la edición de la obra.
* Segundo lugar: $ 1'500.000.oo y mención de honor.
* Tercer lugar: $ 1'000.000.oo y mención de honor.

Cierre: 31 de Marzo de 1994.

Informes: Oficina de Divulgación de la Bolsa de Bogotá.
Carrera 8 No. 13-82 Piso 7 Tels.: 3418054 - 2436501 Ext. 68

BOLSA DE BOGOTA S.A.
65 años

TEMPO

Informes de Actualidad

LECTURAS DE ECONOMIA

36

Enero-julio 1992

Resolución del Ministerio de Gobierno 002650 de 1980
Medellín, No. 36. Enero-julio 1992

Editada por el Departamento de Economía y el
Centro de Investigaciones Económicas -CIE-
Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia

Tabla de contenido

El CIE y los retos de la investigación en esta década
Carlos Eduardo Vélez

Actividad industrial y apertura: los casos de Antioquia y Valle
Jesús A. Botero - Jorge Lotero

Política macroeconómica y desarrollo regional: el caso del sector agropecuario del Occidente colombiano
Remberto Rhenals

La tierra urbana en el portafolio de las fortunas antioqueñas en la primera mitad del siglo XX
Fernando Botero

Crítica al marxismo dogmático de Anwar Shaikh
José Félix Cataño

Las bases del modelo neoclásico
Bernard Guerrien

Valor de la suscripción anual -dos números-

Colombia:	Ordinaria	$3.000
	Estudiantes	$2.000
	(Anexar constancia)	
Exterior:	.....	U.S.$45

Todo pago debe hacerse a nombre de la Universidad de Antioquia-CIE

Correspondencia, canje y suscripciones. LECTURAS DE ECONOMIA Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia Apartado aéreo 1226. Tel. 233 06 90 Medellín Colombia Suramérica.

Si cancela con giro postal o bancario, favor enviarnos por separado un oficio anunciándonos su número y fecha. No se aceptan suscripciones por más de un año.

CENTRO DE INVESTIGACIONES ECONOMICAS
UNIVERSIDAD DE ANTIOQUIA

Economía venezolana

Marcela Corredor Martínez[1]

I. INTRODUCCION

Históricamente Venezuela ha sido sobredependiente del petróleo, en términos del producto, cambiarios y fiscales. El sector petrolero genera el 20% del PIB, el 80% de los ingresos de la balanza comercial y el 70% de los recaudos del fisco. El resultado ha sido una economía inestable: tasas anuales de crecimiento del PIB en los últimos 15 años entre -8.6% y 10.4%, inflación anual desde 6.4% hasta 81%, y fluctuaciones relativas todavía mayores en el tipo de cambio y la tasa de interés real.

El modelo de economía cerrada sustentada en el gasto público, con altos niveles de subsidios, hizo crisis en 1988, y en 1989 se adoptó un modelo de apertura y un Plan de Ajuste Macroeconómico que comprendió estrictas medidas de transición y reformas estructurales.

En el primer año de apertura y ajuste (1989), el producto petrolero cayó 8.6% y el no petrolero 9.4%, mientras la inflación pasó de 35.5% a 81%. En los tres años siguientes de apertura total y sin cambios en la estructura productiva, la economía obtuvo crecimientos de 5.3%, 10.4% y 7.3%. Sin embargo, los primeros seis meses de 1993 muestran una caída del PIB de 2.3% cuando para esta misma época del año pasado el crecimiento era de 8.5%.

El desempeño económico de Venezuela resulta de especial interés para Colombia en tres planos: el primero es el del comercio externo, como oportunidad para ampliar el mercado para los productos colombianos y también como fuente de abastecimiento barato, o de competencia con la producción doméstica. El segundo es la influencia macroeconómica mutua, en la medida en que el ritmo de crecimiento de Venezuela, su tasa de devaluación y su manejo financiero, pueden influir sobre las correspondientes variables en Colombia. Y el tercero es el de las oportunidades de negocios financieros y de especulación, las cuales pueden multiplicarse por la falta de armonización de las políticas económicas, especialmente en materia de tasas de interés y devaluación.

[1] Investigadora de ANIF. Adaptación y ampliación del capítulo Economía venezolana efectuado por ANIF en el estudio de *Previsión Macroeconómica y Sectorial* ANIF - Fedesarrollo de julio de 1993.

II. SECTOR REAL

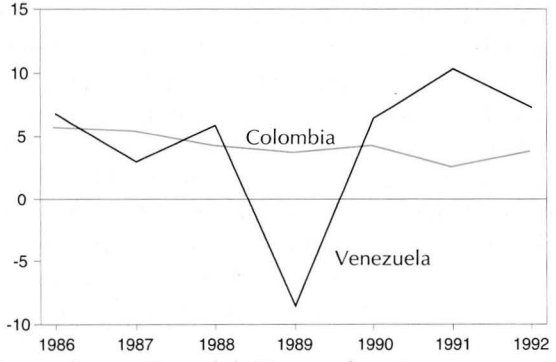
A. Producción y demanda agregada

Históricamente la producción venezolana ha fluctuado en forma muy amplia de un año al siguiente, con profundas caídas absolutas en algunos años y aumentos ocasionales por encima del 10% real (Gráfico 1).

La última depresión absoluta ocurrió en 1989, cuando el gobierno del entonces presidente Carlos Andrés Pérez emprendió un plan de choque para ordenar la economía, reajustando en forma abrupta los precios de los combustibles, eliminando muchos subsidios y efectuando una devaluación nominal de casi 140%. El PIB cayó ese año 8.6%, pero se recuperó en los siguientes en forma vigorosa: en el trienio 1990-1992 el aumento promedio anual fue 8.8%. Cuando se incluye el año 1989 el resultado es bastante menos favorable: entre 1988 y 1992 la tasa promedio anual de crecimiento fue apenas 3.6%.

En 1992, a pesar de una crisis política y de un intenso pesimismo de los agentes productivos, la economía venezolana logró un crecimiento de 7.3%, destacándose el positivo comportamiento del PIB no petrolero, con un crecimiento de 9.5%, en contraste con la caída de 1.9% del sector petrolero. Sin embargo, la producción en 1993 muestra una tendencia contractiva que en el primer trimestre arrojó un crecimiento de tan sólo 0.4% en relación con igual período del año anterior y que se acentúo en los meses posteriores para cerrar el semestre con una caída de 2.3%. Esta reducción en la producción es el resultado de una drástica contracción de 4.2% del PIB no petrolero y el crecimiento del 5% en la actividad petrolera.

Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB
Pocentaje 1986 - 1992



Fuente: Banco Central de Venezuela y Dane.

Ese volátil comportamiento del PIB no es causado en forma exclusiva o siquiera de manera principal por la inestabilidad del gasto público, aunque en los últimos cinco años se encuentran tasas de aumento anual del consumo real del gobierno entre -1.6% y 20.4%, y de la inversión pública entre -18% y 20%. Todavía más volátil es la inversión privada, que cayó 39% en 1989 para aumentar más de 65% real en 1991 y 43% en 1992; su tasa de crecimiento promedio anual entre 1988 y 1992 fue, sin embargo, de apenas 0.6%. La inestabilidad del consumo privado es comparativamente baja, pero de todas maneras extraordinaria para los patrones internacionales: en el mismo período el consumo total creció a tasas entre -7% y 11.1% anual.

En los dos últimos años todos los componentes del gasto agregado aumentaron mucho. Como resultado de ello la demanda agregada interna real creció 15.8% en 1991 y 13.6% en 1992, lo que indujo un excelente comportamiento del PIB: crecimientos anuales de 10.4% y 7.3%. Pese a una política monetaria bastante estricta, ese comportamiento del gasto real mantuvo alta la presión inflacionaria. Sin embargo, el que Venezuela haya logrado evitar en ese período un disparo de la inflación sólo puede explicarse por un gran aumento de las importaciones, reflejado en la línea de importaciones netas del Cuadro 1.

B. Sectores productivos

A nivel sectorial la respuesta de la producción al vigor de la demanda se manifestó, primordial-

Cuadro 1. PRODUCTO INTERNO BRUTO Y GASTO AGREGADO
Variación porcentual

	Part. 1992	1988	1989	1990	1991	1992
VALOR AGREGADO						
1. Agricultura	4.8	4.6	-5.1	-1.8	3.2	2.4
2. Minería	0.7	26.4	-4.3	5.3	-3.6	0.0
3. Petróleo	20.4	8.0	-0.4	13.9	10.3	-1.9
4. Industria Manufacturera	17.5	3.4	-14.6	7.4	10.8	12.1
5. Electricidad y agua	1.7	7.4	1.5	5.1	9.0	7.9
6. Construcción	6.4	7.9	-27.1	7.7	30.8	16.8
7. Comercio. restaurantes y hoteles	14.6	5.4	-15.8	2.1	8.7	17.0
8. Transporte	5.2	8.5	-6.4	4.2	4.7	7.3
9. Sector financiero	13.3	6.6	-6.3	1.8	4.9	8.6
10. Servicios comunales	14.7	5.4	2.0	7.7	8.2	2.7
Servicios del gobierno	8.5	4.6	4.1	7.6	8.1	2.0
Servicios personales	4.8	7.3	-0.6	6.8	9.3	2.7
Servicios no lucrativo	1.4	3.5	-1.3	11.8	4.9	7.0
Menos: intereses	1.5	5.2	-27.3	1.8	12.1	16.8
SUBTOTAL VALOR AGREGADO	97.5	6.2	-7.7	6.6	9.2	6.9
Más: Derechos e Impuestos/Importaciones	2.5	7.7	-24.0	44.3	109.2	24.6
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	5.8	-8.6	6.5	10.4	7.3
GASTO AGREGADO						
1. Consumo privado	59.0	5.0	-7.0	4.7	6.6	11.1
2. Consumo del gobierno	11.0	11.0	0.6	6.5	20.4	-1.6
3. Inversión privada	8.0	3.6	-39.0	-29.0	65.6	43.1
4. Inversión pública	9.0	14.8	-18.7	19.8	10.4	7.3
5. Cambio en inventarios	3.0	53.7	-168.6	-29.0	-155.2	222.0
SUBTOTAL DEMANDA INTERNA	90.0	7.9	-17.6	5.2	15.8	13.6
6. Importaciones netas	10.0	11.5	-82.9	-12.4	12.9	28.5
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	5.8	-8.6	6.5	10.4	7.3

Fuente: Banco Central de Venezuela, Economía Hoy.

mente, en un enorme crecimiento de la construcción (tasa media anual de aumento de 23.6% en el periodo 1990-1992), la industria (11.4%) y el comercio (12.8%). Estos tres sectores lideraron la expansión en 1992 con tasas de 16.8%, 12.1% y 17% respectivamente. La agricultura respondió mucho menos. Actualmente se habla en Venezuela de una profunda crisis agrícola, que tuvo sus años más críticos en 1989 y 1990 pero que en los dos últimos años apenas si ha logrado recuperarse presentando en 1992 un crecimiento de 2.4%.

En el primer semestre de 1993 se observa una desaceleración en los sectores que tradicionalmente han apoyado el crecimiento. En la construc-

ción los indicadores de venta de cemento hasta mayo registran un incremento de 5.2% frente a 20.2% alcanzado en el mismo período de 1992. Este sector se ha visto afectado por la reducción de la inversión pública, el estancamiento de la inversión en infraestructura turística y el alza en las tasas de interés.

La información sobre producción industrial en 1993 se limita a unos cuantos productos básicos, pero es elocuente. Comparando el primer semestre de 1992 y 1993 se encuentra que las ventas de automóviles en unidades cayeron 11%, por pérdida de mercado frente a las importaciones. La producción de aluminio ha caído 15.4% y la de acero 23%.

De otra parte, hace poco se conocieron informes sobre crisis financieras en las industrias productoras de aluminio, en las constructoras de obras públicas y en las ramas industriales de textiles, confecciones y calzado que se han visto seriamente afectadas por la masiva importación de productos asiáticos.

En la actividad comercial las ventas mostraron en el primer semestre una importante contracción en términos reales: -5.4% a nivel mayorista y -1.7% al por menor.

C. Perspectivas para 1993

En vista de la inestabilidad de los componentes de la demanda agregada de Venezuela es alto el margen de error de cualquier predicción del crecimiento del PIB. El año pasado la mayoría de los observadores creía muy difícil que Venezuela excediera un crecimiento de 4.5%, y al final el crecimiento fue superior al 7%.

La mayoría de los factores que influyen la demanda y la oferta sugieren que la producción venezolana terminará el año con un crecimiento muy inferior al promedio de los últimos tres años y que no será posible obtener la meta inicial del 4%. De hecho las últimas proyecciones de Cordiplan estiman un crecimiento de 1% en 1993 y no descartan un retroceso mayor en 1994.

En la actualidad, contra la inversión privada están influyendo las elevadas tasas de interés real y las perspectivas de un aumento de impuestos a los activos empresariales, que está contemplado en la "Ley Habilitante" aprobada por el Congreso. El consumo privado de bienes durables ya ha sido afectado por las elevadas tasas de interés y próximamente lo será por el impuesto a las ventas que también se contempla en esa Ley. El consumo y la inversión pública reflejarán los apremios fiscales, especialmente ante un precio del petróleo que no se ha comportado como lo suponían las proyecciones efectuadas para el Presupuesto Nacional. Sin aumento de los ingresos o recortes del gasto el déficit fiscal podría alcanzar este año 6% del PIB.

A todo eso se suma el deterioro adicional de los términos de intercambio de Venezuela por la fuerte caída de los precios de los metales, especialmente el aluminio, y las dificultades propias de una apertura a las importaciones combinada con revaluación real y altas tasas de interés.

La posibilidad de adoptar medidas de fondo para la solución de la crisis tropieza hoy con la virtual interinidad del actual gobierno venezolano. A mediados de mayo el Presidente Pérez fue enjuiciado por el Congreso por corrupción y retirado del cargo. Su sucesor, el Presidente del Congreso Octavio Lepage, duró en el cargo 10 días, y el Congreso nombró en junio 4 a Ramón J. Velásquez, quien permanecerá en el cargo hasta el 4 de febrero de 1994, cuando lo sucederá un nuevo mandatario elegido democráticamente.

A menos que se moderen las tasas de interés (lo que llevaría a una devaluación apreciable del bolívar) la economía venezolana tiene una alta probabilidad de entrar en una recesión en el futuro inmediato.

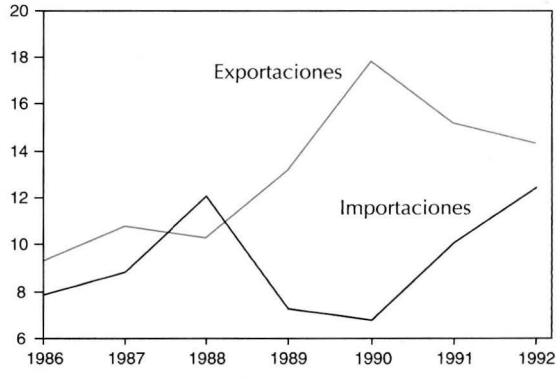
III. SECTOR EXTERNO

A. Evolución reciente

A pesar de los esfuerzos por diversificar sus exportaciones Venezuela sigue siendo muy dependiente de los ingresos del petróleo. En 1990, gracias a las tensiones previas a la guerra del Golfo Pérsico, las exportaciones petroleras pasaron de US$9,862 millones a $13,813 millones. Ese fue también un buen año para las exportaciones no petroleras, que están representadas en casi 50% por metales comunes, especialmente aluminio: esas exportaciones crecieron de US$3,053 millones en 1989 a US$3,631 millones en 1990. Gracias a eso las exportaciones totales alcanzaron en 1990 un récord reciente de US$17,444 millones, y el país gozó de un superávit comercial de US$10,637 millones, más de una quinta parte del PIB (Cuadro 2).

Pero desde entonces las exportaciones de petróleo y las no tradicionales han venido en retroceso: en 1992 las de petróleo fueron apenas US$11,241 millones y las no petroleras US$2,766 millones. En cambio, las importaciones, que fueron apenas de US$6,807 millones en 1990, alcanzaron US$12,400 millones en 1992. El superávit comercial se redujo el año pasado a US$1,607 millones (Gráfico 2).

Gráfico 2. BALANZA COMERCIAL
Miles de millones de dólares 1986 - 1992



Fuente: Banco Central de Venezuela.

Cuadro 2. BALANZA DE PAGOS
Millones de dólares

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Balanza comercial	1,260	1,735	-1,998	5,632	10,637	4,791	1,607
Exportaciones	9,122	10,567	10,082	12,915	17,444	14,892	14,007
Petroleras	7,592	9,054	8,023	9,862	13,813	12,123	11,241
No petroleras	1,530	1,513	2,059	3,053	3,631	2,769	2,766
Importaciones	7,862	8,832	12,080	7,283	6,807	10,101	1,240
Balanza de servicios y transf.	-2,731	-2,860	-3,811	-3,471	-2,358	-3,128	-5,325
Saldo en cuenta corriente	-1,471	-1,125	-5,809	2,161	8,279	1,663	-3,718
Balanza de capital	-1,259	-67	-2,011	-3,414	-4,207	4,086	3,039
Sector Público	-1,098	-569	-267	578	-3,404	1,922	2,671
Sector Privado	-161	502	-661	-2,902	531	3,116	991
Reversando intereses imputados	-1,083	-1,090	-1,334	-952	-623	n.d	n.d
Errores y omisiones	-1,155	316	3,038	2,050	-1,760	-2,566	-449
Creación oficial de reservas	-113	-731	-100	35	13		
Saldo de balanza de pagos	-3,885	-876	-4,895	66	2,212	3,218	-1,115
Reservas a fin de año							
Reservas brutas del BCV	n.d	n.d	6,607	7,546	11,759	14,105	13,010
Reservas netas BCV	n.d	n.d	5,413	5,343	7,396	10,263	9,190

Fuente: Banco Central de Venezuela.

En el primer semestre de 1993 la balanza comercial mostró un superávit 2.3 veces mayor que el registrado en junio de 1992 gracias al efecto combinado del aumento de las exportaciones totales (12%) y un virtual estancamiento de las importaciones (-0.1%). Las exportaciones se vieron favorecidas por el manejo cambiario que mantuvo la competitividad de la producción nacional y por la política de integración comercial que ha ampliado los mercados de exportación, mientras que el estancamiento de las importaciones estuvo asociado con la desaceleración de la producción.

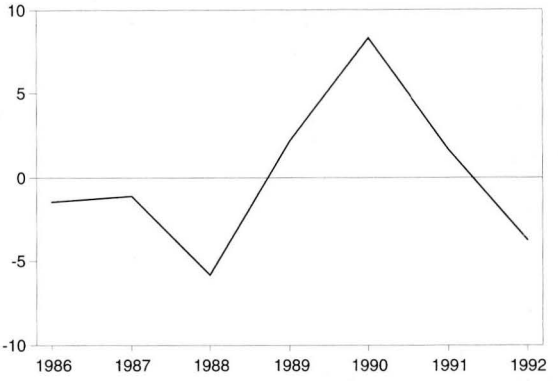
El dinamismo de las exportaciones provino de las no tradicionales, que crecieron 31% en el primer semestre. Los más importantes renglones de exportación fueron los productos vegetales, cemento, químicos, plásticos y material de transporte. Por su parte, las exportaciones petroleras permanecieron inalteradas manteniendo un promedio de 2.1 millones de barriles diarios pese a que el precio externo del petróleo venezolano pasó de un promedio de US$14.14 por barril en el primer semestre de 1992 a US$14.67 en igual período de 1993, esto es un aumento de 53 centavos de dólar por barril.

Venezuela tiene un fuerte déficit en su balanza de servicios y transferencias, imputable sobre todo a la deuda externa neta. En 1992 ese déficit fue de US$5,325 millones. La balanza en cuenta corriente tuvo entonces un déficit de US$3,718 millones, que equivale a 7% del PIB (Gráfico 3).

El crédito externo neto y la inversión extranjera evitaron un desplome de las reservas internacionales. Las reservas netas del país apenas cayeron de US$10,263 millones en 1991 a US$9,190 millones en 1992. Este año se recuperaron gracias a entradas de capitales inducidas por las altas tasas de interés y en agosto se ubicaron en US$9,749 millones (Cuadro 3).

El nivel de reservas brutas de agosto, de US$12,382 millones, cubre 12.7 meses de importaciones lo

Gráfico 3. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE
Miles de millones de dólares 1986 - 1992



Fuente: Banco Central de Venezuela.

que constituye un indicador alto de acuerdo al estándar internacional. Pero aun cuando la cifra de reservas luce elevada a primera vista, Venezuela continúa sufriendo las consecuencias de la prolongada recesión mundial que ha deprimido los precios de los productos básicos y cualquier caída adicional del precio del petróleo podría llevar a verdaderos problemas cambiarios, por lo que no puede decirse que su situación cambiaria sea muy sólida.

Precisamente porque varios inversionistas perciben esa situación, exigen un premio sustancial en tasas de interés para mantener sus fondos en Venezuela. Eso explica la dura necesidad del banco central de adoptar una política de elevados intereses, que choca contra la tradición venezolana de crédito barato e implica riesgos importantes.

B. Perspectivas para 1993

En Venezuela se conjugan actualmente muchos factores que hacen probable que en los próximos meses se efectúen ajustes en la política de comercio exterior: crisis agrícola que en parte se atribuye a la apertura económica, crisis en muchas ramas industriales incapaces de enfrentar las condiciones normales del comercio internacional, esto es, el dumping. La amenaza de un déficit de la cuenta corriente demasiado elevado y, en cierta medida, un interés fiscal.

Cuadro 3. SECTOR EXTERNO

		Tipo de Cambio Boliv./US$	Devaluación anual %	ITCR 1985=100 Frente al peso	ITCR 1985=100 Frente al Dólar	Millones de dólares Exportac. no tradic.*	Millones de dólares Importac.	Millones de dólares Reservas internales Netas
1986		8.1	8.0	163.7	175.4	1,373	7,862	8,837
1987		14.5	79.0	120.2	129.7	1,398	8,832	6,417
1988		14.5	0.0	89.2	99.5	1,867	12,080	5,349
1989		34.7	139.3	143.0	171.2	2,944	7,283	6,843
1990		46.9	35.2	123.7	158.3	3,342	6,543	8,940
1991		61.7	31.4	131.8	152.3	2,633	9,954	11,124
1992		79.7	29.2	138.4	153.5	2,609	12,401	10,236
1992	Ene.	62.2	17.0	133.0	151.6	179	853	11,194
	Feb.	64.8	19.8	142.5	155.3	365	1,711	10,960
	Mar.	65.1	20.6	141.1	153.0	562	2,647	10,438
	Abr.	65.2	18.7	139.2	149.6	753	3,609	10,672
	May.	65.8	19.4	138.6	147.4	978	4,649	10,750
	Jun.	66.3	19.8	134.3	148.0	1,166	5,681	10,653
	Jul.	67.4	12.8	131.8	145.4	1,415	6,754	10,823
	Ago.	68.3	15.0	132.8	141.4	1,640	7,892	11,086
	Sep.	69.4	17.1	131.9	142.3	1,882	9,089	9,990
	Oct.	76.8	27.7	140.6	154.4	2,114	10,206	9,713
	Nov.	78.1	29.3	139.0	153.2	2,351	11,235	9,998
	Dic.	79.7	29.2	138.4	153.5	2,609	12,401	10,236
1993	Ene.	81.3	30.7	140.4	153.2	187	884	9,665
	Feb.	82.9	27.9	141.2	152.5	391	1,769	9,518
	Mar.	84.7	30.1	142.4	153.0	697	2,736	9,464
	Abr.	86.1	32.0	141.0	150.5	945	3,889	9,706
	May.	87.5	32.9	141.6	149.9	1,197	4,833	9,696
	Jun.	90.0	35.8	142.2	150.3	1,530	5,678	9,973
	Jul.	91.6	36.0	137.4	147.0	1,885	n.d	9,931
	Ago. (p)	95.0	39.2	139.4	147.5	n.d	n.d	9,749

* Excluye hierro y petróleo.
Fuente: BCV, Banco Mercantil y FMI .

Es muy probable que en las actuales y previsibles circunstancias Venezuela sea receptiva a considerar aumentos temporales de aranceles dentro del Grupo Andino. De hecho, ya lo hizo al aceptar el arancel colombiano de 35% para automóviles, elevándolo de su actual nivel de 25% . También es posible que establezca por su cuenta restricciones especiales a las importaciones de algunos productos (por ejemplo precios mínimos), y hasta prohibición de importaciones de ciertos orígenes, por ejemplo de países no signatarios del GATT.

El problema básico será el tratamiento que recibirá el comercio con Colombia, una vez se comiencen a efectuar ajustes al comercio con terceros. Ambos países intentarán preservar al máximo el esquema vigente, pero no se descarta acuerdos de restricción "voluntaria" de las exportaciones, y hasta medidas unilaterales si la situación económica en

ambos lados de la frontera sigue complicándose. El precedente colombiano de una restricción "voluntaria" de las exportaciones venezolanas de arroz a Colombia podría ser utilizado del otro lado de la frontera si aumentan las tendencias recesivas.

IV. FINANZAS PUBLICAS

A. Evolución reciente

Tradicionalmente los ingresos fiscales de Venezuela han dependido del ingreso petrolero, en una proporción que alcanza el 70% en los últimos cinco años, mientras que los ingresos tributarios incluidas las contribuciones al Seguro Social han aportado el 16.9% de los ingresos corrientes en este mismo período. Es comprensible entonces que en los períodos de depresión de los precios internacionales del petróleo o de contracción de este mercado, las finanzas públicas se resientan y ello explica en buena parte la situación de deterioro que ha venido sufriendo este país en el frente fiscal (Cuadro 4).

Después de presentar en 1991 un superávit a nivel del sector público consolidado, del orden del 0.7% del PIB, en 1992 el panorama fiscal se complicó como consecuencia de la ampliación del gastos y del sacrificio de ingresos, por las medidas tomadas para paliar la crisis política. Eso agravó la situación del fisco, que ya atravesaba dificultades debido a

Cuadro 4. FINANZAS DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO
Miles de millones de bolívares

	1988	1989	1990	1991	1992
INGRESOS CORRIENTES	189.9	438.5	756.4	898.9	984.9
Superávit PDVSA	99.9	305.5	588.6	644.0	628.5
Superávit empr. no financ.	22.6	44.0	44.9	61.5	56.0
Impuestos inc. seguro social	64.9	62.3	92.3	156.2	269.7
Otros	2.5	26.7	30.6	37.2	30.7
TOTAL GASTOS	295.9	455.1	754.6	1011.2	1248.9
GASTOS CORRIENTES	145.4	211.9	342.6	463.1	555.6
Personal	41.0	68.3	99.2	139.7	195.7
Bienes y servicios	82.5	25.0	37.6	47.4	53.7
Subsidio cambiario	21.9	30.6	52.3	29.4	0.0
Otros subsidios y transf.	0.0	88.0	153.5	231.9	255.1
Otros gastos	0.0	0.0	0.0	14.7	51.1
GASTOS INTERESES	27.7	69.6	127.9	123.7	203.4
Deuda interna	5.3	7.7	20.0	17.4	63.8
Deuda externa	22.4	61.9	107.9	106.3	139.6
GASTOS INVERSION	122.8	173.6	284.1	424.4	489.9
SUPERAVIT (DEFICIT) BRUTO	-106.0	-16.6	1.8	-112.3	-264.0
Como % PIB	-12.1	-1.1	0.1	-3.7	-6.4
Privatización	0.0	0.0	1.9	132.0	10.6
SUPERAVIT (DEFICIT) NETO	-106.0	-16.6	3.7	19.7	-253.4
Como % PIB	-12.1	-1.1	0.2	0.7	-6.1

Fuente: Banco Central de Venezuela y VenEconomía.

la disminución de los precios internacionales del petróleo y al recorte de la cuota de exportación acordado en la OPEP, la pérdida de impulso del programa de ventas estatales y la caída de los ingresos provenientes del mercado cambiario. Al finalizar el año, el déficit fiscal como proporción del PIB fue de 6.1%.

De acuerdo con estimativos de PDVSA, los ingresos brutos del gobierno central por concepto del petróleo cayeron de 19% del PIB en 1991 a 12% del PIB en 1992, y en 1993 han seguido disminuyendo. Probablemente se ubicarán en 10% al finalizar el año.

En el primer semestre de 1993 las finanzas han tenido un déficit permanente de Tesorería, hasta el punto que en los meses de julio y agosto se encontraban detenidos pagos por 200,000 millones de bolívares, que no contaban con respaldo efectivo. Pese a la colocación de letras del tesoro a partir de abril los ingresos no se han fortalecido y se enfrentan dificultades para obtener financiamiento adicional.

B. Perspectivas para 1993

El manejo de las finanzas públicas está sujeto a un marco legal que seguramente imprimirá disciplina fiscal por lo menos en contratación de deuda en lo que resta de 1993 y en 1994. En mayo de este año se aprobaron las modificaciones a la "ley de endeudamiento público" o "ley Paraguas", que autoriza al ejecutivo para que durante el año fiscal 1993 suscriba compromisos financieros externos o internos hasta por US$3328 millones y autoriza la emisión y colocación de títulos de deuda pública nacional distintos a letras del tesoro hasta por US$1,290 millones, para financiar proyectos nuevos o en ejecución.

Sin embargo, según cálculos oficiales, el año acabará con un déficit cercano a los US$2,500 millones, esto es, 5% del PIB. Pese a la aplicación de los nuevos impuestos al valor agregado y a los activos empresariales, y al aumento en el precio de la gasolina previsto en (el presupuesto de 1994 es necesario mantener) una política fiscal austera y un estricto control a la evasión.

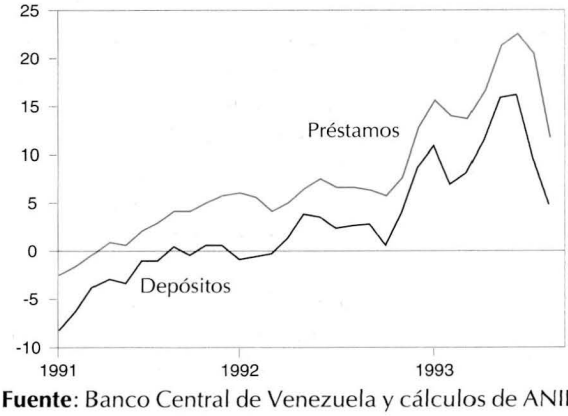
Puesto que los ingresos petroleros representan tres cuartas partes de los ingresos brutos del gobierno central venezolano, ningún aumento tolerable de los impuestos al sector privado podría compensar en Venezuela una caída de ingresos petroleros.

V. SITUACION MONETARIA

A. Evolución reciente

Con el propósito primordial de evitar una fuga de capitales y una devaluación abrupta del bolívar, durante el último año y medio el banco central de Venezuela ha aplicado una política monetaria estricta, basada en operaciones de mercado abierto, esto es con "bonos cero cupón". Como ilustra el Cuadro 5, a julio de 1993 el nivel de los medios de pago fue 16.5% menor al de un año atrás y las tasas de interés se han elevado en forma sostenida (Gráfico 4). Sin embargo, la velocidad de circulación del dinero ha aumentado dramáticamente y esta política no ha podido controlar la inflación.

Gráfico 4. TASAS DE INTERES REAL
Porcentajes Ene/1991 - Jul/1993



Fuente: Banco Central de Venezuela y cálculos de ANIF.

Cuadro 5. ESTADISTICAS MONETARIAS

		Aumento Anual M1 %	Tasa de interés	
			Depósitos %	Préstamos %
1986		22.6	8.9	12.7
1987		34.2	9.0	12.6
1988		22.9	9.0	12.7
1989		9.3	30.2	34.1
1990		41.2	28.4	35.6
1991		51.3	29.9	39.0
1992		8.3	46.2	52.5
1992	Ene.	44.7	28.8	37.0
	Feb.	39.2	30.5	36.5
	Mar.	39.2	33.2	38.3
	Abr.	38.2	36.6	40.2
	May.	47.5	35.7	40.9
	Jun.	24.5	35.3	40.9
	Jul.	33.3	35.2	40.6
	Ago.	21.9	35.3	40.0
	Sep.	14.5	32.5	39.4
	Oct.	12.2	37.2	42.4
	Nov.	14.1	43.4	48.9
	Dic.	8.3	46.2	52.5
1993	Ene.	4.1	43.4	53.0
	Feb.	12.4	44.8	52.6
	Mar.	2.6	49.4	56.4
	Abr.	-2.4	56.4	63.7
	May.	-11.9	56.9	65.8
	Jun.	-15.9	49.1	63.8
	Jul.	-16.5	42.9	52.5

Fuente: Banco Central de Venezuela.

La tasa activa llegó al 20% real en junio de este año. En julio las tasas de interés disminuyeron transitoriamente pero en agosto volvieron a dispararse. Estas altas tasas de interés tendrán un impacto muy negativo sobre la inversión privada, sobre la situación de empresas industriales y sobre el mismo sector financiero, que puede llegar a tener serias dificultades de cartera morosa.

Sin embargo, esta política logró su objetivo inmediato al evitar una fuga de capitales y "defender" el bolívar. Las reservas internacionales netas del banco central, que cayeron de US$10,236 millones en diciembre de 1992 a US$9,464 millones en marzo, volvieron a recuperarse en los últimos meses y cerraron agosto en US$9,749 millones. Por su parte, el bolívar es bastante estable a partir de octubre de 1992 (Gráfico 5).

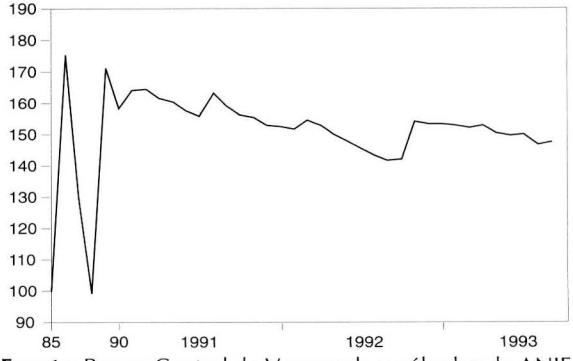
B. Perspectivas para 1993

En la medida en que la disciplina monetaria logró evitar una fuerte devaluación del bolívar no cabe duda que esa política contribuyó a prevenir un desbordamiento inflacionario. Pero la mayor contribución potencial de la política monetaria a la estabilización se hará efectiva si, como resultado de las elevadas tasas de interés, cae la demanda agregada del sector privado. Esto con la condición obvia de que cuando ello ocurra esa caída no sea compensada por un mayor déficit fiscal, para impulsar el crecimiento.

La industria y la mayoría de las otras actividades productivas han comenzado a sentir las dificultades creadas por las elevadas tasas de interés, y varios sectores están ya en franca recesión.

Subsiste el riesgo de una devaluación real, que podría tener serias consecuencias para el comercio andino. Aunque la tasa de cambio real del bolívar muestra relativa estabilidad frente al dólar y frente al peso colombiano, la presión fiscal para

Gráfico 5. INDICE DE TIPO DE CAMBIO REAL DEL BOLIVAR. Frente al dólar 1985 - Ago/1993.



Fuente: Banco Central de Venezuela y cálculos de ANIF.

mantener el gasto, y la marcha insatisfactoria de los ingresos fiscales hasta este momento, haría imprudente descartar que el gobierno venezolano decida dentro de algunos meses utilizar la devaluación como un recurso fiscal, especialmente si ocurre otra caída del precio del petróleo.

VI. PRECIOS

En los últimos cuatro años la inflación venezolana, medida a nivel de consumidores, ha fluctuado entre 30% y 37% anual, y parece tener cada vez mayores elementos inerciales que impedirán reducirla sin una recesión severa (Gráfico 6). En agosto de 1993 la inflación fue de 3.1%, y la acumulada en 12 meses quedó en 37.4%, casi seis puntos por encima de la de agosto de 1992. Según cifras del Banco Central de Venezuela la inflación de agosto estuvo liderada por los ajustes en las tarifas de servicios públicos y el aumento de precios en los servicios médicos, alquiler de vivienda y automóviles.

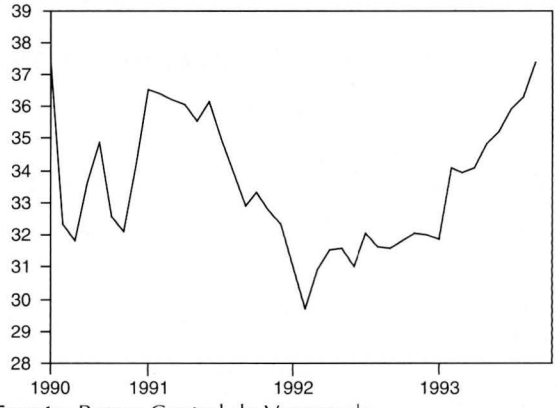
La política venezolana de estabilización, tal como se refleja en los instrumentos utilizados, comprende:

Algo de revaluación real para mantener una presión competitiva de importaciones que modere los precios. Sin embargo, no se pretende usar abiertamente el tipo de cambio como "ancla inflacionaria".

Ocasional freno al gasto público para quitarle presión a la demanda agregada. Sin embargo, se mantiene un déficit fiscal elevado y, sobre todo, un crecimiento muy alto del gasto total, para que la producción y el empleo no se resientan.

Manejo monetario ocasionalmente estricto, pero de muy poca potencia estabilizadora debido a la inestabilidad de la demanda monetaria.

Gráfico 6. INFLACION ANUAL
Porcentaje 1990 - Ago/1993.



Fuente: Banco Central de Venezuela.

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 30 *Agosto 1993* *Nº 90*

SUMARIO

EL DINERO COMO UN OBJETIVO INTERMEDIO DE POLÍTICA MONETARIA EN CHILE: UN ANÁLISIS EMPÍRICO 139
Patricio Rojas R.

ANÁLISIS DE LA ZONA OBJETIVO PARA EL TIPO DE CAMBIO EN CHILE 179
José Antonio Licandro

LA TEORÍA DEL FEDERALISMO FISCAL Y SU RELEVANCIA EN EL CASO MUNICIPAL CHILENO 199
Leonardo Letelier S.

EL PROBLEMA DEL EMPLEO: ENFOQUES ORTODOXOS Y ESTRUCTURALES 225
Joseph R. Ramos

UN MODELO DE ESTIMACIÓN DEL COSTO DE FALLA: EL CASO DE CHILE 247
Gabriel Fierro y Pablo Serra

RESEÑAS DE LIBROS 261

INSTITUTO DE ECONOMIA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE

PRECIO SUBSCRIPCION ANUAL 1993 (CUATRIMESTRAL)

Chile	$	6.500	
América Latina	US$	38	(incluye envío aéreo)
Europa y USA	US$	46	(incluye envío aéreo)

NUMEROS SUELTOS O ATRASADOS

Chile	$	2.500	
Extranjero	US$	15	(incluye envío aéreo)

Enviar pedidos de suscripción y cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a nombre de:

Pontificia Universidad Católica de Chile
Instituto de Economía
Oficina de Publicaciones
Casilla 274 V
Correo 21 Santiago
CHILE
FAX 56-2-5521310

Economía ecuatoriana

Blanca Amalia Llorente
Lucía Victoria Beltrán[1]

I. INTRODUCCION

Como Venezuela, Ecuador es un importante socio natural de Colombia en el comercio internacional y en muchas otras áreas económicas. En proporción a su Producto Interno Bruto (entre un cuarto y un quinto del de Venezuela, según el tipo de cambio que se utilice) las relaciones económicas colombo-ecuatorianas fueron, hasta hace poco, más intensas que las colombo-venezolanas, y hoy incluyen inversión directa colombiana en unas 300 empresas ecuatorianas. Para algunos sectores industriales, como azúcar, fibras textiles, papel y vidrio, el mercado ecuatoriano es bastante importante para Colombia y muy atractivo por su cercanía y las preferencias arancelarias. Por otra parte, desde Ecuador se efectúan importaciones de maíz, alimentos procesados (aceites, conservas de pescado), confecciones y algunos vehículos en 1993.

La creación de la zona de libre comercio del Grupo Andino, formalizada a partir del 1 de octubre de 1992, promete intensificar todavía más esas relaciones comerciales. El comercio colombo-ecuatoriano alcanzó US$215 millones en 1992, y según declaraciones del Presidente Gaviria, efectuadas en febrero de este año, en 1993 deberá alcanzar US$500 millones.

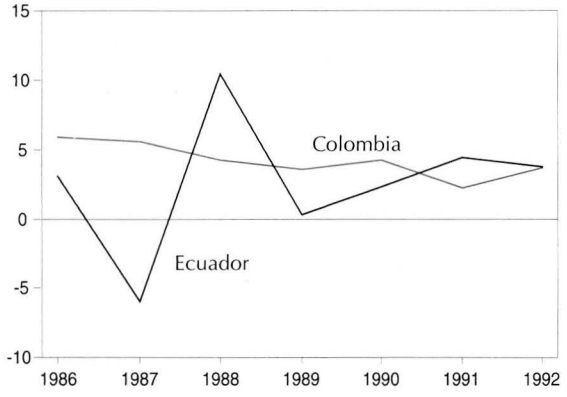
II. CRECIMIENTO ECONOMICO

A. Antecedentes

Aunque en menor proporción que en Colombia, el crecimiento de Ecuador había sido, hasta 1987, relativamente estable en el largo plazo. Sin embargo, en dicho año el PIB sufrió una contracción absoluta debido, principalmente, a la destrucción de un gran tramo del oleoducto por donde se sacaba el crudo de exportación (Gráfico 1). Eso generó una verdadera crisis económica, con una caída de 55% en el valor agregado del sector minero y petrolero y una contracción de 6% en el PIB total. Al año siguiente se recuperó con creces el terreno perdido, pero en los últimos cuatro años el crecimiento económico ha estado en un promedio de sólo 2.6% anual.

[1] Investigadoras de ANIF. Adaptación y ampliación del capítulo Economía ecuatoriana efectuado por ANIF en el estudio de Previsión Macroeconómica y Sectorial ANIF - Fedesarrollo de julio de 1993.

Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB
Porcentaje 1986 - 1992



Fuente: Banco Central del Ecuador y Dane.

Es interesante observar que, en contraste con México, Venezuela y Colombia, en Ecuador el sector agrícola ha mostrado un gran vigor, con un crecimiento promedio anual de 5.9% en el período 1985-1992 (Cuadro 1). Aun en años de graves problemas climáticos la producción agrícola ha crecido muy por encima del crecimiento general del PIB, y casi siempre ha estado por encima del 6%. En cambio, el valor agregado de la industria ecuatoriana creció a un ritmo de apenas 0.5% anual en el período 1985-1992.

De todas maneras, el crecimiento promedio anual del PIB en el período mencionado fue prácticamente igual al de la población. Cuando se tiene en cuenta la pérdida sufrida durante los últimos años en los términos de intercambio, el escaso ritmo de inversión y el sostenido aumento del endeudamiento externo, es claro que la situación económica del país es hoy inferior a la que tenía a finales de los setenta.

Son muchas las razones para ese desempeño insatisfactorio de la producción. La recesión mundial de los dos últimos años ha golpeado duramente los precios de los productos básicos de exportación como el del petróleo. La sobreproducción mundial de otros, como el banano, ha empeorado la situación. La prolongada sobrevaluación del sucre también afectó las exportaciones y estimuló la sustitución de producción doméstica por importaciones, cuya participación en la oferta total aumentó de 17.3% a 24.9% entre 1985 y 1992. En general la política económica ha sido deficiente, con un alto déficit fiscal, subsidios a las tasas de interés, elevada inflación y una exagerada participación estatal en muchos frentes como rezago de las épocas de bonanza petrolera.

B. Tendencias recientes y perspectivas

De acuerdo con las últimas estimaciones oficiales, la economía creció a un ritmo de 3.5% en 1992. El sector agrícola que se venía desempeñando como un importante motor de crecimiento, creció 4.7%, cifra inferior a la del año anterior, debido a los ya mencionados problemas de precios internacionales y la pérdida de competitividad cambiaria. El sector de petróleo y minas registró un crecimiento del 4.9%. Por su parte, la industria manufacturera mostró cierto dinamismo (en particular la rama de alimentos y tabaco), así como el sector comercio.

Sin embargo, es indiscutible que para la economía ecuatoriana los problemas de ajuste a la apertura económica y los adicionales creados por la sobrevaluación ya se están haciendo sentir en diversas ramas de la economía. Recientemente como en Colombia y Venezuela, los medios comenzaron a hablar, de una crisis de los sectores de textiles y de confecciones. Durante 1992 las ventas de la industria textil cayeron 40% y se redujo 30% la contratación de mano de obra; al respecto los textileros se han quejado de las importaciones de "ropa usada" y del contrabando de mercancías provenientes del sudeste asiático.

Los indicadores del ritmo de la actividad constructora como la demanda de cemento y hierro, no tuvieron un comportamiento favorable en los primeros cinco meses de 1993, las ventas de cemento presentan una tendencia a la baja y en el sector siderúrgico se observa una creciente acumulación de existencias. Sin embargo, una circunstancia

Cuadro 1. PRODUCTO INTERNO BRUTO Y GASTO AGREGADO

	Part.%	Variación porcentual						
	1991	1986	1987	1988	1989	1990	1991[p]	1992[p]
VALOR AGREGADO								
1. Agricult.. Silvicult.. Caza y Pesca	17.6	10.2	2.5	7.7	2.8	2.7	6.6	4.7
2. Petróleo y Minas	12.0	2.7	-54.7	115.8	-9.7	-0.5	4.8	4.9
3. Industria Manufacturera	15.2	-1.6	1.7	2.0	-5.0	-1.3	3.7	4.5
4. Electricidad. Gas y Agua	1.6	21.8	17.2	4.0	6.5	0.4	6.1	-
5. Construcción y Obras Públicas	2.8	1.5	2.5	-14.1	4.0	-13.7	-3.2	0.7
6. Comercio y Hoteles	15.1	2.2	2.4	2.1	2.1	2.9	4.4	2.1[a]
7. Transporte y Comunicaciones	8.7	9.3	2.1	6.2	7.9	7.1	3.9	-
8. Establecimientos Financieros	11.0	2.3	13.5	7.5	-15.4	2.5	4.8	-
9. Servicios a los Hogares	5.8	2.6	3.0	0.1	3.0	1.1	3.7	-
Menos: Servicios Bancarios Imputados	2.9	9.2	44.3	19.5	-44.9	3.7	12.6	-
Servicios gubernamentales	8.6	0.4	0.7	4.1	0.1	2.3	1.7	-
Servicio doméstico	0.4	1.7	2.9	2.9	2.8	2.4	2.2	-
SUBTOTAL VALOR AGREGADO	95.9	3.2	-6.1	10.9	-0.1	1.2	4.0	3.3
Otros elementos del PIB	4.1	0.8	-0.8	-2.2	17.0	39.5	13.8	7.9
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	3.1	-6.0	10.5	0.3	2.3	4.4	3.5
GASTO AGREGADO								
1. Consumo privado	66.6	0.9	2.4	1.9	2.5	2.5	2.4	
2. Consumo del gobierno	11.7	-0.8	1.6	1.5	-2.7	2.4	2.5	
3. Inversión privada	10.2	1.1	7.8	-1.4	3.9	-9.7	9.6	
4. Inversión pública	2.8	12.0	-3.2	-13.7	-14.0	-10.4	1.7	
5. Cambio en inventarios	3.5	-6.5	-64.5	26.5	70.4	18.9	130.9	
SUBTOTAL DEMANDA INTERNA	94.9	1.0	1.3	0.9	1.9	0.9	5.3	
6. Exportaciones	28.8	8.5	-16.1	31.1	-1.7	5.5	10.5	
7. Importaciones	23.7	-0.2	15.4	-10.0	5.1	0.1	16.7	
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	3.1	-6.0	10.5	0.3	2.3	4.4	

[p] provisional.

[a] Total servicios.

Fuente: Banco Central del Ecuador.

que contribuirá a dinamizar este sector es la reconstrucción de la infraestructura vial, deteriorada por las inundaciones de abril.

Cabe anotar que la última estimación realizada por el Banco Central del crecimiento de la construcción en 1992 (presentada en el Cuadro 1), muestra un aumento insignificante, pero que constituye una mejora si se compara con los resultados de años anteriores.

La situación actual del sector agrario, y en particular de la producción de banano, es crítica debido a las restricciones europeas y a la caída de los precios internacionales. Se estima que las restricciones de la Comunidad Económica Europea obligarán a reducir en 36% las tierras dedicadas a este cultivo, del que dependen muchas personas. Otros productos agrícolas de gran importancia, tales como el café y el cacao, también se han visto afectados por la reducción de los precios.

No se espera una recuperación de la producción agrícola debido a factores climáticos adversos y a la caída de precios de los principales productos de exportación.

En cuanto al sector pesquero, las actuales circunstancias tampoco son alentadoras: la CEE impuso una cuota al atún ecuatoriano que equivale al 5% de la capacidad de producción de esta industria. Adicionalmente, los precios del camarón, uno de los principales productos de exportación, no se han recuperado después de una caída de 5.2% entre 1991 y 1992.

Aunque el precio no ha sido favorable, al menos desde el punto de vista de la producción física la situación actual del sector petrolero es satisfactoria. La producción del período enero-mayo fue 50.1 millones de barriles, frente a 48 millones obtenidos en igual período de 1992. Las perspectivas lucen favorables debido a los recientes descubrimientos de nuevas reservas petroleras, que se estiman en 2,225 millones de barriles.

En conclusión, aunque el gobierno mantiene su meta de crecimiento anual de 2.5% del PIB en 1993, es improbable que ésta se alcance. La combinación de un programa de ajuste macroeconómico que eventualmente tendrá que acordarse con el FMI, y el giro desfavorable que está tomando el sector externo, hacen considerar probable una nueva recesión de la economía.

III. EMPLEO

La tasa de desempleo urbano se redujo en más de cuatro puntos porcentuales entre 1984 y 1990, sin embargo, a partir de 1991 la tendencia cambió, aumentando de 6.1% a 8.5%. La situación ha empeorado en 1993: en julio se registró una tasa de 15%, la más alta de los últimos diez años.

El crecimiento del desempleo se debe en parte a la crisis que enfrenta el sector agrícola; el Ministerio de Agricultura estima que las restricciones de la Comunidad Europea al banano ecuatoriano, obligarán al despido de 75,000 trabajadores. A esto se añade la caída en el índice de generación de empleo de la industria manufacturera en ramas con alta participación de la mano de obra como alimentos, bebidas, tabaco, textiles y confecciones.

Frente a este problema, la solución propuesta por el gobierno de crear un fondo de desempleo no parece viable, debido a que no es consistente con la política actual de austeridad fiscal.

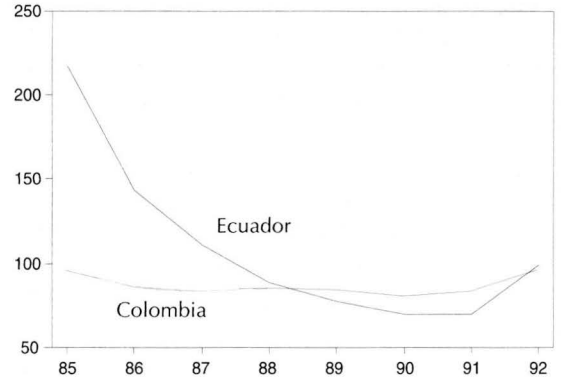
IV. SALARIOS Y PRECIOS

A. Salarios

El salario en términos reales se ha deteriorado sustancialmente entre 1985 y 1992 con una caída anual promedio de 7% a pesar de que en este último año se observó una recuperación (Gráfico 2). No obstante, en el primer semestre de 1993 el incremento nominal del salario fue de 12% lo que significa una nueva reducción de la remuneración real.

Es conveniente aclarar que el salario mínimo resulta de la suma del salario base más una serie de bonificaciones mensuales o anuales. Además los trabajadores reciben el 15% de las utilidades de su empresa y este ingreso no está sujeto a impuestos.

Gráfico 2. SALARIO REAL MENSUAL Dólares 1985 - 1992



Fuente: Banco Central del Ecuador y cálculos de ANIF.

El régimen laboral establece que el salario mínimo debe ser reajustado semestralmente por el Consejo Nacional de Salarios. El último incremento fue en julio, con un aumento de 12,000 sucres en la compensación por costo de vida y de 6,000 sucres en el salario base. De esta forma la remuneración mínima total percibida por los trabajadores supera los 160 mil sucres mensuales (US$ 83).

B. Programa antinflacionario

El gobierno del presidente Durán Ballén emprendió en septiembre de 1992 un plan de estabilización orientado a reducir la inflación y mejorar la viabilidad económica de largo plazo. Ese plan incluyó drásticos reajustes en las tarifas de energía eléctrica y los precios de la gasolina, el establecimiento de un tipo de cambio único (que implicó una devaluación sustancial en algunos rubros, pero no para la tasa promedio), la liberación de las tasas de interés, un impuesto sobre activos (por una sola vez) y un programa de austeridad fiscal.

Cuando se adoptó el programa, la inflación para consumidores bordeaba el 50% anual, y como consecuencia de los ajustes, que implicaron en septiembre una inflación de más de 10%, la tasa anual se elevó aún más hasta octubre. Desde entonces muestra una tendencia descendente. En agosto de 1993 la tasa fue 46.1% y se espera que en los próximos meses, cuando se compare con los fuertes incrementos observados en el mismo período de 1992, la tasa de inflación anual caiga, quizás hasta 35% (Gráfico 3).

Aunque hay progresos en esta área, nadie cree que pueda lograrse la meta de una inflación de 30% en 1993, planteada a comienzos del año por el gobierno ecuatoriano. Algunos factores tales como los cambios en las expectativas derivados de algu-

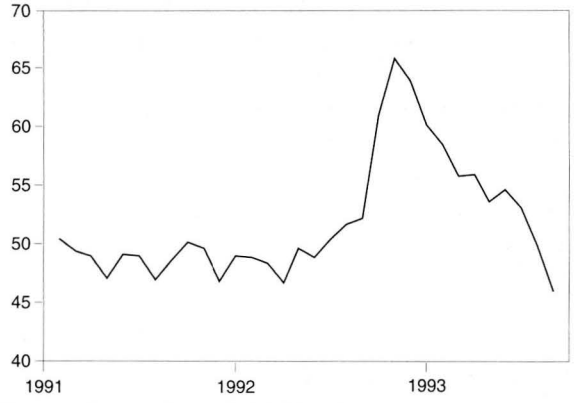
Cuadro 2. ESTADISTICAS MONETARIAS

	Medios de pago millones de sucres	Aumento anual M1 %	Tasa de interés[a] depósitos %	Tasa de interés[a] préstamos %
1988	337,667	53.8	38.6	43.4
1989	466,307	38.1	41.7	48.7
1990	709,668	52.2	41.7	53.1
1991	1,030,581	45.2	54.6	66.1
1992	1,489,492	44.5	45.1	84.2
1992 Ene.	918,938	44.0	53.9	66.4
Feb.	972,684	46.1	55.3	67.3
Mar.	991,290	44.7	54.6	67.2
Abr.	1,044,520	41.1	49.1	64.1
May.	1,038,087	38.7	58.8	69.1
Jun.	1,128,947	39.2	58.8	70.1
Jul.	1,048,030	33.5	66.0	76.7
Ago.	1,019,210	23.2	66.0	98.9
Sep.	1,107,259	29.2	54.6	74.9
Oct.	1,291,374	51.1	39.9	78.0
Nov.	1,298,355	50.0	38.6	82.6
Dic.	1,489,492	44.5	45.1	84.2
1993 Ene.	1,320,514	43.7	36.1	74.9
Feb.	1,385,102	42.4	29.9	58.8
Mar.	1,433,105	44.6	19.3	57.4
Abr.	1,516,643	45.2	29.9	61.6
May.	1,518,500	46.3	43.8	63.9
Jun.	1,595,700	41.4	42.5	78.0
Jul.			39.9	71.9

[a] Tasas efectivas anuales.

Fuente: Banco del Pacífico y Banco Central del Ecuador.

Gráfico 3. INFLACION ANUAL. Porcentaje Enero1991 - Agosto1993.



Fuente: Banco Central del Ecuador .

nos desastres naturales y los problemas al interior del gabinete, han afectado los resultados de la política antinflacionaria. Por otra parte, el logro en ese frente tiene como contrapartida un rezago de las tarifas de los servicios públicos (uno de los factores que ha impedido un acuerdo con el FMI) y una lenta devaluación, que afecta la competitividad cambiaria ecuatoriana.

Una política antinflacionaria apoyada en el ancla cambiaria se vuelve insostenible al cabo del tiempo, aumentándose el riesgo de una devaluación. Por otra parte, una política de austeridad fiscal como la que ha mantenido Ecuador también es difícil de mantener y se cree que tenga que ser reemplazada por políticas que permitan un incremento en los ingresos del Estado tales como privatizaciones y aumento en los precios de servicios y combustibles. Se estima que para poder lograr la meta inflacionaria del presente año se necesitaría un superávit fiscal de 0.5% del PIB.

V. MONEDA Y CREDITO

A. Oferta monetaria

La tasa de crecimiento de los medios de pago se ha mantenido por encima del 42% desde octubre de 1992 (Cuadro 2). Entre febrero y mayo del presente año creció sostenidamente hasta alcanzar un máximo de 46.3%. En junio se observó un freno en la tendencia ya que la tasa cayó a 41.4%. Sin embargo esta reducción no constituye un gran logro si se compara con las tasas registradas el año anterior, que se encontraban en 30%.

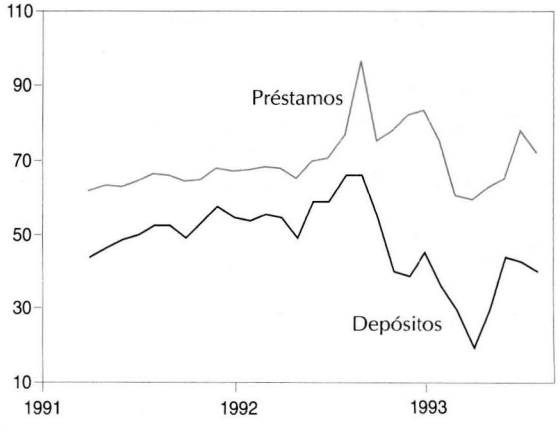
La acumulación de las reservas internacionales es uno de los factores que ha afectado la liquidez en el mercado monetario y que explica en parte que no se haya tenido éxito en el control de los medios de pago.

B. Tasas de interés

En el último año, las tasas de interés han presentado variaciones bruscas (una caída de más de 40 puntos en la tasa de depósitos a 90 días entre agosto y marzo), como consecuencia de las medidas de política monetaria y cambiaria adoptadas en el segundo semestre de 1992 (Gráfico 4).

Con el cambio de gobierno, el 10 de agosto de 1992, se dio un giro a la política monetaria que hasta ese momento había sido restrictiva (control de los préstamos al sector privado acompañado de

Gráfico 4. TASAS DE INTERES. Porcentajes Marzo1991 - Julio1993.



Fuente: Banco del Pacífico.

un aumento del encaje), optando en su lugar por un mayor control del gasto público.

Un inesperado aumento en la liquidez durante los meses de marzo y abril de 1993, unido a las expectativas de menor inflación, propició una caída récord en las tasas de interés activas y pasivas. Sin embargo la caída en las primeras fue mucho menor debido a la rígida estructura de costos del sistema financiero: el margen de intermediación pasó de 12 puntos en septiembre de 1992 a 22 puntos a mediados de abril de este año.

A partir de mayo, el panorama ha cambiado sustancialmente: se presentaron problemas de iliquidez y las operaciones de crédito de los bancos estuvieron cerradas durante dos semanas, reanudándose el 26 de mayo. En junio la situación se normalizó pero las expectativas de una reducción sustancial de la inflación, que contribuyeron a moderar las tasas de interés, son cada vez más débiles.

Existe un elemento adicional que puede afectar el comportamiento de las tasas de interés en el corto plazo: la aprobación y reglamentación de la ley del mercado de valores, que instaura el sistema UVC (unidad de valor constante). Esto permitirá que los ahorradores obtengan tasas de interés reales positivas.

C. Reformas al sistema financiero

En mayo de este año, se aprobó la Ley del Mercado de Valores, que comprende reformas institucionales como la creación del Consejo Nacional de Valores, las Administradoras de Fondos de Inversión y las empresas calificadoras de riesgo. También incluye normas que buscan incentivar las operaciones bursátiles, como la eliminación de trámites para la emisión de bonos, y medidas para atraer la inversión extranjera y estimular el ahorro doméstico.

Entre los cambios de mayor trascendencia para el sistema financiero derivados de esta ley se encuentra la creación del sistema UVC. La unidad de valor constante, el equivalente al UPAC en Colombia, tiene el propósito de dirigir recursos al financiamiento de vivienda y estimular el ahorro. El sistema UVC de Ecuador es más amplio que el colombiano porque permite que todas las instituciones financieras, e incluso en algunos casos las personas naturales (los arrendatarios, por ejemplo) realicen operaciones con esta unidad. El valor inicial de 10 mil sucres se reajusta diariamente en función del incremento mensual del IPC.

VI. FINANZAS PUBLICAS

Para el logro de las metas de inflación, el gobierno actual contempla como parte de su estrategia una política fiscal restrictiva. Una de las herramientas para el control del gasto público es la Ley de Modernización del Estado que ya, en buena parte ha sido aprobada por el Congreso. La Ley permitirá delegar en el sector privado actividades como la producción de bienes y la prestación de servicios públicos, y fusionar o suprimir entidades públicas que dupliquen funciones.

Las operaciones del Gobierno Central muestran que los egresos están creciendo a tasas muy inferiores a los ingresos, lo que ha permitido reducir el déficit e incluso lograr un superávit en los primeros meses de 1993 (Cuadros 3 y 4). Estas cifras no reflejan aún el incremento salarial de julio que aunque no fue muy grande tendrá alguna repercusión sobre las finanzas públicas, generando egresos adicionales por 70 mil millones de sucres que representan el 3.4% del gasto del gobierno central en 1992 excluyendo el servicio de la deuda.

La evolución de los ingresos del Estado continúa siendo muy dependiente del sector petrolero, el cual aporta alrededor del 50%. Sin embargo, se observa un gran dinamismo en las demás fuentes de recursos tales como el impuesto al valor agregado, que tuvo un crecimiento anual en los recaudos de casi 130% en el acumulado a febrero de 1993.

Cuadro 3. INGRESOS CORRIENTES DEL PRESUPUESTO DEL ESTADO
Miles de millones de sucres - Datos acumulados

			Ingresos					
		Total ingresos	Petróleo	Importación	Renta	Valor agregado	Consumos especiales	Otros
1988		415	165	67	37	83	16	48
1989		835	392	109	90	143	33	70
1990		1.355	690	167	102	236	63	96
1991		1.820	846	213	123	366	75	195
1992p		3.009	1.537	274	195	602	80	321
1992p	Ene.	157	81	11	11	27	7	20
	Feb.	297	154	23	22	53	12	34
	Mar.	508	251	47	35	99	15	62
	Abr.	745	329	77	79	151	21	87
	May.	942	424	105	93	184	24	112
	Jun.	1.196	553	134	106	229	38	137
	Jul.	1.419	682	137	121	265	43	172
	Ago.	1.683	790	162	133	354	45	199
	Sep.	1.873	844	183	145	415	52	233
	Oct.	2.351	1.150	216	165	482	62	275
	Nov.	2.686	1.352	245	180	542	69	297
	Dic.	3.009	1.537	274	195	602	80	321
1993p	Ene.	338	161	26	16	60	11	64
	Feb.	658	336	48	43	122	21	88

p: Cifras provisionales.
Fuente: Banco Central del Ecuador.

En los últimos meses se ha discutido la posibilidad de realizar una reforma tributaria que tendría como objetivo la ampliación de la base tributaria y la reducción de la evasión fiscal. Este último factor constituye un grave problema para la economía ecuatoriana ya que los recaudos equivalen únicamente al 5% del PIB.

VII. SECTOR EXTERNO

A. Balanza de pagos

Durante el período 1986-1992 la balanza de pagos registró un déficit en cuenta corriente, pues a pesar de un saldo positivo entre exportaciones e importaciones el alto peso de los egresos financieros y no financieros, hizo que el resultado final fuera negativo (Cuadro 5).

La alta influencia que tienen los servicios financieros en la cuenta corriente de la balanza de pagos es un claro reflejo de la situación de endeudamiento externo que vive el país. Entre 1989 y 1992 los egresos por servicios financieros se redujeron a una tasa promedio anual de 9.6%, como consecuencia del cese en los pagos a los bancos privados. Por supuesto, eso equivale a obtener financiación forzosa del exterior y aumentar los pasivos externos.

Cuadro 4. EGRESOS DEL PRESUPUESTO DEL ESTADO
Miles de millones de sucres. Datos acumulados

	Total egresos	Egresos										
		Servic. grales	Educ. cultura comunal	Salud desarr.	Desarr. agropec.	Transp. comunic. total	Servicio de la deuda					Otros
								Externa		Interna		
								interés	amortiz.	interés	amortiz.	
1988	476	116	98	40	14	33	135	55	45	21	13	40
1989	869	201	157	61	25	51	294	132	94	32	36	80
1990	1411	299	224	99	48	74	520	276	152	40	51	148
1991	1955	434	357	110	77	95	639	262	278	56	43	244
1992p	3102	736	605	198	89	126	1.028	374	491	100	64	320
1992pEne.	224	46	61	21	6	19	52	18	26	6	2	19
Feb.	403	103	94	31	12	33	91	32	48	8	3	38
Mar.	587	173	126	43	19	38	129	51	65	10	4	60
Abr.	872	235	162	64	26	47	254	129	106	13	6	86
May.	1070	292	200	89	32	56	294	142	127	17	8	109
Jun.	1306	352	245	105	38	63	370	184	159	18	9	133
Jul.	1547	413	286	110	45	79	454	221	201	22	11	161
Ago.	1743	453	322	127	49	85	529	248	242	26	13	178
Sep.	1944	501	370	143	56	87	587	272	273	28	14	199
Oct.	2385	562	443	159	63	100	819	303	361	93	62	239
Nov.	2672	634	521	174	72	105	882	328	398	94	62	283
Dic.	3102	736	605	198	89	126	1.028	374	491	100	64	320
1993pEne.	245	49	64	23	6	20	63	19	25	9	10	20
Feb.	539	135	116	38	16	41	145	53	73	9	10	49

p: Cifras provisionales.
Fuente: Banco Central del Ecuador.

En 1992 se observó una caída del 10% en el déficit de servicios netos más transferencias lo cual, unido a un aumento del 20% en la balanza comercial, permitió que el déficit en cuenta corriente se redujera en más de 50%.

Es de resaltar que en Ecuador, a diferencia de países como México, no se han recibido importantes flujos de inversión extranjera. Esta creció a una tasa promedio anual de apenas 4.4% en el período 1988-1992. Sin embargo, este año se aprobó la nueva ley del mercado de capitales que busca, entre otras cosas, estimular la entrada de éstos al país.

B. Tendencias recientes

En 1992 el valor de las exportaciones de Ecuador estuvo cerca de US$3,000 millones de dólares (Cuadro 6). En términos relativos Ecuador está mucho más orientado al mercado externo que México, Colombia o Venezuela, ya que las exportaciones representan algo menos del 30% del PIB. Sin embargo, como se muestra en el Cuadro 7, sus exportaciones están muy concentradas en unos cuantos productos, principalmente de tipo primario.

En 1992 tres productos, petróleo crudo, banano y camarón, aportaron casi 81% de las exportaciones

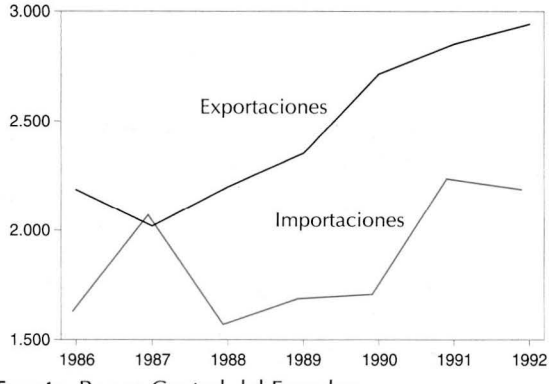
Cuadro 5. BALANZA DE PAGOS
Millones de dólares

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
I. BALANZA DE PAGOS								
CUENTA CORRIENTE	76	-585	-1124	-536	-514	-166	-467	-220
Exportaciones	2905	2186	2021	2202	2354	2714	2851	2940
Petróleo y Derivados	1927	983	817	976	1147	1408	1152	1335
Importaciones	1611	1643	2054	1583	1693	1711	2207	2160
Servicios netos + Transferencias	-1218	-1128	-1091	-1155	-1175	-1169	-1111	-1000
Financieros	-848	-781	-795	-860	-967	-952	-852	-715
No Financieros	-450	-392	-428	-392	-305	-324	-369	-405
Transferencias	80	45	132	97	97	107	110	120
CUENTA DE CAPITAL	-28	351	1036	517	896	568	630	241
Inversión extranjera Neta	62	70	75	80	80	82	85	95
Otras	-90	281	961	437	816	486	545	146
Ajustes de valuación	-23	-37	12	-6	-3	-2	-6	1
Saldo de balanza de pagos	25	-271	-76	-25	379	400	157	22
VAR. RESER. INTERNALES NETAS	-25	271	76	25	-379	-400	-157	-22

Fuente: Banco Central del Ecuador.

totales. Sumando los cinco productos siguientes, derivados del petróleo, café, pescado y cacao en bruto y elaborado, se alcanza casi un 90% del total exportado.

Gráfico 5. BALANZA COMERCIAL 1986 - 1992
Millones de dólares.



Fuente: Banco Central del Ecuador .

Esa composición de las exportaciones ecuatorianas hace que la balanza de pagos del país esté muy expuesta a los avatares de los precios de los productos básicos, y a la misma inestabilidad de la producción interna, incluyendo el efecto de plagas en la agricultura y acuicultura. Por otra parte, la fuerte dependencia que tiene Ecuador de los ingresos del banano hace que los efectos de las últimas medidas proteccionistas de la Comunidad Europea, que serán difíciles de asimilar en Colombia, adquieran en ese país proporciones de crisis. Según cálculos del Ministerio de Agricultura ecuatoriano, estas restricciones reducirán el ingreso por exportaciones en US$ 88.5 millones. Además, los precios del camarón, del que Ecuador exporta casi veinte veces más que Colombia, muestran también una tendencia desfavorable.

En el primer trimestre de este año las exportaciones ecuatorianas fueron de US$722 millones, lo que

Cuadro 6. SECTOR EXTERNO

		Tipo de cambio[a] sucres/$US	Devaluación anual	ITCR 1985=100		Exportac.	Importac.	Reservas internales.
			%	frente al peso	frente al dólar	Millones de dólares		
1988		432.5	95.3	142.1	158.5	2202	1583	-176
1989		648.4	49.9	134.9	161.5	2354	1693	203
1990		878.2	35.4	122.2	156.4	2714	1711	603
1991		1270.1	44.7	136.0	157.1	2851	2207	760
1992		1896.0	49.3	143.1	158.8	2980	2026	782
1992	Ene.	1278.6	42.4	133.9	152.6	255	188	651
	Feb.	1293.6	35.5	137.5	149.9	496	379	643
	Mar.	1309.1	35.2	136.8	148.3	702	615	697
	Abr.	1335.8	35.8	133.8	143.8	968	711	590
	May.	1355.4	35.6	132.5	140.9	1239	907	456
	Jun.	1422.1	40.1	130.1	143.4	1491	1102	453
	Jul.	1437.7	37.6	128.3	141.5	1722	1364	311
	Ago.	1453.7	33.7	130.1	139.0	1954	1525	224
	Sep.	1926.6	74.7	154.8	167.1	2224	1682	489
	Oct.	2000.0	78.9	149.3	163.8	2538	1791	762
	Nov.	1976.3	69.5	143.1	157.8	2766	1888	818
	Dic.	1896.0	49.3	143.1	158.8	2980	2026	782
1993	Ene.	1861.8	45.6	132.8	144.9	232	122	775
	Feb.	1842.0	42.4	130.9	141.4	448	237	850
	Mar.	1860.0	42.1	131.6	141.4	722	444	851
	Abr.	1874.2	40.3	124.9	133.4	978	576	933
	May.	1909.8	40.9	123.0	130.3	1247	736	933
	Jun.	1900.1	33.6	120.9	127.8	n.d.	n.d.	958
	Jul.	1937.0	34.7	120.2	128.5	n.d.	n.d.	980 [p]
	Ago.	1948.0	34.0	122.0	129.1			

[a] Hasta noviembre 26 de 1992 la tasa para transacciones de comercio exterior era la del mercado de intervención y en adelante la del mercado libre.

[p] Provisional.

Fuente: Banco Central del Ecuador, FMI, Banco del Pacífico.

implica un aumento de apenas 2.9% respecto a igual período de 1992.

Colombia es un mercado de gran importancia para Ecuador. Las exportaciones con este destino aumentaron más de 100% el año pasado. Las exportaciones ecuatorianas a Colombia comprenden principalmente aceites, sardinas, harina de pescado, automóviles y frijol, y en 1992 representaron el 20.3% del total de exportaciones ecuatorianas distintas a petróleo y derivados, banano, camarones y café.

Se entiende, por eso, que Ecuador haya aceptado finalmente establecer una zona de libre comercio con Colombia renunciando, bajo presión, al tratamiento preferencial que durante muchos años logró en el Grupo Andino como "país de menor desarrollo relativo". Sin embargo, una última

Cuadro 7. EXPORTACIONES DE PRINCIPALES PRODUCTOS
Millones de US$ FOB

	1988	1989	1990	1991	1992
TOTAL	2193	2354	2714	2851	3008
PRODUC. PRIMARIOS	1861	2026	2345	2512	2648
Petróleo Crudo	875	1033	1258	1059	1251
Banano y plátano	298	370	468	716	647
Camarón	387	328	340	491	526
Café	152	142	104	85	60
Pescado	17	19	25	31	43
Cacao	78	56	75	54	35
Atún	18	30	27	19	11
Otros	36	49	48	58	75
PROD. INDUSTRIALIZADOS	332	328	369	339	359
Deriv. del petróleo	101	115	150	93	86
Cacao elaborado	48	53	56	59	39
Manuf. de metales	11	17	13	18	27
Cafe elaborado	18	20	26	25	20
Harina de pescado	60	30	9	10	7
Otros	49	46	60	133	181

Fuente: Banco Central del Ecuador.

concesión de Colombia y Venezuela a ese país, muy resentida por los agricultores colombianos, fue la admisión de un tratamiento preferencial temporal en materia de arancel para terceros: en unos 200 productos Ecuador podrá mantener, hasta el final de 1996, un arancel externo inferior en cinco puntos al que se aplique en el resto de la zona de libre comercio.

Si se hace abstracción del anormal crecimiento de las importaciones en 1987, un año de crisis agrícola y en el que Ecuador llegó a importar hidrocarburos, se aprecia un rápido crecimiento de las importaciones en los últimos años: en 1991 su nivel fue 39% mayor que el de 1988, en dólares corrientes (Cuadro 7). No parece mucho, pero se debe tener en cuenta que el crecimiento acumulado del PIB en ese período fue inferior al 7% real.

En 1992, las importaciones aumentaron moderadamente (4.2%), como resultado del programa de ajuste descrito anteriormente. En el primer trimestre de 1993 se presentó una caída puesto que apenas se importaron US$494 millones, 19.9% menos que en el mismo periodo de 1992. Al respecto cabe anotar que las importaciones de bienes de consumo han venido ganando terreno frente a las de materias primas y bienes de capital. En el primer trimestre de 1993 las primeras crecieron 72% respecto al mismo período del año anterior, mientras que las otras dos presentaron caídas de 35% y 25%, respectivamente.

Ese comportamiento de las importaciones y la suspensión de pagos de la deuda externa, hicieron posible que Ecuador elevara sus "reservas internacionales netas" a US$980 millones al final de julio. Sin embargo, el dato de reservas tiene que interpretarse en el contexto de un país que tiene obligaciones vencidas con el exterior por mucho más que eso, y que obviamente carece de la posibilidad de lograr crédito externo neto voluntario.

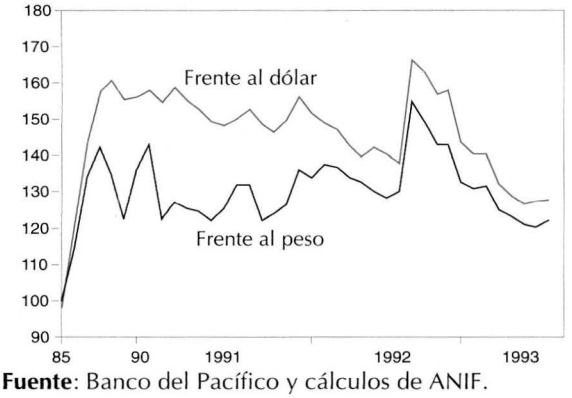
La defensa de esas reservas es fundamental para evitar perturbaciones en el comercio, por lo que sería necio descartar la posibilidad de una nueva devaluación del sucre si la situación de las exportaciones ecuatorianas se sigue complicando, como se cree que sucederá.

C. Política cambiaria

El tipo de cambio del mercado libre cerró el primer semestre de 1993 con una cotización de 1,900 sucres por dólar, lo que implica una devaluación anual del sucre de 33.6%, e insignificante en lo corrido del año. Como la inflación acumulada en el primer semestre fue de 19%, muy superior a la internacional, es claro que Ecuador ha venido perdiendo competitividad cambiaria (Gráfico 6).

Una forma de apreciar esto es considerando el valor del salario mínimo en dólares (Gráfico 2). El sistema utilizado por Ecuador para reajustar el salario mínimo está basado en extrasueldos anuales, de manera que la observación de la simple tasa de aumento del salario base no dice mayor cosa. Pero hasta donde se ha podido reconstruir el índice de costo efectivo del trabajo, es claro que su valor en dólares ha aumentado en forma sustancial durante el último año.

Gráfico 6. TIPO DE CAMBIO REAL DEL SUCRE 1985 - Agosto1993.



Fuente: Banco del Pacífico y cálculos de ANIF.

Para los colombianos que exportan a Ecuador o que compiten con importaciones ecuatorianas el comportamiento del tipo de cambio real (TCR) de ese país parece muy favorable. Pero hay que tener cuidado con la posibilidad de una nueva devaluación correctora. Ya se esfumó toda la ganancia de TCR lograda en septiembre del año pasado, y si Ecuador continúa usando el tipo de cambio como ancla inflacionaria sus problemas de balanza de pagos podrían multiplicarse en el futuro.

D. El problema de la deuda

El enorme peso de la deuda externa limita en forma definitiva las posibilidades de desarrollo de Ecuador, con independencia de cualquier solución o arreglo parcial para su manejo. La deuda externa ecuatoriana supera los US$13,000 millones, por los nuevos atrasos acumulados. Eso significa que es apenas un poco menor que la colombiana, y resulta insoportable para un país cuyo tamaño económico es menos de una cuarta parte de Colombia.

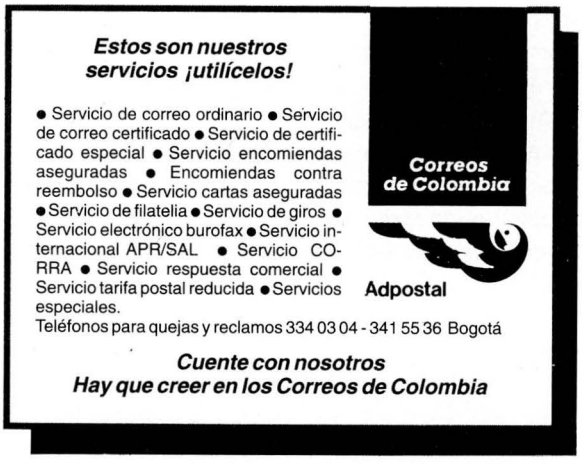
Según el tipo de cambio que se utilice, la deuda externa ecuatoriana puede estar actualmente entre 100% y 115% del PIB de ese país. Para apreciar lo que eso significa basta tener en cuenta que, aún bajo los supuestos más favorables, con un crecimiento del PIB inferior al 3% anual y dedicando todo el aumento del PIB al pago de intereses, Ecuador seguiría debiendo.

En la práctica ha quedado debiendo, y no sólo la fracción de intereses que, de todas maneras, no habría podido atender aún destinando todo su aumento de la producción al servicio de la deuda externa. Al final del año pasado Ecuador tenía atrasos acumulados por US$4,250 millones de su deuda externa. Eso es la tercera parte de la misma y más de la tercera parte de su PIB anual.

Ecuador suspendió el pago de intereses de su deuda externa desde el año pasado, y tiene deudas vencidas hasta con los prestamistas multilaterales.

Este año buena parte de tiempo del equipo económico ha tenido que dedicarse a negociar con sus acreedores, incluyendo el FMI. Pero hasta este momento ese esfuerzo ha sido infructuoso, a pesar del manifiesto interés del Presidente Durán por normalizar de alguna manera sus relaciones con el exterior.

Aunque Ecuador sólo ha insinuado tímidamente la necesidad de una condonación parcial, es claro que lo único que haría viable la situación financiera del país en el largo plazo sería una condonación significativa de la deuda. O el golpe de suerte de una nueva bonanza petrolera, que nadie espera.



Economía mexicana

Nohora Isabel Vargas Castro[1]

I. ANTECEDENTES

A mediados de la década de los ochenta y al inicio del período presidencial de Salinas de Gortari la economía mexicana se encontraba en una situación de prolongada recesión, inflación de tres dígitos, agudos problemas de deuda externa y con una gran incertidumbre económica.

El gobierno del presidente Salinas de Gortari adoptó medidas económicas radicales con dos objetivos básicos, que todavía se mantienen, y en los cuales se han alcanzado éxitos evidentes: la reducción de la inflación a niveles de un dígito y una decidida apertura comercial al exterior.

Para el cumplimiento del primer objetivo se ejecutaron políticas monetarias y fiscales restrictivas y un Pacto Social que contribuyó a dominar la inercia inflacionaria. Para abrir la economía e integrar eficázmente a México con el resto del mundo se redujeron en forma drástica los aranceles y se desmontaron muchas trabas no arancelarias a las importaciones, se aumentaron las facilidades a la inversión extranjera y se inició la gestación de una zona de libre comercio con Canadá y Estados Unidos.

El panorama que presenta la economía mexicana en 1993 es complejo. Hay grandes logros en materia de estabilización, reestructuración productiva, ordenamiento fiscal y captación de inversión extranjera. Pero también hay una considerable desaceleración en el crecimiento económico, un bajísimo crecimiento del ingreso per cápita, negativo en el primer semestre, una caída sustancial del poder de compra de los salarios que aumenta las tensiones sociales, un enorme déficit en la balanza en cuenta corriente, tasas de interés reales muy elevadas que crean riesgos evidentes para los deudores y el sistema financiero y, en general, una situación vulnerable en caso de que el Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos y Canadá se entorpezca o sufra demoras adicionales.

El desempeño de la economía mexicana resulta de especial interés para Colombia, no sólo por las negociaciones que se están adelantando en el Grupo de los Tres para la conformación de un área de libre comercio, sino también porque los ajustes que se efectúen en México al manejo de las importaciones influirán las correspondientes decisiones en Colombia, como ya se hizo evidente tras la decisión de México de aplicar restricciones a las

[1] Vicepresidente de ANIF. Adaptación y ampliación del capítulo Economía Mexicana efectuado por ANIF en el estudio de Previsión Macroeconómica y Sectorial ANIF - Fedesarrollo de julio de 1993.

importaciones de textiles y confecciones de los países asiáticos.

El comercio colombiano con México todavía es reducido: US$71 millones en exportaciones colombianas, e importaciones colombianas por US$ 205 millones en 1992. Sin embargo, muchos aspectos del futuro manejo económico mexicano tendrán consecuencias directas para los flujos de comercio y de capitales, además de arrojar lecciones de interés para Colombia, en momentos en que el impacto sectorial de la apertura económica y la lenta devaluación han comenzado a sentirse dolorosamente.

II. SECTOR REAL

A. Desempeño del PIB y demanda agregada 1986-1992

En el Cuadro 1 se presenta la evolución del PIB y el gasto agregado de México entre 1986 y 1992. En 1986, primer año del programa de ajuste y de aceleración de la apertura comercial, la economía se desplomó. El PIB cayó 3.6% y prácticamente todos los sectores productivos retrocedieron, con las únicas excepciones de la energía eléctrica y los servicios financieros.

Contrario a lo que podría pensarse, la apertura económica nada tuvo que ver en la caída, ya que las importaciones cayeron todavía más que la producción (12.3%). En ese año el desplome de la economía estuvo asociado con las medidas de ajuste fiscal y cambiario, inducidas en su mayor parte por los bajos precios del petróleo que redujeron significativamente los ingresos externos y fiscales.

A partir de 1987 la producción se recuperó, pero la máxima tasa de crecimiento del PIB en el período 1987-1992 fue apenas 4.4% (Gráfico 1). La tasa promedio anual de crecimiento del PIB en los últimos siete años fue 1.9%, por debajo del crecimiento anual de la población mexicana (2.1%).

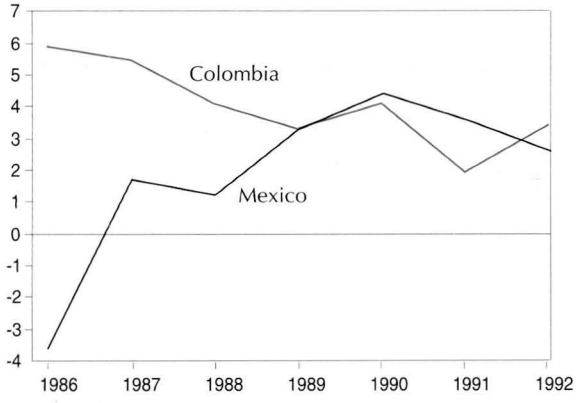
Por el lado del gasto, el componente más dinámico fue la inversión privada, que en el período 1986-1992 creció a una tasa promedio anual de 4.1%. El exitoso estímulo a la inversión, incluyendo la ex-

Cuadro 1. PRODUCTO INTERNO BRUTO Y GASTO AGREGADO

	Part.1991	Variación Porcentual						
	%	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992[e]
GASTO AGREGADO								
1. Consumo Privado	66.0	-2.6	-0.1	1.8	6.3	5.8	5.0	3.2
2. Consumo Público	10.7	1.4	-1.2	-0.5	-0.4	2.3	2.8	1.5
3. Inversión	19.6	-21.1	7.0	11.7	5.8	11.2	6.9	11.3
SUBTOTAL DEMANDA INTERNA	96.4	-5.8	0.9	3.2	5.4	6.4	5.1	4.7
4. Exportaciones	18.7	4.1	9.8	5.8	2.5	3.5	5.1	3.2
5. Importaciones	15.1	-12.3	10.9	36.7	21.3	18.8	16.6	17.1
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	-3.6	1.7	1.2	3.3	4.4	3.6	2.6

[e] Estimado
Fuente: CEPAL, CEAL.

Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB
Porcentaje 1986 - 1992



Fuente: CEPAL, CEAL y Dane.

tranjera, es uno de los grandes logros de la política de apertura mexicana. Pero, de otro lado, debe tenerse en cuenta que el aumento neto de capacidad productiva es bastante menor que el que podría sugerir esa tasa de inversión porque una parte significativa del capital acumulado previamente quedó inservible por el cierre de numerosas plantas en casi todos los sectores.

El segundo componente más dinámico fue la demanda externa. Las exportaciones reales crecieron más que el PIB, a una tasa promedio anual de 4.8% entre 1986 y 1992, y en algunos sectores jugaron un papel clave para permitir la recuperación industrial. Sin embargo, en términos de demanda agregada el sector externo hizo una contribución neta a la oferta, porque el aumento de las importaciones excedió con creces el de las exportaciones.

En efecto, las importaciones reales mexicanas crecieron a una tasa promedio anual de 14.7% entre 1986 y 1992. Ante un crecimiento del PIB inferior al 2% anual, ese comportamiento de las importaciones obviamente substrajo a los productores domésticos una fracción de demanda cada vez mayor. Pero, por la misma razón, hizo una contribución decisiva a la política de estabilización.

Por su parte, el consumo privado que representa casi el 70% del gasto agregado, creció en los últimos siete años a una tasa promedio anual de 2.8%, sensiblemente afectada por las políticas de estabilización. El gasto de consumo del gobierno aumentó en ese mismo período a una tasa real de apenas 0.83% anual, con lo cual contribuyó a reducir la inflación y mantener hasta hace poco tasas de interés reales moderadas.

En el segundo trimestre de 1993, el PIB mexicano creció a una tasa de apenas 0.3% anual y hay signos pronunciados de recesión industrial. La recesión se explica por las altas tasas de interés, las cuales a su vez resultan necesarias para atraer capitales y financiar el gran déficit de la balanza de pagos en la cuenta corriente.

B. Actividad sectorial

En el Cuadro 2 se presentan las principales cuentas de la producción entre 1986 y 1992. Los sectores de peor desempeño fueron minería y agricultura. La minería registró un aumento anual promedio de apenas 0.8% en dicho período en tanto que la producción agrícola cayó a una tasa promedio anual de 0.7%, con un piso de -3.9% en 1989.

Durante el primer semestre de 1993 estos sectores mantienen la misma tendencia desfavorable: 0.2% de crecimiento real en minería y reducción de 1.5% en la producción agropecuaria. Las perspectivas del agro para el resto del año son de las de un sector estancado, al que la política de estabilización y la apertura económica lo han afectado sustancialmente.

Los servicios de electricidad registraron en 1992 la mayor tasa de crecimiento promedio anual en los últimos siete años: 4.1%, nivel de crecimiento que se mantuvo durante el primer semestre de este año.

En ese mismo período la industria manufacturera obtuvo un crecimiento de 2.6%, con un desempeño global que no ha sido satisfactorio y tiende a

Cuadro 2. PRODUCTO INTERNO BRUTO POR ACTIVIDAD ECONOMICA

	Part.%	Variación porcentual						
	1991	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992[e]
PIB POR ACTIVIDAD ECONOMICA								
1. Agricultura	7.5	-2.7	1.4	-3.8	-3.9	6.1	0.5	-1.9
2. Minería	3.5	-4.1	5.2	0.4	-0.6	2.8	0.1	1.6
3. Industria manufacturera	22.9	-5.7	2.6	3.2	7.2	5.8	3.7	2.1
4. Construcción	5.0	-10.3	1.5	-0.4	2.1	7.0	2.6	7.8
5. Electricidad	1.5	3.6	1.9	6.0	6.5	2.6	4.1	4.2
6. Transporte	6.8	-3.2	2.5	2.3	4.0	7.0	6.0	4.2
7. Comercio	26.1	-6.5	0.5	1.6	4.1	4.6	4.5	2.6
8. Servicios Financieros	10.7	3.9	2.4	1.6	2.9	2.2	4.1	2.5
9. Servicios común, social, personal	17.6	-0.7	0.1	0.5	1.3	1.9	3.7	1.9
Menos: Servicios bancarios imputados	-1.5	n.d	2.2	2.7	2.5	3.8	10.0	8.6
PRODUCTO INTERNO BRUTO	100.0	-3.6	1.7	1.2	3.3	4.4	3.6	2.6

[e] Estimado
Fuente: CEPAL, CEAL.

empeorar. Al cierre del primer semestre, el aumento anual del PIB industrial fue tan solo de 0.3%, muy bajo si se compara con el 2.1% obtenido en 1992 y el 4.9% de 1991.

Para 1993 se espera que la producción industrial aumente apenas 1.6%, impulsada por el sector automotor y la mayor inversión extranjera. Sin embargo, de cumplirse la proyección, esa sería la tasa más baja de crecimiento industrial en los últimos cinco años.

Durante el primer semestre, los únicos sectores industriales que crecieron fueron los productores de alimentos y bebidas, los farmacéuticos y los relacionados con equipos y aparatos electrónicos y la construcción. Este último sector ha registrado la mayor tasa de crecimiento anual durante 1992 y el primer semestre de 1993: 7.8% y 5.2% respectivamente.

C. Perspectivas de crecimiento

Con respecto a la evolución más reciente y las perspectivas inmediatas, los indicadores son poco favorables. No hay duda de que la combinación de un vacilante crecimiento de la economía de Estados Unidos con recesión europea ha golpeado severamente la economía mexicana. Pero, además, los productores siguen enfrentando las enormes dificultades de una apertura económica con revaluación cambiaria y altas tasas reales de interés.

Durante el primer semestre de este año los resultados en materia de crecimiento económico y empleo muestran una clara desaceleración de la economía: a junio, el crecimiento anual del PIB fue de apenas 1.3%, cifra considerablemente baja si se compara con el 2.8% obtenido en 1992 y el 4.4% de 1991. Pero no sólo la producción se redujo. La mayoría de las grandes empresas mexicanas vieron caer sus utilidades en este período. De las 57 firmas que cotizan en la bolsa de valores más de la mitad reportaron una caída importante en sus utilidades, atribuible en gran parte a los altos costos financieros y a la mayor compe-

tencia interna y externa, que les ha impedido reajustar precios.

El primer semestre de 1993 se caracterizó también por el aumento del desempleo. De una tasa de 2.2% en diciembre de 1992 se pasó a una de 3.6% en mayo de 1993. La baja demanda interna, la situación de empresas que compiten con ventajas tecnológicas y las expectativas frente a lo que ocurra con el TLC han frenado la producción y el empleo. Para 1993 se espera que el consumo privado crezca 2.7% y que la inversión aumente 6.4%.

El reciente desempeño de la economía ha llevado a revisar hacia abajo las proyecciones de crecimiento para 1993. Las últimas proyecciones de Consensus Economics para Latinoamérica registran para este año una tasa de crecimiento del PIB mexicano de 2.1%. Pero aún si eso se logra, es bueno tener en cuenta que existen muchas empresas al borde del colapso, debido a la sostenida erosión de su rentabilidad. La situación podría complicarse mucho si Estados Unidos cae nuevamente en recesión, o si se demora más de la cuenta la ratificación del TLC por parte del Congreso norteamericano. En esos casos los más escépticos proyectan un crecimiento de apenas 1% para 1993.

III. PRECIOS Y SALARIOS

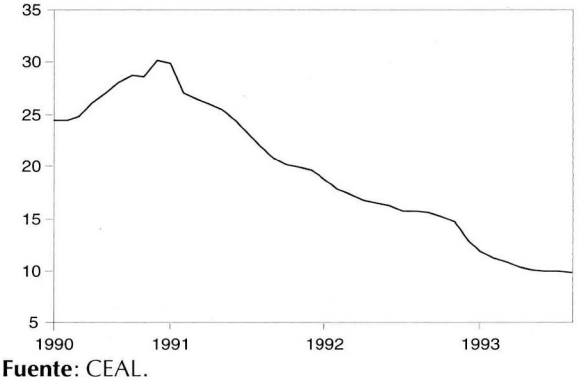
A. Evolución de los precios

Durante la primera mitad de la década de los ochenta, la inflación anual creció en forma permanente hasta alcanzar en los años 1986 y 1987 cifras récord de 106% y 159% respectivamente. Sin embargo, la ejecución de unas políticas monetaria y fiscal ortodoxas, combinadas con el deterioro del tipo de cambio real y un "pacto social" concertado permitieron reducir sustancialmente la inflación de los niveles mencionados a tasas cercanas al 10% en la actualidad (Gráfico 2).

El cumplimiento del Pacto Social en 1987, entre gobierno, sindicatos y organizaciones empresariales, para manejar los salarios y los reajustes de precios en forma concertada, contribuyó de manera decisiva a la política de estabilización, al quebrar la inercia inflacionaria. En la práctica ello implicó tener que renunciar a una "optimización" de precios relativos, y un gran esfuerzo administrativo y político para hacer creíble y sostenible una solución de ese tipo.

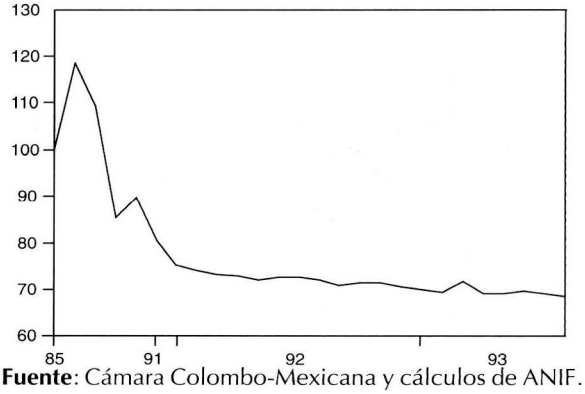
Sin embargo, el éxito de la política de estabilización ha tenido costos en términos de un menor crecimiento económico de corto plazo y un mayor déficit de la balanza comercial.

Gráfico 2. INFLACION ANUAL
Porcentaje 1990 - Julio1993.



Fuente: CEAL.

Gráfico 3. TIPO DE CAMBIO REAL
Frente al dólar 1985 - Julio1993



Fuente: Cámara Colombo-Mexicana y cálculos de ANIF.

El menor crecimiento económico fue producto de políticas monetarias y fiscales restrictivas que afectaron la demanda interna mediante la reducción del gasto público y el aumento en las tasas de interés real, como se verá más adelante.

El déficit comercial se ha reforzado, en el escenario de apertura económica, por la utilización del tipo de cambio como "ancla inflacionaria", con el costo de una importante revaluación real, por lo menos con respecto a los niveles de 1987-1988 (Cuadro 3). En términos nominales la cotización del dólar es actualmente 41% mayor que la de 1987, pero el nivel de precios interno subió en el intervalo en un acumulado de 226%. Después de considerar la inflación en Estados Unidos (o en Colombia) eso todavía da como resultado, un desplome del tipo de cambio real mexicano tanto frente al dólar como frente al peso colombiano (Gráfico 3).

Cuadro 3. INFLACION Y TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL

	Inflación anual	Devaluación anual	Tipo de cambio nuev.pesos/US$	ITCR 1985=100	
	%	%		Frente al peso	Frente al dólar
1986	105.7	148.5	0.9235	117.2	118.6
1987	159.2	139.3	2.2097	109.1	109.2
1988	51.7	3.2	2.2810	82.6	85.4
1989	19.7	15.8	2.6410	82.2	89.9
1990	29.9	11.5	2.9454	68.5	80.4
1991	18.8	4.3	3.0710	79.0	75.3
1992	11.9	1.4	3.1154	73.2	70.2
1992 Ene.	17.9	3.6	3.0660	78.8	74.0
Feb.	17.3	3.1	3.0608	80.6	73.3
Mar.	16.8	3.4	3.0835	80.5	73.0
Abr.	16.6	2.8	3.0790	79.2	72.0
May.	16.3	3.5	3.1134	80.3	72.5
Jun.	15.8	3.4	3.1223	77.0	72.7
Jul.	15.8	2.7	3.1141	77.0	72.0
Ago.	15.7	1.2	3.0810	77.4	70.9
Sep.	15.3	2.0	3.1163	77.0	71.5
Oct.	14.8	2.1	3.1321	75.9	71.5
Nov.	12.9	1.4	3.1159	74.8	70.7
Dic.	11.9	1.4	3.1154	73.2	70.2
1993 Ene.	11.3	0.9	3.0939	74.0	69.4
Feb.	10.9	4.8	3.2068	75.8	71.7
Mar.	10.4	0.7	3.1049	73.3	69.3
Abr.	10.1	0.5	3.0946	72.9	69.1
May.	10.0	0.5	3.1289	73.3	69.6
Jun.	10.0	0.0	3.1210	72.3	69.2
Jul.	9.8 *	0.2	3.1195	71.3	68.7

* Datos estimado

Fuente: CEAL, FMI, Cámara Colombo- Mexicana.

Los indicadores más recientes muestran a México firmemente decidido a reducir su inflación a niveles internacionales, para poder garantizar su futura estabilidad cambiaria frente al dólar, la cual a su vez es un requisito para el buen funcionamiento del TLC. La meta para 1993 es bajar la inflación a un dígito (entre 7% y 9%), y se está logrando. En junio la inflación anual quedó en 9.9% y para julio se ha estimado preliminarmente en 9.8%. Las últimas proyecciones muestran, para 1993 y 1994, tasas de inflación anual de 8.7% y 7.6%, respectivamente.

B. Comportamiento de los salarios reales

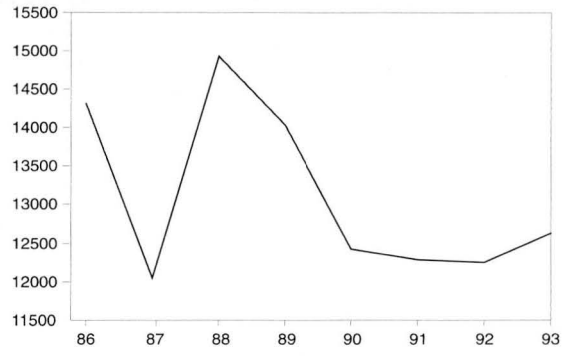
La prolongada vigencia del Pacto Social, con metas de inflación cada vez menores, y por ello reajustes de salarios que no compensan plenamente la inflación pasada, ha implicado para los trabajadores una caída significativa del poder adquisitivo, que tuvo un máximo reciente en 1988 y desde entonces ha disminuido aproximadamente de 15%, tal como se observa en el Gráfico 4.

Sin embargo, lo interesante y peligroso es que al mismo tiempo, debido a la revaluación, el salario mexicano medido en dólares se ha encarecido apreciablemente (Gráfico 5). Frente a países como Estados Unidos eso no alcanza a hacer mucha diferencia, ya que el salario mexicano sigue siendo una fracción del de un país desarrollado; pero frente a importaciones de países de bajos salarios, como los asiáticos, esa evolución implica un riesgo muy alto de que, bajo condiciones estrictas de apertura, la producción mexicana intensiva en trabajo sea desplazada por la competencia.

IV. MANEJO MONETARIO Y FINANCIERO

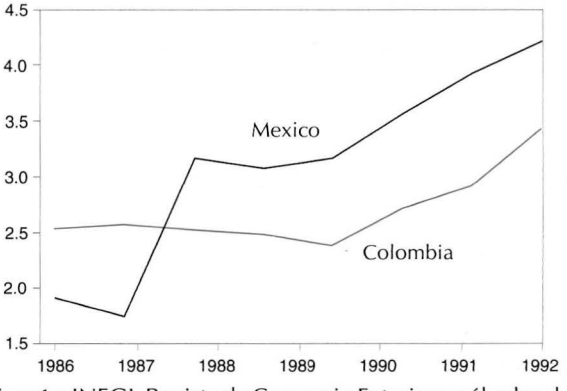
Durante los últimos años, la estabilidad de precios ha tenido como uno de sus pilares una política monetaria relativamente austera. La principal fuente de expansión monetaria durante los últimos cinco años ha sido la entrada de capitales. La esterilización de dichos recursos se ha realizado

Gráfico 4. SALARIO MINIMO REAL
Pesos mexicanos de 1992 1986 - 1993



Fuente: INEGI, Revista de Comercio Exterior y cálculos de ANIF.

Gráfico 5. SALARIO MINIMO DIARIO
Dólares 1986 - 1992



Fuente: INEGI, Revista de Comercio Exterior y cálculos de ANIF.

mediante títulos de deuda que han presionado las tasas reales de interés de la economía.

Durante 1993, el crecimiento de M1 se ha mantenido por debajo del 20% anual, y no se ha hecho ningún esfuerzo significativo para disminuir la tendencia alcista de la tasas de interés reales, a pesar de la debilidad financiera de muchos deudores (Cuadro 4).

La razón por la que México, con superávit fiscal, inflación moderada y decreciente, y amplia apertura comercial y financiera debe mantener en la actualidad altas tasas de interés, creando dificul-

Cuadro 4. MEDIOS DE PAGO Y TASAS DE INTERES

		Aumento anual M1 %	Tasa interés depósitos %
1986		67.2	87.4
1987		118.1	96.1
1988		67.8	69.5
1989		37.4	45.0
1990		62.9	34.8
1991		123.9	19.3
1992		14.9	15.6
1992	Ene.	130.8	15.3
	Feb.	122.2	14.6
	Mar.	111.2	11.8
	Abr.	107.2	12.4
	May.	103.5	13.6
	Jun.	104.0	15.0
	Jul.	107.1	16.2
	Ago.	92.5	16.5
	Sep.	64.6	17.5
	Oct.	24.9	19.4
	Nov.	20.0	18.2
	Dic.	14.9	16.9
1993	Ene.	17.6	16.7
	Feb.	18.5	17.7
	Mar.	19.6	17.5
	Abr.	18.1	16.2
	May.	16.9	15.0
	Jun.	17.4	15.5
	Jul.	19.9	13.7

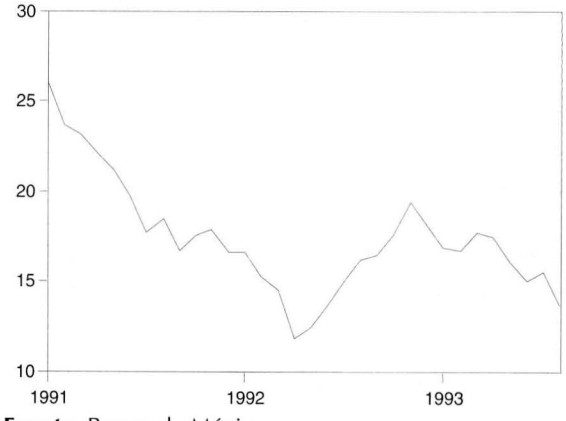
Fuente: FMI, Banco de México.

tades adicionales a los prestatarios y arriesgando una crisis financiera, es que no hay otra forma de retener los capitales externos. La percepción que tienen los inversionistas de la probabilidad de una eventual devaluación mexicana y aun de que se presente una crisis económica general ha aumentado sustancialmente, en vista de la evolución de las variables económicas pero sobre todo de los problemas que está encontrando la ratificación del TLC por parte del Congreso americano.

El amplio diferencial entre las tasas nominales de interés en México y en Estados Unidos, actualmente de unos quince puntos, es el premio que los inversionistas extranjeros (en realidad, también los mexicanos) exigen para correr dichos riesgos.

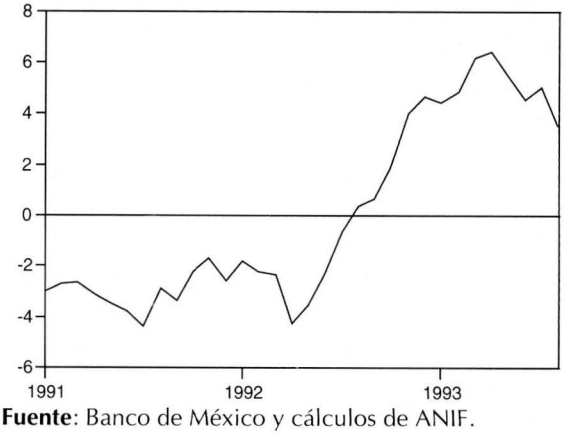
Infortunadamente, México no tiene opción al respecto, ya que no puede permitirse fugas de capital. Pero el incremento en las tasas de interés pone también en problemas a las empresas intensivas en capital al elevar sustancialmente su costo. Eso se aprecia en los Gráficos 6 y 7, donde se presenta la tasa de interés en términos reales. Si bien la tasa de interés nominal pasiva del primer semestre de 1993 estuvo alrededor de 17%, apenas tres puntos más que en igual período de 1992, la inflación ha caído desde entonces más de 6 puntos.

Gráfico 6. TASA DE INTERES NOMINAL
Porcentajes Diciembre1990 - Julio1993.



Fuente: Banco de México.

Gráfico 7. TASA DE INTERES REAL
Porcentajes DIciembre1990 - Julio1993.



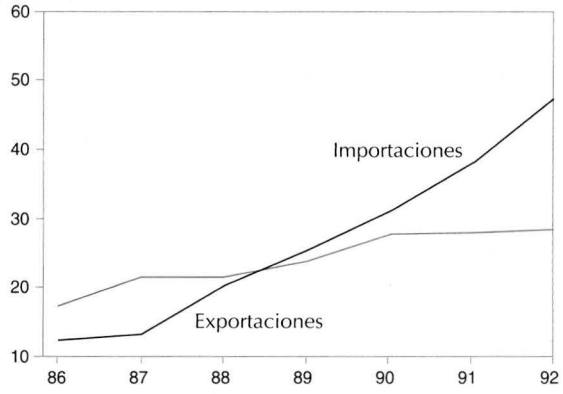
Fuente: Banco de México y cálculos de ANIF.

V. SECTOR EXTERNO

A. Cuenta corriente

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos mexicana ha venido aumentando progresivamente desde hace varios años y en 1992 fue de US$21,400 millones, esto es, 6.9% del PIB (Cuadro 5). Ese resultado ha sido causado por un déficit comercial que se viene registrando desde 1989, debido al extraordinario crecimiento de las importaciones. Entre 1987 y 1992 la balanza comercial de México pasó de un superávit de US$7,189 millones a un déficit de US$20,339 millones (Gráfico 8).

Gráfico 8. **BALANZA COMERCIAL**
Miles de millones de dólares 1986 - 1992



Fuente: Banco de México y CEAL.

Analizando la balanza comercial por sectores económicos (Cuadro 6) resalta el enorme y sostenido deterioro de los resultados de dos sectores claves. En primer lugar, en la agricultura se pasó de un superávit de US$1,011 millones en 1986 a sólo US$214 millones en 1991, y el año pasado la cuenta comercial para el sector arrojó un déficit de US$665 millones. Las exportaciones agrícolas de 1992 fueron 4% menores que las de 1986, mientras las importaciones crecieron 204% en el mismo lapso.

En la industria manufacturera el déficit comercial se amplió de US$2,539 millones en 1986 a US$18,722 millones en 1991 y alcanzó un récord de US$27,061 millones en 1992. Las exportaciones industriales de 1992 fueron 130% mayores que las de 1986, pero el nivel de las importaciones aumentó 339% en el mismo lapso.

La cuenta de servicios y transferencias de la balanza de pagos mexicana, que en 1986 tenía un

Cuadro 5. **BALANZA DE PAGOS (millones de dólares)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992[e]
Balanza comercial	3,725	7,189	272	-2,596	-4,434	-11,064	-20,339
Exportaciones	16,158	20,494	20,546	22,842	26,838	27,120	27,772
Importaciones	12,433	13,305	20,274	25,438	31,272	38,184	48,111
Balanza de servicios y transf,	-5,370	-3,436	-2,793	-3,455	-2,680	-2,218	-1,071
Balanza en cuenta corriente	-1,645	3,753	-2,521	-6,051	-7,114	-13,282	-21,410
Balanza de capital	1,837	-576	-1,448	3,037	8,163	20,178	21,528
Inversión extranjera Neta	1,522	3,248	2,595	3,530	4,628	12,301	14,060
Otras	315	-3,824	-4,043	-493	3,535	7,877	7,468
Errores y omisiones	410	2,924	-2,764	3,409	2,183	1,241	971
Saldo de la balanza de pagos	602	6,101	-6,733	395	3,232	8,137	1,089
PIB millones de dólares	124,684	137,895	171,709	203,067	239,344	282,866	310,380
Déficit Cta.Corr./PIB	-1.3	2.7	-1.5	-3.0	-3.0	-4.7	-6.9

[e] Estimado, CEAL
Fuente: Banco de México, CEAL Revista América Financiera.

déficit de US$5,370 millones, mostró en 1992 un déficit de sólo US$1,071 millones. Esa reducción está asociada, principalmente, con la favorable evolución de los ingresos netos de la industria maquiladora incluidos en el balance. Los servicios de transformación de dichas unidades, crecieron en dólares 20.6% promedio anual entre 1986 y 1992 hasta llegar a representar el 25% del total de ingresos por servicios (US$4,815 millones).

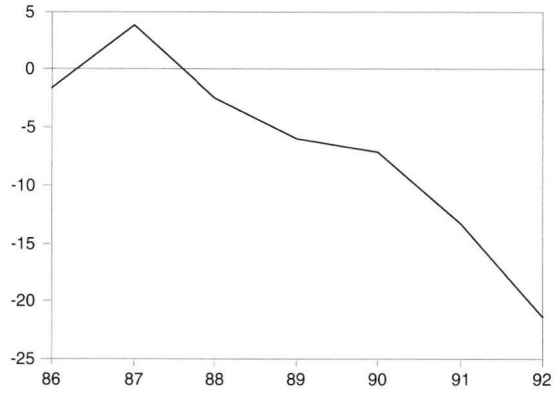
Excluyendo dichos ingresos, el déficit de la cuenta de servicios en 1986 fue de US$6,655 millones y de US$5,886 millones en 1992. Recientemente se adoptó una nueva metodología oficial que hace precisamente eso, incorpora los servicios de transformación de las maquiladoras a la balanza comercial y los excluye de la de servicios. De esta manera el déficit comercial que en 1992 representó el 6.3% del PIB mexicano, se redujo a 4.8%.

El menor déficit también se explica por el dinámico comportamiento de los ingresos por transferencias netas, que entre 1989 y 1992 crecieron a una tasa promedio anual de 9.2%. En contraste, los egresos por servicios registraron en ese mismo período un incremento de apenas 5.1%, y los intereses, que representan prácticamente el 50% del total de gastos, crecieron a una tasa similar, gracias al desplome de las tasas de interés en dólares y a la reducción de la deuda externa mediante venta de activos mexicanos.

De todas maneras la reducción del déficit de la cuenta de servicios sorprende un poco, no sólo porque México todavía tiene una deuda externa superior a US$65,000 millones, sino porque en términos económicos el verdadero cambio en el endeudamiento neto de un país (que afecta los pagos o dividendos) es el déficit de su cuenta corriente. Y resulta que desde 1986 la cuenta corriente mexicana ha acumulado un déficit de US$48,270 millones (Gráfico 9).

Las perspectivas para 1993 son un déficit en cuenta corriente de US$23,900 millones como

Gráfico 9. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE
Miles de millones de dólares 1986 - 1992



Fuente: Banco de México y CEAL.

resultado de un saldo deficitario en la balanza comercial de US$16,900 millones (incluyendo las maquiladoras) y de US$7,000 millones en la balanza de servicios.

B. Financiamiento del déficit y manejo cambiario

Durante estos años el financiamiento del déficit de la cuenta corriente, y por ende, el mantenimiento de un tipo de cambio estable, ha sido posible gracias a las grandes entradas de capital privado, en particular de recursos de largo plazo.

La inversión extranjera neta pasó de US$1,522 millones en 1986 a US$14,060 millones en 1992 representando casi el 70% de los ingresos de capital en dicho año. El resto, US$7,468 millones corresponden al ingreso de capitales de corto plazo atraídos por las altas tasas de interés mexicanas.

La inversión extranjera acumulada entre 1989 y 1992 excede la registrada en los 16 años anteriores y su florecimiento se debe a los mayores incentivos al capital extranjero, la flexibilización en la legislación y sobre todo a los altos rendimientos de las inversiones financieras, que indujeron grandes flujos de capital especulativo.

A pesar de que los capitales siguen llegando a México, existe en la actualidad la preocupación de si el creciente déficit de la cuenta corriente podrá seguir financiándose en forma sostenida como hasta ahora con el ingreso de capitales foráneos, ante el peligro de una posible devaluación, ya que es difícil pretender que con un déficit de la cuenta corriente como el actual, el tipo de cambio sea sostenible.

Cuando el PIB de México se valora en dólares a la tasa de cambio vigente, se encuentra que el déficit en la cuenta corriente del país en 1992 equivale a 6.9% del PIB. Esa es la tasa a la que implícitamente se está endeudando el país en dólares, a través de su déficit de la cuenta corriente, a pesar de que éste no refleja todavía un egreso sustancial por remesas de utilidades, producto del mismo esquema de financiamiento con inversión extranjera, que en el futuro cercano reforzarán el deterioro de la cuenta corriente.

Sin embargo, si se supone que el peso mexicano está sobrevaluado en un 20%, el déficit actual de la cuenta corriente se elevaría a 8.6% del PIB, un ritmo de endeudamiento efectivo que resulta insostenible en un país que desde hace una década no ha crecido en forma sostenida por encima del 4% anual.

Cuadro 6. BALANZA COMERCIAL POR SECTORES ECONOMICOS
Millones de dólares

	1986			1991			1992		
	Export.	Import.	Saldo	Export.	Import.	Saldo	Export.	Import.	Saldo
Agricultura y silvicultura	1794	783	1011	1877	1663	214	1715	2380	-665
Ganadería	300	152	148	414	423	-9	374	436	-62
Caza y pesca	12	3	10	82	7	75	60	13	46
Industria extractiva	6041	188	5853	7812	398	7414	7784	539	7245
Petróleo y gas	5531	9	5522	7265	31	7234	7416	180	7236
Minerales metálicos	239	33	205	251	98	153	158	137	21
Minerales no metálicos	271	146	125	295	269	27	210	221	-12
Industria manufacturera	7609	10147	-2539	16751	35473	-18722	17474	44536	-27061
Alimentos, bebi. y tabaco	953	491	462	1216	2584	-1368	1127	3278	-2151
Textiles y confecciones	310	135	176	616	1201	-585	689	1671	-982
Pieles, cueros y sus manuf.	31	10	22	148	193	-45	200	296	-96
Maderas y sus manuf.	107	50	56	190	286	-96	234	412	-178
Papel y editoriales	139	436	-296	233	1268	-1036	217	1580	-1363
Derivados del petróleo	640	438	202	643	1263	-620	624	1392	-768
Petroquímica	87	490	-403	259	474	-215	263	506	-243
Química	830	1208	-378	1975	3343	-1369	2099	3980	-1881
Plástico y caucho	80	273	-193	173	1100	-927	158	1390	-1233
Minerales no metálicos	376	93	282	630	402	228	674	536	138
Siderurgia	447	631	-185	1001	2188	-1187	868	2469	-1601
Minero metalurgia	474	195	279	751	540	211	843	773	70
Equipo de transporte	2053	1273	780	5779	7716	-1936	6113	9411	-3298
Prod. metálicos y maq.	1087	4426	-3339	3138	12915	-9777	3365	16841	-13476
No clasificados	2	111	-109	186	219	-34	124	235	-111
Total	15759	11384	4375	27120	38184	-11064	27531	48138	-20608

Fuente: Revista Comercio Exterior, México.

Hay razones poderosas por las cuales el gobierno luchará contra una devaluación en el futuro inmediato, pero también las hay para considerar que al final podría tener que aceptar el ajuste. Si la actual cotización del peso mexicano se sostiene en los próximos años, muchos productos colombianos podrán competir con los mexicanos, ya sea como exportaciones a México o dentro de nuestro propio mercado. Si ese tipo de cambio no es sostenible, será mejor hacer los cálculos con un peso mexicano algo más barato en dólares.

Las razones para luchar por la estabilidad cambiaria son que la devaluación pondría en peligro la meta de inflación de un dígito, hacia la cual se ha avanzado tanto y a tan alto costo, y que también podría aumentar la resistencia en Estados Unidos contra el TLC.

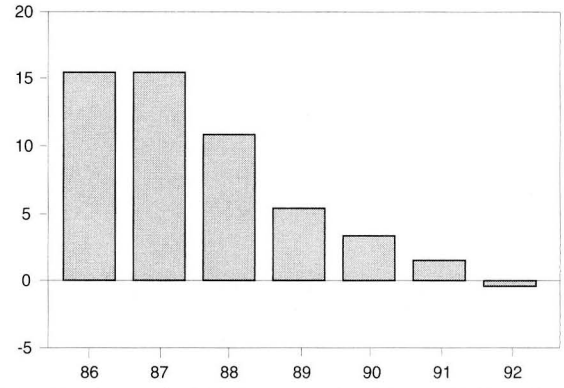
Pero en la medida en que la revaluación se prolonga aumenta su costo en términos de empleo, de la perdida de competitividad frente a las importaciones bajo condiciones de apertura real y del peligro de caer en una recesión severa por la necesidad de mantener la tasa de interés en niveles demasiado elevados. Por ello no debe descartarse que en el futuro, en un intento por evitar la devaluación, México opte por establecer medidas de tipo proteccionista bastante generales contra terceros países. Esto es, por fuera del TLC, pero no necesariamente por fuera del Grupo de los Tres.

VI. FINANZAS PUBLICAS

En el Gráfico 10 se presenta la evolución del déficit fiscal mexicano como porcentaje del PIB entre 1986 y 1992. En ese período las finanzas públicas mexicanas registraron una transformación radical al reducir el déficit de niveles del 15.5% del PIB en 1986 a 1.5% en 1991, e incluso a obtener en 1.992 un superávit de 0.4%, sin incluir los ingresos por privatizaciones.

Dicha transformación se debe a la contención del

Gráfico 10. DEFICIT FISCAL
Porcentaje del PIB 1986 - 1992.



Fuente: Banco de México y Revista Comercio Exterior.

gasto público durante estos años, a las reformas fiscales llevadas a cabo para ampliar la base gravable y al agresivo proceso de privatización de empresas estatales.

Los programas de austeridad y disciplina fiscal permitieron que entre 1986 y 1992 el gasto de consumo del gobierno aumentara a una tasa real de apenas 0.8% anual. De esa manera el gobierno jugó un papel crucial para reducir la inflación y mantener (por lo menos hasta antes de que en este año se complicaran las cosas) tasas de interés reales moderadas.

El costo de esa disciplina fiscal ha sido la renuncia a estimular el crecimiento de corto plazo por medio de gasto público, como sí lo ha hecho Colombia, y la necesidad de sacrificar muchas aspiraciones de gasto social. Esa política fue apoyada en México con un fuerte programa de privatizaciones, que entre otras cosas permitió recoger fondos frescos y reducir el saldo de la deuda pública externa.

Para 1993 se espera alcanzar un superávit fiscal de 1.3% incluyendo privatizaciones. En 1994 el superávit esperado será inferior (0.7%) debido a los mayores gastos de un año preelectoral y a que las principales empresas estatales ya han sido privatizadas.

Desempeño macroeconómico de Chile durante el período 1992-1993

Sergio Lehmann
Andrea Repetto[1]

I. INTRODUCCION

El año 1992 registró el mejor desempeño económico de las últimas tres décadas. El PIB experimentó un crecimiento de 10.4%, lo que en términos per cápita representa un aumento de 8.6%. A ello se suma un contexto de inflación moderada y decreciente, aumento del empleo y la productividad, y una sólida situación fiscal. Esta favorable evolución de la economía es especialmente relevante si se toma en consideración el entorno de escaso dinamismo de la economía mundial, demostrando que el país ha experimentado una disminución importante de su vulnerabilidad ante ciclos recesivos externos.

Desde el punto de vista del gasto, la expansión tuvo sus componentes más dinámicos en la inversión y las exportaciones. La tasa de inversión bruta en capital fijo alcanzó un nivel de 19.8%, financiada en una importante proporción por ahorro doméstico. Este crecimiento ha llevado a la tasa de desempleo a niveles históricamente bajos, inferiores al 5%. A su vez, la tasa de inflación alcanzó un nivel de 12.7% durante 1992, gracias a unas políticas monetaria y fiscal responsables (Cuadro 1).

Adicionalmente, el aumento en los salarios reales y el esfuerzo fiscal en términos de gasto social, permitió que sectores postergados comenzaran a participar en forma gradual de los beneficios del crecimiento, sin poner en peligro los equilibrios macroeconómicos básicos.

No obstante, el aumento del gasto durante 1992, por encima de los niveles sostenibles en el largo plazo, llevó a las autoridades económicas a contener su velocidad de crecimiento mediante una política de tasas de interés. Ello evitó que el ritmo de expansión del gasto alcanzara niveles que pudiesen poner en riesgo la obtención de la meta inflacionaria de 13%, fijada para 1992.

En relación con las cuentas externas, en 1992 se produjo nuevamente un superávit comercial, aunque menor que en 1991. Cabe destacar el importante crecimiento que experimentaron las exportaciones durante el año (11.8%), a pesar de la situación de recesión mundial. Esto es una muestra de que

[1] Investigadores de Cieplan.

Cuadro 1. PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS

	1990	1991	1992	1993 [a]
Producto Interno Bruto (PIB)	2.1	6.0	10.4	6.0-6.5
Producción industrial[b]	0.2	1.9	11.8	6.0
Desempleo[c]	6.0	6.5	4.9	4.5
Inflación[d]	27.3	18.7	13.0	11.0
Precios relativos (1990=100)				
Salario real[e]	100.0	104.9	109.6	114.0
Tipo de cambio real[f]	100.0	94.4	86.8	87.5 [g]
Balanza de pagos (Millones de US$)	2368.0	1238.0	2498.0	512.0 [g]
Exportaciones	8310.0	8929.0	9986.0	2483.0 [g]
Importaciones	7037.0	7353.0	9237.0	2479.0 [g]
Balanza comercial	1273.0	1576.0	749.0	-76.0 [g]
Saldo cuenta corriente	-597.0	143.0	-583.0	-275.0 [g]
Superávit fiscal (%PIB)	0.9	1.7	2.5	n. d.
Agregados Monetarios (Valores reales)				
M1A	100.0	116.0	137.6	137.7 [g]

[a] Estimación para 1993, según información correspondiente al primer semestre de 1993.

[b] Indice de actividad industrial SOFOFA.

[c] Tasa de desocupación total del país, INE.

[d] Indice de precios al consumidor, INE.

[e] Indice de sueldos y salarios INE, deflactado por IPC.

[f] Tipo de cambio nominal observado, inflactado por inflación externa relevante y deflactado por IPC, Banco Central de Chile.

[g] Información del primer semestre de 1993.

Chile mantuvo su capacidad competitiva durante 1992. Por su parte, la cuenta corriente registró un déficit cercano a los US$600 millones, monto que sin embargo no presenta problemas de financiamiento.

En el presente año, se ha observado que la política de ajuste por la vía del alza en las tasas de interés, sumada a un escenario externo desfavorable, ha moderado la tasa de crecimiento del producto. Para 1993 se espera una expansión del 6% del PIB. Dicho crecimiento sería explicado principalmente por una evolución dinámica de la inversión, que debería continuar hacia 1994. El resto de los componentes del gasto tendrían un crecimiento moderado, e incluso nulo, como es el caso de las exportaciones.

II. ACTIVIDAD ECONOMICA

El año 1992 se caracterizó por una expansión inusualmente alta del producto, que llevó a debatir acerca de la posibilidad de sostenerla en el futuro inmediato. El Cuadro 2 muestra la evolución del gasto del PIB, revelando la fuerte expansión de la inversión, el consumo y las exportaciones. El gasto de gobierno se mantuvo dentro de una trayectoria de expansión moderada, inferior al crecimiento del producto.

Cuadro 2. GASTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (Porcentajes)

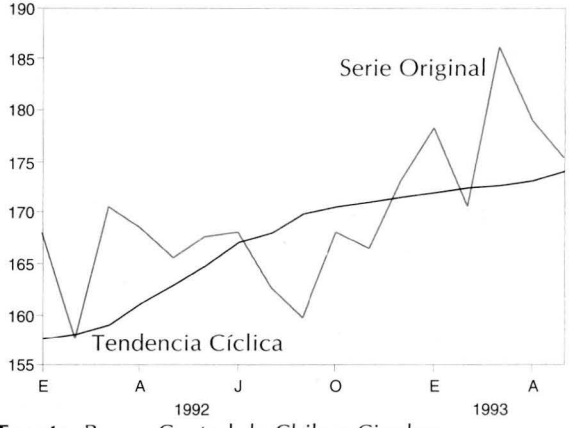
	Tasas de crecimiento anual		
	1990	**1991**	**1992**
Consumo			
Privado	0.7	5.4	10.1
Gobierno	1.6	3.6	4.8
Inversión			
Formación bruta de capital	6.9	-1.0	20.2
Construcción	3.7	n.d.	n.d.
Maquinaria y equipos	10.9	n.d.	n.d.
Variación de existencias	n.d.	4.5	9.9
Exportaciones de bienes y servicios	7.6	12.9	12.3
Importaciones de bienes y servicios	0.6	8.5	22.2
Total	2.1	6.0	10.4

Fuente: Boletín Mensual, Banco Central de Chile.

Con el propósito de moderar el crecimiento que venía mostrando el gasto durante 1992, se aplicó una política monetaria contractiva, consistente en aumentar la tasa de interés de los papeles a 90 días del Banco Central de 4.7% a 5.2% en abril, y a 5.7% en agosto. Esta última alza estuvo motivada por el convencimiento de la autoridad de que si bien la economía tendía a desacelerarse, ello no estaba ocurriendo con suficiente rapidez como para asegurar la continuación de una trayectoria de inflación decreciente en 1993.

Durante el primer trimestre de 1993, el crecimiento anualizado del producto fue de 8.3%, esperándose que la desaceleración continúe y permita alcanzar un crecimiento de 6% para el año (Gráfico 1). La desaceleración del gasto es consecuencia tanto de la política de ajuste como de un comportamiento más moderado del consumo y de un escenario externo desfavorable en 1993. La favorable evolución que ha mostrado la inversión durante este año

Gráfico 1. INDICE DE ACTIVIDAD ECONOMICA (Promedio 1982=100)



Fuente: Banco Central de Chile y Cieplan.

hacen que ésta sea la variable que más incida en el crecimiento esperado del PIB.

Por otro lado, las cifras de producción industrial muestran una desaceleración que de acuerdo con los sectores empresariales, ha sido más pronunciada de lo esperada. En promedio para los primeros cinco meses del año se obtiene un incremento de 5.7% del índice de producción industrial, que si bien representa un aumento significativo, muestra una tendencia decreciente en el tiempo.

A. Demanda agregada

Los resultados en materia de inversión durante 1992, revelan un gran dinamismo. Este es explicado fundamentalmente por el aumento en los recursos para financiar nuevas inversiones, la atractiva rentabilidad de una economía que utiliza plenamente sus recursos y la percepción de estabilidad económica y política hacia el largo plazo. Este crecimiento record, ha permitido elevar la tasa de inversión sobre el producto a un nivel igual a 19.8%, el más alto en la historia reciente de Chile. De acuerdo con las proyecciones de CIEPLAN, durante 1993 continuará el dinamismo de la inversión, que alcanzará un crecimiento cercano al 12%. Ello se traduce en una tasa sobre el PIB de aproximadamente 21%, que hace

sostenibles en el largo plazo crecimientos a tasas anuales de 6%.

Por otro lado, el fuerte crecimiento del consumo ha obedecido, entre otros factores, al aumento de las remuneraciones reales y al mayor nivel de empleo. Asímismo, la percepción de que el crecimiento del producto atípicamente elevado de 1992 tenía un carácter transitorio, llevó a las personas a aumentar el consumo de bienes durables. En efecto, el aumento en el gasto de este tipo de bienes durante 1992 fue de 30.2%, llevando a aumentos del consumo total del 10.1%. Estas cifras, sin embargo, tenderán a moderarse durante 1993, en la medida que el crecimiento del ingreso de 1993 sea inferior al de 1992. Dado que ha existido una acumulación importante de bienes de consumo durable en manos de los consumidores, cabe esperar una caída sustancial en la adquisición de estos bienes. De acuerdo con proyecciones de CIEPLAN, el gasto en bienes de consumo durable caería a partir del segundo semestre de 1993, lo que se traduciría en un incremenro de 4.2% en el total del año. Ello llevaría a un aumento del consumo total de 5%.

En cuanto a las exportaciones, se proyecta para 1993 una pérdida de dinamismo, considerando los efectos de un escenario externo desfavorable. Con respecto al gasto fiscal, para el año 1993 se proyecta un crecimiento de 5% contemplado en la Ley de Presupuestos, inferior al aumento esperado para el PIB.

B. Actividad por sectores productivos

En un examen del crecimiento del PIB por sectores de origen se destaca el gran dinamismo del sector industrial (Cuadro 3). Durante el año 1992 tuvo un crecimiento de 12.2%, que significó la creación de al menos 30 mil nuevos puestos de trabajo en ese sector. Estas cifras revelan un incremento en los niveles de productividad de la industria, que comenzó a manifestarse a comienzos de 1991. Los aumentos de inversión observados en 1992 y proyectados para este año, reflejan un proceso de profundización y aumento de eficiencia del sector manufacturero, que permite aumentar su competitividad frente al resto del mundo.

Luego de la fuerte expansión de 1992, se esperan tasas de crecimiento del sector industrial más moderadas para este año. Incluso éstas han llegado a preocupar al sector empresarial, que enfrenta un escenario externo desfavorable y una demanda interna menos dinámica.

Otros sectores muy dinámicos han sido transporte y comunicaciones, que crecieron a un ritmo de 14.2% durante 1992, sustentado por la fuerte inversión privada destinada a ampliar y modernizar la red de telecomunicaciones del país.

Por otro lado, el comercio se ha visto impulsado por la fuerte expansión de las importaciones y los mayores niveles de ventas, como consecuencia de un aumento significativo en el ingreso disponible de las personas.

Igualmente, el sector de la construcción mostró un comportamiento muy dinámico durante 1992, que se ha mantenido durante el primer semestre de 1993. Sin embargo, a partir del segundo semestre se espera una desaceleración, producto de la sobreoferta y de la dismunición en la demanda por viviendas.

La agricultura registró un crecimiento menor al promedio. En ella coexisten sectores de alto crecimiento y sectores de cultivos tradicionales que han visto caer sus niveles de actividad.

El sector minero, por su parte, mostró durante 1992 una expansión de la minería privada del cobre y de la producción de oro. Sin embargo, este efecto positivo sobre el producto del sector se vió anulado por la declinación de la producción de petróleo y carbón.

Cuadro 3. PRODUCTO INTERNO BRUTO POR SECTORES DE ACTIVIDAD Y OTROS INDICADORES SECTORIALES (Tasas de crecimiento)

Sector	1991	1992	1992				1993
			I	II	III	IV	I
Agropecuario silvícola (PIB)	1.2	3.1	0.8	3.5	5.8	4.0	5.0
Pesca (PIB)	8.3	9.0	12.7	17.5	9.8	-17.3	-2.3
Desembarques totales	14.8	7.6	20.5	18.2	6.1	-27.0	-28.2
Minería (PIB)	4.8	1.1	-2.4	-0.8	6.6	0.9	5.0
Producción de cobre (miles TM)	6.2	14.5	3.6	0.7	16.0	5.1	7.3
Indice INE reponderado	12.1	5.2	3.8	1.7	14.1	1.8	7.1
Industria manufacturera (PIB)	5.5	12.2	12.4	7.3	19.3	10.1	7.0
Producción industrial INE	5.9	14.5	16.8	12.6	21.0	8.1	6.0
Producción industrial SOFOFA	2.1	11.8	11.2	8.5	18.1	6.2	7.8
Ventas industriales INE	7.1	13.7	15.6	13.9	18.2	7.9	5.3
Ventas industriales SOFOFA	5.2	9.7	7.7	9.9	14.7	6.7	8.9
Electricidad. Gas. Agua (PIB)	7.8	9.8	9.1	8.5	12.6	9.1	7.1
Indice cons. eléctrico indust.	5.9	8.1	12.1	8.1	9.7	14.4	7.1[a]
Construcción (PIB)	4.7	14.1	12.0	10.0	14.7	19.5	16.4
Indice despachos Cieplan	2.5	24.8	14.7	23.4	27.4	29.9	n.d.
Edificación total (m2)	22.4	23.7	3.7	17.7	54.4	18.8	36.0
Comercio (PIB)	8.6	14.3	12.5	12.9	18.1	13.5	12.5
Venta supermercados minoristas	10.5	9.0	2.7	5.5	14.3	12.9	20.8
Transporte-comunicaciones (PIB)	11.9	14.2	14.5	12.0	19.0	11.5	10.1
Otros (PIB)	5.1	9.5	9.4	8.8	11.4	8.4	8.9
Producto Interno Bruto	6.0	10.4	9.2	8.4	14.5	9.8	8.3

[a] enero-febrero 1993.

Fuente: Informe Económico y Financiero y Boletín Mensual Banco Central de Chile; Set de Estadísticas, Cieplan.

III. SECTOR EXTERNO

A. Balanza comercial y cuenta corriente

La balanza comercial mostró una variación significativa durante 1992 en relación con 1991, pasando de un superávit de US$1,576 millones a uno de US$749 millones. Una de las causas de la reducción del saldo comercial es la expansión de importaciones. Estas alcanzaron un valor CIF de US$10,129 millones, lo que implica un aumento del 25% respecto a 1991 (Cuadro 4). Las importaciones de bienes de consumo crecieron a una tasa del 36.8%, mientras las de productos intermedios y bienes de capital lo hicieron al 16,7% y 36,5%, respectivamente. Este comportamiento responde

Cuadro 4. IMPORTACIONES CHILENAS, 1985-1993 (Millones de US$, CIF)

	Bienes de consumo	Productos intermedios	Bienes de capital	Acumulado anual	
				Mill. US$	Var. 12 meses
1985	751.4	1866.7	650.2	3268.3	-12.6
1986	754.0	1947.3	735.0	3436.3	5.1
1987	900.4	2395.2	1100.8	4396.4	27.9
1988	1089.3	2832.6	1369.9	5291.8	20.4
1989 [a]	1053.9	4110.8	1979.5	7144.2	35.0
1990	1042.5	4312.9	2322.3	7677.7	7.5
1991	1391.6	4661.5	2040.6	8093.7	5.4
1992	1903.9	5438.8	2786.0	10128.7	25.1
1993 Enero	166.6	459.9	285.9	912.4	11.1
Febrero	147.5	438.6	254.8	1753.3	18.1
Marzo	173.4	481.0	299.1	2706.8	23.0
Abril	160.2	481.2	254.9	3603.1	20.6
Mayo	140.4	445.2	274.3	4463.0	20.3
Junio	158.0	498.6	254.0	4923.6	19.3

[a] Las categorías de bienes que aparecen desde 1989 no son comparables con las de 1988 debido al paso del sistema NAB al sistema armonizado.
Fuente: Banco Central de Chile.

al elevado crecimiento del producto, la apreciación cambiaria, la expansión del gasto promovida por los influjos de capitales foráneos y la reducción de tasas de interés.

Por su parte, las exportaciones crecieron 11.8% en 1992, alcanzando un nivel record de US$9,986 millones (Cuadro 5); esta expansión se logró a pesar del escaso dinamismo de la economía mundial y del deterioro experimentado por el tipo de cambio real, y fue liderada por los productos industriales cuyos envíos al exterior aumentaron 21.7%.

A pesar de la caída del precio promedio del cobre durante 1992, el valor de sus exportaciones aumentó debido al crecimiento del 9.4% en su volumen. A su vez, las exportaciones no cupríferas se expandieron 14.8% en valor. Si bien los precios de estos bienes cayeron respecto a 1991, el quántum exportado creció 15.6%.

A partir de enero de 1993 la balanza comercial comenzó a presentar niveles deficitarios o escasamente positivos. Esto se debe en parte, a que las importaciones han seguido creciendo a altas tasas, aún cuando presentan una tendencia a la desaceleración.

Adicionalmente, el crecimiento de las exportaciones se ha detenido. Las exportaciones acumuladas en el año experimentaron una caída nominal en 12 meses del 1.4% en abril, 4.8% en mayo y 4.1% en junio. El deterioro del valor exportado se debe en parte, a la caída en los precios internacionales de algunos de los principales productos de exportación chilenos, como el cobre y la celulosa. A esto se agregan las dificultades que han enfrentado los exportadores de frutas para ingresar sus productos al mercado europeo, debido a la imposición de un sistema de licencias para la importación de algunos bienes y la aplicación de un arancel compensatorio. Pero no sólo los precios interna-

Cuadro 5. EXPORTACIONES CHILENAS, 1985-1993 (Millones de US$ FOB)

	Mineras	Agrícolas y del mar	Industriales	Acumulado anual	
				Mill. US$	Var. 12 meses
1985	2120.7	515.1	1168.3	3804.1	4.2
1986 [a]	2096.1	683.0	1419.7	4198.8	10.4
1987	2603.3	796.3	1824.1	5223.7	24.4
1988	3848.3	930.4	2273.1	7051.8	35.0
1989	4472.8	994.5	2612.7	8080.0	14.6
1990 [a]	4590.1	978.6	2741.2	8309.9	2.8
1991	4393.0	1220.8	3315.1	8928.9	7.4
1992	4723.5	1229.7	4032.9	9986.1	11.8
1993 Enero	299.5	97.3	274.0	670.8	-15.3
Febrero	325.0	129.6	258.6	1384.0	-7.6
Marzo	418.5	229.9	370.7	2403.1	-2.0
Abril	404.2	183.3	342.7	3333.3	-1.4
Mayo	287.5	102.4	305.7	4028.9	-4.8
Junio	345.0	103.1	334.3	4811.3	-4.1

[a] En 1986 y 1990 se efectuaron cambios en la clasificación sectorial.
Fuente: Banco Central de Chile.

cionales relevantes han caído, sino que también existe evidencia de estancamiento en las cantidades exportadas. Esto ocurre en particular en el caso de los sectores industrial, pesca extractiva y minería no cuprífera (Cuadro 5).

Las proyecciones para 1993 indican que a fin de año, la cuenta comercial presentará déficit. Esta reversión en el saldo de la balanza comercial se debe especialmente a la caída en las exportaciones de cobre, cuyo precio se espera alcance un nivel de 89 centavos de dólar la libra en promedio para el año; esto representa una caída de 14% respecto a 1992. En términos del valor de exportaciones, ello significa una caída cercana a los US$400 millones, equivalente a aproximadamente un 4% de las exportaciones totales de Chile.

Por otro lado, si bien el volumen de las exportaciones distintas del cobre crecerá, las proyecciones indican que su valor caerá. Adicionalmente, las importaciones seguirán creciendo, pero a un ritmo inferior al de 1992.

Por otra parte, el superávit de cuenta corriente registrado en 1991 pasó a un déficit de US$538 millones durante 1992, consecuencia del menor superávit de la balanza comercial (Cuadro 6). Aun cuando el saldo neto de servicios financieros y transferencias fue negativo (US$1,429 millones), éste fue levemente superior al alcanzado en 1991 (US$1,469 millones). Parte de esta mejora se debe a la caída en la tasa de interés internacional experimentada en 1991. A su vez, la balanza de servicios no financieros creció de 36 a 96 millones de dólares en 1992 en relación con el período anterior.

Para 1993 se proyecta un déficit de cuenta corriente más alto que el de 1992, el que sería consecuencia principalmente de la reversión del

Cuadro 6. INDICES DE PRECIOS, QUANTUM Y VALOR DE LAS EXPORTACIONES, PRIMER TRIMESTRE 1993 (Primer trimestre 1992=100)

	Precios	Cantidad	Valor
Silvoagropecuario y pesca	100.2	105.7	105.8
Agropecuario	98.9	104.1	102.9
Silvicultura	121.2	157.5	190.9
Pesca extractiva	120.9	86.5	104.7
Minería	101.2	98.5	99.7
Cobre	102.9	102.0	105.0
Resto de minería	92.9	84.4	78.4
Industria	95.3	99.9	95.2
Alimentos	94.3	91.6	86.4
Bebidas	106.7	128.3	136.8
Textiles	101.6	125.9	127.9
Forestal y muebles de madera	84.3	104.7	88.2
Papel y celulosa	98.5	93.6	92.1
Productos químicos básicos	96.5	109.6	105.8
Productos minerales no metálicos	74.1	97.1	71.9
Ind. básicas de hierro y acero	96.3	74.4	71.6
Productos metálicos	100.9	140.9	142.2
Material de transporte	100.9	165.9	167.4
Otros	113.4	111.5	126.5
Otros	98.8	138.7	136.7
Total	98.8	100.3	99.1

Fuente: Banco Central de Chile.

saldo de la balanza comercial. En efecto, cifras proyectadas al primer semestre de 1993 sugieren un déficit comercial superior a US$500 millones y un déficit en cuenta corriente que superará el 5% del PIB. Si bien este es un cambio importante en la situación de cuentas externas, la economía se encuentra en posición de financiar el déficit sin dificultad, gracias a los altos niveles de reservas internacionales existentes (equivalentes a un año de importaciones) y a casi US$ 800 millones que el Fondo de Estabilización del Cobre (FEC) acumuló hasta el primer semestre de 1993. A pesar de esto, el mayor déficit puede ser una señal de que existe un problema que debe ser observado con cuidado.

B. Movimientos de capitales y acumulación de reservas

Desde principios de la presente década, Chile volvió a insertarse en los mercados voluntarios de crédito internacional, como respuesta a los esfuerzos hechos en términos de ajuste y reformas estructurales después de la crisis de 1982. Esto ha implicado, junto con los superávit comerciales, que el país ha accedido a una mayor disponibilidad de recursos externos para financiamiento de la inversión.

Durante 1992, el saldo de la cuenta de capitales se incrementó significativamente, alcanzando un nivel de US$2,897 millones, un 256% más alto que en 1991. Esta diferencia responde en gran parte al influjo masivo de capitales de corto plazo, que sumó US$1,666 millones. Estos fueron atraídos por el diferencial de tasas de interés domésticas respecto al exterior, los requerimientos de encaje por depósitos en moneda extranjera y créditos externos, y por préstamos de financiamiento al comercio exterior.

El flujo neto de capitales de mediano y largo plazo alcanzó los US$1,231 millones, un 19.3% más que en 1991. Dentro de éstos, la inversión extranjera directa mostró un gran dinamismo, alcanzando un nivel cercano al 2% del PIB.

Un fenómeno reciente ha sido el flujo de inversión de chilenos en el exterior, que en 1992 registró un nivel de US$426 millones, muy superior al observado en los años anteriores (Cuadro 7). Estos recursos salieron del país a través del mercado cambiario informal, dirigiéndose principalmente a Argentina y Uruguay a financiar proyectos en los sectores financiero y de energía.

Cuadro 7. BALANZA DE PAGOS, 1990-93 (Millones de US$)

	1990	1991	1992	Trim. I/93
I. Cuenta Corriente	-597	143	-583	-275
A. Balanza Comercial (FOB)	1273	1576	749	-76
Exportaciones FOB	8310	8929	9986	2403
Cobre	3795	3617	3886	865
Resto	4515	5312	6100	1538
Importaciones FOB	7037	7353	9237	2479
B. Servicios no Financieros	-258	36	96	144
C. Servicios Financieros	-1811	-1809	-1859	-420
D. Transferencias	199	340	431	76
II. Cuenta de Capitales	3291	813	2896	768
A. Inversión Extranjera Neta	1014	453	604	167
Del exterior	1022	551	1031	246
Al exterior	-7	-98	-426	-79
B. Otros Capitales	2277	360	2292	601
Público[a]	37	-681	258	n.d.
Privado no bancario	2505	1323	304	n.d.
Bancario	-265	-282	1730	n.d.
III. Errores y Omisiones	-326	282	185	18
IV. Saldo Balanza de Pagos	2368	1238	2498	512

[a] Excluye al Banco de Estado, el que se considera en el sector bancario.
Fuente: Banco Central de Chile.

Por su parte, la balanza de pagos registró un superávit en torno al 7% del producto, el que fue completamente esterilizado.

Para 1993 diversas fuentes han estimado un déficit de balanza de pagos, pero que dada la enorme cantidad de reservas acumuladas no representa un problema. Este déficit se debería fundamentalmente a dos factores: por un lado al aumento en el saldo negativo de cuenta corriente, y por el otro, a menores entradas de capitales, especialmente de corto plazo. Aun cuando las tasas de interés domésticas han subido y las internacionales han caído, el aumento en la tasa de devaluación ha implicado un importante desincentivo a la entrada de capitales especulativos de corto plazo durante el primer semestre de 1993.

C. Política cambiaria

1. Cambios en la normativa cambiaria

La política cambiaria vigente en Chile consiste en un sistema de "crawling peg", en el que el tipo de cambio nominal es reajustado con base en la diferencia entre la inflación doméstica rezagada (IPC) y una estimación de la inflación internacional relevante para el país. Hasta junio de 1992, la regla determinaba un valor de dólar de referencia en torno al cual se fijaba una banda de fluctuación del 20% (10% para cada lado). En julio de 1992, el Banco Central introdujo una nueva normativa para la cotización del peso chileno, de acuerdo con la cual el peso ya no se vincula exclusivamente al dólar norteamericano, sino a una Canasta

Referencial de Monedas (CRM) compuesta por el dólar, el marco alemán y el Yen, con ponderaciones del 50%, 30% y 20%, respectivamente. Con esta nueva regla, el dólar referencial queda determinado diariamente según el cuociente entre el valor en pesos de la CRM y su valor en dólares. El tipo de cambio nominal efectivo u "observado" puede alcanzar niveles hasta un 10% por encima o debajo del tipo de cambio de referencia. El Banco Central interviene en el mercado cambiario cuando el dólar alcanza alguno de los límites de la banda, aun cuando puede efectuar compras y ventas al interior de la banda para reducir los efectos de factores especulativos y minimizar las fluctuaciones de corto plazo. En síntesis, hay una combinación de política de "crawling peg" pasiva y activa: pasiva para dar una señal de largo plazo a los exportadores y activa para desincentivar la especulación de corto plazo.

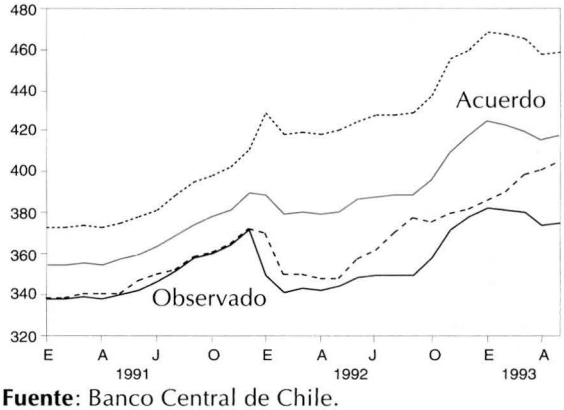
Dos motivos llevaron a poner en marcha el nuevo sistema de cotización del peso. Por una parte, ha sido necesario reconocer que el comercio chileno no sólo está vinculado al mercado norteamericano, sino a una gama amplia de países. Al considerar sólo el "área dólar" se estabiliza en el corto plazo a los productores que compiten en esa región, sin reconocer el grado creciente de integración de Chile con el resto del mundo.

Por otra parte, la nueva normativa reduce los incentivos a ingresar capitales. Esto, porque la política hace que para el arbitraje internacional de capitales sea relevante no sólo el costo de los fondos en los Estados Unidos, sino también el de Alemania y Japón. Dadas las diferencias existentes entre la tasa de interés norteamericana, alemana y japonesa en 1992, el diferencial positivo entre el costo real de los fondos en Chile y el exterior disminuyó con la medida.

Adicionalmente, la nueva política introduce un elemento de riesgo en el arbitraje de capitales. Esto, porque a diferencia de la normativa anterior, el valor del dólar de referencia no es conocido con anterioridad, sino diariamente. De este modo, ya no se otorga un "seguro cambiario" a quienes operan en los mercados financieros internacionales aprovechando el diferencial de tasas de interés.

La nueva regla cambiaria tiene elementos favorables para la política monetaria, en el sentido en que la autoridad puede tener una mayor flexibilidad en la determinación de tasas de interés, ya que cualquier cambio en ésta se trasmite al valor del dólar referencial. Además, la menor entrada de capitales extranjeros disminuye la necesidad de esterilizar, evitando que el Banco Central deba asumir mayores pérdidas en su operación. En efecto, esta política despegó el tipo de cambio referencial del piso de la banda, situación que no ocurría desde julio de 1990, haciendo que la autoridad no se viese obligada a comprar el exceso de oferta de dólares en el mercado cambiario (Gráfico 2).

Gráfico 2. EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO, 1991-1993

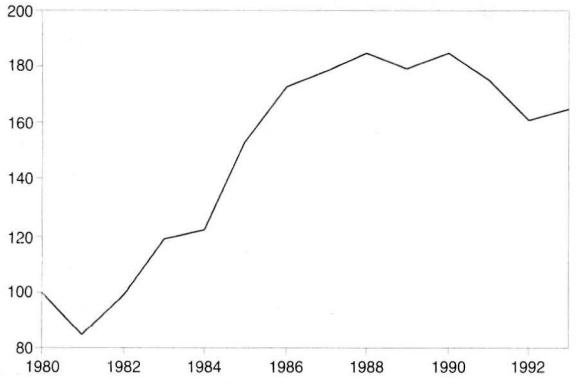


Fuente: Banco Central de Chile.

2. Comportamiento del tipo de cambio real

Desde mediados de la década de los 80, la política económica chilena se ha orientado básicamente al desarrollo exportador. En este sentido, la autoridad ha hecho esfuerzos por mantener el tipo de cambio real en niveles competitivos para incentivar la expansión de este sector productivo. El Gráfico 3 presenta la significativa depreciación que experimentó el tipo de cambio real durante la década

Gráfico 3. TIPO DE CAMBIO REAL, 1980 - mayo 1993 (1980=100)



Fuente: Banco Central de Chile.

de los 80. Sin embargo, desde 1990 esta política ha experimentado modificaciones como consecuencia del ingreso de importantes flujos de capital y del propio proceso de expansión de las exportaciones. Como resultado, el tipo de cambio real ha caído sistemáticamente desde 1991: 5.6% en 1991 y 8.2% en 1992.

El Banco Central tomó varias medidas durante 1992 para frenar esta caída: la nueva normativa de cotización del peso, fijación de encajes a la entrada de capitales de corto plazo, incremento de la proporción de retornos de exportación que quedan liberados de ser liquidados en el mercado cambiario formal, autorización para la emisión de bonos en el extranjero, inversión de las AFP en el exterior y autorización para anticipar remesas de utilidades y de capital de la inversión extranjera, entre otras. Todas estas medidas se orientaron a frenar la presión sobre el dólar y a aumentar el grado de integración de Chile con los mercados financieros externos. Ellas lograron detener la tendencia a la apreciación a partir de mediados de 1992.

En 1993, la tendencia del tipo de cambio real se ha revertido. La caída experimentada por los precios y volúmenes de exportación ha creado expectativas de un déficit comercial, lo que junto con los menores niveles de inflación domésticos, ha elevado el tipo de cambio real en un 5% en el primer semestre del año en relación con el final de 1992. Esta alza tiende a compensar la menor rentabilidad de las exportaciones ocasionada por la caída de los precios internacionales de bienes.

D. Deuda externa

La situación de deuda externa ha cambiado notablemente en el país en relación con la década de los 80. La deuda total bajó como proporción del PIB, de 121% en 1985 a 48% en 1992, y de 5 a 2 veces las exportaciones de dichos años (Cuadro 8).

En 1992, la deuda externa aumentó en US$1,788 millones, como consecuencia de un aumento en los préstamos al sector privado, especialmente el bancario, acumulándose un nivel de endeudamiento externo de US$18,204 millones. Mientras el sector privado acumuló deuda por US$2,747 millones, el sector público (incluyendo Banco del Estado y Banco Central) se desendeudó

Cuadro 8. ENDEUDAMIENTO EXTERNO, 1980-1992[a] (Millones US$)

	Deuda externa	Reservas internac.	Deuda sobre exportac.	Deuda menos reservas sobre exportac.
1980	11084	4074	2.4	1.5
1981	15542	3775	4.1	3.1
1982	17153	2378	4.6	4.0
1983	17431	1723	4.5	4.1
1984	18877	1576	5.2	4.7
1985	19444	1542	5.1	4.7
1986	19501	1778	4.7	4.2
1987	19208	1646	3.7	3.4
1988	17638	2550	2.5	2.1
1989	16252	2943	2.0	1.6
1990	17425	5347	2.1	1.5
1991	16416	6639	1.8	1.1
1992	18204	9009	1.8	0.9

[a] Diciembre de cada año.
Fuente: Banco Central de Chile.

en US$959 millones. En el aumento de la deuda externa privada, las instituciones financieras contribuyeron con US$2,296 millones. Durante 1993, esta tendencia se ha seguido observando, alcanzándose a fines de abril una deuda acumulada de US$18,920. De este total, la mitad es pública, lo que constituye un importante cambio en la estructura de endeudamiento del país, considerando que entre 1985 y 1991, el sector privado era, en promedio, responsable de la cuarta parte de la deuda.

En términos de plazos, la nueva deuda se concentra principalmente en el corto plazo: del total del flujo de endeudamiento externo, sólo US$273 millones corresponden a deuda de mediano y largo plazo.

Si bien la deuda externa creció en 1992, las reservas internacionales crecieron aún más. Usando la diferencia entre la deuda y el nivel de reservas acumulado como un indicador más global de solvencia, se tiene que los pasivos externos netos cayeron como proporción de las exportaciones, de 470% en 1985, a 110% en 1991 y 1992, respectivamente.

E. Acuerdos comerciales

A partir de mediados de los setenta, Chile comenzó un proceso de apertura comercial unilateral. En los últimos años ha habido un cambio de énfasis en la política comercial chilena hacia una estrategia enfocada a la negociación de convenios de carácter bilateral. Si bien Chile no posee un socio comercial natural, dada la estructura diversificada de sus exportaciones en términos de destino, desde 1991 se han hecho avances concretos en la firma de acuerdos.

El objetivo principal de estos acuerdos es lograr un mejor acceso a mercados más amplios que permita aprovechar las ventajas de la especialización y las posibilidades de estimular inversión extranjera. Además, los tratados aseguran la estabilidad en las reglas de acceso.

En septiembre de 1991, Chile firmó un Acuerdo con México, con la finalidad de lograr el libre comercio entre ambos países en un plazo de seis años. Este Acuerdo entró en vigencia en enero de 1992 con un programa de desgravación que comenzó con la fijación de aranceles máximos de 10% para la mayoría de bienes comerciados. El programa establece la reducción de estos aranceles a 7.3% en 1993, 5% en 1994, 2.5% en 1995 y 0% a partir de 1996. Otros bienes fueron sometidos a una desgravación más lenta, y un tercer grupo quedó excluído (46 partidas arancelarias en el caso de Chile, y 59 en el caso mexicano). Transcurrido el primer año de vigencia del Acuerdo, las exportaciones chilenas al mercado mexicano se expandieron en 112% y lo han seguido haciendo a una tasa del 69% en 1993 (Cuadro 9).

Cuadro 9. INTERCAMBIO CON SOCIOS COMERCIALES[a] (millones de US$)

				I trimestre	
	1990	1991	1992	1992	1993
Argentina					
Exportac.	113.5	257.4	461.6	81.2	110.1
Importac.	503.1	553.8	633.6	120.0	143.0
Bolivia					
Exportac.	73.3	112.5	151.4	32.7	35.1
Importac.	21.5	19.5	16.7	5.4	3.2
Brasil					
Exportac.	487.4	447.6	450.9	91.0	98.5
Importac.	564.2	697.6	996.2	215.7	247.3
Colombia					
Exportac.	80.2	53.7	74.0	13.9	20.3
Importac.	163.5	159.5	106.3	25.2	21.2
Estados Unidos					
Exportac.	1469.2	1596.3	1649.4	477.6	535.5
Importac.	1373.4	1581.9	1984.9	429.3	590.6
México					
Exportac.	57.7	43.5	92.4	21.3	34.7
Importac.	100.8	138.2	178.3	35.6	38.1

[a] Exportaciones FOB e importaciones CIF.

Fuente: Banco Central de Chile.

Dentro de esta nueva estrategia comercial, Chile suscribió un Acuerdo de Complementación Económica con Argentina y Venezuela, puso en marcha un Acuerdo de Alcance Parcial con Bolivia, se encuentra en negociaciones con Colombia y está estudiando la posibilidad de un acuerdo con Brasil. Adicionalmente, se espera negociar un Acuerdo de Libre Comercio con Estados Unidos, aunque se estima que este tratado no lograría un cambio importante en términos de mejor acceso de las exportaciones a ese país, debido a que las actuales barreras son bastante bajas. A pesar de esto, se esperan otros beneficios como la eliminación del escalonamiento arancelario que grava más fuertemente los productos de mayor elaboración, la estabilidad en las reglas, el establecimiento de instancias más eficientes en la solución de disputas y la promoción de mayores inversiones en el país[2].

IV. EMPLEO Y REMUNERACIONES

El crecimiento económico de los últimos años ha permitido una sustancial expansión del empleo, lográndose reducir la desocupación a niveles inferiores al 5% de la fuerza de trabajo. El aumento en el empleo ha estado liderado por la industria, la construcción y el comercio.

Es así como durante el último año se generaron 200 mil nuevos empleos, lo que llevó a aumentar la fuerza de trabajo en un 2.4% durante 1992 y reducir en casi 2 puntos la tasa de desempleo. El aumento en la fuerza de trabajo se ha seguido observando durante 1993, mostrando un incremento de 4.6% durante los primeros 5 meses del año, al comparar con igual período de 1992.

No obstante, dentro del favorable escenario aún falta extender las oportunidades laborales a sectores que han acumulado un gran rezago a través de los años. Así, por ejemplo, el desempleo juvenil es aún superior al 10% y las mujeres no pueden acceder al mundo laboral en igualdad de condiciones. De igual modo, existen zonas del país con alto desempleo, como consecuencia de una realidad económica local desfavorable.

Por otro lado, entre 1989 y 1992 las remuneraciones reales han crecido en promedio a una tasa cercana al 4%. Tal crecimiento obedece fundamentalmente a tres factores: la sistemática caída de la inflación, la mayor demanda de mano de obra derivada de la expansión económica y la política de mejoramiento del ingreso mínimo seguida por el gobierno democrático.

En junio de 1993 comenzó a regir el incremento del ingreso mínimo, acordado por trabajadores y empresarios en abril del mismo año. Dicho valor, percibido por cerca del 15% de los trabajadores, quedó fijado en cerca de 115 dólares mensuales, representando un alza de 19.2% con respecto al valor del año 1992. Dadas las proyecciones de inflación para 1993, el alza en el ingreso mínimo representa un incremento real de aproximadamente 8%.

De acuerdo con el Cuadro 10, los primeros meses de 1993 muestran una desaceleración del índice de salarios reales. Sin embargo, los niveles ya alcanzados permitirían que el crecimiento para dicho año esté en torno al 4%.

Asímismo, la tasa de desocupación de la economía es la más baja registrada en las últimas décadas y representa una situación cercana al pleno empleo. En consecuencia, es posible que el país enfrente en el futuro el desafío de crecer bajo una situación de escasez de mano de obra, con lo cual, si la economía chilena quiere superar las mediocres tasas de crecimiento de las dos décadas anteriores, ya no puede limitarse a generar empleos para los trabajadores que se incorporen al mercado laboral, sino que debe incrementar la productividad del trabajo. En el ámbito de las políticas públicas

[2] Al respecto, véase Butelmann (1992) y Butelmann y Campero (1992).

Cuadro 10. INDICE DE SUELDOS Y SALARIOS Y TASA DE DESEMPLEO

		Indice de sueldos y salarios reales (1980=100)	Tasa de desempleo[a]
1980		100.0	15.7
1981		109.0	13.8
1982		109.3	25.0
1983		97.3	30.3
1984		97.5	23.5
1985		93.2	20.8
1986		95.1	15.6
1987		94.8	12.1
1988		101.1	8.9
1989		103.0	6.2
1990		104.9	6.0
1991		110.1	6.5
1992		115.1	4.9
1993	Enero	119.6	4.4
	Febrero	119.5	4.3
	Marzo	119.3	4.5
	Abril	119.1	4.4

[a] Incluye programas de empleo de emergencia.
Fuente: Instituto Nacional de Estadística.

hay una serie de áreas susceptibles de ser mejoradas, como la educación, nutrición y salud, que poseen un enorme impacto sobre la productividad laboral.

V. FINANZAS PUBLICAS

Existe una preocupación especial por mantener una política fiscal restrictiva, aportando al esfuerzo por contener la expansión del gasto y contribuyendo al ahorro nacional. En ese sentido, las cifras disponibles muestran que a lo largo de los tres últimos años se han ampliado el ahorro y superávit global del Gobierno General de Chile. En efecto, sin incluir los aportes del Fondo de Estabilización del Cobre, el ahorro fiscal aumentó de 2.8% del PIB en 1990, a 3.9% en 1991. Por su parte, el superávit global del Gobierno General creció de 0.9% del PIB en 1990, a 1.7% en 1991 y a 2.5% en 1992 (Cuadro 11). Estos resultados fueron consecuencia del ahorro de los recursos extraordinarios provenientes de holguras transitorias en sus ingresos.

Cuadro 11. INGRESOS Y GASTOS FISCALES 1990-1992 (% del PIB)

	1990	1991	1992
I. Cuenta corriente	2.7	4.0	5.6
A. Ingresos	22.5	24.5	25.3
Operación	1.7	1.8	1.7
Imposiciones previsionales	1.9	1.7	1.8
Ing. tributarios netos	15.9	18.4	19.1
Ingresos netos cobre	1.7	1.2	1.4
Transferencias	0.3	0.1	0.1
Otros ingresos	1.1	1.2	1.2
B. Gastos	19.8	20.5	19.8
Personal	4.0	4.1	4.2
Compra bienes y servicios	2.1	2.2	2.2
Prestaciones previsionales	6.9	6.8	6.6
Intereses deuda pública	2.1	2.4	1.6
Transferencias	4.6	4.9	5.1
Otros gastos	0.1	0.1	0.1
II. Cuenta de capital	-1.8	-2.4	-3.1
III. Superavit fiscal	0.9	1.7	2.5

Fuente: Dirección de Presupuestos, Ministerio de Hacienda.

La política fiscal en 1993, contempla, de acuerdo con el proyecto de presupuesto, un ahorro equivalente a 3.2% del PIB. Esta cifra es la más alta de los últimos años, revelando el esfuerzo mencionado.

Los ingresos tributarios, sumados a los provenientes del cobre, deberían generar recursos suficientes para financiar los gastos corrientes y la inversión pública. De esa forma se reduciría el uso de créditos externos para financiar sus gastos. Al recurrir a su propio ahorro en vez de endeudarse en el exterior, se espera fortalecer el tipo de cambio, disminuyendo la entrada de divisas.

Por otro lado, el presupuesto fiscal de 1993 contempla una expansión real del gasto público de 5.3%. Los ingresos corrientes estimados para este año experimentarán un crecimiento de 4.2% respecto a 1992, como resultado, por un lado, de un aumento de 6% en la recaudación tributaria fruto del alto crecimiento de 1992, y, por otro, de una caída de 1.3% de los restantes ingresos corrientes, consecuencia de un menor precio del cobre.

El gasto social para 1993, de acuerdo con las proyecciones de las autoridades económicas, crecerá un 7.3% en términos reales. Entre los mayores incrementos se encuentran los programas de mejoramiento de la educación, la inversión en infraestructura de salud y la capacitación de los jóvenes.

Un paso importante en términos de financiamiento del gasto público de los próximos años, se dio al llegar a un acuerdo tributario entre el gobierno y el principal partido de oposición. La reforma tributaria aprobada por el Congreso en 1990, significó un aumento de la recaudación fiscal en una cifra cercana al 2.5% del PIB, dando un financiamiento sano y oportuno al programa social hasta el año de 1993. Sin embargo, dejó pendiente la discusión acerca de la estructura tributaria permanente que debía prevalecer. En junio de 1993 se llegó a un nuevo acuerdo en ese sentido, esperándose que sea ratificado en los próximos meses por el Congreso Nacional.

El acuerdo tributario suscrito pretende preservar el equilibrio de las finanzas públicas, teniendo por objetivo mantener una recaudación aproximada equivalente al 19% del PIB, que garantiza la estabilidad económica y la paz social. Sin embargo, también deberá preservarse la austeridad fiscal, al establecerse un horizonte de financiamiento público para los próximos años que difícilmente permitirá un crecimiento de su gasto superior al del PIB.

El nuevo acuerdo también abordó temas estratégicos para nuestro desarrollo. En particular, el acuerdo plantea reforzar, a nivel de las empresas, los estímulos a la inversión y a una inserción internacional creciente, e involucrarlas en proyectos de educación básica, media y técnica profesional. También introduce modificaciones novedosas tendientes a estimular el ahorro de las familias. La importancia estratégica de estas áreas y el elevado grado de consenso sobre su importancia son los ingredientes que han permitido lograr un acuerdo político de alto nivel.

VI. LA POLITICA MONETARIA

Desde 1990 y hasta fines de 1992, debido al superávit de la balanza de pagos, la autoridad emitió básicamente por compras de moneda extranjera (Cuadro 12). Si bien las tasas de interés real cayeron entre 1991 y 1992, el diferencial respecto a las tasas internacionales siguió favoreciendo el influjo de capitales. A su vez, la autoridad esterilizó las compras de moneda extranjera a través de ventas netas de papeles de deuda.

Ante esta situación, el Banco Central tomó una serie de medidas con el fin de frenar la entrada de capitales especulativos y la caída del tipo de cambio al piso de la banda, las cuales fueron mencionadas anteriormente. Adicionalmente, se adoptaron políticas tendientes a una mayor liberalización, aunque gradual, de la cuenta de capitales.

Por otra parte, ante la aceleración del ritmo de crecimiento del gasto y la actividad observada a principios de 1992, el Banco Central elevó gradualmente la tasa de interés de sus papeles a 90 días. Para compensar el mayor incentivo al ingreso de capitales, el Banco Central subió nuevamente el encaje a los créditos externos.

En términos generales, a pesar de las dificultades que se enfrentaron en el manejo monetario, la autoridad pudo operar en forma efectiva. El dinero real en poder del sector privado se expandió en 18.6% como respuesta a las menores tasas de

Cuadro 12. EMISION Y ORIGENES DE LA EMISION, 1990-93[a]

	Valores nominales[b]		Valores reales[d]		Operaciones de cambio	Crédito Interno
	Millones de pesos	Variación 12 meses [c]	Mill. $ dic. 89	Variación 12 meses[c]	Mill. de $	Acumulado
1990	380950	25.3	299161	98.4	900340	-823330
1991	573930	50.7	380455	127.2	767910	-575100
1992	645960	12.6	380118	99.9	622790	-550780
1993 Enero	644670	14.1	378601	2.2	97490	-106950
Febrero	715540	31.2	418548	16.4	-9650	84040
Marzo	664150	-29.0	386171	-37.0	-52200	3640
Abril	668130	-18.4	383121	-27.6	-45350	50610
Mayo	681650	17.3	385097	3.6	-100200	117030
Junio	652180	16.7	366615	3.2	-32140	4440

[a] Promedios.

[b] Los valores anuales corresponden a las cifras de diciembre respectivo.

[c] Las tasas de variación anuales son variaciones de diciembre a diciembre.

[d] Deflactado según IPC.

Fuente: Banco Central de Chile.

interés, a la desaceleración de la inflación y al importante crecimiento económico registrado en el año. A la vez, el Banco Central no tuvo mayores problemas en la colocación de sus papeles y las tasas de interés de mercado siguieron muy de cerca a las de los pagarés del Banco Central (Cuadro 13).

En 1993 la situación ha cambiado sustancialnente. Las expectativas de un déficit comercial han elevado el nivel de tipo de cambio nominal en 6.5% en los primeros siete meses del año. Esto ha llevado a la autoridad a vender dólares para frenar alzas especulativas en el valor de la divisa norteamericana y ha implicado una contracción de la liquidez del sistema debido a operaciones de cambio, aun cuando el crédito interno ha sido expansivo. De mantenerse la actual coyuntura, el Banco Central no necesitará expandir sus pagarés al 14.1% como proyectaba en septiembre del año pasado, al hacer público su programa monetario para 1993.

Cuadro 13. DINERO Y TASAS DE INTERES

	Dinero sector privado real[a] Variación 12 meses[b]	Interés anual Operaciones Reajustables	PRBC 90 días Banco Central
1989	6.9	6.78	5.02
1990	-9.1	9.46	6.84
1991	16.0	5.43	5.83
1992	18.6	5.25	5.44
1993 Enero	18.6	6.18	6.50
Febrero	21.7	6.30	6.50
Marzo	-14.6	6.41	6.50
Abril [p]	-10.3	6.43	6.50
Mayo [p]	-1.9	6.57	6.50
Junio [p]	-3.4	6.41	6.50

[a] Deflactado por IPC

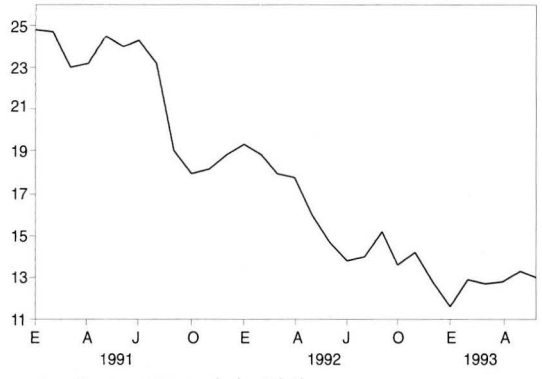
[b] Las variaciones de cifras anuales son diciembre a diciembre.

[p] Las cifras de dinero son provisorias.

Fuente: Banco Central.

La política de tasas de interés llevada a cabo por el Banco Central ha logrado reducir la inflación, la cual ha mostrado una tendencia claramente decreciente en los últimos años (Gráfico 4). En 1992, ésta experimentó una variación (diciembre a diciembre) del 12.7%, la más baja desde principios de los 80. Sólo en 1981 se logró una tasa menor (9.5%), pero básicamente como resultado de la fijación del tipo de cambio nominal.

Gráfico 4. INDICE DE PRECIOS AL COMSUMIDOR (% variación en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile.

Este logro es, en parte, fruto del comportamiento austero del sector público que ha evitado desequilibrios en su presupuesto, y del buen manejo monetario. Otros factores que ayudaron a moderar el crecimiento de los precios fueron la apreciación cambiaria y los reajustes de remuneraciones acordes con la meta de reducción de la inflación. En efecto, el reajuste inicial por encima de la inflación observada en las negociaciones colectivas fue en promedio del 2.6%, lo que, en la medida en que el crecimiento de la productividad media supera ese reajuste, contribuye tanto a la reducción de la inflación como al aumento en salarios reales.

En 1993 ha habido evidencias de aumento en la tasa de variación de los precios en 12 meses, ya que a junio llegó al 13%. Adicionalmente, el tipo de cambio nominal ha subido en los últimos meses, presionando al alza de precios. A pesar de esto, el ajuste en tasas de interés que efectuó el Banco Central ha empezado a mostrar signos de efectividad en la contención del gasto. Con esto, sería posible alcanzar a fin de año la meta de una inflación en torno al 11%.

colección estudios CIEPLAN 37

Efectos de la estrategia de desarrollo chilena en las regiones: una estimación de la rentabilidad del sector transable regional	Bernardita Escobar Andrea Repetto
El actor empresarial en transición	Cecilia Montero
Las sombras del mañana	Norbert Lechner
Reflexiones teóricas sobre crecimiento y equidad	Manuel Marfán
Chile en transición: estrategia económica y política	Oscar Muñoz G. Carmen Celedón

DOCUMENTOS

Algunas reflexiones en torno al vínculo entre mercado laboral y educación	Pablo González
Comentarios al libro de Oscar Muñoz G. (ed.): Después de las privatizaciones: Hacia el Estado regulador	Oscar Muñoz G. Raimundo Beca Cristián Larroulet Eduardo Bitrán

Editado por CIEPLAN, Av. C. Colón 3494, Casilla 16496
Correo 9, Santiago, Chile.

Informes de Investigación

Los capitales extranjeros en tres economías latinoamericanas[1]

Roberto Steiner

I. INTRODUCCION

Recientemente los países de la región han recibido ingresos de capital en montos desconocidos desde hace una década (Cuadro 1). Este documento presenta un análisis comparativo de las experiencias argentina, chilena y colombiana, basándose, entre otros, en los estudios de Fanelli y Damill (1993), Agosin, et.al. (1993) y Cárdenas y Barrera (1993)[2]. En esta introducción se esbozan algunas consideraciones analíticas pertinentes para el estudio.

El reciente influjo de capitales ha tenido que ver tanto con factores de "atracción" como de "expulsión." Dentro de los primeros se destacan la puesta en práctica de reformas estructurales y un ambiente de relativa estabilidad macroeconómica; dentro de los segundos, la recesión y las bajas tasas de interés en varios países desarrollados. Esta reversión de la

Cuadro 1. BALANZA DE PAGOS DEL HEMISFERIO OCCIDENTAL 1980-1991[a] (miles de millones de dólares)

	Cuenta Corriente	Cuenta Capital[a]	Balance Global
1980	-30.3	34.0	3.7
1981	-43.5	41.9	-1.6
1982	-42.2	23.0	-19.2
1983	-11.6	13.6	2.0
1984	-2.0	11.7	9.7
1985	-3.2	4.8	1.6
1986	-17.7	10.7	-7.0
1987	-10.8	14.1	3.3
1988	-11.1	3.7	-7.4
1989	-7.7	9.6	1.9
1990	-5.9	20.5	14.6
1991	-21.6	39.8	18.2
1992	-27.8	42.8	15.0

[a] Incluye errores y omisiones.

Fuente: CALVO et.al. (1992); para 1992 FMI, Perspectivas de la Economía Mundial.

[1] El presente documento es una versión resumida y actualizada de un trabajo elaborado conjuntamente con José Antonio Ocampo para el BID (Ocampo y Steiner, 1993), dentro del Proyecto de la Red de Centros de Investigación Económica Aplicada.

[2] FD, AEA y CB en adelante.

tendencia de los flujos ha incluido una importante repatriación de recursos y novedosas formas de acceso al mercado internacional de capitales.

El relajamiento de la restricción externa que se produce con la entrada de capitales permite la financiación de niveles de inversión en exceso de los determinados por el ahorro doméstico. Dicho exceso puede estar mostrando un aumento en la inversión, lo cual es positivo desde el punto de vista del crecimiento económico, o puede obedecer a una caída en el ahorro, en tanto las entradas de capital financian primordialmente mayores niveles de consumo.

En los distintos países se generaron interesantes controversias sobre cuáles deben ser los objetivos de las políticas monetaria y cambiaria en economías más abiertas y en qué medida existen instrumentos para controlar la entrada de capitales diferentes al control de cambios tradicional. La presunción en contra de la entrada de capitales es que la revaluación real que éstos inducen impacta desfavorablemente las exportaciones y puede afectar negativamente a los sectores sustitutivos de importaciones. Sin embargo, el que este proceso sea adverso sobre el crecimiento sólo es necesariamente cierto si el deterioro comercial no es en parte resultado de aumentos en las importaciones de bienes de capital. Por tanto, la relación apertura comercial– flujos de capital se caracteriza por un dilema entre los efectos adversos sobre las exportaciones y los favorables sobre la inversión.

La incapacidad de los flujos de capital de inducir mayores niveles de inversión coincide con la experiencia del Cono Sur a fines de los setenta y comienzos de los ochenta[3]. Existen, sin embargo, algunos ejemplos en el sentido de que, no obstante el deterioro en el balance comercial, la apertura ha sido "jalonada" por la inversión[4]. De cualquier forma, el vínculo entre el financiamiento externo y la inversión depende del tipo de recursos obtenidos. La volatilidad de los mismos se vuelve elemento crucial, no sólo porque afecta las expectativas de los diferentes agentes económicos, sino también el manejo macroeconómico que se adopte.

En resumen, el análisis del impacto de los flujos involucra tres aspectos, los cuales determinan el ordenamiento del presente documento. De una parte, se requiere aproximar el monto de los mismos y determinar su naturaleza. En segunda instancia, interesa entender el manejo macroeconómico efectivamente llevado a cabo. Finalmente, se deben analizar los efectos sobre la inversión.

II. EL TAMAÑO Y LAS MODALIDADES DE LOS FLUJOS

A. El monto de los flujos

Como primera aproximación al problema, se ha construido el Cuadro 2, en el cual el balance global es la suma de la cuenta corriente y la de capital. En presencia de control a la movilidad de éstos, la primera suele ocultar transacciones de capital. Este problema es particularmente importante en el caso de Colombia. Para el caso de Argentina y Chile, las cifras no suponen atrasos en el servicio de la deuda; por lo tanto, reflejan el resultado que se hubiese dado si todas los obligaciones se hubiesen atendido puntualmente[5].

[3] Existen aproximaciones teóricas a este resultado. Es factible que los flujos de capital generen mayor erraticidad en las tasas de interés, lo cual afecta las decisiones de inversión. En este contexto, se justifican impuestos o mayores encajes a las transacciones de capital (Tornell, 1990) o la adopción de controles de capital o un régimen de cambio dual, que parcialmente aisle a la economía de presiones especulativas (Guidotti, 1988).

[4] Como sucedió en España (Banco de España, 1992).

[5] La diferencia entre las obligaciones que se causaron y las que se pagaron aparece en el rubro de financiamiento excepcional. La suma de éste y el balance global no coincide con la acumulación de reservas, debido a que parte del financiamiento excepcional consiste en la adquisición de pasivos de corto plazo, que no hacen parte de las reservas internacionales.

Cuadro 2. BALANZA DE PAGOS 1980-1992 (miles de millones de dólares)

	Cuenta corriente			Cuenta capital[a]			Balance global			Financ. excep.			Cambio reservas		
	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.	Argen.	Chile	Col.
1980	-4.8	-2.0	-0.2	1.9	3.2	1.1	-2.9	1.2	0.9	0.2	0.0	0.0	-2.7	1.3	1.2
1981	-4.7	-4.7	-2.0	1.1	4.8	1.9	-3.6	0.1	-0.1	0.4	0.0	0.0	-3.4	0.0	0.2
1982	-2.4	-2.3	-3.1	-2.3	0.9	2.2	-4.7	-1.4	-0.9	4.1	0.2	0.0	-0.8	-1.4	-0.7
1983	-2.4	-1.1	-3.0	-2.7	-3.2	1.2	-5.1	-4.3	-1.8	2.8	3.7	0.0	-1.3	0.1	-1.8
1984	-2.5	-2.1	-1.4	0.0	0.0	1.0	-2.5	-2.1	-0.4	2.5	2.1	0.0	-0.1	0.4	-1.2
1985	-1.0	-1.4	-1.8	0.4	-1.2	2.0	-0.6	-2.6	0.2	1.9	2.5	0.0	2.0	0.1	0.3
1986	-2.9	-1.2	0.4	0.8	-1.6	0.9	-2.1	-2.8	1.3	1.3	2.6	0.0	-0.6	0.0	1.4
1987	-4.2	-0.8	0.3	-0.2	-1.1	0.1	-4.4	-1.9	0.4	2.3	2.0	0.0	-1.1	0.2	-0.1
1988	-1.6	-0.2	-0.2	0.3	1.0	0.0	-1.3	0.8	0.2	3.2	-0.1	0.0	1.7	0.7	0.3
1989	-1.3	-0.8	-0.2	-8.3	1.2	0.6	-9.6	0.4	0.4	8.3	0.0	0.0	-1.9	0.5	0.2
1990	1.9	-0.6	0.5	-1.7	2.9	0.1	0.2	2.3	0.6	3.2	0.0	0.0	3.1	2.2	0.7
1991	-2.8	0.1	2.3	-2.5	1.1	-0.5	-5.3	1.2	1.8	8.0	0.0	0.0	2.0	1.1	1.9
1992 [b]	-3.3	-0.6	0.9	4.8	3.1	0.3	1.5	2.5	1.2	1.0	0.0	0.0	2.2	2.5	1.2

[a] Incluye errores y omisiones.

[b] Para Argentina, datos a junio.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales. Para 1992, las cifras de Colombia provienen del Banco de la República y las de Chile de Agosin, et.al (1993).

Respecto a la cuenta de capitales, las cifras sugieren que la mejora ha sido dramática para el caso de la Argentina, que durante el primer semestre de 1992 recibió recursos netos de capital por cerca de US$5 mil millones. Dicha entrada de recursos permitió financiar un importante desbalance en cuenta corriente así como un aumento significativo en las reservas internacionales. Es importante aclarar que si bien las entradas de capital observadas durante el primer semestre de 1992 se comparan favorablemente incluso con las observadas con anterioridad a la crisis de la deuda externa, su utilización ha sido diferente; en esta ocasión han financiado menores desbalances en cuenta corriente.

En el caso de Chile los recursos obtenidos a través de la cuenta de capitales se han traducido en gran parte en acumulación de reservas en el Banco Central. Los desbalances en cuenta corriente observados durante los últimos años son relativamente reducidos si se comparan con los desequilibrios que se presentaron con anterioridad a la crisis de la deuda[6].

Debido a notorias distorsiones en la medición de la cuenta corriente, el caso de Colombia es el más difícil de analizar a partir de las cifras del Cuadro 2. No obstante, se destaca el hecho de que, por la vía de la cuenta de capitales, Colombia no ha recibido niveles significativos de financiamiento durante los últimos años; transacciones de capital ocultas en operaciones corrientes han proveído los recursos para financiar la acumulación de reservas de los últimos años.

Por lo tanto se deduce que la abundancia reciente de capitales ha tenido contrapartidas algo diferentes: en Argentina el influjo ha financiado desbalances relativamente significativos en la cuenta corriente, y algo de acumulación de reservas. Por su parte, en Chile y Colombia los capitales recibidos se han traducido básicamente en acumulación de reservas. Como veremos más adelante, ello es consecuencia de diferencias en el manejo cambiario.

B. Las modalidades y los determinantes de los flujos

La insuficiencia de ahorro para financiar adecuados niveles de inversión ha sido ampliamente documentada. Entender por qué en algunos casos el mercado internacional ha financiado dichos desbalances y en otros no, resulta complejo. Requiere analizar por lo menos tres posibilidades en lo que al origen de la entrada de los capitales se refiere. De una parte, puede haber un "shock externo común", que estimula a los capitales a abandonar los países desarrollados. Adicionalmente, puede resultar importante el manejo macroeconómico nacional, que determina combinaciones de tasa de interés y tasa de cambio que hacen rentable que los capitales se inviertan domésticamente. Finalmente, puede jugar un papel primordial la puesta en práctica de reformas estructurales que creen un ambiente más propicio para la inversión extranjera.

No parece importante ahondar en la referencia al "shock externo común", tema tratado en Calvo, et.al. (1992). Tampoco profundizaremos en los diferentes instrumentos financieros que se han desarrollado recientemente, los cuales con seguridad han facilitado una mayor movilidad de capitales[7]. Concentraremos esfuerzos en dilucidar la influencia que sobre los flujos de capital han tenido tanto las reformas estructurales como la política macroeconómica. Ello se facilita si se analizan por separado los ingresos que han tomado la forma de inversión extranjera y aquellos que han sido cata-

[6] De acuerdo a AEA, los ingresos de capital representaron entre el 11 y el 14% del PIB en 1987-81; en la coyuntura reciente han representado entre el 2 y el 8%.

[7] En FMI (1992) se encuentra una excelente síntesis de la utilización que los diferentes países de América Latina han dado a los nuevos productos existentes en los mercados financieros internacionales. El papel dominante lo ha jugado México. En menor medida, también han participado Argentina y Chile. Por lo menos hasta 1992, la publicación en referencia no menciona a Colombia.

logados como especulativos, presentación que tiene la ventaja de arrojar luces sobre la eventual perdurabilidad de los influjos recibidos.

1. Inversión extranjera

Con base en información secundaria se ha construido el Cuadro 3 que aparece a continuación, el cual no necesariamente es comparable con el Cuadro 2. Relativo al tamaño de las respectivas economías, la mayor inversión extranjera neta consistentemente la ha recibido Chile y la menor, por mucho, Colombia.

Para el caso argentino, resulta interesante destacar el hecho de que desde 1990 se nota un repunte interesante en el flujo de inversión extranjera, el cual aumentó cerca de 100% en dicho año. Ello sugiere que este tipo de recursos se recuperó más rápidamente que otros componentes de la cuenta de capitales. Es razonable pensar que estos desarrollos son la respuesta a diversas reformas estructurales realizadas a partir de 1989[8]. Entre 1990 y el tercer trimestre de 1992 ingresaron a la Argentina recursos de capital (incluida la financiación excepcional) por cerca de US$12.8 miles de millones (Cuadro 2); de los mismos, más del 50% corresponde a inversión extranjera. Del total de inversión extranjera recibida entre 1990 y 1992 (tercer trimestre), el 28% corresponde a privatizaciones, es decir, a la compra de activos existentes. Dicho porcentaje, que era cero con anterioridad a 1990, se eleva a 90% si solamente se consideran los tres trimestres de 1992. Dicha evolución es reflejo de lo planteado por FD, en el sentido de que con anterioridad a las reformas del Gobierno Menem, la inversión extranjera era concebida como un mecanismo de apoyo al proceso de inversión social, en tanto ahora se entiende como un mecanismo idóneo para aumentar la disponibilidad de ahorro externo.

Cuadro 3. INVERSION EXTRANJERA NETA (Millones de dólares)

	Argentina [a]	Chile [b]	Colombia
1980	739	331	48
1981	927	533	228
1982	257	646	330
1983	183	258	512
1984	269	127	558
1985	919	185	1015
1986	574	437	592
1987	-19	1177	335
1988	1147	1576	186
1989	1028	2252	547
1990	2036	2297	471
1991	2439	1122	419
1992 [c]	2446	1036	610

[a] Incluye privatizaciones.

[b] Incluye inversiones de cartera.

[c] Para Argentina, cifras a septiembre.

Fuente: Argentina, Fanelli y Damill (1993); Chile, Agosin (1993); Colombia, Cárdenas y Barrera (1993).

De los tres países considerados, Chile ha sido el mayor receptor de inversión extranjera. Entre 1988 y 1992 la cuenta de capitales chilena fue superavitaria en cerca de US$9.3 miles de millones. Las cifras del Cuadro 3 sugieren que cerca del 90% de dicho monto se puede explicar por el comportamiento de la inversión extranjera neta. Es importante anotar que aunque el grueso de la misma se refiere a inversión directa, en los últimos años ha adquirido alguna importancia la inversión de cartera. Dichos mecanismos alcanzaron su nivel máximo en 1990, cuando combinados representaron el 19% del total de inversión extranjera.

Algunas de las reformas estructurales llevadas a cabo en Chile se remontan a 1974, cuando me-

[8] En particular, la Ley de Reforma del Estado, mediante la cual se promovió la privatización con capitalización de deuda externa y la Ley de Emergencia Económica, que estableció igualdad de tratamiento para el capital extranjero.

diante el Decreto Ley 600 se estableció el tratamiento de nacionales a los inversionistas extranjeros. Posteriormente, en 1985, se autorizó la inversión directa a través de la conversión de deuda en capital. Hasta 1989, la mayor parte de la IED se hizo mediante conversión de deuda; es difícil saber si la inversión que llegó por dicho canal estaba sustituyendo inversión que anteriormente estaba entrando por los canales tradicionales, o si se trataba de recursos adicionales[9].

En Colombia la inversión extranjera ha sido poco dinámica, no sólo históricamente, sino incluso recientemente. La gran mayoría de los recursos han estado asociados a proyectos en el sector de la minería y los hidrocarburos. Este lánguido desempeño se podría explicar porque, contrario al caso argentino, en Colombia ha sido insignificante el avance en los procesos de privatización. También se podría argumentar que, contrario al caso chileno, Colombia no ha tenido mayores problemas de endeudamiento externo, lo cual ha hecho que no resulte viable adelantar procesos de conversión de deuda. Si bien los anteriores argumentos pueden ser válidos, probablemente más importante resulta el hecho de que sólo en 1991 se adoptaron importantes medidas de carácter tributario, cambiario y crediticio que buscaban cerrar la brecha en el trato que se le otorgaba al capital extranjero vis-á-vis el nacional.

A manera de síntesis, se puede afirmar que en los tres casos la evolución de la inversión extranjera ha estado vinculada a las reformas económicas. En Chile éstas se dieron hace tiempo y, por lo mismo, la inversión extranjera ha sido una importante fuente de financiación de tiempo atrás. En Argentina las reformas han sido recientes y bastante radicales. La entrada de capitales se ha dado más tarde, pero en forma más significativa. En Colombia las reformas no sólo han sido tardías, sino más limitadas. Como reflejo de ello, la inversión extranjera no ha sido importante.

2. Flujos especulativos de capital

Existe la percepción generalizada de que parte importante de los recientes flujos de capital ha tenido motivaciones especulativas; se explican parcialmente en la posibilidad de arbitrar diferencias entre las tasas de interés internas y las externas. En general, se sabe poco respecto al monto de dichos flujos no sólo en razón a que en muchos casos se procura no registrarlos, sino debido a que incluso conceptualmente es difícil definirlos. Al fin y al cabo, no es claro qué se debe entender por especulación. Una IED también arbitra diferenciales de rentabilidades; lo mismo sucede con ingresos de narcotráfico, importantes para el caso colombiano.

En correspondencia con los elementos que hemos resumido, y que sugieren que la IED ha sido importante tanto para Argentina como para Chile pero poco significativa para Colombia, el tema de los flujos especulativos ha llamado más la atención en el último caso. El extenso resumen que sobre el particular se presenta en CB corrobora esta percepción.

En la medida en que los flujos especulativos no son directamente observables, no tiene objeto hacer comparaciones precisas sobre el tamaño de los mismos. Más interesante resulta tratar de constatar en qué casos se cumple la hipótesis de que estos se pueden explicar satisfactoriamente por diferenciales de rentabilidades. Para el caso argentino, FD han aproximado estos flujos con el endeudamiento externo de las empresas que cotizan en bolsa, grupo representativo de las firmas con acceso al mercado internacional de capitales. Plantean la hipótesis de que los mismos deben guardar una relación positiva con las importaciones de bienes de capital y negativa con la prima de riesgo país. Esta última se calcula como la diferencia entre la

[9] AEA citan estimativos de French-Davis según los cuales entre el 25 y el 56% de los recursos involucrados en las conversiones de deuda entre 1985 y 1989 se destinaron a la adquisición de firmas ya existentes.

tasa de interés de los bonos públicos denominados en dólares (BONEX) y la tasa externa (LIBOR). Al estimar el modelo para el período 1982-1992 encuentran que el endeudamiento externo se correlaciona positivamente con las importaciones de bienes de capital y negativamente con la prima de riesgo. Concluyen que con el Plan de Convertibilidad ambos factores han operado en el sentido de estimular la entrada de capitales.

Para el caso de Chile, AEA han identificado los flujos especulativos con los capitales privados de corto plazo. Dicha definición tiene un comportamiento razonable en el tiempo, en el sentido de que son fuertemente positivos tanto en 1980-81 como en 1988-90. El modelo que se estima postula que éstos dependen positivamente del diferencial de tasas de interés (corregido por expectativas de devaluación)[10] y negativamente tanto del riesgo país (aproximado por una variable "dummy") como de disposiciones cambiarias adoptadas para desincentivar su entrada. Los resultados obtenidos indican que los flujos especulativos responden positivamente al diferencial de rentabilidades y negativamente al riesgo país. Adicionalmente, hay evidencia de que las disposiciones cambiarias adoptadas para disminuirlos han sido efectivas. Más interesante aún, el coeficiente de la variable interactiva compuesta por el riesgo país y el diferencial de intereses sugiere que cuando el primero es importante, se desincentiva la entrada de capitales, independientemente del tamaño del diferencial de rentabilidades.

Para el caso de Colombia, CB presentan un resumen de los distintos estudios que han pretendido explicar la dinámica de los flujos especulativos y aportan nueva evidencia. Existe controversia en torno a cómo aproximar el monto de los mismos; a estas alturas, quizás ya se ha cubierto toda la gama de posibilidades, a la vez que también se han explorado diversas especificaciones en torno a sus determinantes.[11] En CB se sugiere que la capacidad explicativa del diferencial de intereses y de la prima cambiaria no es alta[12], para una definición de flujos que no contempla la posibilidad de que éstos se presenten mediante la sobrefacturación de exportaciones o la subfacturación de importaciones. Este resultado es sorprendente, a la luz de los reportados en estudios anteriores.

En resumen, se puede afirmar que para los tres países materia de esta reseña existe evidencia de que definiciones alternativas de lo que constituye flujos especulativos responden a diversos factores, siendo alguna medida del diferencial de rentabilidades un factor común a todos. En el caso argentino también parecen haber jugado algún papel las importaciones de bienes de capital. El caso chileno sugiere algún grado de efectividad para las medidas conducentes a controlar las entradas de capital. En todos los casos el monto de flujos especulativos ha sido importante. Ello sugiere que, independientemente de sus determinantes, a una parte de las entradas de capital conviene considerarla de carácter transitorio.

III. EL MANEJO MACROECONOMICO EN PRESENCIA DE ENTRADAS DE CAPITAL

El dilema a que se enfrentan las economías que recientemente han recibido flujos de capital trata sobre cómo absorberlos, procurando minimizar el grado de apreciación de la tasa de cambio real, la cual se puede dar o bien porque se decide no sostener la tasa de cambio nominal o porque, sosteniéndola, se presenta una elevación en la tasa de inflación. Resulta equivocado suponer que los

[10] En virtud a la regla de manejo cambiario, éstas se estiman en función del diferencial entre la inflación interna y la externa.

[11] Véanse los trabajos de Correa (1984 y 1992), Herrera (1991), Steiner, et.al. (1992), O'byrne y Reina (1993).

[12] La prima cambiaria se refiere a la diferencia entre la tasa de cambio oficial y la tasa de cambio paralela, concepto que era muy relevante en el período anterior a 1991, cuando, en razón al control de cambios vigente, el mercado paralelo era significativo.

flujos afectan la sostenibilidad de las reformas y la estabilización macroeconómica en forma similar entre países. Es más, en el caso de Argentina, tal como había sucedido en España y México, la entrada de capitales, si bien hace más complejo el manejo macroeconómico, es complemento esencial a las reformas mismas, en tanto proporciona el financiamiento externo necesario para contrarrestar el déficit comercial que generalmente aparece cuando en un ambiente inflacionario se instaura un régimen de tasa de cambio (prácticamente) fija.

Parece conveniente abordar el tema de la política macroeconómica describiendo y analizando las experiencias de los tres países en mención respecto a cuatro aspectos fundamentales: el manejo de la tasa de cambio, la política monetaria, la política fiscal y la adopción de controles a la movilidad de capitales.

A. Tasa de cambio

La principal diferencia entre el reciente manejo macroeconómico argentino respecto al chileno y al colombiano está determinado por distintas concepciones en torno al papel que debe jugar la tasa de cambio nominal. Mientras en la Argentina ésta ha pasado a jugar un papel activo en el esfuerzo por reducir la inflación, en Chile y Colombia se ha dado prioridad a defender la tasa de cambio real, no obstante el sesgo inflacionario que generalmente se le imputa a una estrategia de este tipo.

En el Cuadro 4 presentamos índices de tasa de cambio real. En el caso argentino se destaca el elevado nivel alcanzado en 1989, año crítico de la hiperinflación. El deterioro de dicho índice a partir de 1990 antecede la implantación del régimen de tasa de cambio fija; se da en un ambiente de flotación cambiaria en el cual la tasa anual de inflación todavía superaba el 1300%. A principios de 1991 el nuevo equipo económico anuncia medidas de austeridad fiscal y aprovecha una cómoda posición de reservas para garantizar la estabilidad de la tasa de cambio; termina instaurando un régimen de flotación sucia. Estabilizado el cambio, durante el primer semestre de 1991 se dicta la Ley de Convertibilidad, mediante la cual se fija la tasa de cambio y se da pleno respaldo en divisas a la base monetaria. La tasa de cambio real sigue siendo una variable crucial, pero su evolución está completamente determinada por la inflación.

Cuadro 4. INDICES DE TASA DE CAMBIO REAL 1980-1992 (1985=100)

	Argentina[a]	Chile	Colombia
1980	31.7	66.5	79.1
1981	54.7	49.6	76.5
1982	117.5	56.7	71.0
1983	104.9	75.0	72.9
1984	96.8	76.70	77.8
1985	93.7	100.0	100.0
1986	75.0	121.2	108.3
1987	87.3	132.2	108.0
1988	83.8	130.5	105.8
1989	116.6	121.2	113.7
1990	64.4	124.6	126.6
1991	44.1	117.9	115.0
1992	38.9	114.4	112.5

[a] Base julio 1985=100.

Fuente: Argentina: Fanelli y Damill (1993). Chile: CEPAL; tasa de cambio para exportaciones deflactada por salarios. En 1992 se actualiza por la variación de la TCR deflactada por el IPM. Colombia: Banco de la República, Revista Mensual, varios números.

Si bien los logros en términos de inflación han sido dramáticos, no se ha logrado que los precios al consumidor converjan a los patrones de los países desarrollados[13]. La sostenibilidad del proceso depende en gran parte de que las distintas medidas

[13] Los aspectos recién descritos guardan alguna similitud con los observados en las experiencias de España y México. No obstante, la apreciación real en la Argentina ha sido muy superior.

de estabilización logren su propósito en términos de reducir la inflación antes de que la posición de reservas se deteriore al punto de hacer insostenible la paridad cambiaria. En ese propósito no sólo se vuelve crucial la disciplina fiscal, sino que adquiere gran relevancia como elemento de apoyo, el influjo de capitales.

Es importante resaltar el hecho de que si bien preocupa que al finalizar 1992 la tasa de cambio real fuese 67% inferior a la obtenida al finalizar 1989, no menos relevante es el hecho de que las dos terceras partes de dicho deterioro se produjo en 1990, antes de entrar en vigencia el Plan de Convertibilidad. De hecho, si bien al finalizar 1992 la tasa de cambio real era baja, en dicho año sólo se apreció 11%. Si se tiene en cuenta que en ese proceso la inflación anual (del IPC) se redujo de 1344% en 1990 a 18% en noviembre de 1992, habría que concluir que el manejo cambiario ha sido exitoso, por cuanto ha cumplido su cometido principal.

En lo que respecta a Chile y Colombia, la evolución de la tasa de cambio real ha seguido un patrón relativamente similar desde 1980 (véase Cuadro 4), y el manejo de la tasa de cambio nominal ha sido muy semejante en el reciente episodio de ingresos masivos de capital, si bien diferentes razones explican el hecho de que en ambos países la década anterior hubiese finalizado con niveles de tasa de cambio real elevados[14].

En cuanto hace a la coyuntura reciente, en ambos casos la política cambiaria se fue ajustando, desde una posición de total defensa de la tasa de cambio real en tanto se creía que los flujos eran de carácter temporal, a una posición de mayor flexibilidad en la medida en que se percibía que parte de los ingresos eran más permanentes[15]. La forma de introducir mayor flexibilidad a la tasa de cambio ha diferido entre los dos países. En Chile el Banco Central utiliza una banda de "no intervención". La misma ha sido ampliada y desplazada; ha dejado de construirse en función del dólar americano. En ocasiones se ha intervenido al interior de la misma. En Colombia la flexibilidad ha sido más reciente; emana de las reformas adoptadas entre 1990 y 1991. En esencia, consiste de una banda de "no intervención" públicamente conocida, con una amplitud de 12.5%. En forma discrecional y no anunciada, el Banco Central ha intervenido al interior de la misma, para de hecho establecer una banda con una amplitud no mayor a 6%. En ambos países, ha sido inevitable permitir apreciaciones nominales.

En resumen, para los tres países se encuentra una clara correspondencia entre la disminución en la inflación y la apreciación de la tasa de cambio real. Mientras en Argentina la apreciación fue considerable y la reducción en la inflación significativa, en Chile y Colombia se fue menos ambicioso en términos de inflación, en virtud al propósito de defender niveles competitivos de tasa de cambio real. Los tres países representan evidencia adicional de que es virtualmente imposible reducir la inflación sin permitir apreciaciones en la tasa de cambio real.

B. Política monetaria

Como es bien sabido, en un ambiente de relativa movilidad de los capitales, la política monetaria es poco efectiva en un régimen de tasa de cambio fija. En ese caso, el equilibrio en el mercado monetario viene determinado por lo que le suceda a la demanda de dinero. Siendo ese el caso, no es de sorprender que en Argentina se tenga una posición

[14] En el caso chileno ello resultó del propósito de fortalecer la balanza comercial para contrarrestar la elevada carga de la deuda; en Colombia se debió a la creencia de que la reducción arancelaria, implementada solamente a partir de 1990, requería de una mayor tasa de cambio real, para proteger la balanza de pagos.

[15] Una excelente descripción de la forma en que el Banco Central de Chile fue alterando su política cambiaria en función de la continua entrada de capitales se encuentra en Bianchi (1992).

pasiva en el frente monetario. A partir de la Ley de Convertibilidad, el Banco Central solamente puede emitir con el propósito de adquirir reservas. En virtud a la entrada masiva de capitales, los agregados monetarios han crecido a tasas muy elevadas, incluso en términos reales. Según se desprende de FD, la evolución de éstos no ha conllevado intentos por esterilizar su efecto monetario. Ciertamente, en la medida en que parte del influjo de divisas corresponda a repatriación de capitales, el crecimiento de los agregados monetarios estará reflejando la recomposición del portafolio financiero de los nacionales, en favor de activos financieros en moneda doméstica. Sin temor a exacerbar las presiones inflacionarias, el Banco Central acomoda la oferta a los mayores niveles de la demanda.

Tanto en Chile como en Colombia ha primado una concepción diferente, aunque en el segundo caso se presentó un radical cambio a finales de 1991. Si bien en los dos países se han presentado reformas que han vuelto más atractiva la tenencia de activos financieros domésticos, los cambios han sido mucho menos profundos que en la Argentina. Por lo mismo, se consideraba poco probable un incremento pronunciado en la demanda de dinero, razón por la cual existía temor de que un elevado aumento de los agregados monetarios se tradujera en presiones inflacionarias indeseadas. Lo anterior, aunado al hecho de que se pretendía defender la tasa de cambio real, determinó que la esterilización de los capitales se convirtiera en elemento esencial del programa macroeconómico.

Los estudios de caso así como otros más especializados en el tema[16] sugieren que la esterilización es en general posible, pero ciertamente limitada y costosa. Los límites tienen que ver con el hecho de que se requiere que el Banco Central eleve las tasas de interés, lo cual puede representar un estímulo adicional a los capitales especulativos. Los costos están vinculados con el hecho de que los títulos que emite el Banco Central pagan un interés superior al que devengan las reservas internacionales que ha adquirido. En ambos países, el déficit "cuasi-fiscal" originado en la esterilización ha alcanzado montos importantes: 0.5% del PIB en Chile y cerca de 1% en Colombia. Adicionalmente, la esterilización, en tanto conlleva a incrementar las tasas de interés, representa un desincentivo a la inversión productiva.

Aparentemente, los límites de la esterilización se alcanzaron más rápidamente en Colombia. El Banco Central de Chile, si bien se vio obligado a incrementar sus tasas de interés, solamente llegó a ofrecer rendimientos reales de 6% anual. En Colombia el Banco de la República reconoció intereses reales superiores al 15%. En el segundo caso se logró un amplio consenso en torno a que la continua afluencia de capitales era en parte resultado de la política de esterilización misma. Por ello, se produjo un viraje radical. A partir del último trimestre de 1991 la recién posesionada Junta Directiva del Banco de la República[17] determinó que el Banco dejaría de liderar las tasas de interés, con sus papeles reconociendo un interés real negativo. En sentido estricto, no se abandonó la política de esterilización, por cuanto se intensificó la emisión de títulos en moneda extranjera que rendían una tasa en dólares superior a las internacionales. Dichos títulos se entregan solamente a cambio de divisas; en un sólo instrumento se conjugan las labores de intervención cambiaria y esterilización monetaria. La rentabilidad de los mismos ha sido significativamente menor a las tasas de interés que habían prevalecido hasta 1991. Adicionalmente, y en tanto son negociables en el mercado, produjeron una revaluación en la tasa de cambio nominal; ello eliminó en

[16] Para el caso de Chile, véase Bianchi (1992). La experiencia colombiana se detalla en Junguito (1992).

[17] Como en el caso chileno, las reformas en Colombia incluyen una enmienda constitucional mediante la cual el Banco Central ganó autonomía respecto del Gobierno (Junguito, 1992).

gran parte la subvaluación cambiaria, la cual también estaba fomentando la especulación en favor del peso[18].

La política de reducción de tasas de interés tuvo efectos adicionales; no sólo representó un estímulo para la inversión sino que, adicionalmente, ocasionó un importante aumento en la demanda de dinero, razón por la cual, aunque en grado menor que en el caso argentino, en medio de esfuerzos por reducir la inflación se permitieron incrementos importantes en los agregados monetarios.

C. La política fiscal

El papel jugado por la política fiscal en los tres países ha sido muy diferente. Quizás sólo en el caso de Colombia se puede hablar de un ajuste fiscal originado en la necesidad de compensar el efecto expansivo de la entrada de capitales. Tanto en Argentina como en Chile el movimiento hacia una política fiscal austera antecedió la entrada de los flujos, aunque en el caso argentino en presencia de éstos ciertamente se intensificó.

En el Cuadro 5 se presenta información respecto al déficit fiscal consolidado. La mejoría en el caso argentino es dramática; como porcentaje del PIB el déficit se redujo de 8.6% en 1988 a 2.2% en 1991. En dicho país, el saneamiento de las finanzas públicas es elemento esencial de la reforma estructural. La sostenibilidad de la tasa de cambio fija requiere de la eliminación de presiones desestabilizadoras; la Ley de Convertibilidad elimina la posibilidad de financiar al Gobierno en el Banco Central; el financiamiento externo está en gran parte condicionado al cumplimiento de estrictas metas fiscales; la recuperación de la tasa de inversión depende de que el sector privado acceda a abundantes recursos financieros, que solamente están disponibles si el Estado no presiona el mercado de capitales[19].

Cuadro 5. BALANCE FISCAL (% del PIB)[a]

	Argentina	Chile	Colombia
1987	-6.7	2.6	—
1988	-8.6	3.9	-2.1
1989	-4.8	5.5	-1.9
1990	-5.1	1.5	-0.4
1991	-2.2	1.7	0.1
1992p	—	1.8	-0.4

[1] Del sector público no financiero; déficit (-).
p: preliminar.
Fuente: CEPAL (1992).

Por todo lo anterior, en el caso argentino no es correcto hablar de un ajuste macroeconómico para hacer frente a los flujos de capital. Al contrario, el ajuste antecede a los flujos y en parte los genera, bien sea de manera indirecta al propiciar un ambiente macroeconómico que estimula la repatriación de capitales, o de manera directa a través de las privatizaciones. Tampoco parece factible que su entrada comprometa reformas que ya se habían puesto en marcha, no obstante que la apreciación cambiaria con seguridad genera problemas al sector productor de bienes transables.

El caso chileno es relativamente diferente. Comparte con el argentino el hecho de que el ajuste a las finanzas públicas es parte integral del programa macroeconómico ya que el incremento en el

[18] En Steiner, et.al. (1992) se plantea un modelo que en forma satisfactoria explica la entrada de capitales en función del grado de subvaluación cambiaria.

[19] Algo similar sucedió en México (Loser y Kalter, 1992), donde la política de privatización redujo el número de entidades públicas de 1100 en 1982 a menos de 250 en 1991. Por su parte, la reforma tributaria de 1987 mejoró de manera sustancial el resultado de las finanzas públicas. De acuerdo con cifras de la CEPAL (1992), el déficit público primario disminuyó de 15.5% del PIB en 1987 a 4% en 1990, para convertirse en superávit de 3.4% en 1992.

ahorro público ha sido indispensable para acomodar la onerosa carga fiscal de la deuda externa. En lo que respecta a la coyuntura reciente, AEA señalan que los tenaces esfuerzos por contrarrestar las tendencias a la apreciación cambiaria han estado vinculados esencialmente a la política de esterilización, la cual, al resultar insuficiente, ha sido complementada con medidas cambiarias para desestimular la entrada de capitales. No se ha utilizado la austeridad fiscal como compensación de los flujos.

El caso colombiano ha sido bien diferente. Los flujos de capital han sido identificados como elemento desestabilizador, que puede entorpecer la puesta en práctica de algunas de las reformas estructurales. Se ha hecho uso de toda la gama de instrumentos para compensar su efecto expansionista. Colombia tiene gran tradición de disciplina fiscal; al mismo tiempo, posee un Estado de tamaño relativamente pequeño y no tiene una deuda externa muy onerosa. Por todo ello, la política fiscal no formaba parte integral de las reformas estructurales introducidas a partir de 1989[20]. El influjo de recursos externos dio origen en primera instancia a una estrategia de esterilización a ultranza. Al reconocerse la limitada bondad de la misma, se consideró que la política de estabilización tendría que fundamentarse en una de dos alternativas: o se permitía una drástica revaluación de la tasa de cambio, o se efectuaba un ajuste fiscal significativo[21]. Muy "a la colombiana", se optó por una combinación de políticas. Se permitió una no despreciable apreciación de la tasa de cambio real, y se hizo un ajuste fiscal importante[22]. Es interesante resaltar el hecho de que el ajuste fiscal se ha dado por la vía de mayores ingresos. En virtud a que algunos estudios[23] han encontrado que uno de los determinantes de la tasa de cambio real es el nivel del gasto público y no el del déficit, podría cuestionarse la lógica de fundamentar en una reforma tributaria la contribución del gobierno al proceso de absorción de los flujos de capital, aunque no hay que desconocer el impacto positivo que ello puede tener en términos de facilitar el manejo monetario.

D. Control a la movilidad de capitales

La entrada de capitales ha sido bienvenida en Argentina, no así en Chile y Colombia. En estos dos últimos países, una vez detectada la limitada efectividad y el gran costo fiscal de la esterilización monetaria, se hizo uso de elementos adicionales tanto para compensar el efecto expansionista de los capitales, como para disminuir efectivamente el monto de los mismos[24].

En el caso chileno se establecieron encajes elevados para el endeudamiento externo del sistema financiero; los mismos parecen haber sido efectivos. También se relajaron restricciones a la salida de capitales, mediante la autorización a los fondos de pensiones de mantener parte de su portafolio invertido en el exterior y a través del relajamiento en los plazos para repatriar capitales y remesar utilidades a la inversión extranjera.

---

[20] Resulta interesante señalar que al igual que la política fiscal, la comercial también terminó siendo dependiente de la evolución de los flujos de capital. Para disminuir la presión revaluacionista de los flujos, al finalizar 1991 se optó por adelantar en tres años el proceso de desgravación arancelaria.

[21] Como señalan CB, este es un planteamiento justificable desde un punto de vista monetario, quizás cuestionable desde un punto de vista real. Adicionalmente, puede no ser el más deseable desde la perspectiva de la distribución social del ajuste.

[22] Las cifras del Cuadro 5 no sugieren un cambio significativo en el balance del sector público consolidado entre 1990 y 1992. Ello se debe fundamentalmente al hecho de que en dicho período se presenta una dramática crisis cafetera, que afecta significativamente el resultado financiero del Fondo Nacional del Café, elemento integral del sector público no financiero.

[23] Véase Herrera (1989).

[24] Un interesante caso intermedio es el español. Si bien la entrada de capitales resultaba fundamental para darle credibilidad a la participación española en el Sistema Monetario Europeo, España mantuvo hasta 1992 controles a la movilidad de los mismos (véase Galy, et.al., 1993).

En Colombia se establecieron impuestos a algunos ingresos por concepto de servicios personales, a través de los cuales estaba entrando una parte importante de los flujos. Esta medida no fue muy efectiva, puesto que aumentó en forma significativa los ingresos por turismo. De cualquier manera, es curioso que se haya optado por acudir a medidas de índole tributario, cuando es razonable presumir que la entrada de capitales fue en parte motivada por una amnistía tributaria que se extendió hasta 1991. Además, aparece como contradictoria con medidas de relajamiento al endeudamiento externo que simultáneamente fueron adoptadas con el fin de imprimirle más competencia al sistema financiero nacional[25].

IV. LOS EFECTOS SOBRE LA INVERSION

La entrada de capitales conlleva a un dilema, por cuanto ejerce una presión a la apreciación de la tasa de cambio real que si bien perjudica al sector exportador, abarata el precio doméstico de los bienes de capital importados, esenciales para aumentar la tasa de inversión[26]. Además, y en forma más directa, los flujos pueden afectar la inversión al relajar la restricción de ahorro. Puesto que en alguna medida los tres países considerados vieron apreciar sus tasas de cambio real, no hay duda de que por esa vía se presentó un estímulo a la inversión. En cambio, la relajación de la restricción crediticia no es tan clara, por lo menos por dos razones: de una parte, en Argentina, y en menor medida en Chile, los flujos estuvieron relacionados con privatizaciones y conversiones de deuda, razón por la cual parte de los ingresos fueron utilizados en la adquisición de activos existentes. De otra parte, tanto en Chile como en Colombia se hizo una agresiva política de esterilización, razón por la cual los recursos de capital acrecentaron las reservas internacionales, sin incrementar significativamente el ahorro transferible.

La aguda crisis económica enfrentada por la Argentina durante la década pasada se ha reflejado en la inversión. Como porcentaje del PIB, la misma pasó de un bajo nivel de 14% a mediados de los ochenta a uno de 12% en 1991 (Cuadro 6)[27]. Estos niveles son insuficientes para garantizar aceptables tasas de crecimiento económico; han sido el reflejo de bajos niveles de ahorro, elevados egresos por concepto de servicio de factores y de un complemento insuficiente de ahorro externo. En ausencia de cifras desagregadas y actualizadas sobre la composición del gasto, FD utilizan indicadores alternativos, los cuales indican un notable repunte de la inversión, la cual aún estaría ubicándose en niveles muy bajos. Sugieren que el efecto de la IED ha sido pequeño, en tanto los recursos han alimentado el proceso de privatizaciones. Adicionalmente, a través de la información de balance de las principales empresas, concluyen que la sustitución de activos financieros externos se ha dado en favor tanto de activos financieros domésticos como de activos reales, lo cual ha conllevado a un notorio mejoramiento en la estructura de financiación de las empresas. El análisis del destino sectorial de la inversión extranjera indica que la misma se ha dirigido básicamente al sector productor de bienes no transables. Este es un resultado lógico, debido a

[25] Adicionalmente, en el caso colombiano se obligó a los bancos comerciales a mantener más activos que pasivos denominados en moneda extranjera. Con ello se ha buscado que los intermediarios financieros utilicen parte de sus recursos en moneda doméstica para adquirir reservas en el Banco Central.

[26] En sentido estricto, la relación entre inversión y tasa de cambio real es incierta. Una apreciación real abarata el costo de los bienes de capital importados en términos de bienes domésticos, mientras en el sector productor de bienes transables sucede lo contrario: el costo real del nuevo capital se incrementa y la inversión cae. Según Serven y Solimano (1991), la mayoría de estudios empíricos sugieren que, por lo menos en el corto plazo, una apreciación real favorece la inversión.

[27] Las cifras del Cuadro 6 no necesariamente provienen de fuentes oficiales. Para cada país se trata de series consistentes. Por lo tanto, el Cuadro no es útil para hacer comparaciones entre países, pero sí es ilustrativo de tendencias en cada uno de ellos.

Cuadro 6. INVERSION BRUTA 1981-1992 (Porcentaje del PIB)

	Argentina	Chile	Colombia
1981	17.7	19.5	17.4
1982	14.8	15.0	17.7
1983	14.5	12.9	17.7
1984	14.1	13.2	17.3
1985	13.9	14.8	15.9
1986	12.8	15.0	16.2
1987	14.4	16.4	15.5
1988	13.7	17.0	16.5
1989	11.7	18.6	15.1
1990	10.7	19.5	14.0
1991	11.6	18.2	12.5
1992	n.d.	19.8	14.0

Fuente: Argentina: serie construida por Fanelli y Damill (1993), Cuadro 3a.
Chile. Agosin (1993), Cuadro 9.
Colombia: Cuentas Nacionales y DNP para 1992.

que el grueso de las empresas privatizadas no producen bienes transables internacionalmente.

En lo que respecta a Chile, la tasa de inversión comienza a recuperarse a mediados de la década pasada; en 1992 representa casi el 20% del PIB. En el estudio de AEA se sugieren cuatro canales a través de los cuales la entrada de recursos puede aumentar la inversión: el efecto directo de la inversión extranjera; la apreciación real; el relajamiento de la restricción cambiaria; y el relajamiento de la restricción crediticia.

El análisis empírico indica que la inversión en Chile depende positivamente de la tasa de cambio real. Si bien una apreciación real abarata los bienes de capital importados, este efecto parece estar más que compensado por el hecho de que a su vez desestimula la demanda agregada y, por esa vía, el nivel de inversión. De otra parte, es poco probable que la entrada de capitales haya aumentado la inversión por la vía de reducir las restricciones bien sea de divisas o de crédito. Lo primero por cuanto el endeudamiento externo de las empresas chilenas ha sido desincentivado por la vía de elevados encajes; lo segundo en virtud a la política de esterilización monetaria. Por todo lo anterior, se concluye que los flujos de capital han impactado la inversión en razón al papel de la IED. La misma ha contribuido con más del 40% del aumento de la inversión total entre 1981 y 1991. Respecto a su destino, una parte importante se ha dirigido a sectores vinculados con las exportaciones, principalmente el minero.

En lo que respecta a Colombia, la inversión ha evolucionado en forma diferente a como lo ha hecho en Argentina y Chile. En efecto, disminuyó durante la segunda mitad de la década pasada; como porcentaje del PIB, en 1991 era cinco puntos inferior a 1984, evolución que coincide con la caída del financiamiento externo, por cuanto el ahorro nacional no se deterioró [Ocampo (1988)]. A pesar de la afluencia de capitales, la inversión global se redujo entre 1990 y 1991, desarrollo en el cual influyó la política de esterilización a través de elevadísimas tasas de interés. Aunque no se cuenta con cifras enteramente confiables, distintos indicadores sugieren una marcada reversión de dicho proceso en 1992. La misma, en parte está determinada por la IED, la cual sin embargo sigue siendo muy moderada, vinculada fundamentalmente al desarrollo de proyectos en el sector petrolero.

En CB se estima una demanda de inversión en función de la rentabilidad de la misma, de la utilización de capacidad instalada, de la restricción al financiamiento y de algunas medidas de incertidumbre. En esta especificación, los flujos de capital afectan la inversión porque al presionar el mercado de valores, elevan su rentabilidad; adicionalmente, ayudan a relajar la restricción crediticia. Nótese que no se explora la posibilidad de que los flujos afecten la inversión a través de la tasa de cambio real; tampoco se capta de manera directa la influencia de las tasas de interés. Los

resultados sugieren que la inversión es sensible a los flujos, en razón a que relajan la restricción crediticia.

V. LAS IMPLICACIONES DE POLITICA

Si bien con distinto énfasis y a ritmos diferenciados, los tres países objeto del presente estudio se han movido hacia estructuras económicas en que el papel predominante lo juega el sector privado. Tratándose de economías normalmente restringidas en sus posibilidades de financiación, es razonable pensar que la adopción de reformas se facilita con la entrada de capitales del exterior. La posibilidad de utilizar estos últimos en la financiación de mayores niveles de inversión ha tenido que ser sopesada con las posibles perturbaciones macroeconómicas que los mismos pueden generar. En particular, en tanto en todos los países se ha considerado fundamental consolidar los sectores productores de bienes transables, ha habido una gran preocupación por minimizar el impacto que los flujos pueden ejercer sobre la tasa de cambio real.

El caso argentino difiere de los otros dos en que allí se le ha dado el máximo de importancia a reducir la inflación, utilizando para tal propósito la política cambiaria y las políticas fiscal y comercial. En tanto la inflación converge sólo en forma lenta a la evolución de la inflación internacional, la tasa de cambio real necesariamente se aprecia cuando la nominal es fija. La Ley de Convertibilidad, aunada a abundantes reservas internacionales acumuladas gracias a la entrada de capitales, permite mitigar los efectos nocivos que la apreciación podría generar sobre las expectativas de los agentes. No obstante, la continua apreciación es insostenible, ya que no es lógico pensar que continuos déficit comerciales financiados con capitales constituyan un escenario viable o deseable. Por todo lo anterior, es esencial que se acelere el proceso de disminución de la inflación. En la medida en que no es fácil profundizar el ajuste fiscal, bien vale la pena ahondar esfuerzos en el frente de la política de ingresos y salarios.

En Chile y Colombia los flujos han llegado en momentos en que se hacen esfuerzos importantes por acelerar la apertura comercial con el resto del mundo. El reto ha sido el de continuar en el esfuerzo de reducir la inflación, sin permitir apreciaciones importantes en la tasa de cambio. La política de esterilización ha sido crucial; al perder eficacia ha sido complementada con controles a la movilidad de los capitales en el caso chileno, y ajuste fiscal en el caso colombiano. En ambos ha habido éxito en sostener la tasa de cambio real. En Chile adicionalmente se han tenido logros significativos en términos de reducción de la inflación, no obstante el importante dinamismo de la demanda agregada. En Colombia la inflación ha bajado poco y el crecimiento no se ha recuperado. Probablemente parte de la explicación a resultados tan diferentes en términos de crecimiento radica en que los flujos que llegaron a Chile fueron en parte a través de IED, mientras que en Colombia ha dominado el componente especulativo.

Por lo mismo, el gran reto que tiene Colombia es el de consolidar sus reformas estructurales, de manera que el influjo de capitales responda a mejoras reales en las posibilidades de inversión, y no simplemente a especulación que arbitra diferenciales en rentabilidades financieras. Los recursos que llegaron bajo esta última forma no sólo no afectaron positivamente los niveles de inversión, sino que complicaron enormemente el manejo macroeconómico. La gran lección de la experiencia colombiana es que, no obstante lo que se estipule en las normas, la movilidad de los capitales es muy alta; así como la sobrevaluación cambiaria de principios de los ochenta precipitó una importante fuga de capitales, la subvaluación por la que recientemente se optó para compensar la desgravación arancelaria propició una inesperada y poco deseada afluencia de capitales especulativos.

REFERENCIAS

Agosin, M.R. J. Fuentes y L. Letelier (1993), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: El caso de Chile", BID, Serie de Documentos de Trabajo No.146, mayo.

Banco de España (1992), "Financiación del Déficit Público y Balanza de Pagos: el Caso de España (1975-92)", *Boletín del CEMLA,* nov-dic.

Bianchi, A. (1992), "Overabundance of foreign exchange, inflation and exchange rate policy: the chilean experience", *International Forum on Latin American Perspectives,* Paris.

Calvo, G.A., L. Leiderman y C. Reinhart (1992), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", mimeo, FMI.

Cárdenas, M. y F. Barrera (1993), "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: El caso colombiano", BID, Serie de Documentos de Trabajo.

CEPAL (1992), *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe, 1992.*

Correa, P. (1984), "Determinantes de la Cuenta de Servicios de la Balanza Cambiaria", *Ensayos Sobre Política Económica,* diciembre.

———— (1992), "Paridad entre la tasa de interés real interna y externa: Notas sobre el caso colombiano", *Coyuntura Económica,* abril.

Fanelli, J. M. y M. Damill (1993), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: Argentina", *BID,* Serie de Documentos de Trabajo, 145, mayo.

Fondo Monetario Internacional 1992), "Private Market Financing for Developing Countries", *World Economic and Financial Surveys,* diciembre.

Gal y, M., Pastor, G. y T. Pujol (1993), "Spain: Converging with the European Community", *Occasional Paper 101,* FMI.

Guidotti, P.E. (1988), "Insulation Properties Under Dual Exchange Rates", *Canadian Journal of Economics,* 21:4.

Herrera, S. (1989), "Determinantes de la trayectoria del tipo de cambio real en Colombia", *Ensayos Sobre Política Económica,* junio.

———— (1991), "Movilidad de Capitales y la Economía Colombiana", *Banca y Finanzas,* julio-septiembre.

Junguito, R. (1992), "Reflexiones sobre el manejo macroeconómico en Colombia", en A. Martínez (ed.) *Apertura: Dos Años Después.*

Loser, C. y E. Kalter (1992), "Mexico, The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth", *Occasional Paper 99,* FMI.

O'byrne, A. y M. Reina (1993), "Flujos de Capitales y Diferenciales de Interés en Colombia: Cuál es la Causalidad?", en L.J. Garay y M. Cárdenas (ed.): *Movimiento Internacional de Capitales en los Años Noventa: La Experiencia Colombiana bajo Análisis.*

Ocampo, J.A. (1988), "Una nota sobre la relación entre financiamiento externo, ahorro e inversión", *Ensayos Sobre Política Económica,* junio.

Ocampo, J.A. y R. Steiner (1993), "Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas", Serie de Documentos de Trabajo.

Serven, L. y A. Solimano (1991), "Adjustment Policies and Investment Performance in Developing Countries", *Working Papers,* Banco Mundial, marzo.

Steiner, R., R. Suescún y F. Melo (1992), "Flujos de Capital y Expectativas de Devaluación", *Coyuntura Económica,* junio.

Tornell, A. (1990), "Real vs. Financial Investment: Can Tobin Taxes Eliminate the Irreversibility Condition?", *Journal of Development Economics,* 32:2.

Reseña sobre el exitoso crecimiento de las exportaciones chilenas*

Patricio Meller

I. INTRODUCCION

La discusión sobre cuál ha sido la política económica clave en la generación de la reciente bonanza exportadora chilena se encuentra algunas veces polarizada. Con frecuencia se piensa que este hecho es un logro de las reformas estructurales de los años 70 y 80, que incluyeron liberación de precios, apertura de la economía, reforma estatal y privatización, las cuales son tomadas como modelo para otros países de América Latina (ver Meller, 1992).

El propósito de este artículo es mostrar, a partir de la experiencia chilena, que sólo existen condiciones necesarias, y ninguna de ellas es en sí misma suficiente, para lograr una expansión exitosa de las exportaciones. Este resultado, así como el actual desempeño dinámico de la economía chilena, no es consecuencia de un gran esquema "master" ni de una complementariedad programada entre las acciones del sector privado y público. Es el resultado de un conjunto de medidas y factores, cuya vinculación será especificada en forma ex-post en este artículo.

Este trabajo contiene una reseña de factores distintos a las reformas estructurales y al comportamiento de la tasa de cambio[1], que contribuyeron al crecimiento de las exportaciones chilenas, y de algunos temas asociados con la expansión de las exportaciones futuras. En la primera sección se examina la desagregación del patrón de expansión de las exportaciones chilenas durante el período 1970-90, y en la segunda se analiza la ventaja comparativa chilena de acuerdo con los mercados de destino y considerando tres tipos de bienes de exportación: recursos naturales, bienes industriales basados en el procesamiento de los recursos naturales chilenos y otros productos industriales. Dado el gran predominio de los recursos naturales en la canasta de exportación chilena, se incluye un debate relacionado con la llamada "segunda etapa de exportaciones", donde se examinan los argumentos para cuestionar las estrategias de desarrollo basadas principalmente en exportaciones de recursos natu-

* El autor agradece a Andrea Repetto por su eficiente contribución en la investigación. Los participantes a la conferencia WIDER , Rob Davies, Sanjaya Lal, Carlos Paredes, David Kaplan y los colegas chilenos Pablo González, Cristian Morán, Gabriel Palma, y Raúl E.Sáez, contribuyeron con valiosos comentarios. Como es obvio el autor es el único responsable por el contenido de este artículo.

[1] Para un recuento de estos temas ver Meller (1993) y otras referencias citadas allí.

rales. La tercera parte contiene una revisión de la estrategia chilena de comercio sustentada en el supuesto de país pequeño que no tiene un socio "natural" de comercio. Por último se hacen unos comentarios finales.

II. LA BONANZA DE LAS EXPORTACIONES CHILENAS

A. La gran expansión de las exportaciones

Aunque antes de 1970 en Chile reinaba el pesimismo respecto al futuro de las exportaciones, pues se pensaba ellas estaban casi totalmente restringidas al cobre, en la década de los ochenta éstas se convirtieron en un sector clave de la economía. En efecto, las exportaciones chilenas aumentaron de US$1,100 millones en 1970 a US$8,300 millones en 1990, creciendo a una tasa anual de 7.9%, mientras el PIB lo hizo al 1.7%. Así, la participación de las exportaciones en el PIB se incrementó de 14.2% en 1970, a 30.2% en 1990 (Cuadro 1). Adicionalmente, entre 1979 y 1990 hubo una diversificación considerable de la canasta de exportaciones, que disminuyó la participación de las ventas externas de cobre de casi 80% a menos de 48%. También es significativo que el número de empresas chilenas con exportaciones superiores al millón de dólares superó quinientos en 1991.

La explicación estándar del exitoso desempeño de las exportaciones chilenas se relaciona con las reformas económicas estructurales[2] similares a las recomendaciones del FMI y del Banco Mundial en materia de estabilización y ajuste estructural, una devaluación real sustancial en 1973-75, una tasa de cambio real estable y subvaluada durante la década de los ochenta y la prevalencia de políticas e incentivos neutrales reflejados en la inexistencia de una política industrial.

Cuadro 1. PARTICIPACION DE LAS EXPORTACIONES CHILENAS EN EL PIB 1960-90

Año[a]	%
1960	13.5
1965	13.9
1970	14.2
1975	15.6
1980	23.0
1985	25.9
1990	30.2

[a] Estas cifras corresponden al promedio del año señalado y del anterior; sin embargo, la primera cifra es el promedio de los años 1960 y 1961.
Fuente: Banco Central.

B. Desagregación de la expansión de las exportaciones chilenas

Como ilustra el Cuadro 2, el cobre ha jugado un papel central en el comportamiento de las exportaciones chilenas, y a pesar de su decreciente participación en las exportaciones totales éste ha sido el producto clave en la reciente expansión de las mismas. En efecto, un corte por décadas, muestra que la participación del aumento de las exportaciones de cobre en el incremento de las exportaciones totales pasó de 31% para los años 70 a 53% para los 80, siendo 42% para el conjunto de las dos décadas.

Las exportaciones de cobre han estado estrechamente ligadas al desempeño de la Gran Minería de Cobre (GMC). Hasta finales de los años 60, esta actividad estuvo controlada por dos compañías americanas, pero ante su renuencia a expandir la inversión en las minas, el gobierno chileno compró el 50% de las acciones y posteriormente la nacionalizó en 1971. Este cambio se reflejó fuertemente en la producción de la GMC, que después

[2] Una reforma importante del sector público fue la desburocratización y reducción de los procedimientos administrativos del sector público, que han facilitado enormemente las actividades productivas del sector privado. Por ejemplo los procedimientos de importación que tomaban más de 60 días fueron reducidos a 2 días durante la década de los 70.

Cuadro 2. IMPORTANCIA DEL COBRE EN LAS EXPORTACIONES CHILENAS 1960-90

Año	Exportaciones de cobre			Part. cobre en export total[a] (%)
	GMC	Total Toneladas	Total (US$mill.)	
1960	469	532	314	67.1
1965	438	539	396	61.9
1970	514	663	883	77.2
1975	682	823	1246	65.1
1980	865	1028	2007	47.2
1985	1023	1288	1697	45.5
1990	1150	1556	3908	47.8

[a] Las cifras que aparecen corresponden al promedio del año que aparece y del anterior; sin embargo, las primeras cifras son el promedio de los años 1960 y 1961.
Fuente: Banco Central y Cochilco.

Cuadro 3. TASAS DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES CHILENAS 1960-90 (Promedio anual, %)

Año	Cobre		Otras	Totales	Crec. PIB
	GMC	Total			
1960-70	1.2 [a]	2.7	5.9	3.6	4.2
1970-75	4.5	3.3	9.9	5.6	-2.2
1975-80	6.3	5.8	24.3	15.1	7.5
1980-85	4.2	5.3	-1.2	1.8	-0.4
1985-90	0.7	2.8	15.4	9.6	6.1

[a] La escogencia de los períodos 1960-65 y 1965-70 da como resultado las siguientes tasas de crecimiento anual: -2.1% (1960-65) y 4.6% (1965-70).
Nota: Las tasas de crecimiento de las exportaciones totales se calcularon con base en las Cuentas Nacionales, las de cobre utilizando cantidades exportadas, y las distintas al cobre por residuo utilizando el promedio (primero y último año de cada período respectivo) de las participaciones del cobre y distintas al cobre en el total de exportaciones.
Fuente: Banco Central y COCHILCO.

de decrecer al 2.1% anual durante el período 1960-65, creció al 4.2% anual entre el período 1965-85 (Cuadro 3).

Este hecho ayudó significativamente al elevado incremento de las exportaciones chilenas, ya que el 30% de su expansión en el período 1970-90 se debió a las ventas externas de la GMC. Así, la participación de Chile en el mercado mundial del cobre aumentó de 14% durante los años 50 y 60, a casi 20% durante los 80.

Es sorprendente que una entidad pública haya generado en promedio desde 1971, más del 75% del total de las exportaciones de cobre, y que bajo una dictadura militar en que los economistas ortodoxos hicieron reformas estructurales orientadas hacia la reducción del papel del Estado en la economía, hubiera una expansión significativa del producto de una empresa pública. Esto se explica en parte por la importancia de GMC en los ingresos fiscales, ya que esta empresa entregó al fisco recursos equivalentes en promedio al 3.4% del PIB durante el período 1980-90. Sin embargo, hay un elemento más crucial. En 1976 se decretó una ley especial, la Ley Reservada del Cobre, que asignó 10% del valor en dólares de las exportaciones de GMC directamente a las Fuerzas Armadas, como recursos especiales para la compra de armamentos[3].

De 1985 en adelante, la inversión privada y especialmente la extranjera, contribuyó a aumentar las exportaciones de cobre de Chile, disminuyendo la participación del sector público de cerca de 85% antes de 1985, a menos de 75% a principios de los años 90.

Las exportaciones diferentes al cobre pasaron de US$229 millones en 1970 a US$2,700 millones en 1980 y a US$4,400 millones en 1990. En el período 1985-90 éstas crecieron a una tasa anual de 15.4%, constituyendo el principal factor detrás del

[3] Para evitar el efecto de las fluctuaciones del precio mundial del cobre, se fijó un piso en dólares al nivel de recursos obtenidos por las fuerzas armadas. Si el 10% de las exportaciones de la GMC descendían por debajo de ese piso, la Tesorería tenía que cubrir la diferencia. En 1987, se indizó este piso, a la inflación de Estados Unidos.

gran dinamismo reciente de las exportaciones totales (crecimiento del 9.6% anual) y del PIB (6.1% anual) (Cuadro 3).

A partir de 1985 las exportaciones de productos basados en recursos naturales (RN) han representado más del 80% de las exportaciones distintas al cobre (Cuadro 4). Las exportaciones agrícolas, constituídas principalmente por frutas, productos forestales y pesqueros, que en 1970 eran prácticamente negligibles, alcanzaron cada una de ellas cifras cercanas a los US$900 millones en 1990, mientras las del sector minero llegaron casi a los US$800 millones. La mayoría de esta expansión fue generada por los empresarios privados.

El Cuadro 5 permite comparar las tasas de crecimiento de las exportaciones chilenas de RN no mineros, con las de Latinoamerica y el mundo para el período 1970-90. Las exportaciones de uvas y manzanas chilenas crecieron a un ritmo promedio tres veces superior a las mundiales (18.5% y 9.4% anual, respectivamente), caso similar al de la madera aserrada y la pulpa de madera (cerca de 9% por año). Las exportaciones de pescado crudo y carne de pescado aumentaron mucho más rápido que las mundiales. Estos seis productos representaron en 1990 el 40% de las exportaciones distintas al cobre.

La expansión de las exportaciones de RN a partir de la década del setenta fue producto de las reformas económicas estructurales, que alinearon los precios relativos domésticos con los internacionales y redujeron el sesgo ocasionado por los incentivos en favor de la industria, de altas tasas de cambio reales y de algunas medidas sectoriales específicas que se reseñan a continuación.

C. Medidas del gobierno para inducir la expansión de las exportaciones

1. Incentivos tributarios al sector forestal

Durante mucho tiempo la actividad forestal ha estado sujeta a un tratamiento tributario sectorial específico, orientado a neutralizar el largo tiempo que deben esperar los empresarios chilenos para la maduración de su inversión. La Ley de Bosques de 1931 declaró la actividad forestal libre del pago de impuesto sobre la renta durante los 30 años posteriores a la siembra del árbol. Esta ley fue complementada en 1974 por el Decreto 701, que estableció un subsidio directo del 75% de los costos relacionados con la siembra de árboles y el cuidado del bosque, y un abono especial del 50% del impuesto de renta generado por la actividad forestal.

Cuadro 4. COMPOSICION DE LAS EXPORTACIONES CHILENAS DISTINTAS AL COBRE 1970-1990

Año	Minería		Agricultura		Pesca		Forestales		Otros		Total Mill. US$
	Mill. US$	%	Mill. US$	%	Mill. US$	%	Mill. US$	%	Mill. US$	%	
1970	111	40.8	30	11.0	1	0.4	10	3.7	120	44.1	272
1975	185	27.9	76	11.5	35	5.3	126	19.0	240	36.3	662
1980	619	24.6	281	11.2	291	11.6	591	23.5	736	29.2	2.518
1985	567	27.5	452	21.9	338	16.4	314	15.2	391	18.9	2.062
1990	795	17.6	962	21.3	915	20.3	870	19.3	973	21.6	4.515

Fuente: Banco Central. Declaraciones de Aduana de Exportaciones.
Nota: La diferencia entre los valores del Cuadro 3 y el Cuadro 4 se debe a que en el primero se usaron las cifras de la balanza de pagos mientras que en este se utilizaron las declaraciones exportación de la aduana.

Cuadro 5. TASAS DE CRECIMIENTO Y NIVEL DE LAS EXPORTACIONES DE ALGUNOS RECURSOS NATURALES DE CHILE, AMERICA LATINA Y EL MUNDO. 1970-90

Exportaciones	Tasas de crec. anual (%)			Exportaciones (1990) (Millones US$)		
	Chile	Am. Lat.	Mundo	Chile	Am. Lat.	Mundo
Uvas	18.5	16.5	6.0	379	405.0	1.661
Manzanas	9.4	2.3	3.4	131	210.0	2.067
Pesca[a]	3.0	-4.9	-3.6	6.4 [b]	17.9 [b]	99.5 [b]
Pdcts Pes.[a]	13.3	3.9	7.1	896	3.4	32.8
Pesc. Crud.[a]	26.0	14.7	8.8	207	747.0	13.2
Carne de Pesc.[a]	13.4	0.0	0.5	515	958.0	1.640
Pdctos Forest.	9.3	7.0	4.4	750	2.7	94.470
Madera Aserrada	8.3	0.4	3.5	136	426.0	16.989
Madera Pulpa	9.6	14.0	3.5	326	962.0	15.817
Papel y Cartón	2.8	12.7	6.2	82	830.0	45.268

[a] Las tasas de crecimiento son para el período 1970/89 y las exportaciones para el año 1989.

[b] Millones de toneladas.

Fuente: CEPAL (1992).

Esta Ley, y particularmente el componente de subsidio a los costos, ha tenido un impacto significativo sobre el área reforestada, que aumentó de 133 hectáreas en 1970 a 769 en 1980 y a 1,578 en 1990. El costo fiscal de estas medidas, estimado entre veinte y treinta millones de dólares por año (Bitrán y Fierro, 1988), hoy en día representa sólo 3% del valor de estas exportaciones, mientras en 1985 era del 10%.

2. Apoyo a la investigación para el sector frutícola

Chile se ha convertido en un importante exportador de fruta en el mundo. Su participación en las exportaciones mundiales de uvas y manzanas aumentó de 2.5% y 1.0% en 1970, a 22.8% y 6.4% en 1990 (CEPAL, 1992). Además de una ventaja comparativa en la producción de fruta de clima templado, Chile tiene la fortuna de que su producción está disponible en la época de invierno de Estados Unidos y Europa. Por otra parte, los logros en el campo tecnológico, jugaron un papel importante en el incremento espectacular de las exportaciones de frutas.

Las medidas tomadas por el sector público en la década de los 60 ayudaron significativamente a la expansión de las exportaciones de fruta chilena de los años 80[4]. En 1964 se creó el Instituto Autónomo de Investigación de Tecnología Agrícola (INIA) con profesionales muy bien pagados y con gran flexibilidad para realizar investigaciones. En 1965 se estableció un programa universitario de 10 años entre Chile y California en el cual se asignó una alta prioridad al entrenamiento académico de economistas agrícolas, aprovechando que estos dos países tienen un clima similar.

Como resultado de estos programas, se actualizó el conocimiento chileno en producción y manejo postcosecha de frutas el cual es bastante complejo por el carácter perecedero de estos productos, se renovó el curriculum de las universidades chilenas, se estableció un lazo académico que facilitó la transferencia de tecnología de California a Chile y se tuvo acceso a un modelo tecnológico concre-

[4] Para una reseña y análisis más profundos sobre este tema, ver Jarvis (1991) y CEPAL (1990)

to para imitar (Jarvis, 1991). Las universidades públicas contribuyeron significativamente en la introducción, adaptación e innovación de nuevas tecnologías, esfuerzo que fue activamente complementado por el sector privado, quien contribuyó mucho en la tecnificación del sector. Gran parte de los avances se desarrollaron tomando como punto de partida la tecnología existente en California.

A pesar de las externalidades positivas derivadas de la inversión pública en entrenamiento de capital humano y en investigación tecnológica, después de 1974, con las reformas estructurales, se disminuyó fuertemente la investigación sobre frutas en INIA y en las universidades públicas. Jarvis (1991) ha señalado que "este hecho puede constituir un cuello de botella para la expansión de estas exportaciones ya que hoy en día no existe en Chile el capital humano capaz de desarrollar nueva tecnología ni de enfrentar nuevos problemas que surjan".

3. Promoción para exportaciones menores

Un mecanismo utilizado en Chile para promover las exportaciones, consiste en el reembolso de los aranceles pagados por los insumos importados para la producción de bienes exportados. Para obtener el reembolso, los exportadores deben presentar la documentación que demuestre la importación y el pago de los aranceles, proceso que ha resultado ser muy dispendioso, por lo cual en 1985 se estableció un reembolso arancelario simplificado para los pequeños exportadores.

El gobierno fija un porcentaje de reembolso sobre el valor de la exportación -el cual se supone equivalente al arancel pagado por la importación de los insumos-, este es entregado a los exportadores de productos pertenecientes a una categoría cuyo nivel promedio de exportación sea inferior a un monto establecido.

En 1985 se estableció una tasa de reembolso del 10% para categorías de bienes que en 1983-84 se hubieran exportado en cuantía menor a US$2.5 millones y se mantenía hasta que éstas alcanzaran los US$7.5[5]. En 1987, para evitar que por el crecimiento de las exportaciones, las categorías beneficiadas vieran abruptamente eliminados todos los beneficios, se estableció que ellas podrían recibir un reembolso del 5% hasta que sus exportaciones llegaran a un nivel del US$11.25 millones. En 1990, los niveles máximos de exportaciones fueron indizados, fijándose los topes para cada una de las dos categorías en US$10 y US$15 millones, respectivamente. En 1992, se abrió una tercera tasa de reembolso del 3% para las categorías de bienes de exportación en el rango de US$15 millones a US$18 millones.

El reembolso total recibido por los exportadores menores aumentó de US$25 millones en 1986, a US$96 millones en 1991 (Cuadro 6). Las exportaciones menores que se benefician de este mecanismo se incrementaron de US$246 millones en 1986 a más de US$900 millones en 1991.

Hay un subsidio implícito a los exportadores menores en este mecanismo, ya que cálculos he-

Cuadro 6. REEMBOLSO DE ARANCELES SOBRE INSUMOS IMPORTADOS A LOS EXPORTADORES MENORES 1986-91 (Millones de US$)

Año	Cuantía del reembolso	Exportac. menores Beneficiadas
1986	25	246
1987	37	368
1988	54	571
1989	66	738
1990	71	786
1991	96	

Fuente: Banco Central.

[5] Se supuso que la participación de los insumos importados en los procesos de producción de exportaciones era del 50% y un nivel de aranceles de 20% que era el vigente en el año 1985.

chos para finales de los ochenta indican que los pagos efectivos de aranceles por parte de los exportadores menores son el 60% del reembolso automático recibido (Cuadro 7). Este subsidio que podría ser justificado por razones de exportación naciente, busca reducir las barreras al ingreso a nuevos mercados de exportación, y promueve implícitamente la generación de nuevos tipos de bienes de exportación. En 1991 el subsidio ascendió a cerca de US$38 millones, equivalente a un 4% del valor de las exportaciones menores que se benefician de este mecanismo, y fue recibido en su mayor parte por los exportadores menores industriales. Es interesante observar que este sistema de promoción de exportaciones constituye un subsidio discriminatorio, ya que los exportadores menores agrícolas son quienes reciben el mayor porcentaje implícito de subsidio debido a que utilizan pocos insumos importados. En este caso, cerca de nueve puntos porcentuales de la tasa de reembolso del 10% corresponden al subsidio, mientras que para los exportadores industriales éste es de 2.5 puntos porcentuales, y de cero para los mineros.

Cuadro 7. SUBSIDIO IMPLICITO DE EXPORTACIONES MENORES 1988-89 (Millones de US$)

	1989			
	Ind.	**Agrc.**	**Min.**	**Total**
Reemb.Simplf. de Tarifas	42	15	1	58
Pago de Tarifas	33	2	1	36
Subdisio Implícito	9	13	0	22

Fuente: Banco Central y cálculos utilizando la matriz insumo producto de 1986.

III. LA VENTAJA COMPARATIVA CHILENA

A. Las Ventajas Comparativas Reveladas

Para examinar la ventaja comparativa revelada de Chile, se analizará la estructura de sus exportaciones en 1991 según origen sectorial -recursos naturales (RN), bienes industriales procesados a partir RN chilenos (RNP)[6], y otros productos industriales (OPI)[7] - y el mercado de destino, distinguiendo Estados Unidos (E.E.U.U.), Comunidad Económica Europea (CEE), Japón y América Latina (AL), a los cuales se dirige más del 80% de las exportaciones chilenas[8].

En el Cuadro 8 puede observarse que Chile ha alcanzado una amplia diversificación de mercados para sus exportaciones. La canasta de exportaciones con destino al mercado de los países desarrollados es bastante intensiva en RN: más del 61% de las ventas dirigidas a los E.E.U.U. y Japón, y casi el 70% de las exportaciones a CEE. Los RNP ocupan el segundo lugar, con una participación cercana al 30% para cada uno de estos tres mercados. Finalmente, los OPI representan algo más del 10% de las exportaciones chilenas hacia E.E.U.U., y el 5% y 1% en los casos de la CEE y Japón. Por su parte, la canasta de exportaciones chilenas a América Latina muestra una composición más pareja para las tres categorías: 38% de RNP, 35% de RN y 27% de OPI.

De otro lado, los mercados de la CEE y el Japón representan el 26.6% y el 21% de las exportaciones totales de RNP, mientras E.E.U.U. y AL absorben cada uno cerca del 16%. En cambio, AL es el mercado principal para los OPI, con una participación del 38% del total de las exportaciones de estos

[6] Hay correspondencia entre los bienes industriales incluidos en los RNP y los RN ; los RNP son aquellos bienes RN exportados por Chile en los cuales se ha incorporado más valor agregado. Los RN seleccionados son el cobre, las frutas y vegetales, la ganadería, pesca, y productos forestales.

[7] La suma de estas tres categorías representan cerca del 95% del total de exportaciones.

[8] Para una discusión más extensa sobre este tema ver Campero y Escobar (1991).

Cuadro 8. DISTRIBUCION SECTORIAL DE LAS EXPORTACIONES CHILENAS POR MERCADOS DE DESTINO. 1991
(Porcentajes)

Sector	Estados Unidos	Comunidad Económica	Japón	América Latina	Resto	Total	Total Mill. US$
Recursos Naturales (RN)							
Minería[a]	9.7	38.5	24.5	8.5	18.8	100.0	4.037
Frutas y vegetales	48.2	35.7	0.7	7.2	8.3	100.0	1.081
Ganadería	8.5	49.9	1.1	30.0	10.5	100.0	22
Pesca	57.3	31.8	8.4	0.8	1.7	100.0	111
Forestal	0.7	6.3	30.1	1.3	61.6	100.0	67
Subtotal	18.4	37.4	19.3	8.1	16.8	100.0	5.319
Recursos Naturales Procesados (RNP)							
Minería	39.3	31.4	6.2	13.2	10.0	100.0	451
Frutas y vegetales	25.6	16.9	9.3	33.3	15.0	100.0	505
Ganadería	0.1	17.1	19.7	51.8	11.3	100.0	43
Pesca	8.5	34.7	25.4	2.4	29.0	100.0	977
Forestal	8.0	21.0	30.5	22.5	18.0	100.0	872
Subtotal	16.1	26.6	21.0	16.5	19.9	100.0	2.849
Otros Productos Industriales (OPI)							
Químicos	15.5	18.0	4.2	29.0	33.2	100.0	507
Textil	35.5	14.4	0.1	40.9	9.0	100.0	148
Metálicos básicos	11.3	10.3	0.1	68.7	9.6	100.0	181
Otros	20.2	5.3	0.1	12.5	61.9	100.0	45
Subtotal	18.2	15.2	2.5	38.3	25.8	100.0	881
Total	17.6	31.8	18.2	13.7	18.7	100.0	9.049

[a] Este sector incluye el cobre refinado.
Fuente: Campero y Escobar (1992).

productos, mientras la CEE absorbe el 18% y E.E.U.U. el 15%.

Esta estructura de las exportaciones sugiere que la ventaja comparativa chilena respecto a los mercados de países desarrollados está en los RN; y en los RNP tradicionales, RNP y algunos OPI, como metales básicos, químicos y textiles, en el mercado latinoamericano. La importancia notable que han adquirido las exportaciones de textiles hacia los E.E.U.U. y AL ilustra la posibilidad de exportar bienes industriales no originados en un mayor procesamiento de los RN disponibles en Chile.

Los resultados anteriores tienen una correspondencia con la composición del portafolio de inversiones por sectores económicos. Al excluir los proyectos de inversión en infraestructura y transporte, y los productos no transables (energía, telecomunicaciones), la minería y las industrias relacionadas con RNP concentran cerca del 90% del valor total del portafolio de proyectos de inversión para 1990-1995.

Examinando la evolución de las exportaciones chilenas hacia los países desarrollados en el período 1986-91, Campero y Escobar (1992) encuentran una asociación negativa entre las exportaciones sectoriales de RN y las correspondientes de RNP con la misma destinación de mercados, la cual sugiere la existencia de sustitución entre estas dos categorías cuando se dirigen a un mismo mercado. Por ejemplo, en el caso de los E.E.U.U. durante el período 1986-91, las exportaciones de productos forestales descendieron y simultáneamente se dio un incremento importante en las exportaciones de productos forestales procesados. Una situación similar se observa en los casos de pescado y ganado.

B. La segunda etapa de exportaciones

Es claro de la discusión anterior que la bonanza actual de las exportaciones chilenas ha estado basada principalmente en las exportaciones de RN. En este sentido, en Chile existe un debate sobre la conveniencia de basar el desarrollo exportador en este tipo de bienes y mucha gente defiende la necesidad de entrar en una segunda etapa de exportaciones relacionada con la incorporación de un mayor valor agregado mediante el procesamiento de los RN.

Los argumentos utilizados por los seguidores de esta línea de pensamiento comprenden, en primer lugar, las bajas elasticidades precio e ingreso de la demanda por RN, la consiguiente lenta expansión de sus exportaciones y el deterioro de los términos de intercambio en el largo plazo. En segundo lugar, las bajas tasas de crecimiento de los países desarrollados a donde se dirigen estos productos. Tercero, la experiencia de la minería chilena y su naturaleza de "enclave" ha dejado la sensación de que el país se ha beneficiado muy poco de este tipo de exportaciones, especialmente cuando han sido llevadas a cabo con inversión extranjera. Cuarto, las nuevas teorías del comercio internacional y crecimiento hacen énfasis en la importancia de utilizar y desarrollar la tecnología más moderna y se piensa que las exportaciones de RN utilizan niveles bajos de tecnología, por lo cual la economía no obtiene la externalidad positiva de la difusión de este conocimiento.

A continuación se analiza la validez de algunas de estas afirmaciones para el caso chileno. Tomaremos el caso de las frutas para analizar el dinamismo y grado de tecnificación de estos renglones. Según Jarvis (1991), durante la década de los 80 las áreas sembradas aumentaron al 8.1% anual, la producción al 10.9% y el volumen de exportación al 16.9% anual. Al final de esta década las ventas al exterior representaron el 43.3% de la producción total de fruta. Paralelamente se dio una importante diversificación en estas exportaciones, al incluir, aparte de las tradicionales uvas y manzanas, peras, melocotones, duraznos, kiwis, aguacates, nectarines, albaricoques, cerezas, moras y limones.

De esta forma, Chile se ha convertido en el principal país exportador de fruta en América Latina aunque aún tiene una participación relativamente pequeña en las exportaciones mundiales. Dado este hecho, y la ventaja de tener estaciones inversas con respecto a los países desarrollados, se deduce que Chile tiene todavía la posibilidad de continuar la expansión de las exportaciones de frutas, aunque no se espera que en la década de los 90 se repita el patrón de expansión observado durante los 80.

En cuanto al efecto de utilización de tecnología moderna, las exportaciones de fruta presionan la tecnificación de los eslabones anteriores de la cadena ("encadenamientos hacia atrás") y no de los posteriores ("encadenamientos hacia adelante"), como sucede con las exportaciones de RNP, y es muy difícil especificar cuál de estas tecnologías tiene mayor efecto en términos de externalidades positivas. En este sentido, el efecto tecnológico de las exportaciones de frutas ofrece una interpretación diferente de la teoría de la segunda etapa de exportaciones[9].

[9] La minería es otro sector de RN que tiene un efecto tecnológico potencial de los encadenamientos hacia atrás, pero a pesar del nivel de las exportaciones mineras chilenas, este efecto no parece haber sido muy fuerte, y no hay estudios que examinen el tema.

En efecto, la producción y exportación de fruta fresca implican procesos altamente complejos en todas las etapas comprendidas entre la siembra y el consumo[10]. Se requiere tecnología moderna para producir un tamaño standard de fruta de alta calidad, ajustado a los gustos de los consumidores de los países desarrollados. Además, la elevada tasa de crecimiento de estas exportaciones ha llevado a extender los cultivos a las colinas y al norte de Chile donde el agua es escasa, requiriendo la introducción de nueva tecnología, como sistemas de irrigación de gota a gota, parte de los cuales han sido importados simultáneamente con el capital humano capacitado, pero otra parte ha sido desarrollada localmente con capital humano doméstico.

Así mismo, la preservación de la frescura y el sabor de las frutas requiere el establecimiento de un sistema de enfriamiento en cadena que incluye bodegas, contenedores, camiones y barcos refrigerados para mantener la temperatura constante en las diferentes etapas comprendidas entre la cosecha y el comercio al por menor. Se requiere también considerable equipo tecnológico y capital humano especializado para manejar grandes volúmenes de fruta que debe ser preservada fresca. Los puertos chilenos han tenido que mejorar su sistema operacional, instalando lugares de almacenamiento especiales, aislados y con control de temperatura, y agilizando su sistema de carga de los barcos. Además, para evitar el daño de la fruta y las pestes de insectos, se requiere incorporar la fumigación al proceso de enfriamiento y también se exigen empaques modernos especiales.

Por otra parte, la experiencia asiática muestra la posibilidad de moverse hacia etapas de exportaciones manufacturadas más procesadas, en forma totalmente independiente de la disponibilidad doméstica del RN requerido, caso aún poco explorado en Chile. De hecho, el asunto clave en la discusión de una segunda etapa de exportación es si se requiere la aplicación de una política industrial específica, cuáles serían los criterios y los incentivos que deberían ser utilizados. En este sentido, como se observó previamente, parece haber una secuencia natural, ya que las exportaciones de algunos RNP aumentan en aquellos mercados de destino donde los RN sin procesar están siendo exportados.

IV. DEBATE SOBRE LA ESTRATEGIA CHILENA DE COMERCIO

Hasta 1992 la estrategia chilena de comercio ha tenido dos elementos principales. Primero, la liberación unilateral del comercio que condujo a una estructura plana de aranceles a un nivel del 11%, sin barreras no arancelarias. Segundo, dada la condición de país pequeño que no tiene un socio comercial "natural", se ha adoptado una estrategia de diversificación del mercado de exportaciones.

Debido al éxito exportador alcanzado con la anterior estrategia de comercio, se ha argumentado que ésta debería mantenerse. Sin embargo, dado el bajo nivel relativo de los aranceles actuales no se puede esperar ganar mucho con mayores reducciones, y esto es especialmente válido cuando las fluctuaciones anuales de la tasa de cambio real pueden estar cerca del 10%. Además, los acuerdos especiales de comercio, tales como el acuerdo bilateral del Area de Libre Comercio (ALC) y los bloques de comercio regional como NAFTA, MERCOSUR y Pacto Andino han adquirido especial importancia.

Un país pequeño como Chile no puede permanecer aislado. Su pertenencia a un ALC ayudaría a aumentar el comercio y la inversión. Actualmente Chile tiene dos alternativas de integración, que no son mutuamente excluyentes: establecer un ALC con los Estados Unidos y la admisión a MERCOSUR.

[10] Para una discusión de fondo ver CEPAL (1990) y Jarvis (1991).

Estados Unidos ha sido históricamente el principal socio comercial de Chile. El gobierno estadinense ha establecido que después del ALC con México, firmará uno con Chile, posibilidad que ha sido percibida como un evento claramente positivo para la economía chilena. Sin embargo, de llevarse a cabo, este tratado no tendría un efecto muy fuerte sobre las exportaciones chilenas, ya que éstas enfrentan en promedio 1.8% de arancel y en su mayoría no están afectadas por barreras no arancelarias[11].

El gran interés chileno hacia este acuerdo y de América Latina en general hacia la "Iniciativa para las Américas" tiene varias razones. Se piensa que los países pequeños de Latinoamérica ganarían relativamente más por tener acceso preferencial al gran mercado estadinense. Además este tipo de acuerdo proveería las reglas de estabilidad de largo plazo para el acceso al mercado de Estados Unidos, especialmente cuando las fuerzas locales proteccionistas son cada vez mayores, y podría contribuir a la reducción de las barreras arancelarias y no arancelarias para exportaciones potenciales de RNP. Por último, se cree que un ALC con Estados Unidos, o alternativamente, la admisión al NAFTA, sería equivalente a un sello de aprobación del FMI del manejo macroeconómico, constituyendo una señal positiva para atraer la inversión extranjera y para estimular a los inversionistas nacionales.

Por otra parte, MERCOSUR conformado por Argentina, Brazil, Paraguay y Uruguay, era en 1990 un mercado de aproximadamente 190 millones de personas, PIB de US$521 mil millones y exportaciones de US$46 mil millones anuales, que geográficamente constituye una alternativa natural de comercio para Chile. Hoy en día, el comercio chileno con Brasil y Argentina representa el 60% del comercio entre Chile y Latinoamerica.

Sin embargo, por diversas razones el gobierno chileno ha estado reticente a buscar la admisión a MERCOSUR. La inestabilidad macroeconómica existente en Brasil y potencialmente en Argentina genera altas fluctuaciones en la tasa de cambio real, lo cual, a través de mayores volúmenes de comercio, podría dar lugar a importantes desequilibrios de comercio sectorial y aumentar la incertidumbre entre los productores domésticos chilenos. Además, dado el régimen de comercio brasilero, la tarifa externa común de MERCOSUR, que está siendo discutida, tendrá una estructura ampliamente diferenciada con un promedio superior al 11%, nivel único actual de la estructura de tarifas chilena. Chile incurrió en costos sociales altos al introducir una estructura tarifaria relativamente baja y uniforme, y por consiguiente no hay mucho interés en generar un nuevo cambio de precios relativos, que sería una reversión de las reformas adoptadas.

Sin embargo, hay algunos beneficios claros que MERCOSUR ofrece a Chile. Una importante reducción de la protección para las exportaciones chilenas en estos países y un incentivo para atraer inversión extranjera, debido al tamaño relativamente pequeño de Chile. Este argumento es más válido en el caso de MERCOSUR que en el de NAFTA, debido a que, por su ventaja geográfica, México será el país que aprovechará la mayor parte de la inversión extranjera dirigida a los miembros latinoamericanos de NAFTA. Por último, la afiliación a MERCOSUR aumentaría la diversificación de las exportaciones chilenas mediante la expansión, por ejemplo, de las exportaciones de bienes manufacturados.

Teniendo en cuenta estas consideraciones, un arreglo benéfico para Chile podría ser el establecimiento de un ALC con MERCOSUR el cual, sin embargo, puede ser poco atractivo para los países de MERCOSUR. No obstante, Argentina ha mostrado gran interés en la incorporación de Chile a MERCOSUR con el fin de incrementar el poder de negociación para lograr la reducción del nivel del

[11] El bajo nivel de los aranceles y barreras no arancelarias de los Estados Unidos que enfrentan las exportaciones chilenas está relacionado con la canasta actual de exportaciones; la situación podría ser diferente para futuras exportaciones chilenas.

arancel externo común, que enfrenta una fuerte oposición por parte de Brasil. De todas formas, en el mediano y largo plazo cuando todos los países de MERCOSUR hayan alcanzado su estabilidad macroeconómica, Chile debería ser miembro de este importante bloque de comercio regional.

V. COMENTARIOS FINALES

Como se mencionó anteriormente, la exitosa experiencia de las exportaciones chilenas no fue el resultado de un gran esquema "master" ni de una complementariedad programada entre las acciones del sector privado y público, sino de un conjunto de medidas y factores necesarios, algunos de los cuales se han analizado en este artículo.

Otros países podrían copiar la estrategia chilena, basada en la exportación de recursos naturales. Tendrían que respetar sus ventajas comparativas y eliminar las distorsiones de la política económica en contra de este tipo de exportaciones. Sería importante invertir en capacitación del capital humano.

El resultado satisfactorio de las exportaciones de RN ha abierto la discusión sobre cómo proceder hacia una segunda etapa exportadora que incluya las exportaciones de manufacturas. Futuras investigaciones deberían tratar de resolver preguntas como ¿deberían las exportaciones de manufacturas relacionarse con el tipo de RN que está siendo exportado?, ¿debería enfatizarse la tecnificación de los eslabones hacia adelante (RNP) o hacia atrás?

Prevalece la idea de que una estrategia de exportaciones de manufacturados relativamente complejos requiere una política industrial, pero que en un país en desarrollo no existe el capital humano adecuado en el sector público. En Chile, en la década de los 60 se llevó a cabo una modalidad de política industrial en la que el entrenamiento del capital humano profesional y los institutos tecnológicos de investigación y desarrollo tenían una orientación sectorial *específica*. Las reformas estructurales de los años 70, con la introducción clara y estable de incentivos del mercado, permitieron a los empresarios privados aprovechar las existencias de tecnologías específicas y de capital humano capacitado.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ANINAT, E. (1990), "Investment opportunities in Chile: Results from a survey of projects 1990-95" , mimeo, Comité de Inversiones Extranjeras, Chile.

BITRAN, E. & G. FIERRO (1988), " Racionalización Tributaria en los sectores agropecuario, forestal y pesquero", Mimeo, Depto. de Ingeniería Industrial, Univ. de Chile, noviembre.

BUTELMANN, A. & P. MELLER, eds. (1992), *Estrategia Comercial Chilena para la Década del 90. Elementos para el Debate*, CIEPLAN, Santiago, Chile.

CAMPERO, M.P.& B. ESCOBAR (1992), " Evolución y composición de las exportaciones chilenas, 1986-1991", en A. Butelmann & P. Meller eds., *op. cit.*, (pp. 113-142).

CEPAL (1990), " La cadena de distribución y la competitividad de las exportaciones latinoamericanas: La fruta de Chile", N.U., Santiago, julio.

____ (1992), " La exportación de productos básicos no tradicionales de América Latina", N.U., Santiago, agosto.

JARVIS, L. (1991), "The role of markets and public intervention in Chilean fruit development since the 1960s: Lessons for technological policy", mimeo, Univ. de California (Davis) y CIEPLAN.

MELLER, P. (1993), " The Chilean trade liberalization and export expansion process (1974 -90)", en G. Helleiner, ed., Trade *Policy and Industrialization in Turbulent Times*, Rontledge, Londres, por aparecer.

_____ (1992), *Adjustment and Equity in Chile*, OECD, Paris.

ROMAGUERA, P. (1991), " Las fluctuaciones del precio del cobre y su impacto en la economía chilena", *Notas Técnicas* No.143, CIEPLAN, Santiago, octubre.

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO
Revista de Economía Política

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) Programa patrocinado por el Quinto Centenario del Descubrimiento de América.

Junta de Asesores: Presidente: Aníbal Pinto. Vicepresidente: Angel Serrano. Vocales: Rodrigo Botero, Fernando H. Cardoso, Aldo Ferrer, Enrique Fuentes Quintana, Celso Furtado, Norberto González, David Ibarra, Enrique V. Iglesias, José Matos Mar, Francisco Orrego Vicuña, Manuel de Prado y Colón de Carvajal, Luis Angel Rojo, Santiago Roldán, Gert Rosenthal, Germánico Salgado, José Luis Sampedro, María Manuela Silva, Alfredo de Sousa, María C. Tavares, Edelberto Torres-Rivas, Juan Velarde Fuertes, Luis Yáñez-Barnuevo.

Director: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

Consejo de Redacción: Carlos Bazdresch, A. Eric Calcagno, José Luis García Delgado, Eugenio Lahera, Augusto Mateus, Juan Muñoz.

Número 19 Enero-Junio 1991

SUMARIO

EL TEMA CENTRAL: «LA ENCRUCIJADA DE LOS NOVENTA. AMERICA LATINA»

PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE AMERICA LATINA EN LOS NOVENTA
* Luiz Carlos Bresser Pereira, La crisis de América Latina. ¿Consenso de Washington o crisis fiscal?
* Enrique V. Iglesias, La difícil inserción internacional de América Latina.
* Gert Rosenthal, América Latina y el Caribe. Bases de una agenda de desarrollo para los años noventa.
* José Antonio Ocampo, Perspectivas de la economía latinoamericana en la década de los noventa.
* Víctor E. Tokman, Pobreza y homogeneización social: Tareas para los noventa.

CAPITAL HUMANO, INNOVACION TECNOLOGICA Y GESTION EMPRESARIAL
* Juan Carlos Tedesco, Estrategias de desarrollo y educación: El desafío de la gestión pública.
* Ennio Rodríguez, América Latina ante el abismo creciente de su rezago tecnológico.
* Bernardo Kliksberg, Las perspectivas de la gerencia empresarial en los años noventa.

ESCENARIOS POLITICOS Y SOCIALES
* Francisco Weffort, Notas sobre a crise do Estado-Nação.
* José Matos Mar, Los pueblos indios de América.
* Helio Jaguaribe, A social democracia e as condições da América Latina e do Brasil.

LAS RELACIONES DE AMERICA LATINA CON LOS EE. UU. Y LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA
* José Miguel Insulza, Estados Unidos y América Latina en los noventa.
* Bruce M. Bagley y Juan Gabriel Tokatlian, Droga y dogma: La diplomacia de la droga de Estados Unidos y América Latina en la década de los ochenta.
* Piero Gleijeses, Reflexiones sobre la victoria de los Estados Unidos en Centroamérica.
* Jorge Grandi, Las dimensiones del Mercado Unico Europeo y América Latina: Implicaciones y reflexiones sobre algunos interrogantes.

FIGURAS Y PENSAMIENTO: Homenaje a Aníbal Pinto
* Diez años después, Angel Serrano, Pedro Pablo Núñez, Rodolfo Rieznik y Carlos Abad.
* Discurso pronunciado en la Universidade Estadual de Campinas, con ocasión de conferirse a Aníbal Pinto el título de Doctor Honoris Causa, por José Serra.
* Genio y figura de Aníbal Pinto, por Alfredo Eric Calcagno.
* Aníbal Pinto. La significación de lo político, por Enzo Faletto.
* Referencias representativas de la obra de Aníbal Pinto, por Héctor Assael.

Y LAS SECCIONES FIJAS DE

* **Reseñas Temáticas:** Examen y comentarios —realizados por personalidades y especialistas de los temas en cuestión— de un conjunto de artículos significativos publicados recientemente en los distintos países del área iberoamericana sobre un mismo tema. Se incluyen seis reseñas realizadas por E. Lander, L. E. Lander, L. Gómez Calcaño, M. López Maya y H. Sonntag, Alfredo Stein y Marshall Wolfe (latinoamericanas); Carlos Berzosa, Manuel Ricardo López Aísa y Marisa Loredo (españolas).
* **Revista de Revistas Iberoamericanas:** Más de 1.100 artículos, publicados en las principales revistas académicas y científicas de Iberoamérica, clasificados en un índice alfabético-temático de economía política.

— Suscripción por cuatro números: España y Portugal, 6.600 pesetas; Europa, 60 dólares; América Latina, 50 dólares y resto del mundo, 70 dólares.

Agencia Española de Cooperación Internacional
Revista Pensamiento Iberoamericano
Avenida Reyes Católicos, 4
28040 Madrid
Teléfono: 583 83 91
Fax: 583 83 10

Publicaciones de FEDESARROLLO

Precio (US $) para el exterior	Precio ($) para Colombia	Título
16.00	5.000.00	Colombia y la economía mundial, 1830-1910, por José A. Ocampo, 1984.
10.00	1.000.00	El endeudamiento externo en economías fluctuantes y segmentadas, por Eduardo Sarmiento, 1985.
12.00	3.200.00	Diez años de reformas tributarias en Colombia, por Guillermo Perry y Mauricio Cárdenas, 1986.
12.00	3.200.00	La crisis de la deuda en América Latina, Editores Rosemary Thorp y Laurence Whitehead, 1986.
14.00	2.800.00	Sindicalismo y política económica por Hernando Gómez Buendía, Rocío Londoño y Guillermo Perry, 1986.
18.00	5.020.00	Historia económica colombiana, editado por José Antonio Ocampo, 1987.
20.00	6.300.00	Lecturas de economía cafetera, editor José Antonio Ocampo, 1987.
18.00	7.400.00	Lecturas de macroeconomía colombiana, por Eduardo Lora, 1988.
14.00	4.000.00	Colombia y la deuda externa: de la moratoria de los treinta a la encrucijada de los ochentas, por José Antonio Ocampo y Eduardo Lora, 1988.
12.00	1.000.00	El Sistema Nacional de Salud, por Jorge Vivas Reyna, Eugenio Tarazona Betancourt, Carlos Caballero Argáez y Nancy Marrero, 1988.
20.00	6.200.00	Inflación y Estabilización en América Latina: Nuevos Modelos Estructuralistas. (1990). Edición Eduardo Lora, Bogotá.
75.00	30.000.00	40 Años de Desarrollo Su Impacto Social. Miguel Urrutia (ed.), Biblioteca Banco Popular, 1990. Edición de lujo.
16.00	5.400.00	Política Petrolera: economía y medio ambiente por Guillermo Perry.
24.00	8.000.00	Adónde va América Latina. Balance de las Reformas Económicas. Compilador: Joaquín Vial. Autores varios. CIEPLAN. Junio de 1992
30.00	11.500.00	Colombia ante la Económia Mundial por Miguel Urrutia (Compilador).
30.00	11.500.00	Estabilización y Reforma Estructural en América Latina por Edward J. Amadeo (Compilador).
40.00	17.900.00	Macroeconomía de los Flujos de Capital en Colombia y América Latina por Mauricio Cárdenas S. y Luis Jorge Garay S. (Compiladores).
40.00	17.900.00	Técnicas de Medición Económica: Metodología y Aplicaciones en Colombia por Eduardo Lora.
155.00	32.000.00*	Suscripción anual a Coyuntura Económica. (4 revistas)
80.00	22.400.00*	Suscripción anual a Coyuntura Económica (Estudiantes y profesores)
40.00	8.000.00*	Revista Coyuntura Económica (valor unitario).
38.00	5.600.00*	Revista Coyuntura Económica (Precio Estudiantes y profesores)
75.00	14.000.00*	Suscripción anual a Coyuntura Social. (2 revistas)
60.00	9.800.00*	Suscripción anual a Coyuntura Social (Estudiantes y profesores)
38.00	7.000.00*	Revista Coyuntura Social (valor unitario).
35.00	4.900.00*	Revista Coyuntura Social (Precio Estudiantes y profesores).

NOTA. A nivel nacional: si cancelan con cheques de otras plazas, favor incluir $1.000.00 por concepto de transferencia bancaria. Los cheques deben ser girados a nombre de **FEDESARROLLO**.

Versión corregida del artículo

Inversión, liquidez y fuentes de financiación en la industria colombiana

Juan José Echavarría S.

Fernando Tenjo G.

Publicado en Coyuntura Económica,
Vol. XIII, No. 2 de Julio de 1993

Inversión, liquidez y fuentes de financiación en la industria colombiana*

Juan José Echavarría S.
Fernando Tenjo G.

INTRODUCCION

La inversión juega un papel central en el crecimiento de los países al generar demanda, permitir mayores niveles de producción, y facilitar la adopción de nuevas tecnologías. Es afortunado, en este contexto, que la participación de la inversión total y privada en el PIB haya sido mayor en Colombia que en el promedio de América Latina durante los ochentas, y también mayor que en las décadas pasadas.

El presente estudio trata de explicar algunos aspectos de la dinámica de la inversión privada que a primera vista resultan paradójicos: ¿por qué fue alta la inversión durante la 'crisis' industrial de comienzos de los ochentas?, y ¿por qué fue mayor durante los ochentas (la 'década perdida' en América Latina) que durante el período de la bonanza cafetera (cuando se presentó la mayor inyección externa de demanda en la historia del país)?

También arroja luz sobre el impacto de la política gubernamental y sobre la interacción entre la inversión pública y privada. El primer aspecto es crucial en el diseño de cualquier programa de estabilización debido a los efectos de la inversión sobre la balanza de pagos, el empleo y la producción, y es importante entender, por ejemplo, cuánto disminuyen estas variables cuando se adopta una política monetaria contraccionista tendiente a reducir los niveles de inflación. La interrelación que existe entre la inversión pública y la inversión privada es de la mayor trascendencia si se considera que la primera creció a una tasa cuatro veces superior a la segunda entre 1950 y 1986 en Colombia, y que los países con una relación alta entre la inversión privada y pública han logrado mayores tasas de inversión global y mayores niveles de crecimiento.

* La presente investigación fue financiada por *Colciencias*. Se agradece la colaboración brindada por Luis Angel Rodríguez, y los comentarios de Manuel Ramírez, Carlos Esteban Posada, Alejandro Gaviria, Eduardo Lora, Mauricio Cárdenas, Fabio Sánchez y José Antonio Ocampo. También participaron en este proyecto Doris Polanía y Nohora Díaz.

Se analizan en el presente trabajo los determinantes de la inversión industrial en Colombia entre 1971 y 1990 a partir de la información disponible para un conjunto de 211 firmas 'grandes' (que reportaron a la Superintendencia de Sociedades en al menos 18 de los 20 años considerados) y cuyas ventas representaron una alta proporción (60%) de aquellas efectuadas por la industria nacional. El análisis a nivel de firma evita sesgos estadísticos ampliamente conocidos en la literatura, y el período de análisis considerado por el único trabajo disponible a nivel de firma (1950-1964, Bilsborrow, 1977) es excesivamente remoto para derivar recomendaciones en materia de política económica.

Se postula la existencia de un proceso simultáneo en que la inversión compite con otros usos de fondos (e.g. se invierte o se reparten dividendos) y se encuentra que, además de las ventas y el costo de uso del capital, las variables financieras, la inversión gubernamental y los controles cuantitativos jugaron un papel determinante. Se afirma, en particular, que la evolución de las utilidades y del costo de uso explicaron parcialmente algunas de las 'paradojas' antes mencionadas.

La Sección II desarrolla los argumentos teóricos que sirven de base al trabajo empírico posterior. Se considera en la primera parte el papel jugado por algunas variables de demanda, y se justifica luego la inclusión de variables financieras (de oferta) ante la existencia de diferenciales de impuestos e información asimétrica. Se presenta al final de la Sección un modelo donde la inversión se determina simultáneamente con los dividendos y con el endeudamiento de las firmas.

En la primera parte de la Sección III se evalúan empíricamente dichas funciones, con énfasis especial en su incidencia sobre la inversión. Se indican posteriormente los efectos totales (directos e indirectos) de las diferentes variables exógenas, y se comparan los resultados con los de algunos estudios disponibles para Colombia y para otros países. En la Sección IV se 'explica' el comportamiento de la inversión con base en la evolución de sus determinantes.

Nuevas investigaciones deberán establecer la validez de nuestros resultados para diferentes tipos de firmas y para distintos subperíodos. La inversión gubernamental podría tener un efecto depresivo (*crowding out*) en períodos de alto crecimiento, o en períodos en que el ajuste no se realiza mediante variaciones en el consumo, las importaciones o las exportaciones. Adicionalmente, el papel del crédito y de las variables financieras podría haber sido más marcado en los setentas que en los ochentas cuando se considera la influencia del proceso de liberalización financiera que tuvo lugar durante la última década, aún cuando la literatura sugiere que el mecanismo del acelerador domina durante períodos expansivos, y las variables financieras durante las recesiones.

Finalmente, la existencia de información asimétrica conduce a predecir una alta heterogeneidad en los patrones de inversión entre grupos de firmas. Las variables financieras jugarán un papel más importante cuando existen restricciones crediticias significativas y cuando la información es escasa, y ello es particularmente probable en firmas pequeñas y recién creadas, en firmas que no están 'afiliadas' a grupos financieros y cuyas decisiones no son 'monitoreadas' por bancos, en firmas en que la concentración de la propiedad es baja, que se encuentran en sectores de alto crecimiento, y que presentan gran volatilidad en ventas y en rendimientos.

II. LOS DETERMINANTES DE LA INVERSION

A. Demanda

La inversión posee características especiales frente a otras decisiones de la firma: compromete la estrategia de desarrollo de la empresa durante varias décadas, no es reversible (al no existir un

mercado de maquinaria de segunda), y requiere de intervalos de tiempo considerables entre el momento en que se adopta la decisión y aquel en que finalmente se instala la maquinaria. Las características particulares antes mencionadas, y la existencia de costos crecientes de ajuste (es menos costoso instalar la nueva línea de producción en un mes que en un día) llevan a plantear el modelo de inversión conocido como acelerador flexible, donde se supone que el stock de capital se acerca paulatinamente al stock deseado. Formalmente:

$$I_t = K_t - K_{t-1} = \Gamma [K^*_t - K_{t-1}] \qquad (1)$$

donde $K_{t/t-1}$ es el stock de capital en los años t y t-1, K_t^* el stock deseado en el año t, y Γ la velocidad de ajuste (1 si el ajuste es instantáneo, 0 cuando el stock de capital permanece constante)[1].

El stock deseado de capital resulta de maximizar el valor presente del flujo de caja de la firma, con lo cual se iguala el costo de uso (ver más adelante) con la productividad marginal del capital:

$$Cu = P(\partial v/\partial K) \qquad (2)$$

donde Cu es el costo de uso del capital, P es el precio del bien final, v el nivel de ventas reales, y dv/dK la productividad marginal del capital.

El costo de uso del capital se define en la ecuación 3. Aumenta con el precio de los bienes de capital (q), con la tasa de interés real (r), con la depreciación de la maquinaria (δ), y con la tasa de impuestos a las utilidades (τ)[2], y disminuye con la valorización de los bienes de capital durante el período ($\hat{q}$= (dq/q)/dt). El teorema de Modigliani-Miller demuestra que las decisiones económicas sobre variables reales son independientes de la estructura financiera de las firmas y del nivel de endeudamiento de los agentes económicos en general. En particular, se afirma que el costo de uso es independiente de las fuentes alternativas de financiación, del nivel de endeudamiento, la liquidez interna, o la política de dividendos cuando existe un mercado perfecto de capitales (cualquier prestamista puede obtener los fondos requeridos a la tasa de interés de mercado) y cuando no existen diferencias en las tasas de impuestos a los distintos usos y fuentes de financiación[3].

$$Cu = q\frac{(r + \delta - \hat{q})}{(1 - \tau)} \qquad (3)$$

La sustitución de la ecuación (2) en la ecuación (1) produce el siguiente resultado (4) (I_n es la inversión neta, y η es la elasticidad de sustitución entre capital y trabajo)[4]:

$$I_{nt} = \sum_{s=0}^{T} \beta_s \left[\left(\frac{P_{t-s}}{Cu_{t-s}} \right)^{\eta} . v_{t-s} - \left(\frac{P_{t-s-1}}{Cu_{t-s-1}} \right)^{\eta} . v_{t-s-1} \right] \qquad (4)$$

Son ampliamente utilizadas en la literatura dos especificaciones derivadas de la ecuación (4): la del acelerador simple, ecuación (5), supone que existen coeficientes fijos entre capital y trabajo (η=0), y la del modelo neoclásico, ecuación (6), supone que la función de producción es Cobb-Douglas (η=1) (v corresponde a las ventas reales,

[1] El ajuste parece ser lento en el caso colombiano pues, a diferencia de lo que sucede en los países desarrollados, la variabilidad en la inversión privada ha sido sustancialmente menor a aquella observada en la producción agregada, en el consumo, en las exportaciones y en las importaciones. Ver I.Fainboin (1990, Cuadro 1).

[2] Formulaciones más completas incluyen la influencia del crédito subsidiado, de esquemas de depreciación acelerada, y de la doble tributación. Ver I.Fainboin (1990, Anexo 1) y M.T.Valderrama (1990).

[3] Modigliani y Miller (1958). Miller (1977) argumenta, sin embargo, que el costo de uso también es independiente de la estructura impositiva cuando existe competencia entre los proveedores de fondos.

[4] Ver Clark (1979).

y V a las ventas nominales)[5]. Es probable, en ambos modelos, que el mecanismo del acelerador opere débilmente durante períodos recesivos, pues el empresario no puede disminuir drásticamente su stock de capital cuando las ventas disminuyen[6].

$$I_{nt} = ß_0 + ß_1 . \Delta(v_t) + ß_2 . \Delta(v_{t-1}) + \ldots \qquad (5)$$

$$I_{nt} = ß_0 + ß_1 . \Delta\left(\frac{P_t v_t}{Cu_t}\right) + ß_2 . \Delta\left(\frac{P_{t-1} v_{t-1}}{Cu_{t-1}}\right) + \ldots$$

$$= ß_0 + ß_1 . \Delta\left(\frac{V_t}{Cu_t}\right) + ß_2 . \Delta\left(\frac{V_{t-1}}{Cu_{t-1}}\right) + \ldots \qquad (6)$$

Son varios los supuestos que subyacen las formas funcionales empleadas en las ecuaciones 5 y 6 y resulta conveniente aclarar algunas de sus implicaciones. Se supone, en primer lugar, que el capital es perfectamente maleable *ex-ante* y *ex-post*, podría suponerse, alternativamente, que el empresario puede escoger entre un conjunto amplio de tecnologías *ex-ante*, y que este conjunto se reduce de manera considerable una vez se instala la maquinaria; se trataría de capital *específico* (al sector) e inmóvil. Este supuesto de tecnología 'gelatina-arcilla' (conjuntamente con el de $\eta=1$) conduce a la especificación alternativa ilustrada en la ecuación (7)[7]. Se espera ahora que la elasticidad con respecto a las ventas sea mayor a aquella con respecto a los cambios en precios relativos[8]. El cálculo de las variables incluidas en la ecuación (7) presenta dificultades para este trabajo, sin embargo, puesto que requiere de información sobre precios y ventas reales a nivel de firma; la ecuación (6) sólo requiere de información sobre las ventas nominales.

$$I_{nt} = \alpha_0 + \alpha_1 . \frac{P_{t-1} v_t}{Cu_{t-1}} + \alpha_2 . \frac{P_{t-2} v_{t-1}}{Cu_{t-2}} + \ldots + ß_1 . \frac{P_{t-1} v_{t-1}}{Cu_{t-1}} + \beta_2 . \frac{P_{t-2} v_{t-2}}{Cu_{t-2}} + \ldots \qquad (7)$$

En segundo lugar, cuando no existen costos estrictamente crecientes de ajuste[9], la especificación de la función de inversión depende de manera crucial del tipo de mercado que enfrenta la firma, como lo sugieren las siguientes cuatro especificaciones alternativas (w corresponde al salario nominal y D a un parámetro de **desplazamiento** de la curva de demanda): 1) $K^* = f(w/P, Cu/P)$ cuando la firma toma los precios de bienes y factores como dados; 2) $K^* = f(w, Cu, D)$ cuando la firma enfrenta una curva de demanda decreciente por su producto; 3) $K^* = f(w/Cu, v)$ cuando el nivel de ventas que la firma desea mantener en un futuro es exógeno; 4) $K^* = f(Cu/P, v)$ cuando se supone que el valor agregado es exógeno (como en 3), y que el precio del bien final se fija mediante *mark-ups* sobre costos. Esta última especificación es relativamente similar a la de la ecuación (6).

Finalmente, interesan los cambios *esperados* en ventas, pues los cambios *inesperados* no conducen necesariamente a mayores niveles de inversión: la firma puede elevar el precio del bien

---

[5] Los términos de la forma $\Delta(V/Cu)$ en la ecuación (6) podrían sustituirse por $\Delta[(w.V)/Cu]$, donde w corresponde al salario real pagado por la empresa. Esta es la formulación empleada por Fainboin (1990), pero es poco utilizada en la literatura sobre el tema. Además, es sumamente precaria la información sobre salarios provista por la Superintendencia de Sociedades para el caso colombiano.

[6] No es posible vender maquinaria por no existir un mercado de segunda mano en este tipo de bienes, y la disminución en el stock de capital tendrá un límite fijado por el monto de la depreciación.

[7] Ver Bischoff (1971), Clark (1979), y Nickell (1978, pp.247-256).

[8] La ecuación (6) supone una elasticidad igual con respecto a las ventas y al costo de uso, mientras que en la ecuación (7) se permite una estructura diferente de rezagos para las dos variables. Es de esperar que sea baja la respuesta de la inversión a los precios relativos (costo de uso) en un escenario en que el capital es 'gelatina-arcilla' pues (ex-post)no existe la posibilidad de sustituir trabajo por capital cuando varían los precios relativos de los factores.

[9] El supuesto de costos **estrictamente** crecientes de ajuste es difícil de aceptar en la práctica. Ver S.Nickell, (1978), pp.36-37, 241-247 y 260-261.

producido, reducir los inventarios o utilizar más intensivamente la fuerza laboral disponible (p.e. con nuevos turnos, jornadas más largas, desplazamiento de mano de obra desde mantenimiento hacia producción)[10]. El mérito del enfoque alternativo conocido como 'q de Tobin', en el cual se supone que la inversión depende del precio de las acciones en el mercado[11], reside en su capacidad para incorporar las expectativas sobre el futuro, pero supone la existencia de un mercado accionario competitivo y no parece, por ello, adecuado para explicar el caso colombiano[12].

Para terminar, sería conveniente incorporar la disponibilidad de divisas (o los controles cuantitativos) y la inversión gubernamental en nuestro análisis. La importancia de la primera variable ha sido confirmada en casi todos los estudios sobre la inversión privada en Colombia: aparece como significativa en Bilsborrow (1977), en Ospina (1976) y en Chica (1984), para la inversión privada en maquinaria y equipo en Ocampo, *et.al.* (1985), y para la inversión total en Fainboin (1990). Estos resultados no son extraños si se considera que cerca del 80% de la maquinaria y equipo utilizada en el país es importada, que la inversión en maquinaria y equipo representa cerca del 70% de la inversión total, y que los controles cuantitativos parecen haber sido particularmente intensos en Colombia durante los setentas y ochentas[13].

La inversión pública puede producir desplazamientos (*crowding out*) al emplear capital físico y recursos financieros (financiados mediante impuestos, deuda o inflación) potencialmente utilizables por otros sectores, o al elevar la producción de bienes y servicios que compiten con el sector privado[14]. Sin embargo, no es evidente que exista una relación negativa entre ambas variables pues la inversión pública en *infraestructura* o en *bienes públicos* puede ser complementaria con la inversión privada. Según Blejer y Khan (1984a, p.388): "[este tipo de inversión] puede aumentar el campo de acción de la inversión privada y elevar la productividad del capital y la demanda de bienes y servicios; puede acrecentar la disponibilidad global de recursos al aumentar la producción agregada y el ahorro".

Es probable, por otra parte, que la relación entre ambas variables sea positiva en algunos períodos y negativa en otros, dependiendo de la situación particular de la economía que es objeto de estudio. La inversión gubernamental podría jugar un papel especialmente depresivo (*crowding out*) en períodos de alto crecimiento, o en períodos en que el ajuste no se realiza mediante variaciones en los demás componentes de la demanda agregada (consumo, importaciones o exportaciones).

---

[10] Nickell (1978), pp.34-35, 228.

[11] En forma más general, la inversión es positiva cuando el valor de mercado de las acciones supera el costo de reposición de los activos de la firma.

[12] Sobre la importancia y características del mercado accionario en Colombia ver Atiyas (1991). De todas formas no han sido particularmente exitosos los trabajos empíricos que utilizan la variable 'q'. Así, Hoshi *et.al.* (1990) no encuentra evidencia empírica significativa en favor del factor 'q' para Japón, y algo similar sucede para los Estados Unidos y el Reino Unido. Abel y Blanchard (1986) encuentran una influencia estadísticamente significativa para dicha variable, pero concluyen que aún queda una porción significativa de las variaciones en la inversión por explicar (las ventas y las utilidades juegan un papel adicional importante). De otra parte, más de la mitad de las variaciones en q aparecen explicadas por el costo de uso del capital. Bernanke *et.al* (1988) encuentran que tanto el modelo neoclásico - modificado, incluye la variable $\dot{q}$ en la definición del costo de uso - como el del acelerador, explican mejor el comportamiento de la inversión en maquinaria en el período estimado que el modelo 'q' cuando se utilizan los métodos tradicionales de comparación, aún cuando también concluyen que ninguno de los modelos resulta superior a los demás cuando se utilizan métodos más sofisticados. Ver Summers (1981); Strong y Meyer (1990); Devereux y Schiantarelli (1990); y Fazzari, *et.al.* (1988).

[13] Fedesarrollo (1988, p.80) y Rodríguez (1990, Cuadro 4). La inversión en edificios y estructuras, y en terrenos representan el 17% y el 4% respectivamente. Sobre la importancia relativa de las restricciones cuantitativas ver Hallberg (1988, p.34).

[14] Ver Blejer y Khan (1984a), Tun Wai y Wong (1982), y Sundarajan y Thakur (1980).

La evidencia empírica disponible tiende a enfatizar el papel *complementario* de ambos tipos de inversión, aún cuando los resultados no son concluyentes. Sudarajan y Thakur (1980) encontraron una relación positiva entre inversión pública y privada en Corea (tanto en el corto como en el largo plazo), pero una relación no significativa para el caso de la India. De otra parte, para una muestra de 24 países en desarrollo Blejer y Khan (1984a) concluyen que entre 1970 y 1979 la inversión gubernamental se relacionó negativamente con la inversión privada en el corto plazo, y que en el largo plazo la inversión pública *en infraestructura* fue complementaria, mientras que la otra inversión pública fue sustitutiva[15]. Aschauer (1989b) encuentra un resultado similar para el caso de los Estados Unidos. A partir de un modelo simultáneo donde la inversión pública compite por recursos con la inversión privada, y donde el stock de capital público eleva la productividad del capital, el autor encuentra que un aumento de la inversión pública en bienes no relacionados con el sector militar deprime la inversión privada (en igual cuantía) durante los dos años subsiguientes, y la eleva a partir del tercer año[16]; Chhibber y Van Wijnbergen (1988) no encontraron una relación significativa para el caso de Turquía, y lo mismo sucedió para Egipto en el estudio de Shafik (1990).

Es curioso que el impacto de la inversión pública solo ha sido considerado en unos pocos trabajos para el caso colombiano[17], máxime si se considera que la inversión pública creció al 9.86% por año entre 1950 y 1986 y la inversión privada sólo lo hizo al 2.31%; la inversión pública representaba menos de una cuarta parte de la inversión privada en 1950, y un monto similar en 1985[18]. La interrelación entre ambas variables es de especial importancia, adicionalmente, puesto que estudios recientes encuentran una relación cercana entre la inversión *privada* y el crecimiento económico: los países con alta relación entre inversión privada y total muestran mayores niveles en la inversión agregada y un mayor dinamismo en la producción[19].

B. Oferta, liquidez y fondos internos

Jorgenson y Siebert (1968) encontraron que la variable (P.v)/Cu (ecuación (6))[20] predecía mejor la inversión en 15 grandes corporaciones norteamericanas que las ventas, la deuda, o la liquidez de las firmas, una conclusión concordante con el trabajo teórico de Modigliani y Miller. Tanto los trabajos empíricos como teóricos llevaron entonces a desconocer la importancia de las variables financieras sobre el nivel de actividad en general y sobre la inversión en particular. La discusión entre 'monetaristas' y 'keynesianos' se centró en el papel del dinero sobre la actividad económica, y los nuevos desarrollos teóricos sobre expectativas racionales y el ciclo real enfatizaron el papel jugado por el cambio técnico. Los trabajos sobre inversión tendieron a enfatizar el papel de las ventas y el costo de uso del capital.

Simultáneamente con los desarrollos neoclásicos varios autores reconocieron la importancia de algunas variables financieras en los procesos de inversión. Kindleberger (1978) y Minsky (1977)[21] ilustraron la importancia jugada por las 'manías y

[15] Sin embargo, Balassa (1988) encontró una relación negativa entre ambas variables a partir de la misma información empleada por Blejer y Khan.

[16] El autor también encuentra que la 'inversión' en bienes militares deprime el consumo pero no tiene mayor efecto sobre la inversión privada.

[17] Con conclusiones opuestas. Easterly (1991) encuentra una relación negativa entre la inversión privada y el *stock* de capital público, a partir de regresiones en niveles y en primeras diferencias (incluye mecanismo de corrección de errores). Sanchez (1991) utiliza el modelo sugerido por Aschauer (1989b) y encuentra una relación positiva entre las dos variables. El trabajo de Sánchez parte de un marco teórico más rigurososo, pero requiere incorporar ciertas variables de dudosa confiabilidad estadística.

[18] Ver Fainboin (1990, Cuadro 1 y Figura 3).

[19] Blejer y Khan (1984b).

[20] La capacidad predictiva de la ecuación (4) fue mayor al incluír $\hat{q}$ en el cálculo del costo de uso - ver la ecuación (3).

[21] Ver también Taylor y O'Connell (1985).

pánicos' durante períodos recesivos, y Bernanke (1973) mostró que la 'crisis de deuda' y el colapso del sistema bancario fueron factores centrales en la explicación de la Gran Depresión de los años treintas[22]. En el campo de la inversión, nuevos trabajos empíricos tendieron a sustentar las conclusiones obtenidas por Elliot (1973), quien demostró que el ranking obtenido por Jorgenson y Siebert (1968) se invertía (la liquidez aparecía ahora como la variable central) cuando se ampliaba la muestra de 15 a 184 grandes corporaciones norteamericanas[23]. Se sugiere en algunos trabajos, adicionalmente, que el mecanismo del acelerador domina durante períodos expansivos, mientras que las variables financieras ganan importancia durante las recesiones[24].

También existen nuevos desarrollos teóricos que sustentan la importancia de las variables financieras en el análisis. En particular, la presencia de información asimétrica, fragilidad financiera, problemas de 'agencia', y de diferenciales de impuestos (ver nota 3) entre las distintas fuentes de fondos, pueden conducir a un 'racionamiento de crédito de equilibrio', y a diferencias importantes en el costo de uso del capital según la fuente de fondos utilizada. Este diferencial puede ser incluso mayor para empresas nuevas y pequeñas, y para aquellas firmas que por una u otra razón se vean sujetas *a priori* a restricciones financieras y crediticias: en firmas pequeñas y recién creadas, no 'afiliadas' a grupos financieros y cuyas decisiones no son monitoreadas por bancos, en firmas en que la concentración de la propiedad es baja, que se encuentran en sectores de alto crecimiento y que presentan gran volatilidad en ventas y en rendimientos[25].

Tal como concluye Akerlof (1970) para mercados con *información asimétrica*, el hecho de que el administrador y los actuales accionistas de la empresa posean mejor información que los prestamistas y que los nuevos accionistas potenciales eleva el costo de la emisión de acciones y de la deuda con respecto al escenario alternativo de información perfecta. Los nuevos accionistas exigirán un premio antes de comprar las acciones de firmas relativamente sólidas para así compensar las pérdidas en que se incurre al comprar 'limones' (es la terminología utilizada por Akerlof en su artículo). El costo de la deuda y de las nuevas acciones será distinto en la medida en que difieran las características de la información en cada mercado, y la firma preferirá en general obtener fondos internos provenientes de los actuales accionistas; también preferirá utilizar préstamos bancarios (más aún cuando los bancos ejercen monitoreo a la administración[26]) frente a la emisión de bonos.

Los *problemas de agencia* surgen al existir situaciones en las que los objetivos del gerente, de los accionistas, y de los prestamistas son diferentes . El primero tiene normalmente un alto control sobre los flujos de caja de la empresa, y podría estar interesado en adelantar proyectos 'vistosos' con

[22] Gertler (1988) presenta una revisión de la literatura sobre la influencia de las variables financieras en la actividad económica.

[23] Las conclusiones de Jorgenson y Siebert (1968) no son incompatibles con las de Elliot (1973) pues, como se indica adelante, la existencia de información asimétrica conduce a predecir una alta hetereogeneidad en los patrones de inversión para diferentes grupos de firmas. A un nivel más general, Bernanke *et.al*, (1988) cuestionan la validez de las comparaciones entre dichos modelos, pues se trata de especificaciones no-anidadas (ninguna es un caso especial de otra).

[24] Ver Meyer y Kuh (1957).

[25] Sobre las implicaciones de la información asimétrica ver Stiglitz y Weiss (1981); Greenwald, Stiglitz y Weiss (1984); y Greenwald y Stiglitz (1990). Ver también Calomiris y Hubbard (1989); Fazzari *et.al* (1988), y los diferentes trabajos contenidos en Hubbard (1990). Una explicación preliminar de las características financieras y de acceso al crédito para el caso colombiano aparece en Atiyas (1991).

[26] En un mercado perfecto de capitales los individuos prestarán directamente a las firmas, con lo cual se evita el costo de intermediación con los bancos y con el sector financiero en general. Su existencia se justifica, no obstante, cuando juegan un papel importante en la difusión y recolección de información. Sobre el papel de la banca en el monitoreo de las firmas ver Hoshi, *et.al* (1990, 1991) y Calomiris y Hubbard (1989).

valor presente bajo o negativo. De otra parte, en situaciones de alto endeudamiento y con el fin de reducir el precio del stock de deuda *vieja*, los accionistas podrían propender por una estrategia de mayor endeudamiento y de inversiones en proyectos con alto riesgo: si el proyecto es exitoso el accionista recibirá una remuneración alta, y si fracasa los prestamistas cargarán con la mayoría de los costos al existir un esquema de responsabilidad limitada. Finalmente, para cubrirse, los prestamistas podrían exigir una garantía excesivamente alta, con lo cual se eleva aún más la relación deuda-pasivos.

La importancia de las variables financieras tiene que ser aún mayor en países como Colombia donde existen diferenciales de impuestos sustanciales según sea la fuente de financiación, donde la información es excesivamente precaria, donde el crédito dirigido representa un porcentaje sustancial del crédito total (y el 100% del crédito de largo plazo),[27] donde las firmas pequeñas enfrentan un mayor nivel de racionamiento que las grandes (ver Atiyas, 1991), y donde existe un número considerable de quiebras[28]. El teorema de Modigliani y Miller no es válido cuando existen quiebras en las empresas, pues la fragilidad financiera y las quiebras reducen el valor de los activos de los propietarios.

Finalmente, los diferenciales de impuestos, la doble tributación, y la deducción del componente inflacionario del pago de intereses pueden conducir a diferencias sustanciales en el costo de uso, pues estos elementos juegan un papel diferente según sea la fuente de financiación de la firma (ver Anexo A). Es por ello por lo que trabajos recientes para Colombia encuentran que el costo de uso del capital accionario osciló entre 20% y 28% (sociedades anónimas) antes de la reforma de 1986 (Ley 75), cuando el de la deuda era de sólo 2%. La reforma de 1986 desmontó la doble tributación sobre dividendos y redujo el porcentaje de intereses deducibles de impuestos, pero no eliminó totalmente el diferencial: el costo del capital accionario se redujo a 17% en 1987-90, mientras que el costo de la deuda se elevó a 7%[29].

Las variaciones en el costo de uso del capital según la fuente de fondos, y la existencia de información asimétrica, fragilidad financiera y problemas de 'agencia' afectan los planteamientos de la Sección II, y conducen a incorporar las distintas fuentes de fondos en la función de inversión[30] en la dirección que sugiere el Gráfico 1 . Se presentan tres curvas de demanda por inversión (D_1,D_2 y D_3), y la curva de oferta de fondos, suponiendo que el costo de los fondos internos es menor que el de la deuda, y el costo de las dos fuentes anteriores menor al de la emisión de acciones. El nivel de inversión I_1 será financiado totalmente con fondos internos, y el nivel D_3 requerirá de las tres modalidades de financiación. El costo de uso sería OA y el nivel de inversión dependerá únicamente de la demanda si existiese un mercado perfecto de capitales. La inversión sería I_1 para un nivel de demanda D_1, e I_2' para un nivel de demanda D2. El costo mayor (y creciente) de la deuda reducirá el nivel de inversión desde I_2' hasta I_2 para un mismo nivel de demanda D_2.Se desea resaltar el hecho de que la curva de oferta de fondos tiene pendiente positiva, aún cuando el ordenamiento podría modificarse para el caso colombiano si se considera que el crédito constituye la principal fuente de financiación en la industria colombiana.

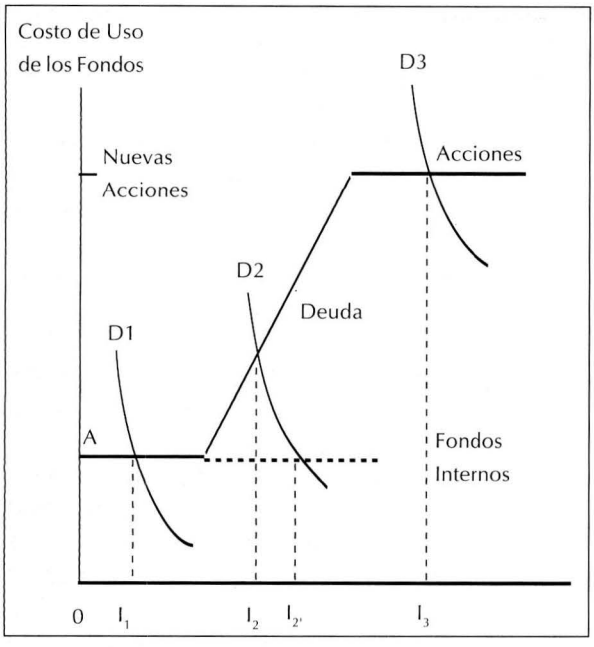
[27] El crédito dirigido representó el 62% del crédito total otorgado al sector privado entre 1982 y 1987, con tasas de interés sustancialmente menores a las de mercado. Mientras que la tasa de interés para los préstamos comerciales osciló entre 33% y 36% entre 1983 y 1987, la tasa para los créditos dirigidos fue cercana a 21%. El diferencial se redujo desde 14 puntos a comienzos de los ochentas a 8 puntos en 1987. Ver Villate (1989, p.4), Atiyas (1991, p.5), y Hallberg (1988, pp.107-113).

[28] Sobre la entrada y salida de firmas durante los 70s y 80s en Colombia ver Roberts (1988) y Bonilla (1992).

[29] Ver Valderrama (1990).

[30] Algunos trabajos (e.g. Coen, 1977) suponen que la disponibilidad de fondos simplemente **acelera** el ajuste hacia el stock deseado de capital, y que no deben incluirse las variables financieras directamente en la estimación.

Gráfico 1. INVERSION, DEMANDA Y FUENTES DE FONDOS



C. Simultaneidad

Algunos trabajos indican, adicionalmente, que las decisiones de inversión se determinan simultáneamente con las de financiación, pues el flujo total de caja generado por la firma puede distribuirse (a socios y/o deudores) o destinarse a proyectos de inversión: esta será menor cuando se reparten dividendos, y mayor cuando se obtienen nuevos préstamos. El monto de dividendos por su parte, será menor en aquellos períodos en que se requiere ampliar el stock de maquinaria y equipo de la firma. Se sugiere, incluso (una hipótesis aún más restrictiva), que existe una *jerarquía* en el uso de los fondos donde la inversión constituye una decisión 'residual'.[31]

Se plantea, en consecuencia, el siguiente modelo simultáneo (en ambos casos se indica el signo esperado de los coeficientes de acuerdo con la discusión anterior) donde las variables endógenas son la inversión, los dividendos, y el endeudamiento de la firma, y donde las variables exógenas son las ventas, el costo de uso, las utilidades, la liquidez, la inversión gubernamental y los controles cuantitativos (o la disponibilidad de divisas). Se presentan relaciones de doble causalidad entre las tres variables endógenas.

$$I_n = f(\Delta(V/Cu), DV, \Delta D, \pi, L, I_{g^*}, CC) \qquad (8)$$
$$+ \quad - \quad + \quad + \; + \; ? \quad -$$

$$DV = f(\Delta D, \pi, L, I_n) \qquad (9)$$
$$+ \quad + \; + \; -$$

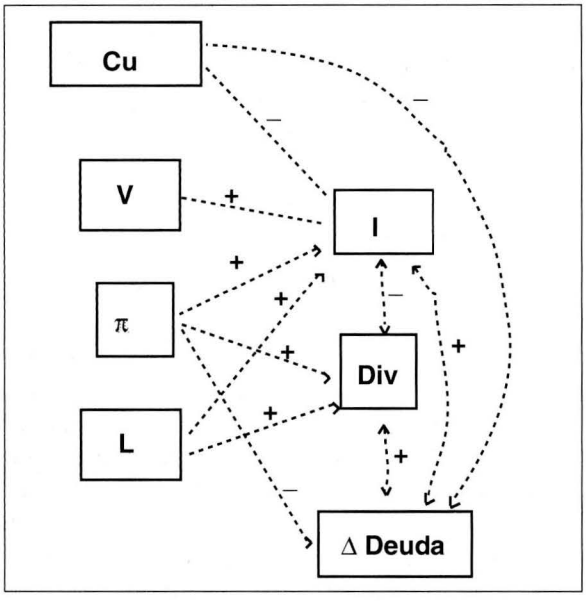
$$\Delta D = f(DV, \pi, Cu^d, I_n) \qquad (10)$$
$$+ \quad - \quad - \quad +$$

donde:

- π: Utilidades antes de impuestos e intereses
- CC: Controles cuantitativos
- Cu: Costo de uso del capital (ver ecuación 16 en el Anexo A)
- Cu^d: Costo de uso del capital cuando la empresa se financia con deuda (ver ecuación 15 en el Anexo A)
- D: Deuda (pasivos de corto plazo+pasivos de largo plazo + créditos comerciales); ΔD corresponde a nueva deuda.
- DV: Dividendos
- I_g: Inversión gubernamental
- I_n: Inversión neta
- L: Liquidez (activo corrientes-pasivo corrientes)
- V: Ventas nominales

[31] En este planteamiento la empresa se endeudará según sea su esquema óptimo de financiación (entre deuda y emisión de acciones), y otorgará prioridad al pago del principal e intereses. Los fondos aún disponibles se utilizarán en el pago de dividendos, y sólo se invertirá en la medida en que aún existan recursos líquidos disponibles. Ver Dhrymes y Kurz (1967), y Myers y Majluf (1984). Strong y Meyer (1990) argumentan, adicionalmente, que también existen prioridades para las diferentes modalidades de inversión: se invertiría inicialmente en aquellos bienes y equipos que requiere la ley (e.g. inversiones tendientes a disminuir los niveles de contaminación), y en una segunda instancia se invertirá para compensar la depreciación de la maquinaria y equipo. Las expansiones en planta y equipo constituyen la última prioridad de la firma.

Gràfico 2. DETERMINACION SIMULTANEA DE LA INVERSION, EL ENDEUDAMIENTO Y LOS DIVIDENDOS



Cu: Costo de uso, V: Ventas, PI: Utilidades, L: Liquidez, I: Inversión, Div: Diviendos, Δ Deuda: Cambio en pasivos totales.

La ecuación (8) indica que la inversión se eleva con la relación entre las ventas nominales y el costo de uso del capital (ver ecuación (6)), con la nueva deuda[32], con las utilidades y con la liquidez, y disminuye con los controles cuantitativos, y con el monto de los dividendos repartidos. La relación entre la inversión privada y pública dependerá del grado de complementariedad o sustitución entre ambas variables.

De otra parte, según la ecuación (9), la firma repartirá dividendos cuando dispone de fondos (y más aún si éstos son líquidos) y cuando es bajo el nivel de inversión del período. Finalmente, la ecuación (10) indica que la firma se endeuda cuando son bajas las utilidades o el costo de uso del capital (capital deuda, ver Anexo A), cuando reparte dividendos, o cuando invierte. La literatura disponible en el área menciona otras variables (no exploradas en este trabajo) que podrían incidir sobre la política de endeudamiento: la variabilidad en las ventas o en las utilidades de la empresa, el colateral (que sirve como garantía), y la relación histórica de endeudamiento.[33]

III. RESULTADOS ECONOMETRICOS

A. Endeudamiento y dividendos

El Cuadro 1 presenta los resultados de regresión para los dividendos y el endeudamiento (Δ.Deuda) de las firmas, utilizando la metodología de mínimos cuadrados en dos etapas para capturar la simultaneidad entre variables. Se utiliza el valor en libros de los activos (terrenos, planta, equipo e inventarios) como deflactor con el fin de reducir el impacto de la heteroscedasticidad en los residuos (ver Anexo D para una discusión sobre este punto), y se usan como instrumentos la relación entre la deuda y los activos totales, las variables exógenas del modelo (incluyendo sus rezagos) y las variables dependientes rezagadas. Los coeficientes resultan con el signo esperado, y son significativos al nivel convencional en la mayoría de los casos. El R^2 es de 0.92 para el endeudamiento, y de 0.45 para los dividendos.[34]

Se encuentra una relación positiva entre las dos variables exógenas, lo que indica que las empresas más endeudadas son también las que más dividen-

[32] Es de suponer, a priori, que exista una relación inversa entre el *stock* de deuda y la inversión, pero no se tuvo éxito con dicha variable en el trabajo empírico posterior. La relación positiva entre inversión y nueva deuda se debe a su contribución a la disponibilidad de fondos en la empresa.

[33] Ver Atiyas (1991, pp.18-22) y MacKie-Mason (1990).

[34] No es fácil modelar la política de dividendos pues no existe claridad teórica sobre sus determinantes. Es de esperar que estos sean bajos en períodos de bajas utilidades, pero también se ha observado que las firmas son reacias a alterar su política de dividendos, quizá debido al papel que estos juegan como mecanismo de información sobre las características (actuales y futuras) de la firma. La relación entre los dividendos y otros usos de fondos ha sido sorprendentemente estable en los Estados Unidos, y también en Colombia entre 1970 y 1986 (ver página 122).

Cuadro 1. DETERMINANTES DE LOS DIVIDENDOS Y DEL ENDEUDAMIENTO EN LA GRAN INDUSTRIA COLOMBIANA 1971-1990

Variable Dependiente:	Dividendos	Δ.Deuda
Constante	-0.97	0.20
	(-4.00)*	(5.02)*
Cu^{d}_{-1}		-0.74
		(-1.60)**
Δ Deuda	5.88	
	(28.86)*	
Δ $Deuda_{-1}$		-0.02
		(-1.49)
Dividendos		0.13
		(29.10)*
Inversión	-6.30	1.01
	(-31.03)*	(46.58)*
$Liquidez_{-1}$	0.08	
	(2.29)*	
Utilidades	2.22	-0.35
	(15.38)*	(-14.02)*
$Utilidades_{-1}$	-0.41	0.08
	(-1.56)	(2.06)*
Observaciones	3121	3121
R^2 Ajustado	0.45	0.92

Nota: Los valores en paréntesis corresponden al estadístico `t'; *: significativo al 5%;" **: significativo al 10%. Activos: Activos totales; Deuda: Pasivos de corto y largo plazo, y créditos comerciales; (Δ indica el monto de la nueva deuda en cada año); Inversión: Inversión Neta en terrenos, planta y equipo e inventarios; Liquidez: Activo corriente-Pasivo Corriente;Utilidades: Utilidad operacionales (antes de intereses e impuestos); Cu_d: Costo de uso de la deuda, calculado como en la ecuación (15) en el Anexo. Todas las variables (excepto Cu_d) fueron divididas por K_{-1}, donde K corresponde al valor en libros de la planta, equipo, terrenos e inventarios. Al final del trabajo se complementa la información sobre fuentes y metodologías. Esta observación es válida para los demás cuadros.

dos reparten (o que obtiene nueva deuda para distribuir dividendos) y que distribuyen más dividendos aquellas empresas con liquidez, altas utilidades, y con bajos niveles de inversión.[35] En cuanto a la política de endeudamiento, se observa que las firmas se endeudan menos cuando el costo de uso del capital deuda (ver Anexo A) es alto, cuando la inversión es baja, o cuando la firma cuenta con fondos propios en el período (las utilidades rezagadas aparecen con signo positivo, pero su importancia es mucho menor que la de las utilidades del período).

B. Inversión

1. Resultados generales para la gran industria

El Cuadro 2 presenta los resultados de regresión para la función de inversión utilizando las mismas variables instrumentales de la sección anterior. En la columna 1 se considera el modelo neoclásico simple (ver ecuación (6)), y en las siguientes 2 columnas se incluye el conjunto de variables 'financieras': se indica la derivada de la inversión con respecto a cada variable en la columna 2, y la respectiva elasticidad en la columna 3. La columna 4 incorpora las restricciones cuantitativas y la columna 5 considera el caso en que el capital es 'gelatina-arcilla' (ecuación (7)). Se consideró en general que el valor actual de cada variable y su rezago constituyen un indicador adecuado de su valor esperado; se trata de una aproximación excesivamente burda, por supuesto, justificada parcialmente en estudios que abordan este problema particular.[36]

[35] También se analizó el impacto de Cu^d sobre la política de dividendos, pues podría argumentarse, por ejemplo, que el mayor costo de la deuda incentiva la utilización de fondos internos (desincentiva la repartición de dividendos). El signo resulta negativo (como sería de esperar) pero no significativo. Un análisis más elaborado de este tema debería extender la definición de costo de uso para incluír el efecto del impuesto a la renta (ver nota 58 en el Anexo). Así se capturarían incentivos relativos a la repartición de dividendos y a la reinversión de utilidades.

[36] Blejer y Khan (1984a, p.394) estiman el parámetro δ en $\Delta V^e = \delta.[V_{-1} - (1+g)V^e_{-1}]$, el modelo de expectativas adaptativas sugerido por Cagan (1956), y concluyen que δ=1. Es decir, que el mejor proxy de las ventas esperadas son las ventas rezagadas un período. Se trabajó por ello con las variables $\Delta(V/Cu)$ y $\Delta(V/Cu)_{-1}$.

Cuadro 2. DETERMINANTES DE LA INVERSION NETA EN LA GRAN INDUSTRIA COLOMBIANA. 1971-1990

	COEFICIENTE ELASTICIDAD				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	0.64	-0.08		0.22	-0.09
	(5.92) *	(-2.11) *		(1.17) *	(-2.29) *
Δ Deuda		0.89	1.15	0.89	0.88
		(44.49) *		(44.57) *	(44.03) *
Dividendos		-0.12	-0.04	-0.12	-0.12
		(-28.06) *		(-28.12) *	(-27.82) *
$Liquidez_{-1}$		0.02	0.04	0.02	0.02
		(3.06) *		(3.03) *	(2.97) *
Utilidades		0.24	0.35	0.24	0.24
		(9.61) *		(9.70) *	(9.40) *
$Utilidades_{-1}$		0.06	0.08	0.06	0.06
		(1.42)		(1.37)	(1.40)
Δ(V/Cu)	0.19	0.08	0.18	0.08	0.09
	(8.41) *	(12.06) *		(12.04) *	(13.11) *
$\Delta(V/Cu)_{-1}$	0.01	1E-03	0.01	1E-03	2E-03
	(1.09)	(0.39)		(0.34)	(0.41)
$(PR_{-2}\ v_{-1})/Cu_{-1}$					195.53
					(6.27) *
Controles Cuantitativos				-0.01	
				(-1.64) **	
Observaciones	3121	3121		3121	3121
R^2 Ajustado	0.02	0.90		0.90	0.90

Nota: Los valores en paréntesis corresponden al estadístico `t'; significativo al 5%; **: significativo al 10%. Activos: Activos totales; Deuda: Pasivos de corto y largo plazo, y créditos comerciales; Inversión: Inversión Neta en inventarios, terrenos, planta y equipo; Liquidez: Activo corriente-Pasivo Corriente; Utilidades: Utilidad operacional (antes de intereses e impuestos). Todas las variables (excepto los controles cuantitativos), divididas por K^{-1} siendo K el valor en libros de la planta, equipo, terrenos e inventarios; PR: Precio a nivel de cada sector CIIU 4 dígitos (Banco de la República, precios al por mayor del comercio en general).

El coeficiente para la variable Δ(V/Cu) resulta significativo y con signo correcto en la columna 1, pero el R^2 (0.02) es excesivamente bajo. Los resultados de la columna 2 indican la gran importancia de las variables 'financieras' en el proceso de inversión: el coeficiente de Δ(V/Cu) resulta nuevamente significativo (aún cuando disminuye desde 0.19 hasta 0.08) y el R^2 se eleva a 0.90.

La columna (3) indica que existe una mayor respuesta de la inversión al endeudamiento (elasticidad de 1.15) y a las utilidades (0.35) y en menor grado a la relación entre las ventas y el costo de uso del capital (0.18); también, que es baja la respuesta a los cambios en liquidez y en dividendos. Los signos de las variables financieras resultan significativos y acordes con la discusión plan-

teada en párrafos anteriores[37] Las conclusiones no se alteran cuando se consideran los coeficientes estandarizados, los cuales permiten medir en forma más precisa la influencia relativa de cada variable.[38]

Los resultados de la columna (4) confirman los hallazgos de otros trabajos sobre la importancia de los controles cuantitativos y la disponibilidad de divisas, y los de la columna (5) sugieren que se presentan diferencias importantes en la respuesta a las ventas y al costo de uso del capital. Este es un tema que amerita mayor discusión y que no se considerará en algunas de las afirmaciones de las siguientes Secciones.

Las cifras consignadas en el Cuadro 3 permiten profundizar sobre la interacción entre la inversión pública *en infraestructura* y la inversión privada. Además de la variable Δ(V/Cu) y de los controles cuantitativos,[39] se utilizaron diferentes definiciones de inversión pública 'permanente' (mediano plazo): la variable I_g (ΔI_g capturaría el impacto de corto plazo), y el componente permanente de I_g obtenido mediante diferentes metodologías estadísticas.[40] El elemento 'transitorio' de la inversión pública (corto plazo) resulta de la diferencia entre el valor observado y el componente permanente. Esta es la forma funcional empleada por Blejer y Khan (1984a) para analizar el impacto de la inversión gubernamental sobre la inversión privada. No obstante, siguiendo a Aschauer (1989a) se adicionó en las columnas (6)-(9) el stock de capital público para capturar su efecto de largo plazo sobre la productividad del capital.

En términos generales, es posible concluir que existe un efecto fuerte de desplazamiento (*crowding-out*) de la inversión pública sobre la inversión privada en el mediano plazo (I_g o su componente 'permanente'), el cual opera a través de la competencia directa por recursos (la influencia de la inversión gubernamental sobre la tasa de interés fue incluido en la variable Cu); la elasticidad obtenida oscila entre -0.88 y -0.57. Los efectos de corto plazo parecen ser despreciables,[41] y existe evidencia parcial en favor de la hipótesis según la cual el capital público incentiva la inversión privada en el largo plazo a través de su impacto sobre la productividad del capital[42].

2. Impactos totales y simultaneidad

La tasa de interés y el impuesto a las utilidades (el costo de uso del capital en general) juegan un papel negativo sobre la inversión a través de dos mecanismos: directamente, según se concluyó en las regresiones del Cuadro 2, e indirectamente, a

---

[37] Se ensayó una especificación adicional, en la cual se considera por separado el cambio en las ventas reales y el cambio en el costo de uso del capital. El coeficiente de las ventas resulta positivo y altamente significativo, y el del costo de uso resulta negativo y significativo al 10%.

[38] Los resultados para los coeficientes estandarizados fueron los siguientes: I_n = -0.25.Dividendos + 1.03.ΔDeuda + 0.04.Liquidez + 0.22.Utilidades + 0.06.Δ(V/Cu) + 0.001.Δ(V/Cu)$_{-1}$. También resultaron similares los coeficientes para los controles cuantitativos y para la inversión gubernamental.

[39] No tendría sentido incluír las variables 'financieras' puesto que se supone que el *crowding out* opera cuando la inversión pública eleva la tasa de interés, o cuando disminuye la disponibilidad de recursos financieros al sector público. Las regresiones del Cuadro tratan de capturar el segundo fenómeno.

[40] La metodología sugerida por Beveridge y Nelson (1981), la variable resultante de un proceso arima (0,1,2) - con el cual se obtuvieron los 'mejores' resultados estadísticos -, y el ajuste que aplica a cada año la tasa de crecimiento exponencial observada en el período 1971-1990.

[41] Sólo en la columna (5) resulta poco significativo el componente permanente, con un coeficiente negativo y significativo para el elemento transitorio.

[42] Sería interesante observar la trayectoria de la inversión privada que resulta de ambos efectos, pero ello requeriría de un modelo donde se determinan simultáneamente la inversión privada y la productividad del capital (ver Aschauer,1989a). La influencia del stock de capital público sobre la inversión privada amerita mayor investigación, puesto que K_g no resulta significativo (pero el signo es correcto) en el Cuadro 3 cuando se utilizan las otras formas funcionales para los elementos 'permanente' y 'transitorio' de I_g. Es posible, de otra parte, que algunos resultados obedezcan a factores 'estructurales'. Así, Cárdenas (1990) sugiere que la inversión pública es contra-cíclica en Colombia, mientras que la inversión privada es cíclica.

Cuadro 3. INFLUENCIA DE LA INVERSION GUBERNAMENTAL SOBRE LA INVERSION INDUSTRIAL (elasticidades)

Variable Dependiente: In/K_{-1}	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Controles Cuantitativos	-0.51	-0.60	-0.76	-0.66	-0.30			-7e-03	-5e-03
	(-1.10)	(-1.23)	(-1.57)	(-1.35)	(-0.60)			(-0.71)	(-0.44)
I_g	-0.60	-0.58							
	(-2.29)*	(-2.20)*							
ΔI_g		1e-03				-7e-03	-8e-03	-6e-03	-7e-03
		(-0.59)				(-2.72)	(-2.72)*	(-2.42)*	(-2.15)*
I_g 'permanente'			-0.88				-3e-03		2e-03
1			(-2.83)*				(0.65)		(0.38)
2				-0.57					
				(-2.16)*					
3					-0.24				
					(-0.76)				
I_g 'transitoria'									
1			0.06						
			(1.56)						
2				-1e-03					
				(-1.72)**					
3					-0.14				
					(-2.39)*	2e-06	2e-06	2e-06	2e-06
K_g						(1.64)**	(1.75)**	(1.40)	(1.39)

Nota: Los valores en paréntesis corresponden al coeficiente `t': *: significativo al 5%; **: significativo al 10%. In: Inversión neta en terrenos, planta, equipo e inventarios; K: Valor en libros de los inventarios, terrenos, planta y equipo; Ig: Formación bruta de capital fijo; ig `permanente': 1, Calculado a partir de la descomposición sugerida por Beveridge y Nelson (1981); 2, A partir de un modelo ARIMA (0,1,2); 3, Se utilizó el valor de Ig para 1971, y cada año se ajustó a partir de la tasa de crecimiento exponencial observada para el período 1971-1990; Ig `transitoria': Diferencia entre el valor observado y el valor `permanente' de Ig;Kg: stock de capital público obtenido según la metodología sugerida por Harberger (1969). **Metodología**: No se reporta el coeficiente para (V/Cu), variable que se incluyó en todas las regresiones; no se utilizaron variables instrumentales. Las elasticidades se calcularon a partir del valor de la media de las diferentes variables.

través de su impacto sobre el endeudamiento de la firma: un mayor costo del capital disminuye el nivel de endeudamiento de la firma y conduce así a menores niveles de inversión. De otra parte, las utilidades y la liquidez tienen un impacto directo positivo sobre la inversión, pero también un impacto indirecto negativo al elevar los dividendos y reducir el endeudamiento. El impacto total (directo e indirecto) de cada variable exógena puede calcularse en forma relativamente simple, pues para un sistema del tipo:

$$X_t = A.X_t + B.X_{t-1} + F.Z_t \qquad (11)$$

donde:

X_t: Conjunto de variables endógenas (Δ.Deuda, Dividendos, Inversión).

X_{t-1}: Conjunto de variables endógenas rezagadas (no existen en este modelo, pues no es significativo el impacto de $\Delta.Deuda_{-1}$ en el Cuadro 1).

Z_t: Conjunto de variables exógenas (utilidades, liquidez, costo de uso, $\Delta(V/Cu)$ se tendrá que:

$$\frac{\partial X_t}{\partial Z_t} = [\, I - A \,]^{-1} . F \qquad (12)$$

$$\frac{\partial X_t}{\partial Z_{t+n}} = [\, I - A \,]^{-1} . B \,]^n . [\, I - A \,]^{-1} . F \qquad (13)$$

Los resultados del ejercicio aparecen en el Cuadro 4. Es claro, en primer lugar, que el impacto total de $\Delta(V/Cu)$ se eleva sustancialmente cuando se consideran tanto los efectos directos como indirectos en el sistema (la derivada cambia de 0.08 a 0.93, y la elasticidad de 0.18 a 2.02) y la elasticidad de la inversión con respecto a las utilidades del período anterior se eleva de 0.35 a 2.05[43]. El impacto de la liquidez parece ser menos considerable que el de las demás variables.

3. Comparación con otros estudios

Se presenta en el Cuadro 5 y en el Cuadro 6 la respuesta de la inversión a las ventas y los precios relativos obtenida por diferentes autores en estudios sobre Colombia y otros países. To-dos ellos encuentran una influencia alta y sig- nificativa de las ventas, con elasticidades que os-cilan entre 0.40 y 1.03 en los trabajos internacionales, y entre 0.69 y 1.40 en los estudios sobre Colombia. Dichas elasticidades superan ampliamente el valor de 0.18 obtenido en este trabajo (aún cuando son menores a 2, el valor obtenido cuando se considera el impacto total), lo cual se debe, probablemente, a que el mecanismo del acelerador opera con menor fuerza en períodos recesivos (p.e la primera parte de los ochentas), a la inclusión de variables financieras (Nickell, 1978, p.288) y al supuesto de simul-taneidad.[44]

La importancia de la demanda y de las ventas aparece confirmada por la respuesta de los mismos empresarios para el caso colombiano. En efecto, en la encuesta especial que adelantó *Fedesarrollo* a un número considerable de firmas industriales en 1987, 44% de los empresarios indi-

Cuadro 4. EFECTOS DIRECTOS E INDIRECTOS DE UN CAMBIO EN LAS VARIABLES ENDOGENAS SOBRE LA INVERSION

	Variables endógenas				
	L_{-1}	π	π_{-1}	d(V/Cu)	$d(V/Cu)_{-1}$
d(I)/d(.)	0.16	-0.77	1.41	0.93	0.02
Elasticidad	0.41	-1.13	2.05	2.02	0.03

Nota: In: Inversión neta; L: Liquidez; π: utilidades antes de intereses e impuestos; V: Ventas nominales; Cu: Costo de Uso del Capital.

[43] El impacto neto de las utilidades es positivo, pues el coeficiente para las utilidades del período anterior (1.41) es mayor al de las utilidades del período actual (-0.77).

[44] Debe recordarse, de otra parte, que nuestros resultados suponen una respuesta similar de la inversión a las ventas y al costo de uso. No se explora en este trabajo la especificación del capital "gelatina - arcilla", a pesar de los resultados relativamente exitosos obtenidos en la columna (5) del Cuadro 2.

Cuadro 5. RESPUESTA DE LA INVERSION A LAS VENTAS

	Autor	Elasticidad	Variable	Período
	Bilsborrow (1977)	0.69	Ventas	1950-64
	Ospina (1976)	*	Ventas	
Estimativos	Ocampo et.al (1983)	1.40	PIB	1950-80
para	Fainboin (1990)	0.67-	PIB	1950-80
Colombia		0.70		
	Chica (1984)	*	Ventas	1958-80
	Bichoff (1969)	1.03		
Estimativos	Eisner (1970)	0.52-0.99		
interna-	Clark (1979)	0.41.0.46		
cionales	Blejer y Khan (1984a)	0.33		
	Eisner (1971)	0.90-0.99		

*: La variable resulta significativa aún cuando no se indica la elasticidad en el respectivo trabajo.
Fuente: S.Nickell (1978, capítulo 12) para los estudios internacionales.

caron que la evolución de la demanda era la variable que en mayor medida afectaba sus decisiones de inversión (el 10% la consideró como la segunda variable en importancia), con resultados similares en encuestas posteriores.[45]

Los precios relativos juegan en general un papel menos importante que las ventas (Cuadro 6), y aún menor cuando se incluyen las variables financieras en el análisis; Coen (1971), por ejemplo, obtiene valores de -0.56 y -0.30 en uno y otro caso respectivamente. No se derivan conclusiones excesivamente sólidas para el caso colombiano debido a las diferentes definiciones de precios relativos empleadas por los distintos estudios: el salario real, el precio relativo de los bienes de capital, y el costo de uso del capital. Los salarios reales aparecen con signo positivo y significativo en Fainboin (1990) y en Rubio (1983), indicando que el efecto sustitución domina el efecto producción (ver Nickell, 1978, p.19).[46] También es claro que la elasticidad ante las variaciones en el precio relativo de los bienes de capital (entre -0.60 y -0.80) obtenida por Ocampo *et.al.* (1985) no difiere excesivamente de aquella en Fainboin (1990) para el costo de uso del capital (entre -0.56 y -0.60). Finalmente, la elasticidad obtenida en este estudio (-0.18) es menor cuando sólo se incluyen los efectos directos, pero mayor (-2) cuando se considera su efecto total.(ver también la nota 44).

IV. LA EVOLUCION DE LA INVERSION Y DE SUS DETERMINANTES

A. La inversión

La participación de la inversión total en el PIB fue ligeramente superior en Colombia durante los ochentas (19.7%) que durante los sesentas (19.6%)

[45] Ver Fedesarrollo (1988, p.89) y diferentes números de la revista *Coyuntura Económica*. Sobre los resultados de encuestas similares adelantadas en Inglaterra ver Nickell (1978, p.283).

[46] El signo es negativo (pero no es significativo) para el caso de la inversión en manufacturas. Ver Fainboin (1989, p.36).

Cuadro 6. RESPUESTA DE LA INVERSION A LOS PRECIOS RELATIVOS

	Autor	Elasticidad	Variable	Período
Estimativos Nacionales	Ocampo et.al (1983)	-0.80-0.60	Pk/Pplb	1950-80
	Rubio (1983)	0.88	Salario Real	1958-80
	Fainboin (1990)	-0.56-0.60	Cu	1950-80
		0.95-1.00	Salario Real	1950-80
Estimativos Internacionales	Bischoff (1969)	-0.83		
	Eisner (1970)	-0.88		
		-0.28		
	Coen (1971)			
	a)	0.55-0.57		
	b)	0.29		
	Feldstein-Flemming (1971)	-0.38-0.49		

Fuente: S.Nickell (1978, capítulo 12) para los estudios internacionales. Los dos resultados del estudio de Eisner (1970) se deben a la utilización de definiciones alternativas del costo de uso. Los dos resultados que encuentra Coen (1971) se deben a la inclusión o exclusión de las variables financieras en el análisis.

y setentas (19.1%),[47] y algo similar sucedió con la inversión privada: las cuentas nacionales reportan un nivel promedio de $41.9 (miles de millones) en el período 1972-79, de $44.1 en 1974-79, y de $ 48.7 en 1980-86 (ver Fainboin, 1990, Anexo 2).

En cuanto a la inversión *industrial*, se argumentaba en Echavarría (1990) que las tasas de crecimiento del stock de capital en la industria fueron especialmente bajas durante la bonanza cafetera de la segunda parte de los setentas, y altas durante la primera parte de los ochentas en medio de una de las peores crisis industriales de nuestra historia. El patrón antes descrito se presentaba en la mayoría de sectores industriales, tanto para las firmas nacionales como extranjeras. El Gráfico 3 presentan nueva evidencia empírica al respecto con base en la información para las 211 'grandes' firmas consideradas en este estudio (ver Anexo C). Se utilizan dos definiciones alternativas de inversión: $d(K_t)$

[47] La participación de la inversión fue menor en Colombia que en América Latina durante los sesentas y setentas, pero lo contrario sucedió en los ochentas. Ello indica que el patrón observado en el país fue muy diferente al de América Latina, con participaciones de 18.8% en 1960-69, 22.9% en 1970-79, y 18.0% en 1980-87. Ver Banco Interamericano de Desarrollo (1988, Cuadro 3.1, página 32). Faini y de Melo (1990) encuentran que los países sub-desarrollados, a diferencia de los del sud-este asiático, se ajustaron a los shocks de los ochentas mediante cortes en la inversión (y no mediante incrementos en el ahorro).

Gráfico 3: EVOLUCION DE LA INVERSION INDUSTRIAL EN LA GRAN INDUSTRIA COLOMBIANA, 1972 - 1990
(Mediana para 211 firmas)



I_1: d (k_1)/k_1; I_2: d(k_2)/k_1 (se interpoló la información para 1974)
k_1: valor en libros de la planta, terrenos, equipos e inventarios; k_2: Idem, sin inventarios.

para la inversión en terrenos, planta y equipo e inventarios (esta es la variable dependiente utilizada en las regresiones de la Sección III); y d(K_2), la inversión en terrenos, planta y equipo. K_1 aparece como denominador en ambos casos (ver Anexo D para una discusión de la validez de este procedimiento).

Los resultados contenidos en el Cuadro 7 indican como, en efecto, el proceso fue más dinámico en los ochentas que en los setentas, y ello resulta válido tanto si se incluyen como si se excluyen los inventarios en la definición. La inversión en terrenos, planta y equipo se elevó sustancialmente a partir de 1977, alcanzó el mayor nivel de ese período en 1980, y descendió paulatinamente hasta 1984 (con un nivel promedio superior en 1979-85 que en 1974-79). Comenzó a recuperarse nuevamente a partir de 1985, y alcanzó el mayor nivel de las dos décadas en 1988. El ritmo de inversión continuó siendo alto (en términos históricos) durante 1989 y 1990 a pesar de su disminución con respecto a los años inmediatamente anteriores. El gasto en inventarios fue altamente volátil, aún cuando el patrón no difiere radicalmente al incluir dicha variable en la definición de inversión.

Un análisis más detallado (no ilustrado aquí) para diferentes grupos de firmas revela que el comportamiento de la inversión fue diferente para distintos grupos de firmas. En particular, el crecimiento de la inversión que tuvo lugar entre 1979 y 1985 fue liderado por la gran industria, pues esos fueron años de bajo dinamismo en la pequeña empresa y en las firmas multinacionales (las definiciones e importancia de cada tipo de firma aparecen en el Anexo C).La inversión en las firmas extranjeras pasó de crecer al 11% por año entre 1974 y 1979, a sólo 5.6% entre 1979 y 1985.

La información contenida en el Cuadro 8 permite complementar los resultados anteriores, al considerar la evolución del stock de capital a través del tiempo, ajustando el valor en libros que reportan las empresas según la metodología sugerida por Harberger (1969).[48] Se reportan las tasas de crecimiento (exponencial) para los Setentas y Ochentas considerados aisladamente, así como para algunos subperíodos en cada década. Puede concluirse, nuevamente, que el stock de capital creció más rápidamente durante 1979-85 que durante el período de la bonanza cafetera, y que las tasas de crecimiento no cayeron durante los ochentas.[49]

[48] Se escalaron los valores en libros para 1971 dependiendo del sector en que operase la firma (ver Echavarría, 1990 y las notas al Cuadro 8), y luego se recalculó el stock en cada año con base en la ecuación: $K_t=K_{t-1}+Ib_t-d.K_{t-1}$, siendo d el coeficiente de depreciación anual (se asumió igual a 0.10). Posteriormente se deflactó K_t por el deflactor implícito para la formación de maquinaria y equipo en el país Ver las notas del Cuadro 8.

[49] Para el cálculo de I/K en el Cuadro 7 se interpoló la información para 1974, lo cual no se hizo en el Cuadro 8. Ello podría explicar algunas diferencias en los resultados reportados. Ver la discusión del Anexo D sobre los sesgos que podrían existir en el cálculo de la variable I/K.

Cuadro 7. EVOLUCION DE LA INVERSION EN LA GRAN INDUSTRIA. (RELACION ENTRE INVERSION Y STOCK DE CAPITAL 1975=100)

	Terrenos, planta, equipo e inventarios	terrenos planta y equipo
72-74	153.5	91.6
74-79	215.7	93.7
79-85	225.0	119.7
85-90	299.5	162.4
72-79	197.9	93.1
80-90	248.0	144.3
72-90	228.5	124.4

Fuente: Superintendencia de Sociedades Anónimas, muestra de 211 firmas (ver Anexo C). **Metodología**: Promedios aritméticos para los años comprendidos en cada sub-período. Se interpoló la información para el año 1974.

B. Los determinantes de la inversión

Se indicó en la Sección III.B que la inversión en la gran industria dependió del comportamiento de las variables financieras, de los cambios en la relación entre ventas y el costo de uso del capital, y del comportamiento de los controles cuantitativos y la inversión gubernamental.

Es posible lograr una primera aproximación al comportamiento de las variables financieras en Colombia considerando la evolución de las principales fuentes y usos de fondos.[50] En cuanto a las fuentes (y a diferencia de lo que sucede en los países desarrollados[51]) los recursos internos representaron apenas el 32% de los recursos totales para el conjunto de las sociedades privadas entre 1960 y 1985, y los recursos externos provinieron principalmente de préstamos, con un papel decididamente menor para la emisión de acciones y para los bonos.[52] El estudio de Acosta (1991), indica, no obstante, que en la segunda parte de los ochentas se presentó un movimiento importante hacia una estructura de capital relativamente más sana: los fondos internos adquirieron igual peso que los fondos externos, pero se redujo el peso de la emisión de nuevas acciones en la financiación. En cuanto a los usos, se destaca que las empresas destinaron más de la mitad de sus fondos a operaciones no relacionadas con la inversión productiva, y que esta situación fue especialmente preocupante en 1975-79 cuando se utilizó el 53% de los recursos en 'colocaciones financieras'.[53]

El Cuadro A.2 del Anexo ilustra la evolución de las fuentes y usos de fondos para las 211 'grandes' firmas consideradas en este trabajo. Es claro, para comenzar, que las fuentes internas (utilidades retenidas, depreciación y reservas) fueron aún menos importantes para la industria (con una participación promedio inferior al 25% en el período 1971-90), y que no se presentó en ese sector la 'recuperación' observada en 1986-90 para el conjunto de las sociedades privadas; también fue considerablemente menor la participación de nuevas acciones. En cuanto a los usos de fondos, se observa (nuevamente) que las 'grandes'

[50] Ver Hallberg (1988, Cuadro 4.7, p.116), Acosta (1991, Cuadro 2), Villate (1989, Cuadro 7) y Tenjo (1983).

[51] El peso de los fondos internos reportado por Meyer (1990, pp.310, 312) para diferentes países en 1970-1985 es el siguiente: Reino Unido (102.4% y 72%), Estados Unidos (85.9% y 66.9%), Canadá (76.4% y 54.2%), Finlandia (64.4% y 42.1%), Francia (61.4% y 44.1%), Alemania (70.9% y 55.2%), Italia (51.9% y 38.5%), Japón (57.9% y 33.7%). La primera cifra corresponde al financiamiento bruto, y la segunda al financiamiento neto. El trabajo de Mackie-Mason (1990) describe la evolución de dichas variables en los Estados Unidos entre 1945 y 1987, y Fazzari *et.al* (1988, p.147) discute las diferencias que se presentan según el tamaño de las firmas en los Estados Unidos. El papel jugado por los fondos internos en las pequeñas firmas ha sido mayor tanto en Estados Unidos como en Colombia (ver Atiyas, 1991).

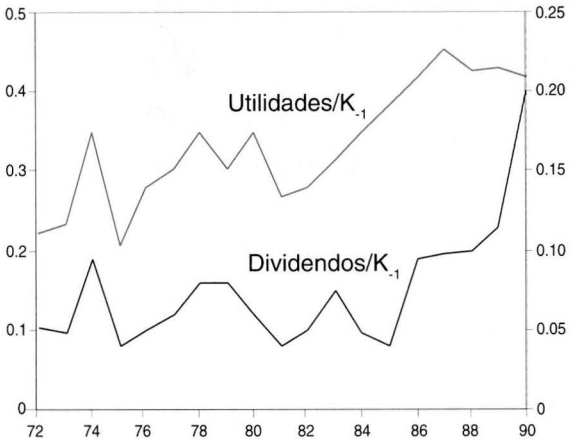
[52] Los préstamos representaron el 45% del total en 1960-68 y en 1981-85, y 55% en 1975-80. La situación fue diferente en las décadas pasadas si se considera que los fondos internos financiaron casi la totalidad del crecimiento durante los 30s y 40s, y cerca del 50% entre 1953 y 1960. Se presentó una tendencia paulatina hacia el mayor endeudamiento durante las últimas 4 o 5 décadas, y una tendencia decreciente de la financiación mediante acciones. Ver Villate (1989, Cuadro 7).

[53] Acosta (1991, Cuadro 2).

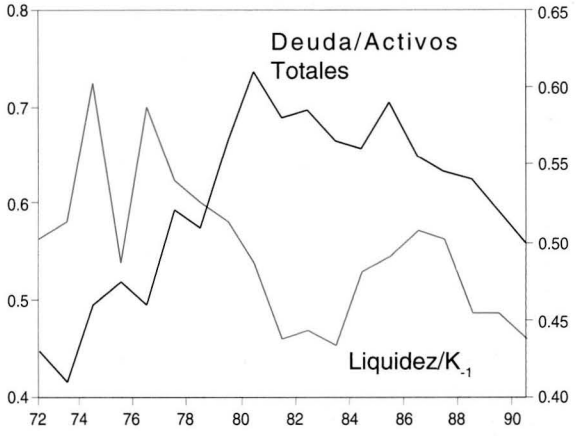
empresas destinaron cerca de la mitad de sus fondos a actividades diferentes a la inversión productiva.

La primera parte del Gráfico 4 considera la evolución de las utilidades y los dividendos, y la segunda parte el comportamiento de la deuda (deuda/activos totales) y la liquidez. Se utiliza el valor de la mediana para las 211 firmas con el fin de aislar el impacto de efectos 'atípicos' en firmas grandes. El Gráfico 5 describe la evolución de las ventas reales, del costo de uso del capital (Cu/P), y de los precios relativos de los bienes de capital (q/p). No se observó una tendencia clara en los dividendos entre 1971 y 1985, pero sí un considerable aumento a partir del último año.[54] La tasa de utilidades ascendió en el largo plazo, con diferencias importantes en distintos sub-períodos, y su comportamiento no coincidió exactamente con el de la relación precio-costo (ver G.Bonilla, 1992).[55] De otra parte, el endeudamiento creció marcadamente durante los setentas y descendió a partir de 1980, con un nivel similar en 1977-78 y en 1990. La menor importancia relativa de las 'operaciones de financiación' observada en el Cuadro A.2 del Anexo es consistente con la anterior tendencia, aún cuando el efecto parece ser menor. Finalmente, la liquidez fue altamente fluctuante: descendió abruptamente entre 1976 y 1983, se recuperó entre 1983 y 1987, y descendió nuevamente en los años posteriores.[56]

Gráfico 4. VARIABLES FINANCIERAS



Utilidades: Utilidades antes de impuestos e intereses.



Liquidez: (Activos corto plazo - pasivos corto plazo). Deuda: pasivos de corto y largo plazo. K: planta, equipo e inventarios.

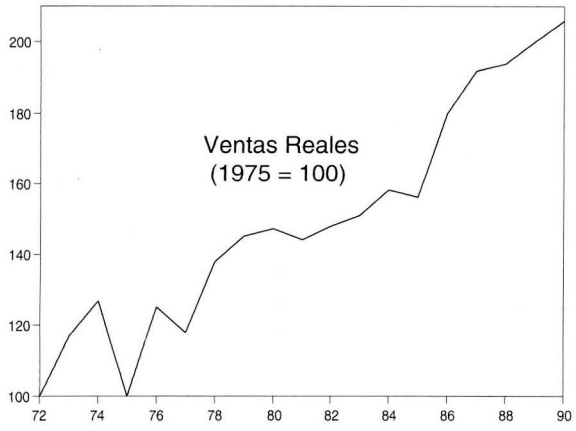
Las ventas reales fueron altamente oscilantes en la primera parte de los setentas (Gráfico 5), crecieron muy rápidamente durante el período de la bonanza cafetera, a un ritmo bajo entre 1979 y 1985, y se recuperaron nuevamente a partir del último año.[57]

[54] En contraste con lo que encuentra Acosta (1991, Cuadro 2) para el conjunto de las sociedades privadas. Podría ser que los dividendos cayeron en los sectores no industriales, aún cuando la variable empleada por el autor (la participación de los dividendos en el excedente bruto de explotación) no coincide con la que se utiliza en este trabajo.

[55] Se presentan diferencias importantes según la definición de 'utilidades' empleada. En particular, no se observa una tendencia creciente tan clara cuando se considera el impacto del pago de intereses e impuestos, en cuyo caso se presenta un comportamiento más cíclico; una caída pronunciada entre 1978 y 1982, y una recuperación sostenida entre 1982 y 1986.

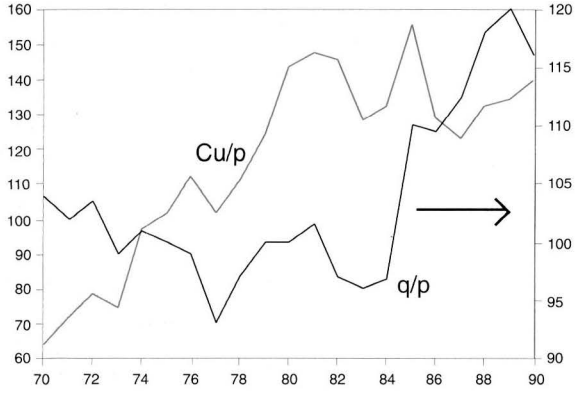
[56] Atiyas (1991) considera las diferencias que existen entre las firmas grandes y pequeñas, y entre las firmas 'jóvenes' y 'viejas', con respecto al acceso al crédito, niveles de endeudamiento, rentabilidad y eficiencia.

Gráfico 5. VENTAS, COSTO DE USO Y PRECIOS RELATIVOS



Mediana para 211 firmas. Deflactor: IPP a nivel CIIU 4 dígitos

Costo de Uso y Precios Relativos (1975=100)



Cu: Costo de uso según ecuación (16). p: precio del bien final (deflactor del PIB); q: precio de los bienes de capital.

Finalmente, el costo de uso real se duplicó entre 1970 y 1980, descendió entre 1980 y 1983, y disminuyó ligeramente (con grandes oscilaciones) durante la década de los ochentas. Se presentó una diferencia importante entre el comportamiento de los precios relativos de los bienes de capital y el costo de uso real, debido a las variaciones sustanciales en las 'otras' variables consideradas en la ecuación (16) del Anexo A. Se elevó más el costo de uso real que el precio relativo de los bienes de capital en el período completo, pero lo contrario sucedió durante la década de los ochentas.

El Cuadro 9 resume lo sucedido con las distintas variables en diferentes sub-períodos (escogidos según las fluctuaciones de la inversión en el Cuadro 7). Se incluyen las variable I/K_{-1}, las ventas reales, el costo de uso y las variables 'finan-cieras'. Es posible explicar ahora el comportamiento 'paradójico' de la inversión durante los ochentas.

Cuadro 8. CRECIMIENTO (%) ANUAL DEL STOCK DE CAPITAL (PLANTA Y EQUIPO) NETO

74-79	6.4
79-85	7.6
85-90	5.6
72-79	6.6
80-90	6.1
72-90	6.6

Fuente: Superintendencia de Sociedades Anónimas, muestra de 211 firmas (ver Anexo C). **Metodología:** El valor en libros de 1971 se ajustó con base en los coeficientes obtenidos por Echavarría (1990) a partir de la metodología recomendada por Harberger (1969). Posteriormente se recalculó el valor del Stock de capital neto en cada año de la siguiente manera: $Kt=Kt_{-1} + Ib_t - 0.10.K_{t-1}$, donde K es el stock de capital e Ib es la inversión bruta; se supuso una tasa de depreciación constante del 10% anual. Los valores resultantes se deflactaron por el deflactor implícito del PIB para capital fijo. Los factores con que se 'escaló' el valor en libros en 1971 para cada firma fueron los siguientes:

CIIU	Sector	Valor
31	Alimentos, bebidas y tabaco	2.4
32	Textiles y confecciones	2.4
33	Ind. de la madera	2.2
34	Papel, imprentas y editoriales	2.8
35	Subs.Químicas y deriv. del petróleo	0.9

[57] Cifras agregadas para el conjunto del sector industrial indican que la producción y las ventas se elevaron al 6.3% por año entre 1974 y 1980, y a sólo 2.7% entre 1980 y 1989. Ver Bonilla (1992, Cuadro 5).

Cuadro 9. EVOLUCION DE LA INVERSION Y DE SUS DETERMINANTES (Promedio para el Período a menos que se especifíque algo diferente)

		Ventas y Costos de Uso (Crecimiento % Anual)				Dividendos	Endeudamiento		Utilidades	Liquidez	Ig	Control Importaciones
	In	V/PR	Cu/P	Cu/q	q/P		Deuda/ Activos	Δ(Deuda)			1975= 100)	1975= 100)
1974-77	0.04	4.14	2.05	4.35	-2.30	0.06	0.48	0.24	0.29	0.67	98.9	106.0
1977-80	0.05	6.84	11.85	9.58	2.27	0.07	0.55	0.35	0.33	0,60	125.2	101.3
1980-84	0.05	1.87	-1.98	-1.44	-0.54	0.05	0.58	0.26	0.32	0.49	182.1	92.1
1984-88	0.06	7.24	-0.05	-4.82	4.77	0.07	0.56	0.35	0.40	0.55	219.1	114.6
1988-90	0.08	1.50	2.84	3.81	-0.97	0.14	0.52	0.33	0.41	0.48	199.8	95.9
1974-79	0.04	5.25	6.85	6.91	-0.06	0.07	0.50	0.28	0.30	0.65	109.9	104.5
1980-90	0.06	3.91	-0.33	-1.79	1.46	0.08	0.56	0.31	0.37	0.51	198.0	102.1

V: Ventas nominales; In: Inversión en planta y equipo; q: Precio de los bienes de capital (deflactor implícito de la formación interna bruta de capital); P: Precio del bien final (deflactor delPIB); PR: Precio a nivel de cada sector CIIU 4 dígitos (Banco de la República, precios al por mayor del comercio en general); Cu: Costo de uso del capital. Ver ecuación (16); Ig: Inversión gubernamental total (formación bruta de capital fijo); Control a las Importaciones: Equivalente arancelario del para-arancel. **Metodología:** Todas las variables, excepto V, V/PR, DEUDA/ACTIVOS, y aquellas relacionadas con el costo de uso del capital fueron deflactadas por K_{-1}, siendo K el valor en libros de la planta y equipo e inventarios.

Es claro, para comenzar, que la evolución del costo de uso (Cu/P) compensó parcialmente el lento crecimiento en ventas durante los ochentas pues, luego de crecer a tasas anuales de 7% por año entre 1974 y 1979, descendió ligeramente en el período posterior. El incremento observado durante los setentas obedeció fundamentalmente a la evolución de la tasa de interés real. Esta última variable continuó creciendo entre 1980 y 1984, pero tal 'sobre-costo' fue compensado parcialmente por la disminución en el precio relativo de la maquinaria (q/P) (ver el Cuadro A.1 del Anexo). También jugaron un papel positivo significativo las utilidades y el endeudamiento, las dos variables con mayor impacto relativo (elasticidad, ver Cuadros 2 y 4). El efecto de los dividendos y de la liquidez fue negativo durante la última década, aún cuando se observó antes que la inversión presenta una baja elasticidad de respuesta ante esas dos variables. El incremento de la inversión pública tuvo un efecto depresivo sobre la inversión tanto en 1980-90 como durante la 'crisis' industrial de 1980-84. Finalmente, si bien la variable 'control' presentó valores similares en los setentas y en los ochentas, la liberalización de 1980-84 jugó un papel expansivo sobre la inversión privada.

En síntesis, el comportamiento del costo de uso, de las utilidades, y de los controles a las importaciones determinaron en buena parte que la inversión no cayese durante la crisis industrial de la primera parte de los ochentas (cuando el crecimiento de las ventas disminuyó abruptamente), y que su dinámica fuese incluso mayor en los ochentas que en los setentas.

V. CONCLUSIONES

La inversión creció más en Colombia durante la 'crisis' de comienzos de los ochentas que en el período de la bonanza cafetera, creció más durante la 'década perdida' que durante los setentas. Este patrón se observó tanto para la inversión total como

privada, y también para la inversión industrial. El comportamiento 'paradójico' en el caso de la industria se debió al papel 'compensatorio' jugado por el costo de uso del capital y por las tasas de ganancia (que acrecentaron la disponibilidad de fondos en las firmas); las ventas constituyeron apenas uno de los múltiples determinantes de la inversión industrial en Colombia.

Los hallazgos empíricos de este trabajo revelan cuan complejo es el diseño de un plan que pretenda sostener un nivel alto de tasa de cambio real, contraer los medios de pago y el gasto público, y 'modernizar' el aparato productivo de la economía. La devaluación real tendrá un efecto positivo sobre la inversión al elevar la producción agregada y las ventas en los sectores 'comercializables', pero también incrementará el precio de los bienes de capital (el costo de uso en general).

Una política monetaria restrictiva deprimirá la inversión privada al elevar las tasas de interés y disminuir el crédito y la disponibilidad de fondos de las firmas. Mejorará la balanza de pagos (y facilitará así las importaciones de bienes de capital) pero este efecto no es relevante hoy día: no existen controles cuantitativos, y el valor de las reservas internacionales supera las importaciones de un año 'normal'.

Se encuentra evidencia positiva de la presencia de *crowding-out* en el mediano plazo, y ello sugiere que la disminución en la inversión pública (que generalmente acompaña los recortes en el gasto) no castigará severamente a la inversión privada; podría tener incluso un efecto positivo al elevar la disponibilidad de recursos en el resto de la economía. Este (como otros) es un campo que amerita nuevas investigaciones, puesto que el fenómeno descrito se presentará con especial fuerza en períodos de alto crecimiento (y bajos niveles de desempleo) y en períodos en que no se ajustan las otras variables que componen la demanda agregada. Para terminar, la evidencia disponible sugiere que en el largo plazo el sector privado no invertirá si no existen puertos, carreteras, y capital humano.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Abel, A. y O. Blanchard (1986), "The Present Value of Profits and Cyclical Movements in Investment". *Econometrica*. Vol.54-2, pp.249-273.

Acosta, O. L. (1991), "Situación de las Empresas Privadas". *Mimeo*. Banco de la República.

Aschauer, A. D. (1989), "Is Public Expenditure Productive?". *Journal of Monetary Economics*. Vol. 23, pp.177-200.

—— (1989), "Does Public Capital Crowd Out Private Capital". *Journal of Monetary Economics*. Vol.24, pp.189-202.

Atiyas, I. y M. Dutz (1991), "Do Firms with Foreign Equity Recover Faster from Financial Distress? The Case of Colombia". *Working Paper* No.49, Industry and Enery Department, World Bank.

—— (1991), "Efficiency, Corporate Indebtedness and Direct Credit in Colombia". *Working Paper* No.54, Industry and Energy Department, World Bank.

Auerbach, A. J. (1990), "The Cost of Capital and Investment in Developing Countries". *World Bank Working Papers*, abril.

—— (1983), "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital". *Journal of Economic Literature*. Vol.77-21, pp.905-940.

Balassa, B. (1988), "Public Finance and Economic Development", PPR Working Paper No.31, The World Bank.

Banco Interamericano de Desarrollo (1988), *Progreso Económico y Social en América Latina*, Washington.

Bernanke, B., *et.al.* (1988), "Alternative Non-Nested Specification Tests of Time-Series Investment Models". *Journal of Econometrics*. Vol.227-37, pp.293-326.

Beveridge, S. y C. R. Nelson (1981), "A New Approach to the Decomposition of Economic Time series into Permanent and Transitory Components with Particular Attention to Measurement of the Business Cycle". *Journal of Monetary Economics*, pp.151-174.

Bonilla, G. (1992), "Tendencias de la Productividad en la Industria Manufacturera Colombiana (1974-1989)". *Mimeo.*

Bischoff, C. W. (1971), "Business Investment in the 1970's: A Comparison of Models". *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol.1, pp.13-58.

Blejer, M. I. y M. S. Khan (1984a), "Government Policy and Private Investment in Developing Countries". *IMF Staff Papers*. Vol.31, pp.379-444.

—— (1984b), "Private Investment in Developing Contries". Finance and Development. Vol.21, pp.26-29.

Cagan, P. (1956), "The Monetary Dynamics of Hyperinflation", en M.Friedman. *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago.

Calomiris, C. y G. Hubbard (1989), "Firm Heterogeneity, Internal Finance and Credit Rationing". *Economic Journal*. Vol.100, pp.90-104.

Chhibber, A. y S. van Wijnbergen (1988), "Public Policy and Private Investment in Turkey", PPR Working Paper, World Bank.

Clark, P. K. (1979), "Investment in the 1970's: Theory, Performance and Prediction". *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol.1, pp.73-104.

Chica, R. (1983), "El Desarrollo Industrial Colombiano 1958-1980". *Desarrollo y Sociedad*. Vol.12.

—— (1984), "La Financiación de la Inversión en la Industria Manufacturera Colombiana: 1970-1980". *Desarrollo y Sociedad*. Vol. 15-16, pp. 195-285.

Coen, R. M. (1971), "The Effects of Cash Flow on the Speed of Adjustment", en G.From, *Tax Incentives and Capital Spending*, The Brookings Institution, Washington, pp.131-196

Dhrymes, P. J. y M. F. Kurz (1967), "Investment, Dividends, and External Finance Behavior of Firms", en F.Ferber (ed), *Determinants of Investment Behavior*, Columbia University Press for NBER. Vol. 18, pp. 427-467.

Easterly, W. (1991), "La Macroeconomía del Déficit del Sector Público: el Caso de Colombia". *Ensayos sobre Política Económica*. Vol.20, pp.107-145.

Echavarría, J. J. (1990), "Cambio Técnico, Inversión, y Reestructuración Industrial en Colombia". *Coyuntura Económica*. Vol.20-2, pp.55-78.

Elliot, W. (1973), "Theories of Corporate Investment Behaviour Revisited". *American Economic Review*. Vol.63, marzo, pp.195-207.

Evans, M. (1969), *Macroeconomic Activity. Theory, Forecasting and Control*. Harper & Row Publishers, New York.

Fainboin, I. (1990), "Inversion, Tributación y Costo de Uso del Capital en Colombia: 1950-1987". *Ensayos sobre Política Económica*. Vol.26, pp.7-51.

Faini, R. y J. de Melo (1990), "Adjustment, Investment and the Real Exchange Rate in Developing Countries". *Economic Policy*. Vol.11, pp.492-519.

Fazzari, S., R. G. Hubbard, y B. Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment". *Brookings Papers on Economic Activity*. Vol.1, pp.141-205.

Fedesarrollo (1988), "La Inversión Privada en la Coyuntura Actual". *Coyuntura Económica*, marzo, pp....

Gertler, M. (1988), "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview". *Journal of Money, Credit, and Banking*. Vol. 20-3, pp. 559-587.

Greenwald, B. y J. E. Stiglitz (1990), "Macroeconomic Models with Equity and Credit Rationing", en B.Hubbard, 1990, pp.15-42.

Greenwald, B., J. E. Stiglitz y A. Weiss (1984), "Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations". *American Economic Review*, Papers and Proceedings. Vol.74-2, pp.194-199.

Hallberg, K. (1988), "Colombia. Industrial Competition and Performance". *Mimeo*, World Bank, Trade, Finance, and Industry Operations.

Harberger, A. C. (1969), "La Tasa de Rendimiento de Capital en Colombia". *Revista de Planeación y Desarrollo*. Vol.1-3, Octubre, pp.13-42.

Hoshi, T, A. Kashyap y D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups". *Quarterly Journal Economics*, pp.33-60.

Hubbard, G. (1990), *Asymmetric Information, Corpora Finance*, and Investment, The University of Chica Press, Chicago.

Jorgenson, D.W. (1967), "The Theory of Investment Behavior", en R.Ferber. *Determinants of Investment Behavior.* National Bureau of Economic Research, New York, pp.129-155.

—— y R. E. Hall (1967), "Tax Policy and Investment Behavior". *American Economic Review.* Vol.57-3, pp.391-414.

—— (1971), "Economic Studies of Investment Behaviour: A Survey". *Journal of Economic Literature.* Vol.9, pp.1111-1143.

—— y J. A. Stephenson (1967) "Investment Behavior in U.S Manufacturing". *Econometrica.* Vol.35, pp.169-220.

—— y C. B. Siebert (1968), "A Comparison of Alternative Theories of Corporate Investment Behaviour", *American Economic Review.* Vol.58-4, pp.681-712.

Joshi, T., A. Kashyap y D. Scarfstein, "Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships", en B.Hubbard, 1990, pp.105-126.

Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes.* Basic Books, New York.

MacKie-Mason J. K (1990), "Do Firms Care who Provides their Financing?", en G. Hubbard (1990), pp.63-104.

Mayer, C. (1990), "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development", en G.Hubbard, 1990, pp.307-332.

Meyer, J. R. y E. Kuh (1957), *The Investment Decision.* Cambridge, Mass, Harvard University Press.

Miller, M. H. (1977), "Debt and Taxes", *Journal of Finance.* Vol.32, pp.261-75.

Minsky, H. P. (1975), *John Maynard Keynes.* Columbia University Press, New York.

Modigliani, F y M. H. Miller (1958),"Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Invest-ment". *American Economic Review.* Vol.48, pp.261-297.

Morrison, C. J. y A. E. Schwartz (1992), "State Infrastructure and Productive Performance", NBER Working Paper No.3981.

Myers, S. y N. Majluj (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Invormation that Investors do not have". *Journal of Financial Economics.* Vol.13, pp.187-221.

Ocampo, J. A., *et.al.* (1985), "Ahorro e Inversión en Colombia". *Coyuntura Económica.* Vol.15-2, pp.93-141.

Presidencia de la República-Dirección Nacional de Planeación (1991), *La Revolución Pacífica.* Plan de Desarrollo Económico y Social 1990-1994, Bogotá.

Roberts, M. J. (1988), "The Structure of Production in Colombian Manufacturing Industries 1977-1985". *Mimeo.*

Sánchez, F. (1992), "Inversión Pública y Privada en Colombia". *Mimeo,* Fedesarrollo.

Stiglitz, J. E. y A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *American Economic Review.* Vol.71-3, pp.393-409.

Strong, J. S. y J. R. Meyer, "Sustaining Investment, Discretionary Investment, and Valuation: A Residual Funds Study of the Paper Industry", en G.Hubbard, 1990, pp.127-148.

Summers, L. H. (1981), "Taxation and Corporation Investment: A q-Theory Approach". *Brookings Papers on Economic Activity.*

Sundarajan, V y S. Thakur (1980), "Public Investment, Crowding Out and Growth: A Dynamic Model Applied to India and Korea", *IMF Staff Papers.* Vol.27, pp.814-55.

Taylor, L. y S. O'Connell (1985), "A Minsky Crisis". *Quarterly Journal of Economics.* Vol.100, pp.871-885.

Tenjo, F. (1983), "Acumulación y Sector Financiero en Colombia.1970-1979. Una Interpretación", en *Cuadernos de Economía,* Universidad Nacional. Vol.5, pp.7-62.

Tun, W. U. y C. Wong (1982), "Determinants of Private Investment in Developing Countries". *Journal of Development Studies.* Vol.19, pp.19-36.

Valderrama, M. T. (1990), "Impacto de la Reforma Tributaria de 1986 sobre la Estructura Patrimonial de las Empresas". Documento de Trabajo No.90-26, Banco de la República, Investigaciones Económicas.

Villate, A. (1989), "Aspectos Financieros del Sector Industrial Colombiano". *Mimeo.*

ANEXO A. EL COSTO DE USO DEL CAPITAL EN COLOMBIA

- EL CALCULO DEL COSTO DE USO SEGUN LA FUENTE DE FONDOS

El costo de uso se calcula como en (14) y (15) cuando los fondos provienen de emisión de acciones y de deuda respectivamente.[58] Ello significa que el costo promedio para una empresa con un porcentaje Φ financiado con deuda (Φ=0 cuando la empresa se financia totalmente con fondos internos o con emisión de acciones) viene dado por (16), y resulta de ponderar el costo de las acciones por (1-Φ) y el costo de la deuda por Φ . [59]; (16) coincide con (14) cuando Φ=0, o cuando a=1 y $r=(1-\Phi)i-\hat{p}$.

$$Cu^a = q \cdot \left[\frac{(r + \delta)}{(1 - \tau)} \right] \qquad (14)$$

$$Cu^d = q \cdot \left[\frac{r - (1 - \tau) \cdot i + \hat{p} \cdot [\, (1 - \tau\,(1 - a)\,]}{(1 - \tau)} \right] \qquad (15)$$

$$Cu = q \cdot \left[\frac{r + \delta}{(1 - \tau)} - \frac{r - (1 - \tau) \cdot i + \hat{p} \cdot [\, (1 - \tau\,(1 - a)\,]}{(1 - \tau)} \phi \right] \qquad (16)$$

donde:

- τ: Tasa de impuesto a las utilidades
- δ: Tasa de depreciación anual
- a: Proporción de la inflación que puede de ducirse tributariamente en el pago de intereses; a=1 corresponde a deductibilidad total;
- i: Tasa de interés nominal a la cual recibe préstamos la firma
- p: Precio del bien producido ($\hat{p}$ tasa de variación porcentual)
- q: Precio de los bienes de capital
- r: Tasa de interés real

- EVOLUCION DEL COSTO DE USO Y DE SUS COMPONENTES EN COLOMBIA.

El Cuadro A.1 indica la evolución del costo de uso real del capital (Cu/P) y de sus dos 'componentes' (Cu/q y q/P). También se indica la evolución de las principales componentes de Cu/q, las variables r, τ, a y ϕ en la ecuación 16.

ANEXO B. FUENTES Y USOS DE FONDOS.

(Ver Cuadro A.2)

ANEXO C. SOBRE LA INFORMACION UTILIZADA EN EL TRABAJO.

La información utilizada proviene de la Super Intendencia de Sociedades Anónimas, entidad a la cual reportan aquellas firmas con propiedad extranjera superior al 30%, firmas con más de 100 trabajadores, y firmas con participación mayoritaria del gobierno. La industria representó entre 50% y 60% de las ventas totales de las firmas que reportan a la Superintendencia (más del 60% durante los setentas).

Para el estudio se seleccionaron aquellas 211 firmas que reportaron a la Superintendencia en al

[58] Cálculos más sofisticados incluyen el efecto de la valorización de los bienes de capital en el tiempo, los créditos tributarios a la inversión, las deducciones que permite la ley vía depreciación acelerada, y los diferenciales impositivos en las tasas a las utilidades y a la renta personal. Ver Fainboin (1990, Anexo 1) y Valderrama (1990).

[59] Fainboin (1990), Dailami (1989), Auerbach (1983), Valderrama (1990), Fazzari *et.al* (1988, p.149). El costo de la emisión de acciones es mayor a lo que indica nuestra fórmula, por supuesto, pues podría conducir a la pérdida en el control de la empresa.

menos 18 de los 20 años comprendidos entre 1971 y 1990 (que denominaremos firmas 'estables') y que tuvieron activos superiores a $ 365 millones en 1980 (firmas 'grandes'). El Cuadro A.3 considera la importancia de diferentes grupos de firmas según el tamaño de los activos, y el orígen del capital para las 401 firmas 'estables' que reportan a la Superintendencia, con un claro dominio de las firmas 'grandes' (88% en promedio) y nacionales. Las cifras consignadas en el Cuadro permiten establecer que las 211 firmas escogidas para el estudio representan cerca del 60% de las ventas industriales de todas las firmas que reportan en un año particular (incluye las firmas 'estables' y aquellas que entran o salen).

ANEXO D. EL VALOR EN LIBROS Y EL STOCK DE CAPITAL

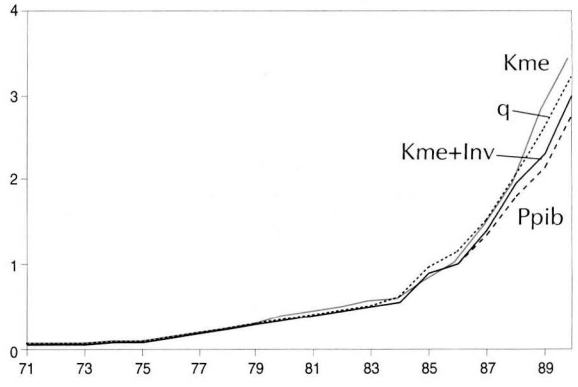
En la Sección III se utilizó el valor en libros de los terrenos, planta, equipo e inventarios (K_1 en el Gráfico 3) como deflactor de las variables dependientes e independientes de las diferentes regresiones: se enfatiza así el hecho de que la inversión compite con otros usos de fondos (por ello es conveniente utilizar el mismo deflactor), y se disminuye el impacto de la heteroscedasticidad en los resí-duos.

No obstante, podría considerarse que las relaciones obtenidas son espúreas si (en un ambiente inflacionario) las firmas registran el valor de sus activos a costos históricos: mientras el numerador incorporaría plenamente el efecto de la inflación del período, no sucedería lo mismo con el denominador. Explica ello la tendencia 'sospechosamente' ascendente de la inversión en el Gráfico 3, o de las utilidades en el Gráfico 4? No convendría, entonces, revalorizar el stock de capital a partir de la información de precios disponible?[60]

Un denominador alternativo (burdo) podría ser el deflactor implícito del PIB, o el deflactor implícito de la formación interna bruta de capital, aún cuando no es claro cual de los dos sería más adecuado para nuestros propósitos.[61] Existirían relaciones espúreas fuertes si la evolución del stock de capital presentase diferencias marcadas con respecto a los índices de precios.

El Gráfico 6 y el Cuadro A.4 comparan la evolución de las variables de interés, e indican que el valor en libros es un deflactor relativamente satisfactorio para nuestros propósitos. El movimiento de las cuatro variables consignadas en el Gráfico 6 es prácticamente idéntico en-tre 1971 y 1985, con diferencias definitivamente menores a partir de dicho año: el deflactor del PIB y de la formación interna bruta de capital crecen entre 1985 y 1990 a tasas anuales de 26.7% y 27.96% respectivamente, mientras que el valor en libros (incluye inventarios) lo hace al 28.8%. Los resultados consignados en el Cuadro A.4 per-

Gráfico 6. VALOR EN LIBROS Y DEFLACTOR DEL PIB, 1971-1990



Kme: Maq. y equipo; Kme + inv: idem + inventarios (valor en libros, mediana); q: precio de los bienes de capital; Ppib: deflactor del PIB.

[60] Formalmente $K_t=K_{t-1}(1+\hat{P})+I$, siendo K el stock de capital neto (en t y en t-1), $\hat{P}$ la inflación anual, e I la inversión; el valor en libros de 1971 podría asociarse con el stock de capital 'real'. Alternativamente podría inflarse el valor inicial (1971) con base en la metodología sugerida por Harberger.

[61] Los inventarios representan cerca del 45% del valor total en libros de los activos **netos** en el período 1971-1990 (la maquinaria representa el 36%, los terrenos el 9%, y los edificios el 10%, valor medio para las 211 firmas 'grandes' en 1971-1990.

miten afirmar, de otra parte, que sería erróneo 'inflar' el valor del capital en libros.[62]

A qué se deben estos resultados, relativamente inesperados para quien considera equivocado utilizar el valor en libros como deflactor?. Entre las hipótesis probables se plantean las siguientes: 1. Buena parte del 'stock de capital' utilizado está compuesto por inventarios, y éstos se consignan en términos nominales; 2. La inversión del período constituye una proporción alta del stock de capital total; 3. Las firmas utilizan políticas de depreciación que llevan a revalorizar parcialmente sus activos.[63]

[62] También se analizó el comportamiento de las diferentes variables cuando se deflactan por el valor en libros ajustado, comprobándose que todas ellas presentan una tendencia descendente acentuada a lo largo de los 20 años.

[63] No existe claridad sobre la forma en que las firmas colombianas manejan su contabilidad. Aún cuando entre 1970 y 1986 la legislación no permitía la revalorización de activos, es posible que (algunas) firmas adoptaran una política de depreciación tendiente a revalorizar activos. La legislación Colombiana permitió la revalorización de activos desde 1986.

Cuadro A.1. COSTO DE USO DEL CAPITAL EN COLOMBIA. 1970-1990 (1975=100 a menos que se especifique lo contrario)

	Cu/P		q/P	Cu/q	Componentes de Cu			
	Niveles (1975=100) (1) =(3)*(4)	Cambios (%) (2)	(3)	(4)	r (%) (5)	τ (%) (6)	a (%) (7)	ϕ (%) (8)
70	62.20	-3.73	104.01	59.81	0.63	36.00	100.0	45.00
71	68.54	6.34	102.22	67.06	4.38	36.00	100.0	44.82
72	75.64	7.09	103.07	73.38	4.34	36.00	100.0	47.36
73	71.97	-3.67	99.48	72.35	-1.27	36.00	100.0	43.54
74	94.06	22.10	100.47	93.63	0.02	36.00	100.0	48.48
75	100.00	5.94	100.00	100.00	2.38	40.00	100.0	50.21
76	108.99	8.99	99.08	110.00	2.65	40.00	100.0	51.96
77	99.66	-9.33	93.69	106.38	-2.46	40.00	100.0	51.69
78	108.57	8.91	98.40	110.34	11.70	40.00	100.0	51.42
79	130.97	22.39	100.15	130.77	9.36	40.00	100.0	58.12
80	140.26	9.29	100.20	139.98	7.00	40.00	100.0	61.23
81	142.71	2.45	101.49	140.62	14.62	40.00	100.0	58.48
82	141.41	-1.30	98.43	143.66	13.24	40.00	100.0	58.85
83	125.63	-15.78	97.24	129.20	13.39	40.00	100.0	57.42
84	129.52	3.89	98.03	132.11	12.63	40.00	100.0	56.92
85	151.34	21.82	110.14	137.40	10.41	40.00	100.0	59.26
86	125.33	-26.01	109.59	114.36	2.04	33.00	90.0	56.46
87	121.65	-3.68	113.00	107.66	8.29	32.00	80.0	54.35
88	128.07	6.42	118.13	108.41	3.63	31.00	70.0	54.47
89	130.69	2.63	119.53	109.34	9.36	30.00	70.0	52.11
90	135.36	4.66	115.86	116.83	9.52	30.00	70.0	50.45
91	NA	NA	115.86	NA	8.53	30.00	60.0	NA

q: Precio de los bienes de Capital (deflactor implícito para la formación interna bruta de capital); P: Precio del bien final (deflactor del PIB); r: tasa de interés real; τ :Tasa de impuesto a las utilidades; a: Proporción de la inflación que puede deducirse tributariamente en el pago de intereses (a=100 corresponde a deductibilidad total); ϕ: Deuda/ Activos.

Fuentes: Ver Fainboin (1990), Anexo Estadístico y las fuentes allí citadas.

Metodología: El costo de uso se calculó como en la ecuación (16).

Cuadro A.2 . FUENTES Y USOS DE FONDOS EN LA GRAN INDUSTRIA COLOMBIANA

I.FUENTES

	Utilidades Retenidas	Depreciación	Pasivos			
			Reservas	Operaciones de Colocación	Operaciones de Financiación	Diferidos
1971-1975	7.9	9.6	1.3	6.9	73.7	0.6
1976-1980	9.5	12.9	1.9	4.8	69.6	1.3
1981-1985	5.2	13.2	1.6	5.3	73.5	1.2
1986-1990	12.5	12.7	0.7	6.0	66.6	1.6
TOTAL	10.7	12.7	1.0	5.8	68.4	1.4

II.USOS

	Inversión Neta	Operaciones de Colocación	Operaciones de Financiación	Activo Diferido	Medios de Pago
1971-1975	50.8	3.4	38.0	0.3	7.7
1976-1980	51.3	8.1	34.9	0.8	5.0
1981-1985	49.3	14.3	32.0	0.6	3.8
1986-1990	52.1	11.5	33.0	0.4	3.1
TOTAL	51.5	11.5	33.1	0.5	3.5

Fuente: Superintendencia de Sociedades Anónimas; 211 firmas Industriales. Ver Anexo C.
Operaciones de Colocación: Emisión de acciones, inversiones temporales y permanentes.
Operaciones de Financiación: Préstamos de corto y largo plazo, y créditos comerciales.

Cuadro A.3. PARTICIPACION EN VENTAS DE LAS FIRMAS SELECCIONADAS EN EL ESTUDIO

Período	Tamaño			Origen	
	Pequeñas	Medianas	Grandes	Nacionales	Extranjeras
Número de firmas	33	157	211	377	24
1971-1975	1.86	13.11	85.03	90.93	9.07
1976-1980	0.76	11.54	87.70	95.61	4.39
1981-1985	0.60	11.48	87.92	95.75	4.25
1986-1990	0.60	11.35	88.05	96.08	3.92
Promedio Ponderado	0.62	11.40	87.98	95.95	4.05

Fuente: Superintendencia Bancaria.
Metodología: Se escogieron aquellas 401 firmas 'estables' que reportaron en al menos 18 de los 20 años comprendidos entre 1971 y 1990.
Como firmas extranjeras se consideran aquellas que poseen algún capital extranjero.
Se definieron como firmas grandes, medianas y pequeñas aquellas con activos superiores a $365 millones en 1980, con activos entre $91 y $365 millones, y con activos menores a $91 millones respectivamente.
En 1971-75 la muestra de 401 firmas 'estables' representó el 41% de las ventas de las firmas industriales que reportaron a la Superintendencia en ese año; la participación fue superior a 70% para los demás sub-períodos.

Cuadro A.4. TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL (%) DE LOS PRECIOS Y DEL STOCK DE CAPITAL

	Precios		Terrenos, planta equipo e inventario		Terrenos, planta y equipo	
	p	q	Valor en Libros	Valor en Libros Ajustado	Valor en Libros	Valor en Libros Ajustado
70-75	20.24	19.58	23.01	37.94	18.93	37.36
75-80	24.60	24.65	26.74	38.40	30.01	38.14
80-85	22.99	25.34	21.24	31.02	16.53	32.83
85-90	26.67	27,96	28.76	34.74	34.81	34.95
70-80	22.64	22.37	25.07	38.20	24.96	37.80
80-90	23.78	23.57	24.94	32.87	25.34	33.89

P: Deflactor Implícito del PIB; q: Deflactor implícito para la formación interna bruta de capital. Valor en libros: las tasas de crecimiento exponenciales se obtuvieron a partir de la mediana para las 211 firmas 'grandes' en cada año. El valor en libros ajustado se obtuvo a partir de: $K_t=K_{t-1}*(1+\hat{q}_t)+I_t$, donde K_t y K_{t-1} corresponden al stock de capital en los años t y t-1, $\hat{q}$ a la tasa de crecimiento del deflactor implícito para la formación interna bruta de capital, e I_t a la inversión del período. Se supuso que K_t coincide con el valor en libros para t=1971.

Fuentes y Notas Explicativas

Cuadro 1

Fuente: Superintendencia de Sociedades para 211 empresas 'grandes' (con activos superiores a $365 millones en 1980, ver Anexo C).

Metodología: El costo de uso de la deuda fue calculado como en la ecuación (15) del Anexo A. Se utilizó la metodología de mínimos cuadrados en dos etapas, siendo las variables endógenas la inversión el endeudamiento (Δ.Deuda) ylos dividendos, y los instrumentos los siguientes: utilidades, utilidades$_{-1}$, liquidez, liquidez$_{-1}$, ventas, ventas$_{-1}$, Deuda$_{-1}$, inversión$_{-1}$, dividendos$_{-1}$, (deuda/activos totales)$_{-1}$, proxy de controles cuantitativos (actual y rezagada), (ventas nominales/costo de uso del capital)$_{-1}$, costo de uso de la deuda$_{-1}$, costo de uso total$_{-1}$. Todos los instrumentos divididos por K_{-1} (excepto la relación entre deuda y activos, el costo de uso de la deuda y total, el índice de controles cuantitativos, y la inversión gubernamental). Ver también las indicaciones contenidas en el Cuadro 2.

Cuadro 2

Fuente: La mayoría de la información proviene de Superintendencia de Sociedades (para 211 firmas, ver Anexo C); El índice de controles cuantitativos se obtuvo de" L.Villar (1992), y corresponde al equivalente arancelario del para-arancel. Los precios utilizados en la Columna (5) corresponden a una aproximación al nivel CIIU 4 dígitos del índice de precios al por mayor del comercio en general suministrados por el Banco de la República. El costo de uso de la deuda se calculó según la ecuación (16) del Anexo A, y se obtuvo con base en la información suministrada por I.Fainboin (1990, Anexo 1) y por el IMF Financial Statistics.

Metdología: Se utilizó la metodología de mínimos cuadrados en dos etapas, siendo las variables endógenas la inversión, el endeudamiento (Δ.Deuda) y los dividendos. sobre los instrumentos utilizados ver las notas al Cuadro 1. Empresas Grandes: Aquellas con activos superiores a $365 millones en 1980 (ver Anexo C).

Cuadro 3

Fuentes: Ig, k: Superintendencia de Sociedades; Ig: I.Fainboin (1990, formación bruta de capital fijo); Controles Cuantitativos: L. Villar (1992): equivalente arancelario del para-arancel; Kg: F. Sánchez (1992). Ver también el Cuadro 2.

Cuadro 4

Metodología: $dXt/dZt=(I-A)^{-1}$ para un sistema del tipo $Xt=AX_t+BX_{t-1}+FZ_t$ donde X: variables endógenas; X_{t-1}: Variables Endógenas Rezagadas; y Z_t: Variables Exógenas. Se re-estimó la ecuación para el endeudamiento en el Cuadro 1, excluyendo la variable Cud$_{-1}$, con el fin de evitar la presencia de no-linealidades en la solución del ejercicio. Resultan prácticamente idénticos los coeficientes obtenidos para las demás variables.

Cuadro 9

Deuda:	Pasivos de corto y largo plazo y créditos comerciales
Utilidades:	Utilidad operacional (antes de impuestos e intereses)
Liquidez:	Activo corriente-Pasivo corriente
Activos:	Activos totales

Fuentes: Ver cuadro 2

Los valores reportados en cada periodos corresponden a la mediana para las 211 firmas 'grandes' seleccionadas.