Colombia

FEDESARROLLO

COYUNTURA ECONOMICA ANDINA, No. 7, junio de 1986

coyuntura económica andina

COLOMBIA

Introducción y resumen 33
El origen del crecimiento global e industrial en 1985 35
El comportamiento reciente de la actividad económica y el empleo. 44
El sector externo 49
La situación fiscal 60
El control monetario y financiero 65
Precios 74

Colombia

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

La situación favorable del sector externo de la economía ha transformado radicalmente el clima de opinión empresarial y las bases de la política económica del país. La actitud de cautela e incertidumbre característica de los últimos años ha sido remplazada por un franco optimismo sobre el futuro de los negocios.

Por efecto de los mayores precios pagados a los productores de café, los indicadores de demanda han mostrado un gran dinamismo en los primeros meses de 1986, que se ha reflejado ya en la evolución de las ventas del comercio y en la situación de inventarios. Debido a los rezagos normales, de unos cuatro meses, que median entre las variaciones de demanda y el comportamiento de la producción industrial, los niveles de actividad productiva en los sectores manufactureros no han experimentado todavía un crecimiento semejante y, en consecuencia, tampoco ha mejorado aún la situación del empleo. Sin embargo, la industria cuenta con amplios excedentes de capacidad y un adecuado suministro de insumos que le permitirá lograr tasas muy satisfactorias de crecimiento al concluir el año.

* * *

Durante los primeros tres meses del año, el país aplicó una política muy efectiva de ventas externas de café, que le permitiró colocar más de 3.3 millones de sacos y mejorar su participación en el mercado mundial del grano. Además, durante ese período, los precios internacionales se mantuvieron en niveles elevados, entre US$2.10 y US$2.60 por libra, contribuyendo a aumentar los ingresos por este concepto. En abril y mayo estas tendencias se debilitaron debido a la disminución de las cotizaciones y al menor volumen de ventas, lo que obligó a revisar las previsiones optimistas de principios de año. Con todo, puede esperarse que las ventas durante 1986 superen por lo menos en un 60% el nivel del año

anterior, asegurando un ingreso de divisas que cubrirá ampliamente las necesidades cambiarias del país.

A pesar de la abundancia de divisas, las autoridades económicas han considerado en forma acertada que es necesario defender el nivel actual de la tasa de cambio real con el fin de consolidar el desarrollo de las exportaciones menores, mantener la competitividad de la industria nacional y prevenir la destorcida futura del mercado cafetero. Sin embargo, con ese propósito han optado por un manejo inadecuado de la tasa de cambio que persigue compensar en períodos muy breves las fluctuaciones de los precios internos o las variaciones de las tasas de cambio de las monedas de terceros países, desconociendo que los objetivos de un manejo cambiario realista sólo tienen validez en el mediano plazo. Esta política induce además la aparición de un clima de incertidumbre sobre la tasa de cambio que dificulta la programación de las transacciones externas y reduce el margen de acción de los instrumentos cambiarios frente a eventuales alteraciones en el panorama externo del país.

Las autoridades han expresado también en forma reiterada que la holgura del sector externo no se traducirá en desprotección a la producción nacional o en relajamiento de los controles a las importaciones. Sin embargo, el presupuesto mensual de importaciones ha sido ampliado recientemente en un 15%, lo cual puede redundar en pérdidas de mercado para los productores nacionales, a menos que se reafirmen los criterios de protección a la industria que en forma muy eficiente ha venido aplicando el INCOMEX. En las actuales circunstancias, cuando no hay evidencia de escasez de suministros importados, y han surgido dudas sobre la magnitud y duración de la bonanza, sería totalmente inoportuno suavizar los controles, ya que tal cosa daría margen a eventuales demandas especulativas surgidas de esa misma incertidumbre.

* * *

Con miras a reducir las entradas netas de divisas y facilitar el manejo monetario, desde hace algunos meses se eliminaron los plazos mínimos de giro para el pago de importaciones, se ampliaron los plazos de reintegro de las exportaciones y se aumentaron los cupos para la venta de dólares viajeros. Ninguna de estas medidas ha tenido mayor efectividad. Al mismo tiempo, se han generado otras presiones de expansión monetaria por el ingreso de divisas por exportaciones de servicios y por la liquidación de Certificados de Cambio que se encontraban en poder del público. Aunque sería incorrecto afirmar que la expansión monetaria se encuentra fuera de control, estas circunstancias indican que el manejo monetario podría hacerse aún más difícil en los próximos meses, a menos que se tomen medidas correctivas de inmediato. En esta dirección es necesario insistir en la conveniencia de devolverles el atractivo a los Certificados de Cambio para impedir que continúe disminuyendo su saldo de circulación. Con tal fin debe imponérsele un descuento a su liquidación en el Banco de la República y créarseles una demanda entre las entidades que requieren hacer pagos de deuda en el exterior. De igual forma, es reco-

mendable el establecimiento de depósitos adicionales y plazos máximos de giro para el pago de las importaciones, de forma que se logre una esterilización de recursos a tono con el dinamismo de las importaciones.

* * *

Todos los analistas han coincidido en afirmar que las medidas de control a las tasas de interés han tenido una gran efectividad. Los rendimientos financieros se han situado dentro de los límites establecidos y se ha presenciado un vigoroso crecimiento de la mayoría de los activos líquidos rentables, demostrando así que los controles no han desestimulado el ahorro financiero ni dado origen a procesos de desintermediación financiera. Además, las menores tasas de interés han facilitado los acuerdos de restructuración de los compromisos con los intermediarios financieros y han favorecido la disminución de las deudas de dudoso recaudo. En consecuencia, sería un total desacierto que el gobierno se comprometiera a desmontar los controles, como lo anunció el Ministro de Hacienda, puesto que en todo caso las tasas administradas son susceptibles de modificación para adecuarlas a los cambios que se presenten en otras variables económicas.

* * *

En los primeros meses del año la Tesorería ha hecho uso de sus disponibilidades de liquidez para atender sus compromisos pendientes de pago. Esto no ha impedido que gracias al buen comportamiento de los ingresos tributario, al mismo tiempo hayan disminuido sus necesidades de financiamiento en términos reales. El gobierno se ha comprometido además con una política de gasto para sus últimos meses de administración con miras a lograr la culminación de numerosos programas en curso. Aunque dicha política despertó inicialmente el temor de que podría comprometer el manejo macroeconómico de la próxima administración, las decisiones de gasto se encuentran ceñidas a las disponibilidades presupuestales previstas y no implican un crecimiento anormal de las erogaciones. Desafortunadamente, estas políticas de agilización de pagos y recuperación del gasto han sido adoptadas en forma manifiestamente tardía, cuando ya la economía cuenta con otros elementos propulsores de la demanda y de la actividad económica.

II. EL ORIGEN DEL CRECIMIENTO GLOBAL E INDUSTRIAL EN 1985

A. Los factores de crecimiento económico en 1985

El comportamiento de la actividad económica en 1985 estuvo dominado por las políticas de ajuste macroeconómico que se siguieron con miras a reducir el desequilibrio en las transacciones corrientes con el resto del mundo y el déficit de las operaciones del gobierno.

El énfasis del ajuste externo durante 1985 se inclinó hacia un manejo más activo de la tasa de cambio, produciendo básicamente tres efectos sobre el crecimiento económico. En primer lugar, favoreció la recuperación de las exportaciones sensibles al valor real de la tasa de cambio, tales como los productos agrícolas di-

ferentes de café y las manufacturas. En segundo lugar, elevó la remuneración real recibida por los exportadores, incluso los de aquellos bienes relativamente insensibles a la situación de precios relativos, como los productos de la minería y el café. Estos dos efectos fueron favorables al crecimiento económico, el primero de manera directa, al generar una mayor producción de bienes de exportación, y el segundo de manera indirecta, al elevar la capacidad de gasto interno de los perceptores de dichos ingresos. Sin embargo, en el caso del café, sólo una mínima parte del mayor valor real obtenido por las exportaciones fue recibido por los productores, ya que el Fondo Nacional del Café y, en una proporción menor, el gobierno, retuvieron los ingresos adicionales, esterilizando así su efecto sobre el gasto interno. Frente a estos dos efectos favorables al crecimiento, la devaluación produjo además un resultado adverso, por el hecho de encarecer en términos relativos los bienes importados, reduciendo así la capacidad de gasto interno de todos los ingresos.

El ajuste externo no se efectuó únicamente a través del manejo cambiario, ya que las políticas de control a las importaciones que se habían venido imponiendo desde 1983, y sobre todo en 1984, se mantuvieron durante 1985. Aunque desde mediados del año, algunos controles se empezaron a suavizar, agilizándose la concesión de licencias, ello no alcanzó a reflejarse en las importaciones efectivamente realizadas durante el año, que según el estimativo provisional del DANE cayeron en un 14% en términos reales con respecto al año anterior. Parte de esta contracción se debió además a las menores importaciones de petróleo crudo, que no están sujetas a los sistemas de control de las demás importaciones.

Las políticas de reducción de importaciones tuvieron un efecto positivo sobre el crecimiento económico en 1985, porque reorientaron la demanda hacia las producciones domésticas, permitiendo a su vez la generación de nuevos ingresos. A pesar de los temores que se tenían a principios del año, la permanencia de los controles no llevó a que se agravaran los problemas de abastecimiento de materias primas que se venían sintiendo con cierta fuerza desde 1984. Antes bien, como fue analizado en la última entrega de *Coyuntura Económica*, a lo largo del año la situación de abastecimiento se fue mejorando, hasta situarse en niveles que pueden considerarse normales.

Por su parte, el ajuste fiscal se apoyó tanto en la contención del gasto como en el fortalecimiento de los ingresos de origen tributario. Para el consolidado de todo el sector público, el principal mecanismo de disminución del gasto fue la reducción de los salarios reales de los funcionarios públicos. Esta medida no tuvo efectos directos sobre el volumen de producción, ya que no estuvo acompañada de una disminución del empleo público ni de las actividades del sector gobierno. Sin embargo, sí tuvo efectos desfavorables sobre la demanda real, incidiendo por esta vía en el nivel de producción de los demás sectores. El fortalecimiento de los ingresos tributarios operó de una forma semejante, pues al elevarse los coeficientes de tributación sobre las diferentes formas de gasto se redujo la

remuneración real efectivamente recibida por los factores productivos y se disminuyó la capacidad de la demanda real de los ingresos. Adicionalmente, el aumento en la tributación real directa tendió también a deprimir el poder multiplicativo de demanda de las diferentes fuentes de ingreso privado.

En síntesis, las políticas de ajuste generaron un conjunto de efectos sobre las posibilidades de crecimiento de la economía, favoreciéndolo por el lado de las exportaciones y la sustitución de importaciones, y debilitándolo a través del encarecimiento del gasto importado por la devaluación y a través de las medidas de reducción del gasto público y de recuperación de los ingresos tributarios. A estos factores desfavorables se sumó además la caída en la inversión agregada, por tercer año consecutivo, explicable por el clima de recesión e incertidumbre, y en parte inducida también por los controles a las importaciones y el encarecimiento relativo del equipo importado.

Con la ayuda del Cuadro 1, puede analizarse la importancia relativa que tuvieron estos factores expansivos o contractivos en los resultados del crecimiento económico en 1985.

1. El gasto exógeno real

Las exportaciones menores y, en menor medida, el consumo del gobierno fueron las dos fuerzas expansivas del volumen de gasto en términos reales en 1985. El primero de estos factores habría generado por sí sólo y de forma directa un crecimiento del orden del 1.2%, según los estimativos provisionales del DANE en que se basan estos cálculos. Sin embargo, el efecto expansivo de estos dos componentes de demanda estuvo más que contrarrestado por el comportamiento del gasto real en bienes de inversión, cuya caída fue equivalente al 1.6% del PIB, y, en forma muy marginal, por el ligero deterioro que tuvieron las exportaciones de café en términos físicos. De esta forma, el gasto real de carácter exógeno habría generado una caída directa de cerca del 0.2% en el PIB, aparte de sus efectos inducidos.

2. Los ingresos reales

Durante 1985 se produjeron alteraciones importantes en los precios relativos de todos los componentes de demanda. Estos cambios estuvieron asociados básicamente a la devaluación real, estimada a fin de año en un 30%[1], y al deterioro real de los salarios públicos.

El efecto de la devaluación aparece reflejado en el aumento de la capacidad de demanda interna de los ingresos provenientes de las exportaciones cafeteras y de otros productos. Dicho aumento fue equivalente al 2.1% del PIB, lo cual muestra la magnitud de las transferencias de ingreso que tendió a generar la devaluación en favor de los exportadores (Cuadro 1, columna 3). Sin embargo, éstos no fueron los ingresos adicionales efectivamente recibidos por los exportadores por cuenta del cambio en los precios relativos. En el caso de las exportaciones de café, como ya se mencionó, sólo una porción mínima de dichas transferencias fue finalmente traspasada a los productores, ya que la mayor parte fue captada por el Fondo Nacional del

[1] Véase el Capítulo Sector Externo en la última entrega de *Coyuntura Económica*.

CUADRO 1

COLOMBIA:
FACTORES DE CRECIMIENTO ECONOMICO EN 1985
(%)

Componentes de demanda final	Crecimiento de la demanda final originado en: Crecimiento real exógeno (1)	Cambios en precios relativos: A costo de factores (2)	Cambios en precios relativos: A precios de mercado (3)	Sustitución de importaciones (4)	Total (1)+(3)+(4)
Consumo privado	–	– 1.64	– 0.05	0.15	0.10
Consumo del gobierno	0.12	– 0.71	– 0.51	–	– 0.39
Formación de capital[1]	– 1.59	– 0.88	– 0.35	0.60	– 1.34
Exportaciones de café[2]	– 0.01	0.03	1.30	–	1.29
Exportaciones menores	1.26	0.98	0.82	–	2.08
Importaciones de insumos y servicios	–	– 0.98	– 0.98	0.98	0.00
Total efectos exógenos	– 0.22	– 3.20	0.23	1.73	1.74
Efecto inducido sobre el consumo privado					0.31
Total crecimiento del PIB					2.04

Fuente:

[1] Excepto acumulación de inventarios de café.
[2] Ajustadas por acumulación de inventarios de café.

Café y por el gobierno a través de la retención cafetera y del impuesto a las exportaciones. En cambio, para las demás exportaciones, las rentas de la devaluación fueron reforzadas por el aumento en los montos reales pagados a los exportadores a través del CERT. De esta forma, los productores de exportaciones diferentes de café recibieron una transferencia por el cambio en los precios relativos de sus productos próxima al 1% del PIB, cifra nada despreciable si se tiene en cuenta que la participación de dichas exportaciones en el PIB no supera el 4%.

Al mismo tiempo, la devaluación produjo el efecto opuesto sobre el valor real de los insumos importados. Aunque este efecto estuvo en parte amortiguado por la disminución de las cotizaciones externas, el encarecimiento relativo de los insumos importados disminuyó, también en cerca del 1% del PIB, el poder de compra interno de los ingresos reales. En síntesis, la devaluación produjo un efecto redistributivo del conjunto de ingresos internos a favor de los exportadores de bienes y servicios diferentes a café, por aproximadamente el 1% del PIB.

En términos relativos, en 1985 se redujeron los precios de mercado de la producción doméstica de bienes de consumo e inversión y de los servicios del gobierno. En los dos primeros casos esta reducción fue la contraparte del encarecimiento relativo de los precios de mercado de las exportaciones. El abaratamiento del precio relativo de los servicios del gobierno equivalente a cerca de 0.5% del PIB se debió además a la caída de los salarios reales del sector público (que se toman implícitamente como el precio de dichos servicios).

Estas disminuciones de precios relativos implican que se contrajo la capacidad de gasto real de los ingresos generados en la venta de bienes de consumo e inversión y en la producción de servicios del gobierno. Este efecto estuvo reforzado además por la elevación de todas las formas de tributación de origen indirecto, implicando un aumento en las transferencias al fisco a cuenta de dichos ingresos. Según los estimativos del Cuadro 1, los mayores impuestos pagados directa e indirectamente por los bienes de consumo equivalieron en 1985 a cerca del 1.6% del PIB, y los de la inversión al 0.5% (columnas 2 y 3).

3. La sustitución de importaciones

Si la composición de la demanda entre bienes nacionales e importados hubiera permanecido sin cambio alguno en 1985, el crecimiento económico habría sido virtualmente nulo. En efecto, como lo muestran las estadísticas del Cuadro, sin el crecimiento de demanda originada por la sustitución de importaciones, equivalente al 1.7% del PIB, los demás factores exógenos de crecimiento simplemente se habrían cancelado entre sí.

Si bien es probable que la contracción en las importaciones inicialmente calculada por el DANE (14%) esté sobreestimada, no hay duda que la sustitución de importaciones continuó avanzando en 1985, incluso más allá de lo que los analistas esperaban. A este respecto, en *Coyuntura Económica* de abril de 1985 se había afirmado que "esta fuente de expansión de demanda en el corto plazo puede considerarse muy próxima a agotarse, ya que las importaciones sólo podrían restringirse adicionalmente a costa de sacrificar la actividad interna"[2]. Sin embargo, la sustitución tuvo un papel expansivo semejante al del año 1984.

En parte, tal cosa se logró con una profundización de la sustitución de materias primas importadas por otras de origen nacional, demostrando así la capacidad de acomodamiento de la industria colombiana y, no en menor medida, las notables mejoras administrativas en el otorgamiento de licencias de importación por parte del INCOMEX, ya que tal resultado se consiguió al mismo tiempo que se resolvían los cuellos de botella de abastecimiento que venían padeciendo numerosas industrias hacia fines de 1984 y principios de 1985. Además, el proceso de devaluación real y el encarecimiento adicional de las importaciones por la imposición del gravamen del 8% también facilitaron la asignación de licencias, pues contribuyeron a disminuir las presiones que se habían presentado en los años anteriores.

---

[2] Op. cit. pág. 19.

FEDESARROLLO
BIBLIOTECA

Sin embargo, como ocurrió también en 1984, la sustitución de importaciones tuvo lugar a costa nuevamente de los proyectos de inversión intensivos en bienes de capital extranjeros, del retraso de algunas grandes obras de inversión pública y, posiblemente, de la reducción de inventarios de bienes importados. Finalmente, la sustitución de importaciones de bienes de consumo tuvo un efecto relativamente moderado, pues si bien se estima que este tipo de compras externas continuó disminuyendo en forma significativa en 1985, su importancia relativa en la demanda total es muy reducida.

4. Los efectos inducidos y los resultados finales

El conjunto de factores anteriores fue responsable en forma directa de un crecimiento de la producción del orden del 1.7% durante 1985. Aparte de estos crecimientos exógenos se generaron otras demandas adicionales de bienes de consumo, dando origen al crecimiento restante, de aproximadamente 0.3%. Aunque esta cifra es muy reducida, resulta sorprendente que haya habido algún crecimiento positivo del consumo real de las familias, cuando todos los indicadores tienden a señalar un deterioro en la capacidad de gasto privado. Uno de los factores que causó este deterioro fue el aumento en la tributación. Según los cálculos del cuadro, el aumento de todo tipo de impuestos indirectos, incluyendo como tales los excedentes cafeteros retenidos por el gobierno y las entidades del sector, implicó una disminución del poder de demanda de todos los ingresos equivalente al 3.4% del PIB (diferencia entre las columnas 2 y 3). Aproximadamente la mitad de este deterioro fue compensado por la sustitución de importaciones que, como ya se vio, tuvo un importante efecto de demanda. Sin embargo, tendió a ser agravado además por la caída en los volúmenes reales de gasto exógeno (columna 1) y por otros tres factores que no aparecen en estos cálculos: el aumento de las tasas reales de imposición directa a las sociedades y las personas[3], la caída de los salarios reales en todos los sectores económicos y el encarecimiento relativo de los alimentos. Todos estos factores habrían sido consistentes con una caída del consumo real de las familias, que no se observa en los estimativos del DANE. Aunque las cifras definitivas de Cuentas Nacionales podrán arrojar nuevas luces sobre este fenómeno, e incluso desvirtuarlo, el crecimiento del consumo muestra en todo caso que las familias redujeron sus niveles reales absolutos de ahorro para cubrir sus necesidades crecientes de consumo y que este comportamiento fue favorable al crecimiento.

En síntesis, el análisis anterior sobre las fuentes de crecimiento en 1985 indica que la sustitución de importaciones y las exportaciones menores fueron los principales factores de aumento de la demanda y la producción, mientras que la inversión fue el elemento más desestimulante. Además, las fuentes de crecimiento exógeno encontraron poco espacio para multiplicarse a través de mayores consumos, dando así como resultado una tasa de crecimiento muy moderada.

---

[3] Con un crecimiento de recaudos de renta y complementarios del 33.6% en 1985 se deduce un aumento real de los impuestos directos de 8%.

B. Las fuentes de crecimiento industrial en 1985

De acuerdo con las estadísticas de la Muestra Mensual Manufacturera del DANE, la producción industrial registró un crecimiento del 2.7o/o en 1985. Esta cifra es inferior a los estimativos provisionales de Planeación Nacional y de la ANDI, que situaban el crecimiento industrial entre el 4.0 y el 5.0o/o. En cambio, se encuentra dentro del rango inicialmente proyectado por FEDESARROLLO a principios de 1985[4] (0.5- 3.0o/o y está muy cerca del estimativo que mantuvo *Coyuntura Económica* desde su entrega del pasado mes de octubre (3o/o).

Es bien probable que los estimativos más elevados de Planeación y de la ANDI hayan sido influidos por el buen clima de opinión que prevaleció entre los empresarios industriales hacia fines de año. Sin embargo, no resultaban compatibles con la evolución de las fuentes de demanda que alimentaron la actividad industrial en 1985. Como se preveía a principios del año, debido a la adopción del programa de ajuste macroeconómico, era poco factible que la demanda interna tuviera crecimiento alguno a lo largo del año, en razón de la magnitud del ajuste fiscal propuesto, que necesariamente limitaría el desempeño de la producción industrial. El crecimiento debería provenir entonces, bien del aumento en el volumen de las exportaciones manufactureras, o de una profundización en el proceso de sustitución de importaciones reiniciado en 1983. Sin embargo, era dudoso que estas dos fuentes pudieran remplazar la falta de dinamismo de la demanda interna para lograr tasas de crecimiento industriales comparables al año anterior (9.7o/o), debido a la reducida importancia de las exportaciones en los sectores industriales y por las dificultades administrativas de hacer aún más restrictivo el control a las importaciones sin generar cuellos de botella en la producción.

El ejercicio de descomposición de las fuentes de demanda industrial que se presenta en el Cuadro 2 muestra que, en general, estos temores resultaron bien fundados. En primer lugar, los cálculos agregados para toda la industria muestran que el comportamiento de la demanda interna fue contrario al crecimiento industrial. Este fenómeno fue particularmente notable en los sectores productores de bienes de capital, donde la contracción de la demanda interna habría dado origen a una reducción de la producción del 34o/o. Naturalmente, este resultado refleja el deterioro de la inversión que, según vimos, también es manifiesto en las estadísticas agregadas para toda la economía. Sin embargo, es importante notar que la disminución de la demanda también fue en parte un fenómeno inducido por los controles a las importaciones de bienes no completamente sustituibles por producción nacional. Este fue especialmente el caso del equipo de transporte, incluido el de uso privado, que en esta clasificación aparece como parte de los bienes de capital. Las restricciones a estas compras externas tendieron a desviar la demanda hacia la producción nacional. Sin embargo, ésta no pudo responder adecuadamente, debido por un lado, al cierre temporal de una de las plantas y por

[4] *Coyuntura Económica*, abril de 1985.

CUADRO 2

COLOMBIA:
CONTRIBUCION DE LAS DIFERENTES FUENTES DE DEMANDA
AL CRECIMIENTO DE LOS SECTORES INDUSTRIALES EN 1985
(Tasas de crecimiento anual)

	Fuentes de demanda			
	Demanda interna	Sustitución importaciones	Exportaciones	Total
A. Bienes de consumo	4.3	1.6	− 0.4	5.6
1. Alimentos, bebidas y tabaco	6.6	1.5	− 0.8	7.3
2. Textiles, confecciones y cuero	− 1.9	0.7	1.1	− 0.1
3. Manufacturas diversas	− 4.3	12.2	− 1.2	6.7
B. Bienes intermedios	− 3.5	6.4	3.3	6.2
1. Madera y muebles	− 4.2	2.5	4.0	2.2
2. Papel e imprentas	1.6	2.5	− 1.2	2.9
3. Químicos, plásticos, caucho	0.7	7.3	1.0	9.0
4. Minerales no metálicos	− 21.2	8.8	8.3	− 4.0
5. Metálicos básicos	− 1.5	4.8	3.8	7.1
C. Bienes de capital (Maquinaria y equipo de transporte)	− 34.6	17.7	0.2	− 16.8
TOTAL INDUSTRIA	− 3.7	5.2	1.2	2.7

Fuente: Metodología de Chenery y estimativos de FEDESARROLLO a partir de información de Encuesta Mensual Manufacturera, Manifiestos de Aduana (DANE), registros de INCOMEX e Indices de Precios al por Mayor del Banco de la República.

otro, a la imposibilidad de ajustarse completamente a los patrones de demanda. Por consiguiente, una parte de la demanda potencial de este tipo de bienes se vio racionada, reflejándose en la disminución de esta fuente de crecimiento para este sector industrial. Esta forma de racionamiento debió favorecer en cambio a otros sectores productivos, pues los ingresos disponibles al menos en parte debieron desviarse hacia otras formas de gasto en bienes industriales.

Este efecto podría contribuir a explicar el crecimiento de la demanda interna de los bienes de consumo, que según los cálculos del cuadro originó un aumento del 4.3% en la producción de este grupo de sectores industriales. Sin embargo, el único sector de bienes de consumo que tuvo un crecimiento positivo fue el de alimentos, bebidas y tabaco, que difícilmente podría captar las demandas racionadas por la contención de importaciones de automóviles y otros bienes conspicuos. En realidad, el dinamismo de las demandas internas de dicho sector es sorprendente ante el deterioro en términos reales de todo tipo de ingresos laborales

en 1985, y podría estar reflejando más bien problemas de tipo estadístico. En efecto, los otros sectores clasificados como bienes de consumo (textiles, confecciones y cueros, y manufacturas diversas) sufrieron una contracción en la demanda de origen interno, más consistente con la evolución de los ingresos reales de las familias.

Para el conjunto de sectores de bienes intermedios la demanda doméstica tuvo un efecto negativo, equivalente al 3.4% del valor de sus producciones. Sin embargo, el comportamiento fue bastante heterogéneo entre los sectores componentes. Las demandas internas de metales básicos y de productos químicos, plásticos y caucho registraron un virtual estancamiento con respecto a los niveles de 1985. En cambio en los casos de madera y muebles, y minerales no netálicos las demandas internas se redujeron, reflejando el decaimiento de la actividad urbana hacia la cual se dirigen porcentajes bastante altos de estas producciones[5].

La disminución de la demanda interna como fuente de crecimiento industrial fue más que compensada por la sustitución de importaciones. De esta forma, la restricción a las compras externas no sólo fue importante para el desempeño de toda la economía, según vimos en la sección anterior, sino que fue decisiva para impedir que la industria registrara tasas negativas de crecimiento en 1985. La disminución de los coeficientes de importación en términos de volumen fue favorable a todos los sectores industriales, según se aprecia en el Cuadro 2. Los efectos menos importantes se dieron entre las ramas de bienes de consumo, debido a la reducción en la participación de las importaciones en la oferta de este tipo de bienes. La incidencia de la sustitución de importaciones fue mucho más apreciable para los sectores de bienes intermedios. En efecto, la racionalización de las compras externas de insumos industriales generó un crecimiento del 6.4% en las producciones domésticas de dichos bienes en 1985. La sustitución fue especialmente favorable para el desempeño de las ramas de químicos, minerales no metálicos y metálicos básicos. Hay evidencia de que en las dos primeras los controles a las importaciones se aplicaron en forma relativamente moderada en un principio, lo cual dio margen para una mayor selectividad en 1985[6]. En los otros sectores productores de bienes intermedios, la restricción a las importaciones jugó un papel positivo, pero más moderado, en el crecimiento.

En general, los controles a las importaciones de materias primas e insumos durante 1985 no causaron tropiezos a la producción. Antes bien, como lo muestran los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial, los problemas de insuficiencia de insumos tendieron a corregirse a lo largo del año, hasta llegar a niveles normales según los patrones históricos. Por consiguiente, los controles para este tipo de bienes fueron compatibles con el desarrollo de la produc-

[5] Según estadísticas de 1982, el sector de construcción adquiere el 36% del valor bruto de producción de la rama de madera y muebles y el 67% de la producción de minerales no metálicos elaborados. Véase DANE, Cuentas Nacionales, *Matrices Insumo Producto.*

[6] Véase el capítulo sobre Actividad Económica Sectorial en las entregas de abril de 1985 y octubre de 1985 de *Coyuntura Económica.*

ción y no condujeron a racionar las demandas. En cambio, como ya se observó, las restricciones a las importaciones de maquinaria y equipo de transporte sí redujeron posiblemente las demandas. De ahí que aunque en este sector la sustitución de importaciones podría haber sustentado un aumento del 17% de la producción, esta fuente de crecimiento quedó contrarrestada por la caída en la demanda interna, debido al racionamiento y a otros factores que ya se señalaron.

Por último, las exportaciones también tuvieron un efecto favorable en el crecimiento industrial en 1985. Las exportaciones más dinámicas fueron las de productos tradicionales, que habían enfrentado problemas en años anteriores, como productos de cuero, confecciones, manufacturas de madera y cemento. Además, en 1985 se consolidaron algunas nuevas líneas de exportación, en especial los productos de la industria editorial. Aunque el dinamismo de estos productos fue muy elevado, con tasas nominales por encima del 29% en todos los casos[7], su incidencia sobre el crecimiento de los sectores respectivos fue mucho más moderada, debido a la reducida importancia de las exportaciones en la demanda total. Unicamente en el sector de minerales no metálicos, que incluye cemento, las exportaciones tuvieron un efecto destacado (8.3%). En la rama de manufacturas de madera y en metálicos básicos también fue importante (4.0 y 3.8%, respectivamente), pero aún así en el conjunto de toda la industria esta fuente de crecimiento sólo representó un aumento del 1.2%.

Los resultados de este ejercicio muestran, en definitiva, que a pesar de la limitada capacidad de respuesta de algunos sectores, el crecimiento de la industria en 1985 fue impulsado básicamente por la sustitución de importaciones y, en menor medida, por el buen desempeño de las exportaciones. Estos factores permitieron compensar el deterioro que registró la demanda interna, dando como resultado un crecimiento positivo, pero bastante moderado y muy inferior al que se había tenido en 1984.

III. EL COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA Y EL EMPLEO

A. Evolución de los indicadores de la demanda

Durante los primeros meses de 1986, los principales indicadores de demanda han llegado a los niveles más altos registrados desde 1980. La capacidad de compra del sector privado ha mostrado un gran dinamismo desde fines de 1985, impulsada primero por la recuperación del gasto público y luego por los nuevos precios internos de compra de la cosecha cafetera. La notable reactivación de la demanda ha dado continuidad a las tendencias de expansión de las ventas en el comercio organizado y ha reafirmado el clima favorable de opinión de los comerciantes e industriales sobre el estado de los negocios. Aunque estas condiciones favorables aún no se habían reflejado al concluir el mes de marzo en un fortalecimiento de la actividad productiva en los sectores industriales, la

[7] Véase la entrega de marzo de 1986 (Cuadro III-6).

FEDESARROLLO
BIBLIOTECA

evolución de los pedidos y los inventarios da base para esperar que ello ocurra en los meses sucesivos.

Las nuevas tendencias de la demanda agregada contrastan con la fase depresiva que se vivió durante la mayor parte de 1985. En efecto, durante el segundo semestre de ese año, las posibilidades de gasto del sector privado experimentaron un deterioro apreciable a medida que se avanzaba en el proceso de ajuste fiscal y se reducía el poder de compra de los salarios. Estas fuerzas depresivas no fueron contrarrestadas por el desempeño del sector externo porque el estímulo que recibieron los sectores exportadores fue moderado frente al encarecimiento y recuperación de las importaciones en relación con los niveles muy deprimidos de los meses inmediatamente anteriores. El carácter recesivo de la combinación de políticas adoptada por el gobierno se hizo así muy notorio puesto que la profundización del ajuste fiscal superó ampliamente la mejoría del sector externo. Además, como las transacciones con el exterior continuaban siendo deficitarias, el encarecimiento relativo de las divisas implicó una disminución adicional de la capacidad de gasto interno del sector privado.

Esta fase de contracción de la demanda se mantuvo hasta el mes de octubre, aproximadamente. Aunque en los meses restantes del año no se modificaron aún los patrones de política sobre el sector externo de la economía, sí se revirtió en cambio la política de contención del gasto público. Dado que estaba asegurado el cumplimiento de las metas de ajuste fiscal establecidas por el gobierno, y contando con abundantes recursos de financiamiento, las autoridades económicas decidieron entonces acelerar el gasto público y agilizar los pagos, especialmente los dirigidos a programas de inversión. Esta política se tradujo en una recuperación del poder de compra real del sector privado.

Por sí sola, la nueva orientación de la política de gasto habría sido insuficiente para restablecer los niveles de demanda más altos alcanzados en el segundo trimestre de 1985 y menos aún para mantenerlos de manera permanente. En efecto, tan pronto se inició 1986 el dinamismo del gasto público volvió a reducirse en relación con sus niveles de los meses inmediatamente anteriores, no sólo por los factores estacionales normales sino, además, por la desacumulación de obligaciones pendientes de pago y por la necesidad de ceñirse a los nuevos límites fijados a las operaciones de la Tesorería en desarrollo del programa de ajuste con los organismos internacionales. En contraste, en los primeros meses del año los recaudos tributarios continuaron creciendo a tasas bastante altas, gracias a la efectividad de las medidas de control sobre las retenciones del impuesto a la renta y al efecto rezagado de la devaluación de 1985 sobre el monto de los gravámenes de todo tipo sobre las importaciones[8]. Así las cosas, el manejo de la política fiscal volvió a ser nuevamente contrario a la expansión de la demanda al iniciarse 1986.

No obstante, debido al aumento en los precios externos del café, espe-

[8] Véase más adelante la sección sobre la situación fiscal.

cialmente en diciembre y enero, fue posible mantener el dinamismo de la capacidad del gasto interno del sector privado, ya que una parte importante de dicho aumento se trasladó a los productores de café. En efecto, el precio interno del grano, que se encontraba en $23.200 por carga a principios de diciembre, se elevó a $24.375 en ese mes, y luego a $30.000 pesos en enero de 1986. Adicionalmente, en desarrollo de los acuerdos logrados entre el gobierno y el gremio cafetero, se decidió que el nuevo precio se modificaría periódicamente de acuerdo con el crecimiento del índice de precios al consumidor y que se concedería un sobreprecio de otros $6.000 por carga, representados en Títulos de Ahorro Cafetero.

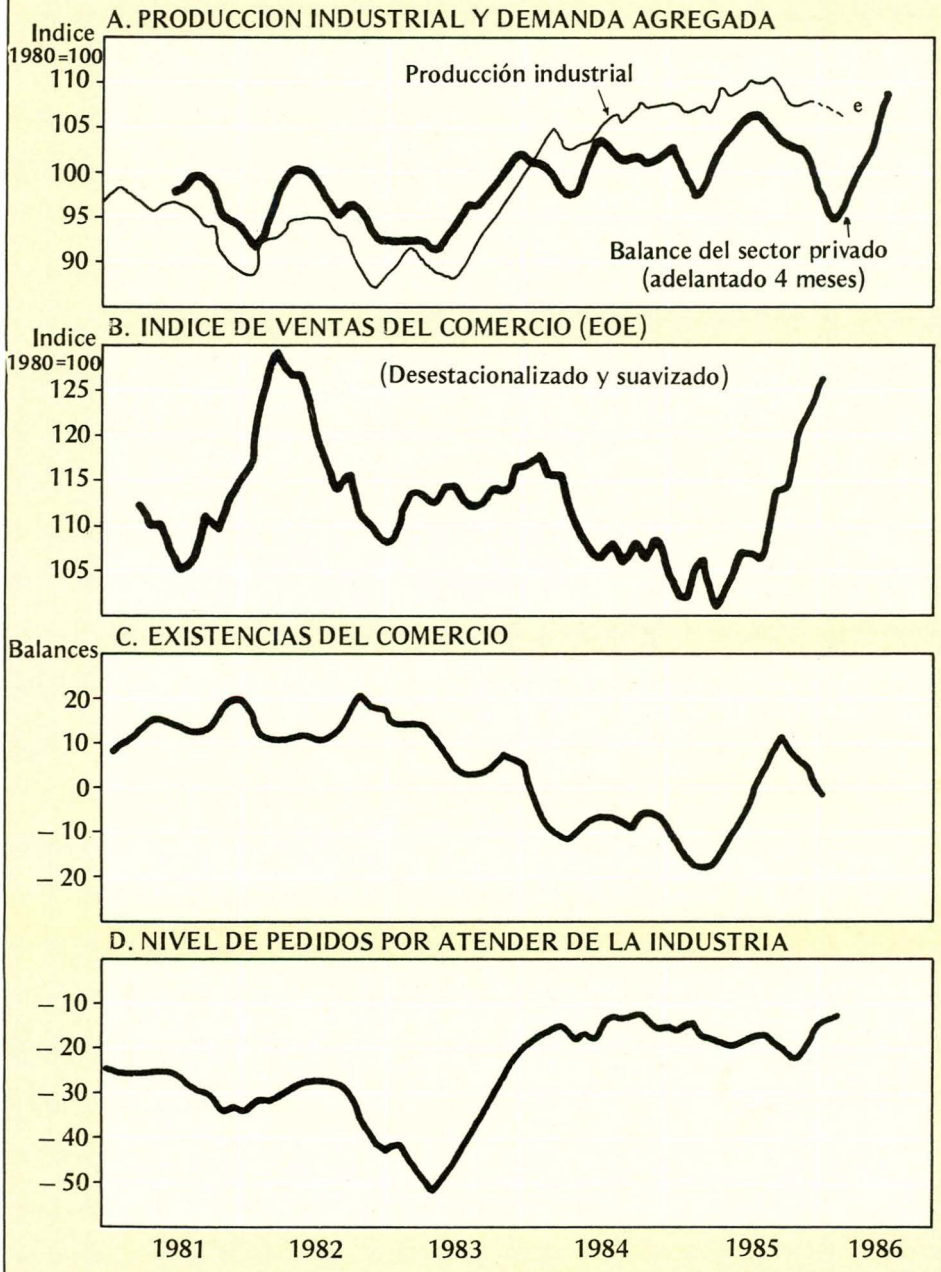
Los nuevos precios internos del grano han permitido así mantener las tendencias favorables de la demanda registradas desde los últimos meses de 1985. Además, como los productores habían retenido parte de la cosecha en previsión del alza de precios de enero, las ventas internas han tenido también un crecimiento importante en los meses iniciales de 1986. Como este último fenómeno es necesariamente pasajero, posiblemente se reflejará en menores volúmenes de ventas y una cierta contracción de esta fuente de demanda en meses sucesivos. No obstante, muy posiblemente la capacidad de gasto de todo el sector privado se mantendrá en niveles altos, favoreciendo el crecimiento de los sectores productivos.

B. Situación económica de la industria y el comercio

Las estadísticas más recientes sobre producción industrial llegan apenas al mes de diciembre pasado, cuando la industria se encontraba aún en una situación de estancamiento. Como se analizó en una sección anterior, la baja tasa de crecimiento registrada entonces (2.7%) fue básicamente resultado de la debilidad de la demanda interna, aunque mitigada por una sustitución adicional de importaciones ocurrida en 1985. Sin embargo, la situación actual difiere en forma importante de la prevaleciente en ese año.

Hacia fines del año pasado se dio un cambio importante en las expectativas de los empresarios y en su percepción sobre la situación económica. El mejoramiento en el clima de los negocios, que ya era palpable en el mes de noviembre, se afianzó luego al definirse las perspectivas de las exportaciones cafeteras. Como lo analizó *Coyuntura Económica* en varias oportunidades, la actitud de cautela que mantuvieron los industriales durante los dos últimos años evitó que las grandes inestabilidades de la demanda se manifestaran con toda su fuerza en los ritmos de producción industrial (Gráfico 1-A). Dicha actitud llevó a mantener volúmenes altos de pedidos por atender y a utilizar los inventarios de productos terminados para amortiguar los cambios en la demanda. Debido a los rezagos normales que median entre la evolución de la demanda y la producción industrial, según los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial, (disponibles hasta el mes de marzo), la actividad productiva no había empezado aún a reaccionar. Sin embargo, en el primer trimestre de 1986 ya era evidente un cierto repunte en los pedidos, consistente con el comportamiento de las ventas y de los inven-

GRAFICO 1
COLOMBIA:
INDICADORES DE DEMANDA AGREGADA Y ACTIVIDAD ECONOMICA



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

[e] Proyectado con base en el índice de actividad productiva de la E.O.E.

tarios en el comercio, según veremos enseguida. Por consiguiente, dada la actitud favorable de los empresarios ante la nueva situación de demanda, hay sobradas razones para esperar que la producción industrial aumente de manera apreciable en los meses sucesivos.

El sector comercio también se encuentra en una situación muy favorable, como no se conocía en los últimos cuatro años. El desarrollo del comercio se había visto afectado no sólo por las vicisitudes de la demanda, sino también por los controles a las importaciones, la expansión del comercio informal y la generalización de las ventas directas de fábrica. Por estas razones, los volúmenes de ventas del comercio organizado se encontraban a principios de 1985 en uno de sus niveles más bajos de la década actual. Desde mediados de ese año y especialmente en el último trimestre, esas tendencias parecen haberse revertido, pues los volúmenes de ventas se recuperaron apreciablemente, según se deduce de un índice de ventas obtenido a partir de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO. Aunque en principio esta nueva tendencia no coincidió con la evolución de los indicadores de la demanda, a partir de noviembre empezó a ser apoyada por el aumento en la capacidad de gasto del sector privado y en los primeros meses de 1986 ha continuado respondiendo a su evolución.

A medida que se suavizaron las restricciones que habían impedido el desarrollo del comercio organizado, se mejoró también el clima de opinión entre los comerciantes. En efecto, este indicador mejoró en forma casi continua durante todo 1985 y en los primeros meses ha continuado ascendiendo en respuesta a los claros síntomas de recuperación económica. Es de interés observar que el dinamismo reciente de las ventas ha sido enfrentado en parte acudiendo a los inventarios excesivos de que disponían los comerciantes. En la actualidad, las existencias de productos disponibles para la venta se encuentran en el nivel deseado en promedio por los comerciantes, de forma que cualquier retraso en los nuevos suministros por parte de los industriales podría dar comienzo nuevamente a un proceso de restricción a las actividades comerciales. No obstante, si bien se da por sentado que la demanda continuará a niveles altos durante el resto de 1986, se espera que la producción industrial responda adecuadamente. A ello contribuirá, no sólo el clima de opinión favorable, sino también, el hecho de que no se registran estrecheces en las disponibilidades de insumos importados ni cuellos de botella por insuficiencia de capacidad instalada en los sectores industriales.

C. Empleo

No obstante el repunte registrado en los niveles de demanda y los mayores volúmenes de ventas del sector comercio en los primeros meses de 1986, los indicadores del mercado de trabajo continúan mostrando una situación preocupante. Según estimativos para el mes de marzo, la tasa de desempleo se encuentra en 14.3%, levemente por encima del nivel promedio de 1985 (14.1%).

Las tasas más altas se registran en Barranquilla, donde el 16% de la población económicamente activa

FEDESARROLLO
BIBLIOTECA

declara estar desempleada, y en Medellín, donde el desempleo llega al 15.1%. Aunque en estas dos ciudades el número absoluto de empleos se ha reducido con respecto al año anterior, estos coeficientes no superan las prevalecientes en promedio en 1985, gracias a que la participación laboral ha disminuido. El mismo fenómeno ha ocurrido en Cali, incluso con más fuerza, lo que ha permitido que la tasa de desempleo se sitúe en un nivel sensiblemente por debajo del registrado a lo largo de 1985.

Estas tendencias no aparecen sin embargo en el caso de Bogotá. En esta ciudad, donde los porcentajes de desempleo habían sido relativamente bajos en comparación con las otras grandes ciudades del país, la tasa de desocupación se encuentra actualmente en su nivel más alto de las dos últimas décadas, igualando el nivel promedio de las cuatro principales ciudades. No obstante, la escalada de la tasa de desempleo en Bogotá se ha presentado en un momento de relativo auge de creación de empleos locales, y no refleja por consiguiente un agravamiento de la situación laboral sino, más bien, un cambio en las condiciones de funcionamiento del mercado de trabajo, posiblemente inducido por unas perspectivas favorables de la situación económica.

Así las cosas, aunque los indicadores agregados para el conjunto de las principales ciudades no son alentadores, el reciente comportamiento laboral en Bogotá puede ser indicativo del principio de una fase de recuperación del empleo que ha empezado por estimular la participación laboral impidiendo la disminución inmediata de las tasas de desempleo.

De otra parte, el comportamiento del empleo en los centros urbanos durante los primeros meses del año es consistente con el desempeño de la producción industrial que, según vimos, aún no ha reaccionado frente a los estímulos de demanda, debido al rezago normal entre una y otra variable. Como además el empleo industrial es el componente más sensible a las variaciones en los ritmos de producción, no es sorprendente que la situación de empleo no se haya beneficiado todavía del repunte de la demanda. Sin embargo, como ya lo observamos, la producción industrial empezará a crecer en los próximos meses, lo cual se traducirá rápidamente en una mayor demanda de trabajo que permitirá aliviar la actual situación laboral.

IV. EL SECTOR EXTERNO

A. Evolución de la tasa de cambio

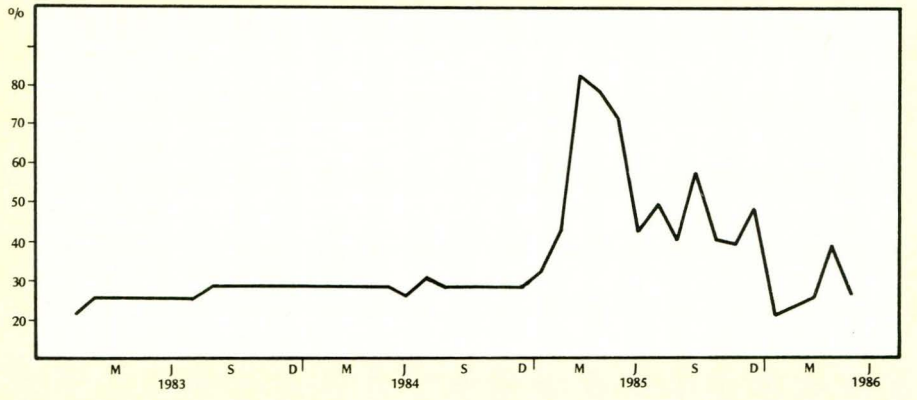
Desde las primeras semanas del año, las autoridades económicas decidieron reducir significativamente el ritmo de minidevaluaciones, ya que según cálculos oficiales desde octubre pasado se había superado la meta de recuperar la tasa real de cambio promedio de 1975[9]. La desaceleración de la devaluación coincidió además con un período de alzas pronunciadas en los precios externos del café y la consecuente aparición de un clima de confianza sobre las perspectivas del sector externo colombiano.

En estas nuevas circunstancias la política cambiaria se ha trazado como objetivo defender el nivel real de la tasa de cambio alcanzado en di-

[9] Véase *Revista del Banco de la República*, febrero de 1986, Cuadro 5.8.2.

GRAFICO 2

COLOMBIA:
EVOLUCION DE LA TASA DE DEVALUACION
(Tasas anuales equivalentes)



p Estimativo hasta mayo 16.
Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

ciembre pasado, el más alto registrado desde el establecimiento del actual régimen cambiario. Ciñéndose a este derrotero, las autoridades elevaron del 21.3% al 25.7% el ritmo de devaluación anual equivalente entre los meses de enero y marzo, y en abril lo situaron a la tasa más alta del 38.8% (Gráfico 2). Según explicaciones oficiales, estas variaciones se debieron, de un lado, a los mayores ritmos inflacionarios que se registraron en el país en los primeros meses y, de otro, a la moderada revalorización que registró nuevamente el dólar frente a otras monedas de los países desarrollados. En las semanas siguientes se suavizaron estas tendencias y en consecuencia se redujo nuevamente el ritmo de devaluación.

En la actualidad hay un consenso entre los analistas sobre la conveniencia de defender el valor real de la tasa de cambio para evitar que vuelvan a aparecer las condiciones de inestabilidad cambiaria de años recientes[10]. Sin embargo, tal como lo ha argumentado *Coyuntura Económica,* éste es un objetivo de mediano y largo plazo que tiene sentido para permitir el desarrollo gradual de las exportaciones, para consolidar los procesos de sustitución de importaciones y para conjurar la aparición de presiones especulativas contra el peso. Ninguno de estos efectos tiene lugar en el término de semanas. Por consiguiente, es innecesario atar la devaluación a las variaciones de los precios internos o de las tasas de cambio externas en el muy corto plazo. Tal manejo es contrario al propósito de la estabilidad cambiaria, que en últimas es su objetivo, porque tiende a crear mecanismos de conexión entre el comportamiento de estas variables y las expectativas de devaluación, que terminan reflejándose en el comportamiento de las tasas de

[10] Véase al respecto FEDESARROLLO/FESCOL, *Debates de Coyuntura Económica* No. 1, marzo 1986.

cambio negras y en los movimientos cambiarios. Como las variaciones de precios internos en Colombia son marcadamente estacionales, el mercado tenderá a anticipar el movimiento de la tasa de cambio oficial que se reflejará en mayores diferenciales en la tasa de cambio paralela hacia los primeros meses del año, que son los de mayor inflación, y en aceleramiento de los giros y retraso de los reintegros durante esa misma época. Aún es prematuro afirmar si tales tendencias ya se han presentado, pero en cualquier caso, es claro que restarían flexibilidad al manejo cambiario. Adicionalmente, la regla de devaluación que ha adoptado el gobierno dificulta el control de la inflación en los mayores meses de alzas, puesto que tiende a transmitir los aumentos estacionales, que por lo regular se originan en los alimentos, a todos los demás bienes y, en consecuencia, a acelerar los procesos de indexación de precios.

En consecuencia, si bien es acertado el objetivo de defender la tasa de cambio real, es contraproducente perseguir este fin en el muy corto plazo, pues tal manejo termina sacrificando la estabilidad cambiaria y propiciando la inflación. El ritmo de devaluación debe por consiguiente estabilizarse de acuerdo con las tendencias de mediano plazo de las diferentes variables que determinan el nivel de las tasas de cambio reales. Una devaluación estable no sólo facilita la programación financiera de las empresas endeudadas en el exterior y de los exportadores e importadores, sino que reduce la susceptibilidad de los agentes económicos a los fenómenos que se presentan en el frente externo de la economía.

B. Exportaciones de café

Hasta los últimos días del mes de mayo, las cotizaciones de los cafés "otros suaves" se mantuvieron por encima de los US$2.10/lb. en el mercado de Nueva York. La fuerte tendencia alcista iniciada hacia el mes de noviembre llegó a su punto más elevado en la semana del 2 al 7 de enero, cuanto se registró un precio promedio de US$2.58/lb. (Cuadro 3 y Gráfico 3). En las semanas inmediatamente siguientes los precios tendieron a la baja pero volvieron nuevamente a recuperarse hasta la tercera semana de febrero. La liberación de las cuotas de exportación el 18 de febrero y los anuncios sobre el posible retiro de Estados Unidos del acuerdo de cuotas incidieron en la tendencia descendente que se presentó posteriormente y que persistió hasta fines de mayo, cuando por primera vez en los últimos meses las cotizaciones se situaron por debajo de US$2.10/lb. Es previsible que en las próximas semanas los precios empiecen nuevamente a aumentar debido a las expectativas de las heladas en el Brasil hacia mediados del año.

Frente a esta evolución de las cotizaciones externas, entre enero y mayo las autoridades modificaron en cinco oportunidades el precio mínimo de reintegro para las exportaciones que realicen los exportadores privados. Aunque las modificaciones tendieron a seguir en forma rezagada las variaciones de los precios externos, el reintegro mínimo se situó en forma casi permanente por encima de la cotización externa de los "otros suaves". A pesar de esta situación, las exportaciones de grano lograron niveles extraordinarios, en el pri-

CUADRO 3

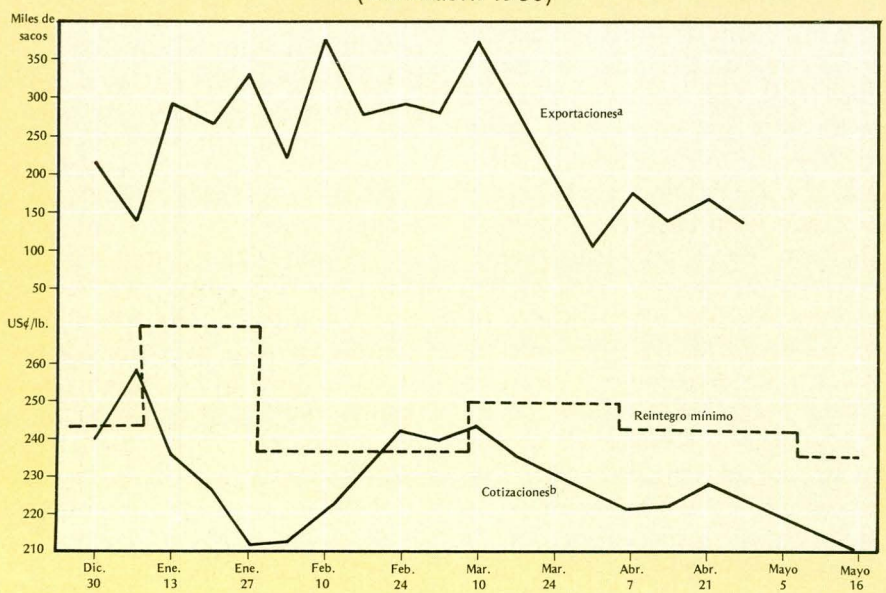
COLOMBIA:
PRECIO INTERNACIONAL DE CAFE SUAVE[a]
(Centavos de dólar por libra de 453.6 gramos)

	1983	1984	1985	1986
Enero	128.5	143.1	145.3	235.30
Febrero	125.9	145.7	143.7	226.57
Marzo	124.3	148.0	141.27	237.62
Abri	124.0	150.4	140.66	224.07
Mayo	128.0	149.9	141.94	
Junio	126.4	146.6	141.16	
Julio	127.9	143.4	134.31	
Agosto	127.0	145.3	132.93	
Septiembre	132.5	141.2	133.07	
Octubre	141.2	136.1	140.48	
Noviembre	145.5	140.2	154.85	
Diciembre	146.5	140.6	196.77	
Promedio	131.5	144.2	145.54	

a: Precio promedio en Nueva York de los cafés "Otros suaves"
Fuente: FEDECAFE.

GRAFICO 3

COLOMBIA:
EXPORTACIONES Y PRECIOS EXTERNOS DEL CAFE
(Enero-abril 1986)



[a] Promedio móvil de tres semanas, ventas de la Federación y los exportadores privados.
[b] Cotizacion "otros suaves" en el mercado de Nueva York.
Fuente: Federación Nacional de Cafetero

mer trimestre del año, con un total de 3348.4 miles de sacos, un 55% por encima de la cifra correspondiente a 1985. Los elevados mínimos de reintegro no originaron tampoco un desplazamiento del mercado de los exportadores privados, como ocurrió durante algunas épocas de la bonanza cafetera de los años setenta. El volumen de ventas de los exportadores privados tendió a seguir más la evolución de los precios que la magnitud de los diferenciales entre el mínimo de reintegro y la cotización externa, como aparece reflejado en el gráfico.

La razón de este comportamiento fue la práctica establecida según la cual la Federación reconoce al comprador externo este diferencial, que es trasferido a su vez al exportador privado, quien con él cubre los márgenes negativos de ganancia que de otra forma arrojaría el negocio[11]. El buen desempeño de las exportaciones durante los tres primeros meses de la bonanza se facilitó también por el manejo que se dio en Brasil al precio de reintegro con el fin de limitar las ventas. Las autoridades cafeteras en ese país se fijaron una meta muy moderada de exportaciones mensuales (un millón de sacos) e incluso optaron por la cancelación de contratos de futuros para los próximos meses, en espera de precios más elevados.

Estas circunstancias fueron aprovechadas inicialmente por el país, como hemos visto. Sin embargo, en abril y mayo las ventas se retrasaron, debido a que las autoridades cafeteras colombianas buscaron contener las tendencias de los precios externos imponiendo límites al diferencial. Esta estrategia resultó ineficaz, toda vez que los precios continuaron descendiendo hasta llegar a niveles por debajo de US$2.0/lb. al finalizar mayo. De esta forma, quedó demostrada la imposibilidad de utilizar los instrumentos de política cafetera interna como indicadores del mercado externo.

En los meses futuros, cuando Brasil revierta su política de limitación de ventas, las condiciones de colocación del grano se volverán más difíciles, lo cual exigirá un manejo más ágil de los instrumentos cafeteros y, en particular, del mínimo de reintegro. Sin duda, la alternativa más sencilla para modificar el reintegro en los próximos meses sería atarlo directamente a la cotización externa y suprimir el mecanismo del diferencial. De esta forma se impediría además que, en caso de que el precio externo se sitúe por encima del exigido para el reintegro, ese margen quede por fuera del país, ya que en esta situación no existe un mecanismo opuesto al diferencial que capte las ganancias extraordinarias de los exportadores privados.

C. Balanza comercial

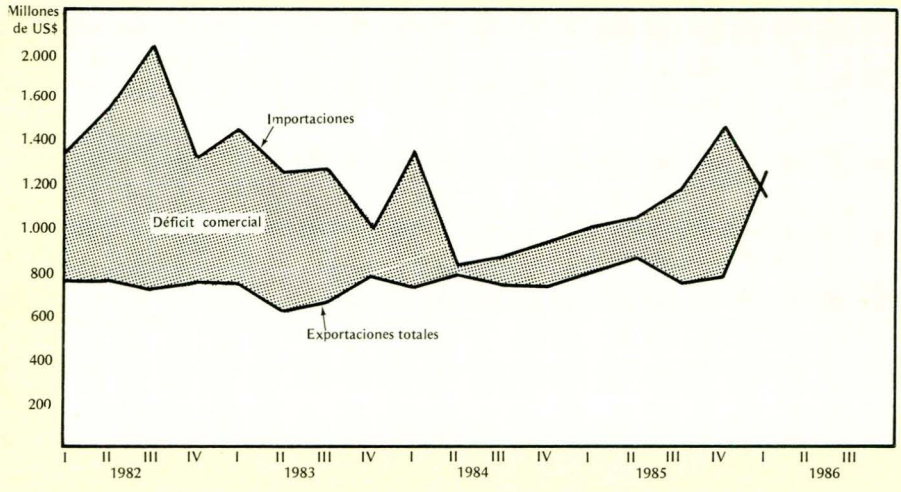
En el período enero-marzo de 1986, por primera vez en la década actual, el balance comercial según registros de INCOMEX arrojó un saldo trimestral positivo. Como se aprecia en el Gráfico 4, la política de restricciones a la concesión de licencias de importación logró reducir a un mínimo el déficit comercial en el segundo trimestre de 1984, pero posterior-

[11] Por ejemplo, según los cálculos de *Memorando Económico*, el exportador privado habría perdido $6.403.91 por cada saco de 70 kilos exportado en marzo pasado (equivalentes a un 10% del ingreso bruto de ventas).

GRAFICO 4

BALANCE COMERCIAL SEGUN REGISTROS DEL INCOMEX

(Datos trimestrales)



Fuente: INCOMEX y cálculos de FEDESARROLLO.

mente la brecha tendió a ampliarse, especialmente a lo largo de 1985. En este último año el otorgamiento de licencias se liberalizó considerablemente, a pesar de que las exportaciones continuaron creciendo a tasas relativamente modestas en. términos nominales. Estas tendencias se detuvieron en los tres primeros meses de 1986, debido tanto a una disminución en el valor de las licencias de importación como sobre todo al extraordinario crecimiento de los registros de exportación, gracias a las ventas de café.

La menor concesión de licencias en el último trimestre ha sido consistente con una disminución de las presiones para obtener licencias, que refleja la conjugación de una variedad de factores. En primer lugar, es importante señalar que el notable crecimiento de los permisos concedidos en 1985 debió contribuir a satisfacer demandas que aún se encontraban represadas e incluso debió permitir la reconstitución de un cierto acervo precautelativo de licencias, como parece deducirse del hecho de que las importaciones realizadas han venido creciendo mucho más lentamente. De otra parte, el dinamismo de algunos rubros de importación durante 1985 respondió a demandas reales de carácter transitorio, que serán inferiores en 1986. Tal es el caso, especialmente, de los bienes de capital, en particular aquellos clasificados como materiales de construcción, que comprenden parte importante de las importaciones destinadas a los proyectos petroleros (Cuadro 4). Finalmente, es factible que el cambio en la situación del sector externo induzca el postergamiento de algunas demandas de importación ante la expectativa de eventuales reduc-

CUADRO 4

COLOMBIA
IMPORTACIONES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO 1983-1985
Enero-Diciembre
(Millones de dólares)

	1983	%	1984	%	1985	%	1984/ 1983	1985/ 1984
I. Bienes de consumo	576.6	11.5	417.1	10.5	435.2	9.3	−27.6	4.35
1. No duradero	344.2	6.8	219.8	5.5	235.4	5.0	−36.1	7.08
2. Duradero	232.4	4.6	197.3	4.9	199.9	4.3	−15.1	1.3
II. Materias primas y productos intermedios	2.527.8	50.2	2.294.1	57.6	2.646.3	56.4	− 9.2	15.4
3. Combustibles	650.4	12.9	431.9	10.8	433.2	9.2	−33.6	0.31
4. Para la agricultura	183.3	3.6	167.7	4.2	206.5	4.4	− 8.5	23.2
5. Para la industria	1.694.1	33.7	1.694.5	42.5	2.006.5	42.8	0.0	18.4
III. Bienes de capital	1.865.1	37.1	1.232.1	30.9	1.568.1	33.4	−33.9	27.3
6. Materiales de construcción	103.7	2.1	77.6	1.9	240.1	5.1	−25.2	209.6
7. Para la agricultura	74.0	1.5	37.2	0.9	46.9	1.0	−49.7	25.9
8. Para la industria	1.042.7	20.7	696.0	17.5	854.8	18.2	−33.3	22.8
9. Equipo de transporte	644.7	12.8	421.3	10.6	426.3	9.1	−34.6	1.2
IV. Diversos	60.7	1.2	39.2	1.0	39.3	0.8	−35.4	0.28
TOTAL	5.030.2	100.0	3.982.4	100.0	4.688.9	100.0	−20.9	17.7

Fuente: INCOMEX

ciones del ritmo de devaluación o de los aranceles.

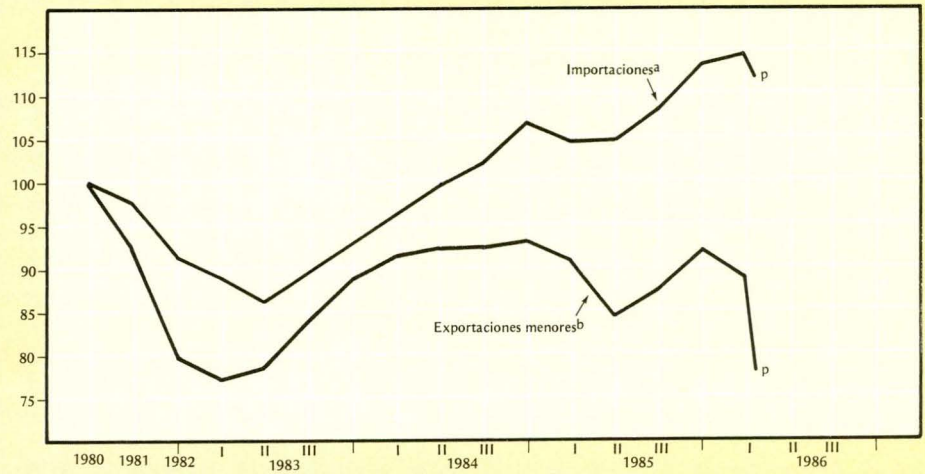
A mediados de abril las autoridades económicas decidieron elevar de US$300 a US$345 millones el presupuesto mensual de licencias de importación de carácter reembolsable (excepto las realizadas por Ecopetrol). Si bien en los medios oficiales se ha insistido que no se abrirán las importaciones a bienes suntuarios o a aquellos sustituibles eficientemente por producción nacional, existe el riesgo de que para llenar el nuevo presupuesto de importaciones sea necesario acudir a expedientes liberalizadores en contra de la producción nacional, ya que actualmente son muy pocas las demandas represadas y no existe una presión que esté traduciéndose en demoras o rechazos generalizados por razones no proteccionistas. En estas circunstancias, es preciso que se reafirmen los criterios de defensa de la producción nacional que han orientado en forma eficiente la política reciente de importaciones, incluso cuando queden sin utilizar parcialmente los presupuestos disponibles.

Frente al gran dinamismo de los registros de exportación de café, cuyo crecimiento en el primer trimestre fue del 107.5%, las otras exportaciones reflejan un virtual estancamiento respecto al primer trimestre del año pasado. En relación con los últimos meses de 1985, los registros muestran una caída muy pronunciada, especialmente en el mes de enero (35%), que luego ha tendido a revertirse. El continuo deterioro de los precios externos de los productos exportados es responsable en buena medida de estos resultados, ya que por esa razón el aumento en el valor real de la tasa de cambio del peso no ha logrado reflejarse en el precio relativo de las exportaciones menores frente a los bienes producidos y consumidos internamente en el país. Como se aprecia en el Gráfico 5, los precios relativos de las exportaciones diferentes del café no han logrado superar el nivel que alcanzaron a mediados de 1984, y en la actualidad registran uno de sus puntos más bajos de los últimos años. Las tendencias descendentes de los precios externos también han afectado a los productos de importación, pero en forma mucho menos pronunciada. En consecuencia, la relación de precios de intercambio sin incluir café se ha movido fuertemente en contra del país.

D. Balanza cambiaria y situación de reservas

Las operaciones cambiarias en los cuatro primeros meses de 1986 arrojaron resultados que se apartan de las tendencias observadas desde 1980. A partir de este año las transacciones cambiarias asociadas a la cuenta corriente venían dando saldos negativos, que al menos en parte eran cubiertos con entradas de divisas de carácter financiero. Este patrón aparece invertido en lo corrido de 1986: el balance en cuenta corriente muestra ya un superávit de US$349.5 millones, que se utiliza para pagar acreencias al resto del mundo. Curiosamente, como estos pagos superaron el superávit corriente, no se produjo un crecimiento de las reservas internacionales, como cabría esperar en las nuevas condiciones del sector externo. Al contrario, estas cayeron en US$137.4 millones, debido especialmente a que se canceló el crédito de

GRAFICO 5 COLOMBIA:
INDICES DE PRECIOS RELATIVOS DE LOS BIENES COMERCIALIZADOS
(1980 = 100)



a Indice de precios al por mayor de productos importados dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.
b Indice de precios al por mayor de productos exportados sin café dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.
p Provisional para el mes de abril.
Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO sobre cifras del Banco de la República.

balanza de pagos por US$229 millones que se había recibido hace un año del Fondo Andino de Reservas para aliviar las necesidades de liquidez en moneda extranjera.

El cambio de signo en los resultados de la cuenta corriente no se debió solamente al comportamiento del café, ya que los reintegros por este concepto sólo aumentaron unos US$334 millones, mientras que el mejoramiento de la cuenta corriente en términos absolutos fue de US$567 millones. Antes bien, el moderado crecimiento de los reintegros cafeteros, en comparación con el dinamismo del valor de las ventas sirvió para impedir que se presentara un superávit cambiario en cuenta corriente muy superior. Como es sabido, la Federación convino con el gobierno agilizar la cancelación de deudas externas (unos US$391 millones), lo cual ha impedido tener mayores reintegros.

Los otros rubros que han dado origen al superávit cambiario en cuenta corriente han sido las ventas de divisas al Banco de la República por concepto de servicios e ingresos personales y los ingresos netos vinculados a operaciones del sector petrolero. El primero de estos conceptos (que está incluido en el renglón de ingresos y transferencias en el Cuadro 5) pasó de US$14.2 millones en el período enero-abril de 1985 a US$115.3 millones un año más tarde. Este dinamismo es consecuencia de la nueva situación del sector externo, ya que,

CUADRO 5

COLOMBIA: BALANZA CAMBIARIA

	Año completo 1985	Enero-Abril 1985	Enero-Abril 1986	1986/1985
I. Balance en cuenta corriente	143.5	– 217.4	349.5	–
A. Balance comercial	983.2	290.7	580.1	99.6
1. Exportaciones de bienes	2.829.4	947.0	1.317.2	39.1
a. Café	1.575.0	548.5	882.9	61.0
b. Otros	1.254.4	398.5	434.3	9.0
2. Compras de oro	407.4	131.7	168.7	28.1
3. Importaciones de bienes	2.253.6	788.0	905.8	15.0
a. Petróleo y gasolina	42.0	0.0	36.6	–
b. Otros	2.211.6	788.0	869.2	10.3
B. Balance de servicios y otras transacciones corrientes	– 839.7	– 508.0	– 230.6	–
1. Servicios de capital (Neto)[a]	– 1.092.4	– 421.5	– 414.4	–
a. Ingresos	80.8	26.4	43.6	64.7
b. Egresos	473.2	447.9	458.2	2.3
2. Servicios no financieros y transferencias	109.6	28.0	123.3	340.4
a. Ingresos	668.4	217.2	327.1	50.6
b. Egresos	558.8	189.2	203.8	7.7
3. Servicios vinculados al sector energético	143.1	– 114.5	60.8	–
a. Ingresos[b]	444.5	45.2	148.3	227.9
b. Egresos[c]	301.4	159.7	87.5	– 45.2
II. Bal nce de capitales	302.3	136.8	– 481.7	–
A. Inversión directa	105.0	46.4	14.0	– 32.4
B. Crédito neto al sector privado	26.3	– 27.0	– 44.8	–
C. Crédito neto al sector público	171.0	117.4	– 450.9	–
III. Otros movimientos de divisas[d]	– 20.1	– 40.4	– 5.2	–
IV. Variación en reservas brutas	425.7	– 120.9	– 137.4	–
V. Saldo en reservas brutas	2.313.1	1.766.5	2.175.6	23.2

[a] Incluye intereses, utilidades y dividendos.
[b] Incluye ingresos por exploración y explotación de petróleo (antiguamente denominados capital petróleo), servicios técnicos y divisas ingresadas para gastos internos del sector minero.
[c] Pagos de petróleo y gas natural para la refinación.
[d] Operaciones Swap, depósitos en moneda extranjera de los bancos, utilidades en ventas de oro, pérdidas netas en compraventa de divisas, DEG y pesos andinos.

Fuente: Banco de la República.

como se vio en la bonanza pasada y ha sido analizado empíricamente[12], este tipo de operaciones son muy sensibles a los factores que determinan la especulación a favor o en contra del peso colombiano, como son el diferencial entre la tasa de cambio negra y la oficial y el nivel real de la tasa de cambio. En las circunstancias actuales esos factores tienden a desestimular la tenencia de dólares, lo cual induce aumentos en las ventas de divisas por diversos canales al Banco de la República.

Por su parte, los servicios vinculados al sector energético son responsables de un mejoramiento por US$175.3 millones en la cuenta corriente de la balanza cambiaria. Estas operaciones comprenden las compras y ventas de divisas con destino a las empresas petroleras y mineras para cubrir sus gastos internos de operación. En los últimos meses, el resultado neto de estas transacciones fue positivo, pues las ventas de divisas al Banco de la República se elevaron en razón de las mayores necesidades de liquidez interna de estas empresas, mientras que las compras cayeron más de un 45%, por efecto de los menores precios del petróleo.

La Junta Monetaria adoptó una serie de medidas con miras a reducir los ingresos netos de divisas por otros conceptos. En relación con las operaciones corrientes, se eliminaron los plazos mínimos de giro para el pago de importaciones y se ampliaron los plazos de reintegro de las exportaciones. Estas medidas, sin embargo, no parecen haber producido aún el efecto deseado. Los reintegros por exportaciones no cafeteras están creciendo más rápido que los registros (6.8% versus 3.2% en los tres primeros meses del año), mientras que lo contrario está ocurriendo con las importaciones: las licencias para importaciones reembolsables crecieron 14.3% y los giros sólo 10.3% en el mismo período. Además, para el caso de las importaciones hay que tener en cuenta que durante el año pasado se acumuló un volumen apreciable de giros pendientes de pago, debido a que rigieron plazos mínimos de pago que impidieron realizar los giros en el momento en que lo hubieran deseado los importadores. Actualmente parece estar ocurriendo lo contrario, pues la eliminación de dichos plazos no ha producido el dinamismo esperado en los egresos por importaciones. Estos comportamientos indican que los instrumentos escogidos no han sido los más eficaces y que deberían reforzarse con otras medidas para facilitar el manejo monetario, como se discute más adelante.

Hasta el momento, los mejores resultados de la cuenta corriente no se han reflejado en aumentos del saldo de reservas internacionales brutas, ya que, como se mencionó, las operaciones de capital también cambiaron de signo, volviéndose deficitarias. Esto se debió a la cancelación del crédito del Banco de la República con el Fondo Andino de Reservas, y a una ampliación del déficit de operaciones de capital oficial, que parece estar reflejando en parte la decisión de política de aplazar algunos desembolsos y acelerar pagos, y en parte una acumulación de obligaciones sobre deudas contratadas en los últimos años.

[12] Véase Correa, P. "Determinantes de la Cuenta de Servicios de la Balanza Cambiaria", *Ensayos sobre Política Económica* No. 6, 1984.

V. LA SITUACION FISCAL

A. Evolución reciente

De acuerdo con la tendencia iniciada en los últimos meses de 1985, el gasto público se ha comportado de forma bastante dinámica en los primeros meses de 1986. Este dinamismo contrasta con la política de contención a ultranza que se siguió a principios del año anterior, y la cual llevó a un retraso de los pgos y a una importante acumulación de depósitos al cierre de la vigencia fiscal. En este contexto, no resulta sorprendente el crecimiento de 51% observado en la totalidad de los pagos de Tesorería en el acumulado de los tres primeros meses del año (Cuadro 6). Además, el hecho de que el crecimiento del gasto desde el punto de vista de causación sea inferior (42.6%) indica que no se están acumulando presiones crecientes de pago sobre la Tesorería, sino, más bien, que ésta ha hecho uso de su holgada posición de liquidez de principios del año para atender compromisos pendientes. Esto es especialmente válido para los gastos de funcionamiento, cuyos pagos han aumentado en 46%, a pesar de que los giros han crecido a una tasa del 21.3%, compatible con los aumentos de salarios decretados para 1986. En el caso de la inversión, en cambio, el crecimiento de los giros resulta mucho más elevado (123.6%), en razón de que sobre este rubro se basó en gran medida la política de retrasar la causación del gasto en 1985.

Los ingresos corrientes de la Nación han mostrado un gran dinamismo en los primeros meses del año. Con excepción del impuesto a la gasolina, todos los tributos de importancia han crecido a tasas muy superiores al ritmo de inflación, implicando así un nuevo fortalecimiento de los coeficientes de tributación (Cuadro 7).

En el caso de los impuestos de renta y complementarios el dinamismo ha sido generado, principalmente, por el sistema de retenciones, que, al igual que en 1985, ha crecido a tasas muy elevadas. Hay alguna evidencia de que este comportamiento puede haber implicado un aumento de las retenciones comparativamente más elevado para los ingresos laborales bajos y medios, que para los altos[13]. Sin embargo, el aumento experimentado por las retenciones en los primeros meses de 1986 debe atribuirse además a la eficacia que han tenido hasta el momento las medidas administrativas y el nuevo régimen de sanciones para los infractores de las normas de retención.

El total de impuestos a las ventas ha aumentado por encima del 44% en los primeros meses del año. Los recaudos de origen externo han sido más dinámicos que los provenientes de las transacciones internas (73.9 y 36.6%, respectivamente), en razón de que los primeros han sido impulsados por las mayores tasas de cambio y por la ampliación en la base de cálculo del gravamen[14]. El crecimiento del valor en dólares de las importaciones tan sólo ha jugado hasta

---

[13] Véase el *Informe Financiero* de la Contraloría General de la República de marzo de 1986, pp. 21-22.

[14] El Decreto 2666 de 1984 vigente desde el mes de marzo de 1985 incluyó en la base todos los derechos de importación, no solamente el impuesto de aduanas.

CUADRO 6

COLOMBIA:
BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
Enero-Marzo
(Millones de pesos)

	Operaciones efectivas			Causación del gasto[1]		
	1985	1986	Var. o/o	1985	1986	Var. o/o
I. Ingresos corrientes netos	67.306	112.450	67.1	83.795	134.836	60.9
II. Gastos corrientes	72.124	113.213	57.0	82.092	111.433	35.7
A. Gastos de funcionamiento	61.540	89.792	45.9	65.733	79.717	21.3
B. Intereses de la deuda	9.147	19.002	107.7	16.365	31.716	93.8
C. Otros pagos	1.437	4.419	207.5	—	—	—
III. Ahorro	— 4.818	— 763	...	1.697	23.403	...
IV. Inversión	21.580	28.713	33.1	6.984	15.619	123.6
V. Déficit	26.399	29.476	11.7	5.287	— 7.784	...

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

[1] No incluye giros contra reservas.

ahora un efecto marginal en este comportamiento.

El aumento en la tasa de cambio promedio para el primer trimestre del año (48.6o/o) también se ha reflejado en los ritmos de crecimiento de los recaudos de aduanas y recargos (59.8o/o), en el impuesto del 8o/o sobre las importaciones (238.8o/o) y en el gravamen del 6.5o/o sobre las exportaciones de café (180.5o/o). Sin embargo, en el caso del impuesto del 8o/o, el gran aumento que muestran las cifras se debe a que el recaudo se retrasó a principios del año anterior por razones técnicas; en tanto que el impuesto ad-valorem sobre café ha sido favorecido también por la evolución de los reintegros (41.3o/o), impulsados por el comportamiento de los precios externos.

Gracias al gran dinamismo de los ingresos tributarios, la expansión del gasto corriente y de inversión del gobierno central en los tres primeros meses del año no dio lugar a un crecimiento del déficit en términos reales ni causó problemas de financiamien-

CUADRO 7

COLOMBIA:
INGRESOS CORRIENTES DE LA NACION (RECAUDOS)
Enero–Marzo
(Millones de pesos)

	1985	1986	Var. o/o
Renta y complementarios	15.442	29.562	91.4
– Impuesto a la renta	2.384	3.925	64.7
– Retenciones, anticipos y remesas	13.058	25.637	96.3
Ventas	34.056	49.088	44.1
– Internas	27.137	37.057	36.6
– Importaciones	6.819	12.032	73.9
Aduanas y recargos	10.471	16.735	59.8
Gasolina	9.433	10.888	15.4
Timbre Nacional	3.437	4.654	35.4
CIF 8o/o importaciones	2.213	7.499	238.8
Ad-valorem café (6.5o/o)	2.649	7.430	180.5
Otros[1]	8.736	12.917	47.9
TOTAL RECAUDOS BRUTOS	86.437	138.773	60.5

[1] Comprende CIF 2o/o importaciones, pro-turismo 5o/o, timbre salidas al exterior, e ingresos no tributarios (tasas y multas, rentas contractuales y fondos especiales).
Fuente: Departamento Nacional de Planeación (UIP, DAF) a partir de *Informes Mensuales de Recaudos,* DIN.

to. En efecto, el déficit actual es menor en cerca de un 10o/o en términos reales al registrado hace un año y, por consiguiente, se encuentra muy por debajo del de 1984 y años anteriores. También son notables los cambios que han ocurrido en su patrón de financiamiento (Cuadro 8). Mientras que en los primeros meses de 1985 la Tesorería se vio en la necesidad de utilizar completamente el cupo ordinario de crédito en el Banco de la República, en lo corrido de 1986 ha podido acudir a otras fuentes, en particular al mercado financiero interno y a sus propios depósitos.

A través de la colocación de TAN se ha obtenido en los tres primeros meses de 1986 un financiamiento de unos $19.000 millones, equivalentes a cerca de dos terceras partes del déficit. La importancia de este financiamiento resulta más notoria si se observa que para lograrlo ha sido preciso elevar el saldo de títulos en circulación por encima de los $100.000 millones, cuando en marzo del año pasado se encontraba en unos $36.100 millones. Una parte importante de la colocación reciente ocurrió en el mes de enero, aparentemente ante las expectativas que creó el gobierno de que se reducirían las

CUADRO 8

COLOMBIA:
FINANCIACION DEL DEFICIT DEL GOBIERNO NACIONAL
Operaciones efectivas
Enero-Marzo
(Millones de pesos)

	1985	1986	Var. %
A. Crédito Interno Neto	31.943	13.571	— 57.5
1. Banco de la República (cupos de crédito)	24.976	—	— 100.0
2. Mercado financiero	10.012	19.292	92.7
— Bonos	1.253	186	— 85.2
— TAN	8.759	19.106	118.1
3. Amortizaciones (menos)	3.045	5.720	87.9
B. Crédito Externo Neto	— 3.716	— 12.335	231.9
1. Desembolsos	1.547	1.839	18.8
2. Amortizaciones	5.264	14.174	169.3
C. Variación de depósitos (menos)	1.828	— 28.240	—
D. Total financiación neta	26.399	29.476	11.7

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

tasas de interés. Posteriormente las nuevas colocaciones han sido relativamente moderadas. Sin embargo, según estadísticas de la Contraloría, ha seguido manteniéndose el patrón de distribución observado desde 1984 de acuerdo con el cual la mayor parte de los TAN son adquiridos por las entidades descentralizadas. Así, al concluir el mes de marzo, el 72% se encontraba colocado entre dichas entidades.

A pesar del mayor financiamiento recibido a través de TAN, la Tesorería ha tenido que hacer uso de sus propios depósitos en cuantías muy importantes en los primeros meses de 1985, para compensar los recursos de crédito externo primario y los déficits de financiamiento dejados por las operaciones de crédito externo. En efecto, la maduración de los plazos de amortización en el presente año ha obligado a triplicar los pagos al exterior, que sólo en una mínima parte están siendo cubiertos por nuevos recursos de origen externo. En consecuencia, el gobierno nacional se encuentra en una situación en que está forzado a sustituir recursos de crédito externo por interno cuando éstos representan un costo comparativo más elevado.

B. Perspectivas del gasto público

La política de contención de la inversión que tan severamente se aplicó durante la mayor parte de 1985 dio lugar a importantes retrasos en los programas de inversión oficial. Hacia los meses de octubre y noviembre pasados, ante la evidencia de que posiblemente se sobrepasarían las metas sobre financiamiento público del programa de ajuste, el gobierno decidió revertir esa política de contención. En efecto, en los últimos meses del año se aceleró el gasto en inversión, lográndose compensar completamente la contracción real de los meses anteriores, hasta llegar finalmente a un crecimiento en términos reales del orden del 4o/o en relación con el año anerior, según estadísticas de causación[15]. El gobierno ha manifestado su decisión de continuar con esta política de recuperación del gasto en inversión en 1986, haciéndola extensiva además al sector descentralizado. Así, "a pesar de la reducción prevista para 1986 en la inversión pública del sector minero como consecuencia de la culminación de proyectos, el aumento en la inversión del sector central (40o/o) y en las demás ramas del sector descentralizado hará que la inversión pública consolidada crezca en cerca de 5o/o en términos reales, conservando su participación en el producto"[16].

En desarrollo de dicha política, el gobierno se ha comprometido con una serie de gastos prioritarios de inversión para los últimos cien días de su administración que implicarán pagos por unos $157.000 millones en el período de enero-agosto por concepto de inversión del sector central y las entidades descentralizadas[17]. Aunque esta decisión fue objeto de críticas por considerarse que podría comprometer el manejo macroeconómico y el control monetario y de precios, conviene observar que el monto citado representa menos del 60o/o de los presupuestos correspondientes asignados para todo el año. Además, tan sólo unos $40.000 millones provendrán del Presupuesto Nacional, generando pagos efectivos de la Tesorería. De otra parte, el programa de inversiones no implica la iniciación de nuevos proyectos ni la realización de gastos no presupuestados. En otras palabras, la decisión oficial persigue, simplemente, impedir el marchitamiento del gasto y la parálisis de los programas de gobierno al final de su administración.

Es posible además que esta estrategia sufra algunos tropiezos debido a dificultades de financiamiento presupuestario. Según las estimaciones oficiales, los faltantes ascienden a $27.600 millones, la mayor parte de los cuales corresponden al Presupuesto Nacional, especialmente por contrapartidas de crédito externo o cooperación técnica. Algunas adiciones están sujetas además al primer desembolso del crédito "Jumbo", que se ha retrasado por las dificultades que han tenido algunas entidades públicas para cumplir sus compromisos de deuda externa. Otras dependen también del desembolso del cré-

[15] Véase *Coyuntura Económica*, marzo 1986, pp. 25-29.

[16] "Programa Macroeconómico 1986. Crecimiento con Estabilidad", documento DNP 2238, en *Revista de Planeación y Desarrollo*, marzo 1986, p. 24.

[17] Presidencia de la República, Departamento Nacional de Planeación. *En la recta final*, abril 21 de 1986.

dito sectorial agropecuario del Banco Mundial, que difícilmente podría conseguirse antes del mes de junio.

En síntesis, si bien es loable la decisión de concluir numerosos programas prioritarios de gasto y evitar el anquilosamiento de la gestión pública al final del gobierno, es improbable que ello se traduzca en un dinamismo inusitado del gasto o en una nueva ampliación del déficit fiscal, como lo temían algunos observadores. A este respecto conviene notar que el gobierno ha mantenido como meta una reducción adicional del déficit consolidado, oficialmente estimado en el 4.4o/o del PIB en 1985, al 2o/o en el año en curso, y que el buen comportamiento previsible de los ingresos tributarios para el sector central permitirá una ligera recuperación real del gasto en inversión sin causar una ampliación del déficit del gobierno central como proporción del PIB[18].

VI. EL CONTROL MONETARIO Y FINANCIERO

A. Evolución de los agregados monetarios

Todos los indicadores señalan que, al margen de las variaciones estacionales, la economía ha dispuesto en los últimos meses de montos crecientes de liquidez real. En efecto, las tasas de crecimiento en año completo de los principales agregados monetarios se encontraban todas por encima del 32o/o al concluir el mes de abril pasado (Cuadro 9).

Estas tendencias empezaron a manifestarse en los dos últimos meses del año pasado, y han mostrado alguna aceleración posteriormente. Así, el crecimiento anual de la base monetaria, que se situaba en 25.9o/o al finalizar 1985, se elevó al 32.3o/o a fines de abril, impulsado casi exclusivamente por el comportamiento de las reservas internacionales. Este dinamismo se ha transmitido sin excepción a los demás componentes de la liquidez a disposición del público. La liquidez creada por el sistema bancario ha venido avanzando a tasas más aceleradas que la propia base monetaria, y otro tanto ha ocurrido con los cuasidineros y con el conjunto de activos líquidos rentables. La facilidad con que las fuerzas expansivas primarias han encontrado espacio en el conjunto de agregados monetarios es sintomática del robustecimiento de las operaciones financieras de todo el sistema, alentadas posiblemente por la recuperación del clima de los negocios y por los aumentos que ya ha experimentado la demanda. Además, el hecho de que el dinamismo se haya extendido, incluso con más fuerza, a activos líquidos rentables con tasas de interés controladas, muestra que la disminución de los rendimientos financieros no ha incidido en forma desfavorable sobre la intermediación de los flujos de ahorro ni, posiblemente, creado presiones que disminuyen la efectividad de los controles.

A pesar del dinamismo de la liquidez en los últimos meses, no ha desaparecido el patrón estacional de comportamiento de la base monetaria, según el cual la expansión que se genera en los últimos meses de cada año tiende a ser revertida durante los primeros meses del año siguiente. En efecto, durante los cuatro meses de

[18] Véanse las previsiones de ingresos y gastos del gobierno central en la entrega anterior de esta revista, marzo de 1986, pp. 29-33.

CUADRO 9

COLOMBIA:
INDICADORES DE EVOLUCION Y COMPOSICION DE LA LIQUIDEZ
(Millones de pesos)

	Saldos a fin de: Abril 1985	Abril 1986	Var. %
A. Base monetaria	266.426	352.590	32.3
— Reservas internacionales (en pesos)	185.691	383.917	106.8
— Crédito primario bruto	296.855	321.233	8.2
— Pasivos no monetarios (menos)	219.684	353.451	60.9
— Moneda de tesorería	7.177	8.272	15.3
B. Liquidez secundaria	194.494	264.009	35.7
C. Medios de pago (A + B)	460.920	616.601	33.8
D. Cuasidineros	831.673	1.136.615	36.7
E. Oferta monetaria ampliada (C + D)	1.292.592	1.753.216	35.6

1986 la base monetaria se ha reducido en cerca de $60.000 millones, equivalente a un 14.5% de la liquidez primaria disponible en diciembre pasado. Esta contracción se ha dado a pesar de que las operaciones corrientes de la balanza cambiaria se han convertido en importantes factores de expansión, cosa que no ocurría desde 1980. Sin embargo, este canal de expansión ha sido más que compensado por el comportamiento de las demás fuentes de variación de la base monetaria (Cuadro 10).

El principal renglón de contracción han sido las operaciones monetarias del Emisor, originadas principalmente en la colocación de títulos y en el aumento de las obligaciones con el sector privado, estos últimos por el importante crecimiento registrado en los depósitos de giro para el pago de importaciones (más de $21.000 millones). Aunque la colocación de títulos del Banco de la República ha sido responsable de una contracción muy cuantiosa, que sobrepasa los $51.000 millones en lo corrido del año, ese esfuerzo no ha afectado directamente la liquidez en poder del público, puesto que tales títulos han sido vendidos en su inmensa mayoría a la Federación Nacional de Cafeteros y a los bancos. La Federación ha adquirido Títulos Canjeables por unos $15.000 millones y Títulos de Participación por $43.000 millones en desarrollo de los acuerdos suscritos entre el gremio cafetero y el gobierno a principios del año. Por su parte, el sistema financiero ha adquirido Títulos de Participación por más de $15.000 millones, haciendo uso de los excedentes de recursos de que ha gozado en estos primeros meses. La colocación de títulos entre el público para fines de control monetario

CUADRO 10

COLOMBIA:
ORIGEN DE LOS CAMBIOS EN LA BASE MONETARIA
SEGUN SECTORES ECONOMICOS
(Primer trimestre de 1986)
(Millones de pesos)

I.	Sector Gobierno		– 10.371
	A. Crédito del Banco de la República	31.460	
	B. Crédito Externo	– 41.831	
II.	Sector Privado		– 71.061
	A. Crédito del Banco de la República	– 65.189	
	B. Crédito Externo	– 5.872	
III.	Operaciones Monetarias del Emisor		– 76.864
IV.	Saldo corriente de la balanza cambiaria		66.636
V.	Otros		32.045
VI.	Variación de la base monetaria		– 59.615

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

ha sido mínima (unos $6.000 millones) y se ha visto sobrepasada en varias veces por la liquidación de Certificados de Cambio que se ha venido registrando recientemente. En efecto, la reducción del ritmo de devaluación ha disminuido el atractivo de estos papeles, lo cual ha generado una presión expansiva adicional sobre la base monetaria y ha dificultado el control de la liquidez. El monto de los Certificados liquidados en los cuatro primeros meses de 1986 superó los $25.000, y quedan aún en circulación otros $47.000 millones que implican una fuente potencial de crecimiento monetario.

La segunda vía de contracción monetaria en lo corrido del año han sido las operaciones de crédito del sector privado, entre las cuales están incluidas las transacciones del FAVI con el Banco de la República. Este mecanismo de contracción primaria se ha presentado en repetidas ocasiones hacia los primeros meses de los últimos años, debido a la aparición de cuantiosos excedentes de liquidez en las corporaciones de ahorro y vivienda. En los cuatro primeros meses de 1986, el FAVI fue contractivo en unos $53.500 millones, resultantes principalmente de pagos efectuados por $11.900 millones y de la suscripción de títulos de excesos de liquidez por $34.700 millones. La causa de estos excesos ha sido no sólo el gran dinamismo de las captaciones de las CAV sino, también, una cierta actitud de cautela de estos intermediarios con respecto al efecto que habrían de producir sobre sus operaciones las medidas de control de las tasas de interés, lo que limitó el crecimiento de sus colocaciones.

Por último, el sector gobierno se constituyó también en canal de contracción monetaria en los primeros meses de 1986. Este comportamiento implica un cambio importante con respecto a los patrones de los últimos años, cuando el gobierno aparecía como una fuente muy importante de expansión de la liquidez. La contracción causada por las operaciones del gobierno se ha debido básicamente a que las amortizaciones de la deuda externa han sobrepasado el desembolso de nuevos recursos de origen externo para financiar los proyectos de inversión pública. Este es un fenómeno que se observa usualmente hacia fines de cada gobierno, como efecto del ciclo de ejecución de los programas de crédito externo que han sido contratados en los primeros años de la administración. Sin embargo, en la actual coyuntura se está reflejando además la decisión del gobierno de retrasar algunos programas de inversión y, posiblemente, un cierto empeño en acelerar los pagos de los créditos más onerosos para contribuir al manejo monetario durante la actual fase de recuperación del sector externo.

B. La política monetaria durante los primeros meses de la bonanza cafetera

La política monetaria en los meses recientes ha estado guiada, de una parte, por las metas trimestrales previamente acordadas con el Fondo Monetario Internacional y, por otro, por las directrices trazadas en materia de instrumentos monetarios por las autoridades económicas desde comienzos del año para hacer frente a las presiones originadas en la bonanza cafetera.

Al finalizar el primer trimestre de 1986, se había superado en cerca de US$70 millones la meta prevista para el saldo de reservas. Por otro lado, la contracción primaria generada por el sector bancario fue inferior en cerca de $41.300 millones a la meta fijada. De esta forma, y a pesar de que el sector público fue ligeramente más contractivo que lo previsto ($5.900 millones), en los tres primeros meses del año se presentaron presiones de expansión monetaria que no lograron ser controladas adecuadamente para conseguir las metas buscadas.

Las razones de este comportamiento se encuentran en la selección de instrumentos monetarios y la oportunidad con que se han usado para enfrentar las presiones de crecimiento de la liquidez primaria. De acuerdo con el "Plan de control a la inflación"[19] expuesto por las autoridades económicas, el énfasis del manejo monetario se ha puesto en la colocación de títulos del Banco de la República y en una variedad de medidas que buscan sustituir recursos de origen externo por interno.

Las operaciones con títulos se han desarrollado mediante dos modalidades: los Títulos de Participación reintroducidos en los primeros meses del año (Resolución 28 de la Junta Monetaria) y los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, que ya venían siendo utilizados por las autoridades monetarias, si bien más bien con propósitos cambiarios, para estimular el ingreso de recursos de crédito de las entidades oficiales. Aunque el objetivo explícito del gobier-

[19] Hugo Palacios, "Sembrar la Bonanza y el Plan de control a la Inflación", Cali, marzo 14 de 1986.

no ha sido el de efectuar la contracción mediante operaciones de mercado abierto, de libre negociación, en realidad sólo una fracción menor de las colocaciones de los Títulos de Participación se ha hecho de esta forma. Según se mencionó arriba, el grueso de las adquisiciones, tanto de estos papeles, como de los Títulos Canjeables los ha hecho la Federación de Cafeteros, lo que ha implicado más bien una esterilización directa de los recursos de la bonanza, es decir, no mediada por el mercado monetario en sentido estricto.

La autoridad monetaria también ha autorizado la colocación de otras dos clases de títulos, no ya directamente para fines de contracción monetaria, sino con el propósito de financiar las operaciones de crédito del Fondo Financiero Agropecuario. Se trata de los Títulos Financieros Agroindustriales que podrán colocarse por $20.000 millones (Resolución 32, J.M.) y los Títulos de Fomento Cafetero hasta por $5.000 millones (Resolución 36, J.M.). Estos últimos serán suscritos por la Federación de Cafeteros con destino al financiamiento de las actividades de renovación, zoqueo y beneficio del café, según había sido acordado con el gremio cafetero.

El otro grupo de disposiciones, adoptadas en estos primeros meses de bonanza se ha dirigido a reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales, induciendo la sustitución de recursos de origen externo por interno. Con este fin se han tomado las siguientes medidas:

i) Se autorizó el pago anticipado de deuda externa (Resolución 11 J. M.) y se redujo el rendimiento de los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio con el fin de desestimular el desembolso anticipado de créditos externos con destino a las entidades del sector público (Resoluciones 16 y 30, J.M.).

ii) Se eliminaron los plazos mínimos de giro al exterior para el pago de las importaciones y se suprimió el requisito de obtener financiamiento externo con el mismo fin (Resolución 17, J.M.).

iii) Se ampliaron los plazos máximos de reintegro de divisas provenientes de exportaciones (Resolución 24, J.M.).

iv) Se eliminó el depósito previo exigido para la adquisición de dólares viajeros y se elevaron los cupos por persona para este tipo de egreso cambiario (Resolución 33, J.M.).

v) Se autorizó la venta de divisas a los establecimientos financieros y se elevó del 5% al 8% de sus tenencias en moneda extranjera, el límite máximo permitido de posición propia (Resolución 21, J.M.).

Las estadísticas de balanza cambiaria para los cuatro primeros meses del año indican que estas medidas han tenido efectos muy moderados hasta el momento. Así, aunque es apreciable la disminución en los ingresos de capital oficial (US$56 millones), como se observó en la sección anterior este resultado es atribuible sólo en parte a las medidas comentadas. Tampoco se observa una agilización importante en los giros

por importaciones en relación con el crecimiento de los registros y con el potencial de giros pendientes de las importaciones del año anterior. De igual manera, no se encuentra ningún efecto importante en los rubros de ingresos por exportaciones para turismo o con destino a fortalecer la posición propia de los bancos. Al mismo tiempo, sin embargo, los reintegros de café han aumentado US$334 millones y, como era de esperarse ante los menores ritmos de devaluación y la disminución del precio relativo del dólar paralelo frente al oficial, han crecido rápidamente lo ingresos por servicios personales (US$101 millones), según se discutió en la sección sobre el sector externo.

En síntesis, aunque la política monetaria ha estado bien dirigida, algunos de los instrumentos escogidos para disminuir las presiones de origen cambiario no han sido lo suficientemente efectivos en el corto plazo. En cambio, se han dejado sin utilizar otros que en la bonanza pasada demostraron tener una mayor efectividad, como los cambios en los coeficientes de depósitos de giro, los plazos *máximos* de pago a las importaciones y los Certificados de Cambio con descuento, entre otros[20]. Cabe insistir en que la pérdida de atrativo de estos papeles ha generado por añadidura una presión adicional de expansión, que ha hecho más difícil el manejo monetario.

C. La política financiera reciente

La principal preocupación de la política financiera ha continuado siendo la ya crónica debilidad del sistema financiero. En esta materia, las medidas de política económica se han dirigido a tres objetivos: aumentar la rentabilidad de los intermediarios financieros, estimular su capitalización y reducir las deudas de dudoso recaudo.

Con el objeto de aumentar la rentabilidad del sistema, desde el año pasado se decidió que los Títulos de Fomento Agropecuario devengarían un interés adicional de 7 puntos hasta el 31 de diciembre de 1986. De igual forma, se autorizó a los bancos a invertir hasta 7 puntos del encaje en Títulos de Capitalización Financiera con destino al Fondo de Capitalización, lo que en 1985 les produjo ingresos por $5.500 millones[21]. El reciente restablecimiento de los Títulos de Participación, que pueden ser suscritos por los bancos, ha sido una medida favorable para elevar su rentabilidad, puesto que les ha permitido colocar sus excedentes de liquidez por períodos relativamente cortos y a tasas remunerativas, facilitanto así el proceso de asignación del crédito. También puede considerarse que la introducción del sistema de aceptaciones bancarias contribuye al propósito de mejorar la rentabilidad de los intermediarios. Las aceptaciones son compromisos de pago futuro por parte de los bancos sobre letras a su favor por concepto de operaciones comerciales ciertas, de las cuales ellos derivan un rendimiento por otorgar el aval (Resolución 29 de 1986, J.M.).

Con respecto al objetivo de la capitalización, las principales medidas

[20] Véase al respecto *Coyuntura Económica*, marzo 1986, pp. 126-131.

[21] Véase el discurso del Ministro de Hacienda ante la Asamblea de ANIF, "El sistema financiero ante el Renacer de la Confianza", abril 8 de 1986.

FEDESARROLLO
BIBLIOTECA COLOMBIA

se relacionan con la utilización de los recursos del Fondo de Capitalización y con la reciente creación del Fondo de Garantías, destinado a resolver los problemas de solvencia de los establecimientos financieros. Así, a fines de 1985 la autoridad monetaria redujo los límites de participación accionaria exigidos para tener acceso a los recursos del Fondo de Capitalización con destino a inversiones en acciones de instituciones financieras. Esta disposición tuvo, sin embargo, efectos modestos, por la falta de atractivo de las acciones ante la baja rentabilidad bancaria.

En diciembre pasado se creó el Fondo de Garantías de los Establecimientos Financieros (Ley 117 de 1985), a través del cual se llevó a cabo en las primeras semanas de 1986 la nacionalización de las entidades del Grupo Grancolombiano, las cuales se encontraban enfrentadas a un grave problema de descapitalización que, en ausencia de medidas correctivas, habría exigido su liquidación. Paralelamente, en virtud del acuerdo del gobierno con el gremio cafetero se obtuvieron recursos por cuantía de $40.000 millones con destino al Fondo, con base en los cuales se habían aprobado, a fines de marzo, capitalizaciones por $24.340 millones.

El tercer objetivo de la política financiera ha sido la recuperación de la cartera del sistema y la disminución de las deudas de dudoso recaudo. La magnitud de este problema es manifiesta en el hecho de que, para fines de 1985, el 14.3o/o de la cartera de los bancos comerciales estaba constituida por dudoso recaudo y bienes recibidos en dación. Además, en esa misma fecha, el valor de las deudas de dudoso recaudo que no estaba cubierta por provisiones prácticamente doblaba el capital pagado y reserva legal de los bancos[22].

La autoridad monetaria ha buscado que la recuperación de la cartera se haga a través de acuerdos de restructuración con los deudores, que implican compromisos de capitalización (Resoluciones 52 y 58 de 1985, J.M.). Estas medidas parecen haber surtido efecto a partir del mes de noviembre, fecha en la cual se detuvo la tendencia ascendente que mostraban las deudas de difícil cobro. Posteriormente, entre fines de diciembre y fines de marzo, se registró una reducción apreciable en este tipo de deudas, las cuales pasaron de $121.500 millones a unos $96.500 millones en ese período. Desafortunadamente, las tendencias posteriores no permiten asegurar la continuidad de este proceso. Además, como lo han señalado otros analistas, "la recuperación parcial de una cartera de difícil cobro (...) no implica una situación tan favorable como parecen señalar las estadísticas (...) ya que la reversión de las provisiones sólo se efectúa una vez y la restructuración de las deudas implica unas condiciones y unos plazos menos favorables para los bancos"[23].

La evidencia empírica sugiere, no obstante, que la recuperación económica y la reciente reducción en las tasas de interés (véase más adelante) pueden tener un efecto favorable en la calidad de la cartera bancaria. En

---

[22] Véase *Estrategia Económica y Financiera,* mayo de 1986.

[23] "Memorando de Coyuntura Económica Colombia. Abril de 1986". *Lecturas de Economía,* No. 19 enero-abril 1986, pág. 286.

efecto, el deterioro de la cartera durante los últimos años parece haber estado asociado a la disminución de los ritmos de producción de las empresas por debajo de sus niveles normales de utilización de capacidad y al encarecimiento del crédito en términos reales[24]. En la medida en que estas circunstancias tiendan a mejorarse, perderá impulso el proceso de deterioro de la cartera y se facilitará la restructuración de las deudas.

D. Primeros efectos de los controles a las tasas de interés

Todos los analistas han coincidido en afirmar que las recientes medidas de control a las tasas de interés (Decretos 272, 273, 274 de 1986 y Resolución 8, de 1986, J.M.) han tenido una gran efectividad. Las tasas de interés de captación de CDT han tendido a situarse incluso por debajo de los límites establecidos; los menores rendimientos se han hecho extensivos a los papeles de libre negociación en la bolsa y han favorecido un cierto repunte en las cotizaciones de las acciones[25]. A pesar del temor que se tenía inicialmente sobre la posible aparición de mecanismos encubiertos para elevar la remuneración de las captaciones, han sido muy escasos los indicios sobre tales prácticas.

Los menores rendimientos no han impedido que se presente un crecimiento vigoroso en la mayoría de los activos líquidos rentables, incluso superior al de los medios de pago (Cuadro 11). Entre los principales activos financieros, solamente dos muestran ritmos de crecimiento inferiores a las tasas de inflación. Uno de ellos son los depósitos de ahorro, que han crecido 23.3% en los cuatro primeros meses del año. Sin embargo, sus tasas de rendimiento nominal no fueron afectadas por las disposiciones recientes, de modo que este comportamiento sólo podría atribuirse indirectamente a la nueva política por un posible efecto inducido de reacomodación y racionalización de los portafolios de los individuos[26]. El otro activo que ha experimentado un retraso en términos reales son los pagarés de las compañías de financiamiento comercial, lo cual puede ser atribuible al hecho de que los controles redujeron más fuertemente las tasas de estas captaciones que las de otros activos. Sin embargo, las captaciones de las compañías de financiamiento ya venían registrando en el pasado tasas de crecimiento relativamente moderadas (23.6% en 1985, por ejemplo).

En los demás activos, el dinamismo de las captaciones ha sido muy satisfactorio, incluso por encima de las expectativas de los intermediarios. Tal parece haber sido el caso de los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda, que han dispuesto de un volumen de recursos por enci-

[24] Véase el capítulo sobre Moneda y Crédito en la entrega de *Coyuntura Económica* octubre de 1985.

[25] Véase *Estrategia Económica y Financiera,* abril de 1986.

[26] Algunas teorías microeconómicas señalan que los individuos sólo corrigen formas de comportamiento relativamente ineficientes cuando se acumulan un mínimo de circunstancias externas que los obligan a replantearse decisiones pasadas. (Véase Leibenstein, H. "Microeconomics and X-Efficiency Theory", Bell, O. y Kristol, I., *The Crisis in Economic Theory*, Basic Books, 1981). Este podría ser el caso de algunos individuos que tenían ahorros en modalidades comparativamente poco rentables, como las cuentas de ahorro.

CUADRO 11

COLOMBIA:
ACTIVOS LIQUIDOS RENTABLES

	Saldos a fin de: Abril 1985	Abril 1986	Var. %
A. Sistema financiero	946.457	1.279.762	35.2
– Depósitos de ahorro	127.649	183.214	23.3
– Depósitos a término	318.751	413.043	30.5
– Depósitos CAV	385.273	540.359	40.4
– Captación Cías. de Financiamiento Comercial	71.373	86.079	20.6
– Cédulas hipotecarias	29.600	40.524	24.0
– Certificados Eléctricos Valorizables	10.812	16.037	48.3
– Otros[1]	2.999	506	– 83.1
B. Títulos del Banco de la República	93.524	181.175	93.7
– Certificados de Cambio	50.685	47.483	– 6.3
– Títulos Canjeables	34.205	53.354	56.0
– Títulos de Participación	2	64.722	...
– Títulos Agroindustriales	8.650	15.616	87.6
C. Títulos del Gobierno Nacional	41.770	99.131	137.3
– Títulos de Ahorro Nacional	41.462	99.131	139.1
– Bonos de Desarrollo Económico	308	–	...
D. Total Activos Líquidos Rentables	1.081.751	1.560.068	44.2

Fuente: Banco de la República.

[1] Viejos Títulos de Ahorro Cafetero y Bonos Cafeteros.

ma de los límites aceptables de acuerdo con su capital pagado y reserva legal, y las cuales han tenido importantes excedentes de liquidez, como se mencionó anteriormente.

De acuerdo con estimativos del sector financiero, los controles pueden tener alguna incidencia desfavorable sobre la rentabilidad de los intermediarios. Para el sistema bancario, se calcula que los márgenes financieros disminuirían en $7.660 millones al año (equivalentes a un 27% del total) debido a que, si bien se mantuvo el margen de intermediación sobre los CDT, disminuyó el obtenido de los recursos de ahorro y de depósitos a la vista como efecto de la baja en las tasas de colocación. Para las corporaciones de ahorro y vivienda el margen financiero global se reduciría del 4.24% al 4.09%, (unos $2.000 millones, aproximadamente), porque aunque se mantuvo el margen teórico, en la práctica el margen efectivo se reducirá, dados

los métodos de liquidación de intereses sobre las cuentas de ahorro[27].

A pesar de estos efectos desfavorables sobre la rentabilidad del sistema, no cabe duda que el resultado final sobre los intermediarios debe ser positivo, en el largo plazo, a través del mejoramiento en la calidad de la cartera y la recuperación de la demanda para proyectos de inversión real con viabilidad económica.

Dado el éxito de las medidas de control de las tasas de interés, sería un total despropósito comprometerse con un eventual desmonte, ya que las tasas controladas también son susceptibles de modificación y porque "lo cierto del caso es que las tasas de interés siempre han sido manejadas en Colombia, sea por el gobierno o por el oligopolio de intermediarios financieros, y que su nivel obedece más a razones intitucionales o se refiere más al pasado inmediato que a mecanismos de mercado"[28].

VII. PRECIOS

Los estimativos más recientes sobre el comportamiento de los precios han confirmado que las alzas que se presentaron en los tres primeros meses del año se debieron a factores estacionales y a los aumentos en las tarifas de transporte y combustibles, y no, como habían argüido algunos analistas, al elevado ritmo de crecimiento de los agregados monetarios desde los últimos meses de 1985.

En efecto, las tasas de variación mensual de los precios han disminuido desde el 3.15% registrado en enero y febrero hasta la cifra negativa de —0.7% alcanzada en el mes de mayo, contrariando las tendencias recientes de expansión de la liquidez. El principal causante de este comportamiento han sido los alimentos, debido a que por razones estacionales la oferta se reduce al principiar el año hasta cuando entran al mercado las cosechas principales en los meses de mayo y junio. Es importante observar, sin embargo, que aun cuando en el último año se ha mantenido este patrón estacional, las alzas de los cuatro primeros meses fueron relativamente elevadas y muy semejantes a las que se presentaron en esos mismos meses de 1985, cuando la tasa de crecimiento de los precios de los alimentos registró una fuerte escalada. No obstante, en el mes de mayo el crecimiento de dichos precios fue muy inferior al del año anterior, debido tanto al buen comportamiento de la oferta doméstica como, posiblemente, a una reaparición del contrabando de alimentos desde Venezuela, favorecido por la situación de la tasa de cambio del bolívar en los mercados libres.

Es importante recordar que las elevadas alzas de precios de los primeros meses del año no se debieron exclusivamente a la evolución de los alimentos, aunque éste fue su principal causante. Debido a que el gobierno decidió aplazar las alzas de las tarifas de transporte y de los combustibles para el mes de enero, a principios de año se presentaron tasas inusualmente elevadas de crecimiento de los precios de los servicios. Además, el encarecimiento de los combustibles se transmitió luego a otros

---

[27] Asociación Bancaria, "Comentario - Decretos Nos. 272, 273 y 274 de enero 24 de 1986; Resolución 8 de enero 22 de 1986".

[28] Hommes, R. "La baja de las tasas de interés: ¿Un triunfo del pragmatismo?", *Estrategia Económica y Financiera,* abril de 1986, p. 13.

precios, incluyendo por supuesto los mismos alimentos.

Frente a las variaciones de precios de los alimentos y los servicios, los otros componentes de la canasta de consumo han mantenido una relativa estabilidad. En particular, los bienes industriales y los arrendamientos han registrado crecimientos moderados, suavizando así el comportamiento de todo el índice de precios. Aunque la estabilidad de los precios de las manufacturas es una consecuencia de los mecanismos de fijación de precios utilizados por los industriales, hay evidencia de que los ajustes realizados en los años pasados desde iniciada la recesión en 1982 implicaron una disminución sustancial de sus márgenes de ganancia, que podría tratar de revertirse en el futuro en la medida en que se reactive la producción y se logren niveles más altos de utilización de capacidad. Por otro lado, es reconocido que las reducidas tasas de ajuste anual de los arrendamientos registradas desde 1983 (alrededor de 10%) han sido factibles también por la debilidad de la demanda y el deterioro de los ingresos familiares. En consecuencia, cabe esperar que la inminente recuperación de la economía tienda a estimular los precios de estos componentes de la canasta de consumo y a alterar la estructura y características de la inflación en el mediano plazo.