Análisis Coyuntural

colección estudios CIEPLAN

39

In Memoriam
Cornelio González (1952-94)

Políticas sociales y programas de combate a la pobreza en Chile: Balance y desafíos — Dagmar Raczynski

Inversión productiva privada bajo incertidumbre: un modelo teórico y un análisis empírico para Chile — Sergio Lehmann

Políticas macroeconómicas y tipo de cambio real: Chile, 1980-91 — Andrea Repetto

DOCUMENTOS

Cuatro años de gestión económica — Alejandro Foxley

Cuatro años de política laboral — René Cortázar

Evolución del producto por regiones — Joaquín Vial
Claudio Bonacic

Edtado por CIEPLAN, Mac-Iver 125, 5° piso, Casilla 16496
Correo 9, Santiago, Chile

Análisis Coyuntural

I. LA ECONOMIA EN 1994

El vigoroso crecimiento de la demanda interna y la abundancia de divisas fueron las dos fuerzas macroeconómicas dominantes en 1994. Las fuentes que estimularon la demanda interna fueron, como en los dos últimos años, el gasto público y la inversión privada. Por su parte, la abundancia de divisas tuvo su origen en las condiciones financieras internacionales que imperaron hasta fines de año, combinadas con circunstancias domésticas que estimularon la entrada de capitales, tales como las expectativas de revaluación, las altas tasas de interés internas y la notoria caída del ahorro privado. No puede desconocerse, además, que el lavado de dólares, alimentado en gran medida por el narcotráfico, también contribuyó a la situación de abundancia de divisas.

La combinación de una fuerte demanda interna con una amplia oferta de divisas trajo varios efectos sobre la economía. Estimuló el crecimiento del PIB, profundizó el proceso de revaluación de la tasa de cambio real, abarató en términos relativos los bienes importados y sus sustitutos nacionales, estimuló la producción de los sectores no comercializables, en particular la construcción y los servicios, y limitó la efectividad de las políticas dirigidas a reducir la inflación.

A. El crecimiento económico en 1994

El PIB creció 5.7% en 1994, cuatro décimas más que en 1993 (cuadro 1). La demanda interna au-

Cuadro 1. PROYECCIONES MACROECONOMICAS (Variaciones porcentuales)

	1994 Estimado[1]	1995 Proyectado[2]
PIB	5.7	5.3
Consumo total	7.1	5.3
Consumo privado	5.2	5.0
Consumo público	17.6	6.8
Inversión total	12.4	13.6
Formación bruta de capital	14.8	14.0
Inversión privada	-	15.3
Inversión gobierno	-	10.0
Variación de existencias	2.8	9.8
Demanda interna	8.2	7.2
Exportaciones	3.3	4.7
Importaciones	13.2	15.1

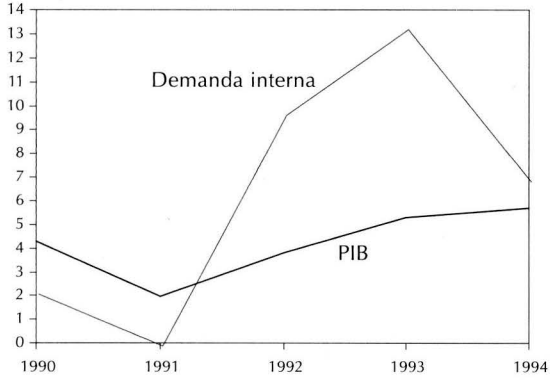
Fuente: [1] Departamento Nacional de Planeación. [2] Fedesarrollo.

mentó 8.2%, siguiendo así la tendencia de elevado crecimiento del gasto que ha persistido desde 1992 (gráfico 1). El componente más dinámico de la demanda interna fue el consumo del gobierno, que aumentó 17.6%, como resultado de la política desenfrenada de gasto público que llegó a su clímax en los últimos meses del gobierno anterior, y que cedió solo parcialmente en los meses siguientes. La inversión, tanto pública como privada, operó también como un factor de expansión de la demanda interna, al crecer 12.4%.

El consumo privado, que en 1993 había tenido un crecimiento muy acelerado, creció 5.2% en 1994, ligeramente por debajo del PIB. Se detuvo así el proceso de reducción del ahorro privado, iniciado en 1992.

El sector externo en su conjunto actuó como un factor de drenaje de las presiones originadas por la demanda interna. En efecto, las exportaciones crecieron apenas 3.3% en términos reales, mientras que las importaciones tuvieron un crecimiento muy sustancial, del 13.2%. Como veremos, este comportamiento dio lugar a un mayor défifit comercial y en cuenta corriente, a pesar de la mejoría en los precios de algunos productos de exportación. Las exportaciones menores tuvieron un comportamiento aceptable y aportaron todo el crecimiento real que tuvieron las exportaciones totales. En contraste, todas las exportaciones de productos tradiciones tuvieron caída en volúmenes en 1994.

Gráfico 1. CRECIMIENTO DE LA DEMANDA INTERNA Y EL PIB (Variaciones porcentuales)



Fuente: Dane y Planeación Nacional.

El comportamiento del PIB y de los componentes de la demanda fue muy semejante al previsto por Fedesarrollo en sus proyecciones de mediados de año. Habíamos previsto que la economía creciera 5%, con aumentos de los componentes de demanda similares a los que efectivamente se dieron, excepto en el renglón del consumo del gobierno. Habíamos previsto 6%, que era exactamente la cifra que el gobierno anterior había prometido, aceptando que era necesario algunas dosis de austeridad fiscal.

Los sectores productivos más dinámicos en 1994 fueron los no comercializables. La construcción creció 12% y el conjunto de los servicios 8.7% (cuadro 2). Dentro de los servicios, los de mayor crecimiento fueron los financieros y los del gobierno. Todos los grandes sectores comercializables tuvieron crecimientos modestos. El sector agropecuario aumentó apenas 2.1%, debido a que la producción cafetera sufrió una reducción del 11%. El resto del subsector agrícola tuvo un crecimiento modesto, del 2.7%, y sólo el ganado y la silvicultura tuvieron un desempeño algo mejor (con aumentos del 4.8% y 4.3%, respectivamente).

Cuadro 2. PROYECCIONES SECTORIALES (Variaciones porcentuales)

	1994 Estimado[1]	1995 Proyectado[2]
Agricultura	2.1	2.8
Agricultura sin café	3.8	2.2
Mineria	2.2	19.5
Industria	3.3	2.9
Industria sin trilla	4.7	3.3
Construcción	1.2	7.4
Servicios	8.7	4.9

Fuente: [1]Departamento Nacional de Planeación. [2] Fedesarrollo.

El conjunto de la industria creció apenas 3.3%, también debido a la reducción de la trilla de café (-7.2%). El crecimiento del resto de la industria (4.7%) fue inferior al de la economía en su conjunto, pero entre las ramas industriales hubo comportamientos muy disímiles, en muchos casos por encima del PIB, incluso en artículos altamente comercializables.

Paradójicamente, la minería tuvo el desempeño más pobre de todos los sectores: 2.2%. Este resultado se debió a la caída de la producción de oro y, especialmente, al estancamiento de la extracción de petróleo, ya que se retrasó el aumento previsto de la producción de Cusiana.

B. Señales de recalentamiento

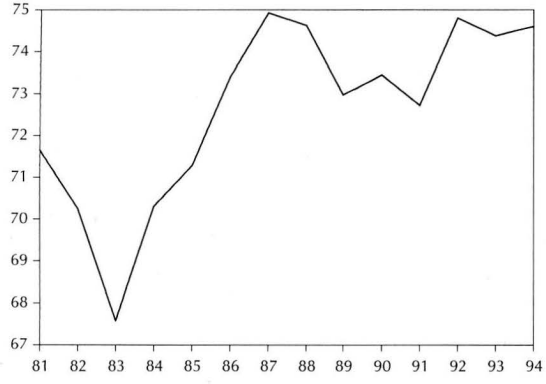
En 1994 surgieron algunas señales de recalentamiento de la economía, como resultado de las fuertes presiones de demanda.

La tasa de utilización de la capacidad instalada en la industria se mantuvo en un nivel elevado para los patrones históricos (gráfico 2). Varios analistas han señalado que la capacidad productiva del sector industrial debe haberse ampliado en forma muy importante en los últimos años puesto que las importaciones de bienes de capital para este sector han llegado a niveles muy altos. En efecto, se estima que en 1994 se hicieron importaciones de bienes de capital para la industria por valor de US$2,7 mil millones, cerca del 4% del PIB y cerca de dos veces y media lo que se había importado en 1991 (gráfico 3).

Las mayores inversiones en el sector industrial han permitido que la producción manufacturera (sin trilla de café) crezca cerca del 10% en los dos últimos años y que los mayores crecimientos se hayan dado en algunos de los sectores más intensivos en el uso del capital, como equipo y material de transporte, cemento y algunas ramas de plásticos y químicos.

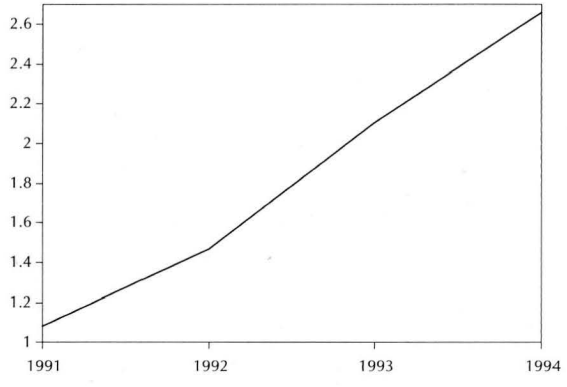
Sin embargo, el ritmo de crecimiento de la inversión ha sido mucho más acelerado que el de la producción, lo cual debería haberse reflejado en reducciones en el nivel de utilización de la capacidad instalada, que no han ocurrido. Este fenómeno debe ser objeto de un análisis cuidadoso, que está por realizarse. Pero hay varias explicaciones que pueden plantearse. En primer lugar, hay fuertes indicios de que la mayoría de las ramas industriales se han movido hacia tecnologías más intensivas en capital. Esto significa que los aumentos en

Gráfico 2. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA EN LA INDUSTRIA
(Porcentajes)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 3. IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA
(Miles de millones de dólares)



Fuente: Dian, Dane.

el acervo de maquinaria y equipo no se reflejan en igual proporción en aumentos de capacidad, porque simplemente pueden estar reemplazándose obreros por máquinas. Esta hipótesis es consistente con el hecho de que el empleo industrial se haya reducido 2.2% mientras que la producción aumentó 4.5% en 1994 (según datos hasta octubre). Este fenómeno ocurrió también en 1993, cuando el empleo industrial se redujo 0.5% a pesar de que la producción aumentó 2.6%[1].

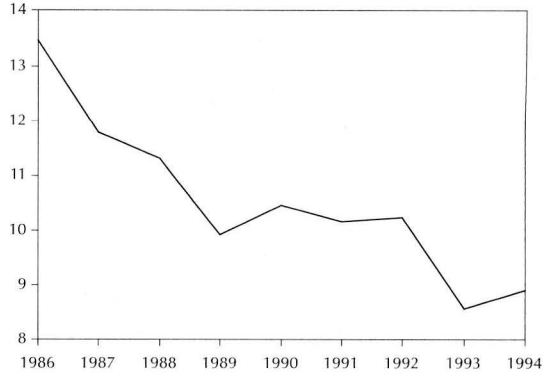
También hay indicios de que, por efecto de la apertura, muchas empresas se vieron precisadas a modernizar sus procesos productivos, desechando maquinaria y equipos obsoletos. En otras palabras, es posible que una parte apreciable de las nuevas inversiones simplemente haya ido a reemplazar maquinaria desueta, sin aumentar en forma significativa la capacidad productiva. En efecto, las dos principales estrategias que han adoptado los industriales para competir mejor frente a las importaciones han sido la adopción de nuevas tecnologías y la renovación de equipos[2]. En adición, un número importante de empresas también ha adoptado como estrategia reducir su número de líneas de producción, lo cual implica desechar algunas inversiones previamente existentes.

Finalmente, es interesante notar que una parte apreciable de las inversiones industriales parecen haberse dirigido a mejorar la eficiencia de los procesos de producción y administración, y no a aumentar directamente la capacidad productiva. De esta manera, las empresas han buscado reducir costos para mejorar las posibilidades de competir en las nuevas condiciones. En especial, este fenómeno parece haber ocurrido en 1994. Según la Encuesta de Opinión Empresarial, en este año el 56% de las empresas realizaron inversiones destinadas principalmente a reponer maquinaria o a introducir nuevos procesos sin ampliar la capacidad instalada. En forma consistente con estas respuestas de los empresarios, las estadísticas de comercio exterior revelan que las importaciones de maquinaria industrial definida en sentido estricto aumentaron apenas 4% en dólares, mientras que las importaciones de maquinaria y aparatos de oficina aumentaron 38%, las de partes y accesorios 67% y las de otro equipo fijo 49%.

Por consiguiente, todo apunta a señalar que las cuantiosas inversiones industriales de los últimos años han sostenido aumentos aceptables de la producción manufacturera pero no darían margen para tasas mucho mayores de crecimiento industrial.

Pero las señales más claras de recalentamiento de la economía provienen del mercado laboral. La tasa de desempleo llegó a su nivel histórico más bajo en septiembre de 1994 (7.6%) y se mantuvo en promedio durante el año en niveles muy moderados (gráfico 4). Es cierto que el ritmo de aumento del empleo durante 1994 fue apenas del 1.6% en promedio, pero el empleo en las actividades poco tecnificadas creció a una tasa mucho mayor, mientras que en las tecnificadas se presentaron diversos

Gráfico 4. COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE DESEMPLEO
(Porcentajes, promedio anual)



Tasa de desempleo total siete ciudades y áreas metropolitans.
Fuente: Encuesta Nacional de Hogares, Dane.

[1] Cifras todas que excluyen trilla de café.

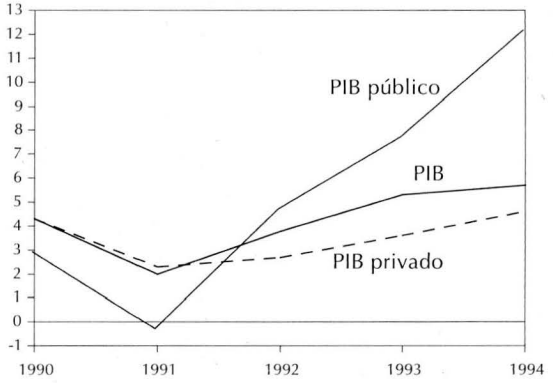
[2] Véase Cantillo, J. A. (1994), "Los Industriales y la Apertura Económica", **Coyuntura Económica**, junio.

indicios de escasez[3]. De esta manera, la escasez de mano de obra calificada impidió un mayor crecimiento del empleo y produjo fuertes presiones de costos en los sectores industriales. Los salarios de los empleados de la industria crecieron alrededor del 5.3% en términos reales, según estadísticas del DANE hasta octubre. Pero este cálculo no tiene en cuenta que los precios al productor de los bienes industriales aumentaron mucho menos que la inflación. Incluído este efecto, los salarios de los empleados de la industria se encarecieron cerca del 13% y los de los obreros industriales 15.6%, en términos de los precios al productor de los bienes industriales (excluído el café). El encarecimiento de los costos laborales fue aun mayor para las empresas, debido a los aumentos en las tasas de contribución a los regímenes de seguridad social[4]. Como hemos visto, las empresas han respondido a este encarecimiento de la mano de obra reemplazando trabajadores por equipos más modernos y, por consiguiente, elevando la productividad media del trabajo.

Las limitaciones de recursos productivos explican por qué el crecimiento económico fue muy inferior al aumento de la demanda interna. Este fenómeno es aun más evidente cuando se considera el crecimiento económico del sector privado, es decir el PIB sin las administraciones públicas y sin los derechos de importación, que por razones contables forman parte del PIB aunque no son producción. Pues bien, el PIB privado creció solamente 4.6% en 1994, bien por debajo del 5.7% de crecimiento económico que reportan las estadísticas oficiales. Este fenómeno viene ocurriendo desde 1992 (gráfico 5)

Dadas las restricciones de recursos productivos, el aumento de las actividades de la administración pública ha actuado como un factor limitante adicional para la producción privada. Sin embargo,

Gráfico 5. CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL, PUBLICO Y PRIVADO (Variaciones porcentuales)



Nota: El PIB público corresponde al sector de servicios del gobierno. El PIB privado son los demás sectores que generan valor agregado.

sería un error creer que el aumento del 12.2% que registró el sector de "servicios del gobierno" en 1994 corresponde completamente a mayor producción de servicios y, por consiguiente, a una mayor utilización de recursos productivos. Ocurre, sencillamente, que el cálculo del crecimiento de servicios del gobierno se basa en el gasto corriente de las administraciones públicas, al cual se le deduce el efecto de la inflación. Por lo tanto, el supuesto crecimiento de los servicios del gobierno puede estar reflejando aumentos en los salarios reales pagados a los funcionarios públicos, aun cuando su número y productividad se haya mantenido igual. En gran medida, esto fue lo que ocurrió en 1994, y había ocurrido también en 1993. Por lo tanto, en rigor, en ambos años el PIB creció sustancialmente menos de lo que indican los cálculos oficiales.

C. Inflación y precios relativos

En 1994 la inflación se mantuvo exactamente en el mismo nivel del año anterior: 22.6%. Por esta razón, con cierta dosis de ingenuidad el DANE anunció que había sido "controlada la inflación"[5].

[3] Véase **Coyuntura Económica,** diciembre de 1994, pp. 66 y ss.

[4] Véase **Coyuntura Económica**, diciembre de 1994.

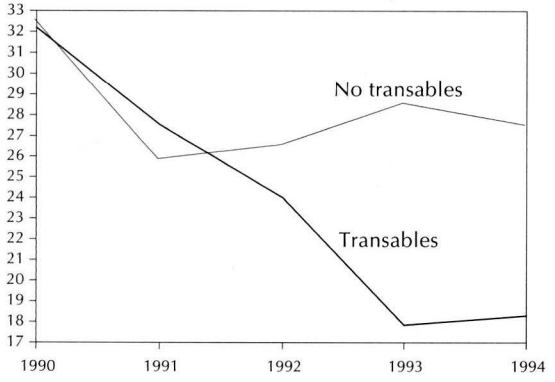
[5] DANE, **Boletín de Prensa**, enero 2 de 1995.

En realidad, las presiones inflacionarias internas fueron mucho más fuertes que el año anterior, si se tiene en cuenta que la devaluación durante el año fue apenas 3.3%, en lugar del 10% que se tuvo el año anterior.

Debido a las fuertes presiones de la demanda interna, los artículos que no cuentas con competencia importada registraron aumentos muy superiores a los demás. Estos bienes, que comúnmente se denominan no comercializables, tuvieron aumentos de precios del 27.5% en 1994. En cambio, aquéllos sometidos a alguna competencia de importaciones aumentaron sólo 18.3%. Se abrió así una brecha de cerca de 10 puntos en los precios relativos entre unos y otros. Este fenómeno, que se inició en 1992, ha dado lugar a un encarecimiento relativo de los bienes no comercializables superior a 20% (gráfico 6).

La revaluación cambiaria ocurrida en 1994 puede verse como otra faceta de este mismo problema. El ritmo de devaluación nominal del tipo de cambio se retrasó considerablemente frente a los aumentos de precios domésticos. En efecto, la tasa de cambio nominal al terminar 1994 fue sólo 3.3% más alta que un año atrás y, en promedio, el tipo de cambio de 1994 fue superior al de 1993 en

Gráfico 6. INFLACION DE BIENES TRANSABLES Y NO TRANSABLES
(Porcentajes)



Fuente: DNP y Banco de la República.

5.2%. Entre tanto, la inflación se mantuvo en 22.6%. La abundancia de divisas, por un lado, y las fuertes presiones de la demanda interna, por otro, fueron las dos fuerzas que dieron origen a esta situación.

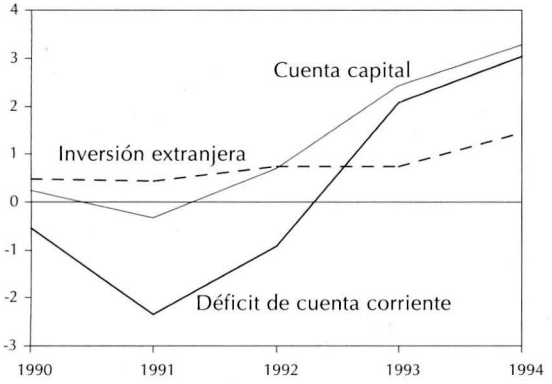
El índice de la tasa de cambio real que calcula el Banco de la República tuvo una caída de 8.7% en 1994. Esta cifra es menor que la diferencia entre la inflación doméstica y la devaluación nominal porque descuenta además la inflación (expresada en dólares) de los países con los cuales comercia Colombia. Además, como es bien conocido, el índice del Banco de la República mide la inflación, tanto la doméstica, como la de los otros países, con el índice de precios al productor, en lugar del índice de precios al consumidor.

D. Abundante financiamiento externo

Como el gasto interno creció por encima de la producción, en 1994 se amplió nuevamente el déficit de la cuenta corriente con el resto del mundo. El déficit llegó a US$3 mil millones, que equivale al 4.6% del PIB. El deterioro de la cuenta corriente ha sido continuo desde 1991, cuando se tuvo un superávit cercano al 5% del PIB.

A pesar del déficit creciente de la cuenta corriente, las reservas internacionales se mantuvieron prácticamente sin cambio en 1994, debido a la amplia disponibilidad de financiamiento externo. La abundancia de capitales internacionales ha permitido que los saldos de la cuenta corriente y de la cuenta de capital se hayan compensado mutuamente en los últimos años (gráfico 7). Es materia de discusión si la abundancia de recursos externos ha sido la causa del deterioro de la cuenta corriente o al contrario. Posiblemente la respuesta se encuentra en un punto medio: dado el buen ambiente financiero internacional que prevaleció hasta fines de 1994 y el favorable clima de opinión interno y externo sobre la economía colombiana, los aumentos de demanda doméstica y el mayor uso de recursos de crédito externo se apoyaron mutuamente. Por supuesto, cabe preguntarse si esta si-

Gráfico 7. CUENTA CORRIENTE, DE CAPITALES, E INVERSION EXTRANJERA (Miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

tuación se mantendrá a raíz de la crisis de México (véase más adelante).

La inversión extranjera directa ha sido una parte importante de los recursos de capital de que ha dispuesto el país. En 1994, alcanzó US$1.5 miles de millones, que permitieron cubrir la mitad del déficit de cuenta corriente. Los ingresos de inversión extranjera se han sostenido gracias al desarrollo de Cusiana y posiblemente aumenten por la misma razón hasta 1996, pero también cabe preguntarse si podrán mantenerse posteriormente.

II. LAS PERSPECTIVAS PARA 1995

A. Los retos de la política macroeconómica

Como hemos visto, el desempeño de la economía en 1994 estuvo dominado por las siguientes fuerzas:

- Un vigoroso crecimiento de la demanda interna, impulsado ante todo por el gasto público y por el dinamismo de la inversión privada;

- Señales de recalentamiento del aparato productivo, evidentes tanto en los altos niveles de utilización de capacidad instalada, como en la reducida tasa de desempleo;

- Cambio en los precios relativos y de la tasa de cambio real en contra de los bienes comercializables y a favor de los no comercializables; y

- Amplia disponibilidad de recursos de capital externo, tanto de inversión como financiamiento.

Debido a diversos conflictos y restricciones que enfrentarán las políticas económicas en 1995, estas fuerzas podrían cambiar de intensidad e incluso de dirección.

El principal conflicto girará en torno a la meta de inflación del 18%. Es cierto que los acuerdos que se lograron en el Pacto Social, suscrito en diciembre, ayudarán a reducir la inflación. En particular, contribuirán los menores crecimientos de la gasolina y las tarifas de los diversos servicios públicos. Sin embargo, el objetivo declarado del gobierno de continuar aumentando el gasto público, tanto corriente como de inversión, irá en contra del propósito de reducir la inflación. De acuerdo con las metas del plan de desarrollo, los gastos corrientes y de capital del sector público consolidado aumentarán su participación en el PIB en 0.7 puntos, lo cual implica un crecimiento nominal del 38%.

Las mayores tendencias a la devaluación también irán en contra del propósito de reducir la inflación. Si el ritmo de devaluación del tipo de cambio (a fin de año) se eleva del 3.3% al 13.5%, como es la meta oficial, la inflación tendería a acelerarse cerca de 2.4 puntos, según se desprende de ejercicios de simulación efectuados para analizar las posibilidades del pacto social[6].

De estos conflictos con la meta de inflación resultará posiblemente un recorte de las aspiraciones de gasto público, que llevará a moderar la demanda interna. De hecho, está previsto en el texto del

[6] Véase E. Lora y C. Fernández, "Macroeconomía del Pacto Social", **Debates de Coyuntura Económica**, 34, Fedesarrollo-Fescol, diciembre de 1994.

pacto social que el gobierno tomará medidas en esta dirección si así lo exige el comportamiento de la inflación. Un menor crecimiento de la demanda interna reducirá también las señales de recalentamiento. A esto último contribuirá también la maduración de los proyectos de inversión, especialmente en los sectores industriales, que no se han reflejado todavía en mayores capacidades productivas.

De otro lado, el cambio que ha venido ocurriendo en la situación financiera internacional a raíz de la crisis de México seguramente reducirá la disponibilidad de recursos de capital externo. En combinación con los factores anteriores permitirá que se detengan los procesos de revaluación real de la tasa de cambio y de encarecimiento de los bienes no comercializables.

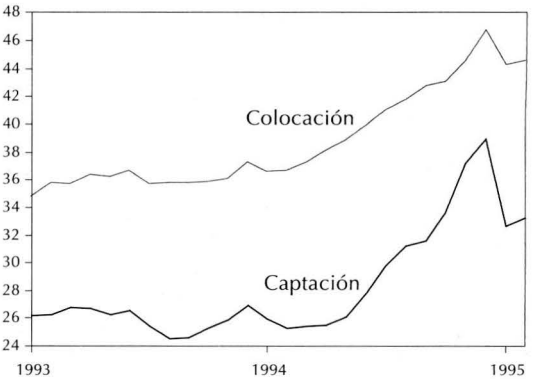
Finalmente, habrá un elemento permanente de tensión en la economía en 1995 por las altas tasas de interés. Las razones de esta tendencia son diversas. Desde el punto de vista monetario, debe tenerse en cuenta que las autoridades tendrán un estricto control sobre el crecimiento de la base monetaria, puesto que no se prevé un aumento de las reservas internacionales y porque el saldo de las operaciones de mercado abierto se encuentra en niveles relativamente moderados, del orden de $1 billón, frente a montos superiores a $2 billones en algunos meses de fines de 1993. Al terminar 1994 el crecimiento de los agregados monetarios se situaba ya dentro de los límites fijados por las autoridades monetarias y esa tendencia se mantenía en las primeras semanas de 1995. No sólo las autoridades monetarias tienen ahora mayores posibilidades prácticas de controlar los agregados monetarios, sino que además están sometidas a una fuerte presión pública para lograr la meta de reducción de la inflación al 18%.

Desde el punto de vista financiero, las presiones al alza en las tasas de interés provendrán de la fuerte demanda de recursos de crédito en comparación con el crecimiento de la oferta monetaria y con el comportamiento del ahorro. En 1994 la cartera en pesos del sistema financiero aumentó 42.3%, en tanto que los medios de pago crecieron 26.6% y la base monetaria 27.3%. La demanda de crédito se ha mantenido muy firme en lo corrido de 1995, lo que se ha reflejado en las tasas de interés, que han regresado a niveles semejantes al mes de noviembre, después de la reducción pasajera que experimentaron en enero (gráfico 8).

Desde el punto de vista cambiario las altas tasas de interés serán posibles e incluso deseables, dado el cambio ocurrido en la situación financiera internacional y el menor atractivo a invertir capitales en el país. Hasta fines de 1994, el temor a las entradas de capitales hacía desaconsejable mantener altas tasas de interés. Pero este temor ha desaparecido. Incluso se ha reducido el riesgo, que existió en los años pasados, de la imposición de controles administrativos a las tasas de interés, como mecanismo para prevenir dichas entradas.

Por último, desde el punto de vista fiscal habrá también fuertes presiones para que se eleven las tasas de interés. De acuerdo con la versión del plan de desarrollo "El Salto Social" presentada al Congreso, el gobierno central tendrá un déficit equivalente al 2.3% del PIB en 1995, que se compara muy desfavorablemente con la situación de ligero superávit en 1994. Este resultado, que ya

Gráfico 8. TASAS DE INTERES
(Porcentajes)



Colocación hasta febrero 3. Captación hasta febrero 16.
Fuente: Banco de la República.

incluye los ingresos previstos por privatizaciones y concesiones, implica que el gobierno central tendrá que acudir en forma masiva al mercado de crédito interno en busca de recursos financieros. El gobierno no espera cubrir sus necesidades financieras con recursos externos por temor a profundizar la revaluación y deteriorar los indicadores de endeudamiento externo. Según el mismo plan, esto implica que en 1995 demandará recursos de crédito interno por un valor bruto equivalente al 3.2% del PIB. Esta es una cifra descomunal, sobre todo si se tiene en cuenta que el sector privado está ahorrando muy poco: apenas el 7.3% del PIB en 1994.

El gobierno considera que esas demandas de recursos no presionarán los mercados financieros y las tasas de interés porque el resto del sector público será superavitario. Según el plan de desarrollo, el resto del sector público tendrá un superávit del 3%, que en principio cubriría totalmente los faltantes del gobierno central. Sin embargo, estas cuentas parecen estar infladas con una buena dosis de optimismo. En particular, se basan en supuestos demasiado confiados sobre el repunte del precio del petróleo, sobre los recaudos del ISS por cuenta de las mayores cotizaciones de seguridad social y sobre los costos fiscales del Pacto Social por los menores ajustes de las tarifas de energía y otros servicios. Pero aunque todas las previsiones del plan resultaran correctas, no es válido suponer que los recursos excedentarios del sector descentralizado podrán trasladarse al gobierno central sin presionar las tasas de interés. El gobierno no tiene poder legal para disponer de esos excedentes y tendrá que hacerlo, al menos en parte, a través de mecanismos de mercado. Por supuesto, en la medida en que se eleven las tasas de interés por todas las razones señaladas, aumentará el costo del servicio de la deuda interna del gobierno central, elevando aun más su déficit. Este efecto no es despreciable, ya que el saldo de títulos de deuda interna de la Tesorería colocado a tasas de mercado (TES clase B) supera los $2 billones, que representan el 3.8% del PIB.

B. Proyecciones para 1995

Para 1995 prevemos que el crecimiento económico será 5.3% (cuadro 1), algo menos que el 6% que contemplan las proyecciones oficiales. Todas las grandes fuentes de demanda crecerán a tasas vigorosas. Sin embargo, el consumo privado tendrá una leve desaceleración, debido a las mayores tasas de contribución a la seguridad social y al leve aumento, que suponemos, tendrán las tasas de ahorro debido al elevado endeudamiento privado y la saturación de las demandas de bienes de consumo duradero.

La inversión total seguirá en auge, esta vez con un crecimiento estimado del 13.6%, que resulta del aumento del 15.3% en la inversión privada (incluyendo empresas del Estado) y del 10% en la inversión de las administraciones públicas. El principal motor de ambos tipos de inversión serán los proyectos de infraestructura en los sectores de petróleo, gas, carreteras y electricidad. Sin embargo, nuestras proyecciones contemplan inversiones en infraestructura inferiores a los previstos por el gobierno. Según el plan de desarrollo, las inversiones totales públicas y privadas en infraestructura en 1995 llegarán a US$7,500 millones aproximadamente. Nuestras proyecciones contemplan inversiones por US$6,000 millones, que resultan de suponer que se realizan totalmente las inversiones previstas en el sector petrolero (US$2,500), el 85% de las demás inversiones públicas y el 50% de las demás inversiones privadas previstas en el plan. No creemos que se alcancen las previsiones del plan porque son numerosas las dificultades de financiamiento de los proyectos, hay problemas de rentabilidad, están por definir y asignar los riesgos en muchos proyectos, y en todos habrá que enfrentar la parsimonia de los mecanismos de contratación pública.

Las exportaciones totales crecerán cerca del 5% en términos reales, debido totalmente a las mayores ventas de petróleo y productos mineros, ya que disminuirá el volumen de exportaciones de café y

se mantendrá estancado el conjunto de las exportaciones no tradicionales en términos reales. La tasa de cambio real ejercerá un efecto adverso sobre las exportaciones menores, ya que en promedio será inferior al año anterior (aun cuando, a lo largo del año no haya ninguna revaluación adicional, como lo estamos suponiendo).

Otros factores operaran en direcciones opuestas. En el lado negativo, debe tenerse en cuenta la crisis de Venezuela. Es cierto que en 1994 las exportaciones menores tuvieron un buen desempeño a pesar de la crisis de Venezuela. Pero justamente por eso es de esperarse que se de un efecto rezagado, debido a que muchas exportaciones terminaron por hacerse con rentabilidades muy bajas o negativas. Además, jugará en contra la mayor competitividad de México en el mercado de Estados Unidos. Sin embargo, en el lado positivo es importante señalar que continuarán estimulando a las exportaciones menores las preferencias arancelarias de Estados Unidos a través del ATPA y de los países de la comunidad europea.

Las importaciones totales en términos reales según nuestra proyección tendrán un crecimiento sustancial, del 15%, debido al alto componente importado de los proyectos de inversión en infraestructura.

El fuerte crecimiento de las importaciones ayudará a drenar hacia el exterior la presión de la demanda interna, que crecerá 7.2%, es decir casi 2 puntos por encima del PIB.

Los sectores más dinámicos en 1995 serán la minería, con un crecimiento del 20%, la construcción (7.4%) y los servicios del gobierno (6.8%). Es importante destacar que la construcción seguirá creciendo gracias a las mayores inversiones en infraestructura, puesto que prevemos que la edificación privada tenga un retroceso en 1995.

Los sectores más expuestos a la competencia internacional tendrán crecimientos más modestos: el sector agropecuario no cafetero crecerá 2.2% y la industria (sin trilla de café) 3.3% (cuadro 2). De esta manera, se mantendrá el patrón típico de enfermedad holandesa que el país ha venido padeciendo en los últimos años. El nuevo rasgo será, sin embargo, una cierta desaceleración en los sectores de servicios privados, los cuales crecerán a tasas del orden del 4.5%. Aunque en su mayoría estos sectores son no comercializables, sus posibilidades están empezando a quedar limitadas por restricciones en la oferta laboral que están elevando sus precios relativos, dada su alta intensidad en mano de obra.

En materia de inflación prevemos una reducción de unos tres puntos, para llegar a 19.5% a fin de año. Será difícil alcanzar la meta del 18%, en razón de las presiones de demanda, las restricciones de recursos productivos y las mayores tendencias de devaluación de la tasa de cambio. Las mayores presiones inflacionarias posiblemente provendrán de los sectores de servicios, cuyos precios han venido aumentando fuertemente en el pasado. Sin duda, los arriendos serán uno de los renglones más críticos (en 1994 aumentaron 27.9%). No obstante, los alimentos podrían traer sorpresas desagradables dependiendo, como siempre, de factores tan impredecibles como el clima o el ciclo ganadero.

En 1994, la lenta devaluación contribuyó a moderar las presiones inflacionarias. Ese factor ejercerá una influencia mucho menos favorable en 1995. Fedesarrollo prevé que se conseguirá la meta de devaluación nominal del 13.5% que se ha trazado el gobierno para el año completo. Esto significa 10 puntos más de devaluación que se reflejarán en parte en presiones de precios.

La situación del sector externo empezará a ser objeto de preocupación creciente en 1995 ya que aumentará el déficit comercial y de cuenta corriente y es probable que se presente una modesta disminución de reservas internacionales (cuadro 3).

Cuadro 3. PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS (Millones de dólares corrientes)

	1994 Estimado[1]	1995 Proyectado[2]
Cuenta corriente	-2982.0	-4079.8
Balanza comercial	-2384.9	-2517.3
Exportaciones FOB	8513.9	10371.2
No tradicionales	4364.0	4616.2
Tradicionales	4149.9	5755.0
Hidrocarburos	1325.6	2088.5
Café	1897.0	2551.7
Carbón	545.8	703.8
Ferroníquel	111.7	124.3
Oro	269.8	286.7
Importaciones FOB	10898.8	12888.5
Balanza de servicios	-1442.1	-2452.8
Servicios no financieros	460.5	153.7
Servicios financieros	-1902.6	-2606.5
Transferencias netas	845.0	890.3
Cuenta de capital	3106.5	3541.9
Capital de largo plazo	4016.0	4001.7
Inversión directa neta y de cartera	1537.8	2743.0
Endeudamiento externo neto	2520.9	1284.7
Privado	2708.8	1200.0
Público	-187.9	84.9
Aportes organismos internacionales	-42.7	-26.0
Capital de corto plazo	-909.5	-459.8
Endeudamiento neto	483.5	-250.0
Mov. de act en el exterior	-1393.0	-209.8
Contrapatidas	-20.6	0.0
Errores y omisiones	0.0	0.0
Cambio en reservas brutas	103.9	-537.9
Reservas internacionales brutas	8012.8	7474.9

Fuente: [1] Departamento Nacional de Planeación. [2] Fedesarrollo.

Las exportaciones totales pasarán de US$8.5 mil millones a cerca de US$10.4 mil millones. Este notable aumento, equivalente al 21.8%, será principalmente resultado de las mayores exportaciones de petróleo, café y carbón. El petróleo alcanzará US$2.1 billones, 58% más que el año anterior, debido a la mayor producción de los yacimientos de Cusiana y Cupiagua y al aumento del 10% supuesto en el precio externo. En el caso del café, aunque el volumen de ventas posiblemente se reduzca, los precios promedios serán mayores que durante 1994. Las exportaciones de carbón también aumentarán debido a mayores precios y a un volumen de ventas externas superior en más de 20% al año anterior. Se calcula que las exportaciones no tradicionales pasarán de US$4.4 mil millones en 1994 a US$4.6 mil millones en 1995, con un crecimiento de sólo 5.8% en términos nominales. Como ya señalamos, el desempeño de las exportaciones menores estará afectado por la revaluación de períodos pasados, el sostenido crecimiento de la demanda interna y la crisis de los mercados de Venezuela y México.

Las importaciones también tendrán un aumento notable en 1995, al pasar de US$10.9 mil millones a US$12.9 mil millones (18.3%). El grupo más dinámico será el de bienes de capital, debido al alto contenido importado de las inversiones previstas en infraestructura.

El déficit comercial tendrá un leve aumento, al pasar de US$2.4 mil millones en 1994 a US$2.5 mil millones en el presente año. Sin embargo, la balanza en cuenta corriente se debilitará en forma más pronunciada. El déficit de esta cuenta será US$4.1 mil millones aproximadamente, frente a US$3 mil millones en 1994, lo que en porcentajes del PIB equivale a pasar del 4.6% al 5.3%. La mayor fuente de deterioro de la balanza en cuenta corriente serán las transacciones de servicios. Los ingresos netos de servicios no financieros se reducirán cerca de US$300 millones, y los pagos netos de servicios financieros aumentarán US$600 millones aproximadamente. Los mayores pagos de servicios financieros reflejan los mayores niveles de endeudamiento y el aumento en los pagos esperados por concepto de remesas de utilidades y dividendos.

Sobre la cuenta de capital pesan diversos factores de incertidumbre que dificultan su proyección. Sin embargo, se prevé que las entradas netas totales de capitales alcancen US$3.5 mil millones, un 14% más que en 1994. La principal fuente de aumento será la inversión extranjera directa, que se espera alcance US$2.7 mil millones, frente a US$1.5 mil millones del año anterior.

La principal incertidumbre tiene que ver con el endeudamiento externo de largo plazo. En 1994 el

sector privado recibió créditos de largo plazo en términos netos por cuantía de US$2.7 mil millones, equivalentes a un 4.2% del PIB. Es difícil esperar algo semejante en 1995, ya que en 1994 operaron factores extraordinarios tales como la muy reducida devaluación, el desembolso de operaciones registradas antes de la imposición de controles al crédito externo y las cuantiosas operaciones de la telefonía celular y otras privatizaciones. Por estas razones, para 1995 proyectamos entradas netas de créditos de largo plazo para el sector privado de US$1.2 mil millones.

Aunque las entradas totales de la cuenta de capital aumentarán en 1995, no alcanzarán a compensar completamente el mayor déficit de la cuenta corriente. Por consiguiente, habrá una disminución de reservas, que Fedesarrollo estima en US$0.5 mil millones. Se trata de una cifra menor, frente al saldo cercano a US$8.0 mil millones de reservas internacionales. Por supuesto, el Banco de la República estaría en capacidad de evitar esta caída, marginándose completamente del mercado cambiario y permitiendo un aumento en la tasa de cambio para equilibrar la oferta y la demanda de divisas, pero esta opción implicaría poner en riesgo la política antiinflacionaria.

Aparte del déficit de la cuenta corriente, que ya se encuentra en niveles poco holgados del 5.3% del PIB, los demás indicadores del sector externo se mantendrán en valores muy favorables. La deuda externa total del país se elevará de US$20.4 mil millones a US$21.5 mil millones, lo que equivale al 28% del PIB. Descontadas las reservas internaciones, el valor de la deuda neta se reduce a US$14 mil millones, que corresponden al 18.2% del PIB.

III. ¿PODRIA REPETIRSE LA CRISIS DE LOS OCHENTA EN COLOMBIA?[7]

El desplome del peso mexicano .desde el 20 de diciembre ha puesto en entredicho el clima de confianza que se vivía en toda América Latina. México tuvo un déficit con el resto del mundo por valor de US$28 mil millones en 1994, que no pudo financiar completamente. Las reservas internacionales cayeron en forma estrepitosa, los inversionistas se asustaron y, después de algunos intentos fallidos por controlar la tasa de cambio, fue necesario dejarla flotar libremente. En su peor momento, a fines de enero, alcanzó los 6.3 pesos por dólar, casi el doble de la tasa de 3.45 pesos vigente antes de iniciada la crisis. Luego ha fluctuado en niveles alrededor de 5.5 pesos.

Los temores sobre México habían empezado a comienzos de 1994, cuando ya se sabía que el déficit en cuenta corriente venía aumentando en forma preocupante, se habían elevado las tasas de interés para mantener los capitales y, a raíz del levantamiento de Chiapas, la tasa de cambio sufrió una primera devaluación, pasando de un extremo a otro de la banda de sustentación cambiaria.

Ahora que los temores sobre México son una realidad, se han extendido a toda América Latina. Se habla de una posible crisis en Argentina y han aumentado las dudas sobre Brasil y otros países. ¿Qué pasará con Colombia? Diversos análisis han discutido los efectos que la crisis de México tendrá sobre las exportaciones colombianas y sobre las entradas de capital al país.

Sin embargo, poco se ha discutido sobre lo que debería ser el punto central: ¿Son suficientemente sólidas las condiciones de funcionamiento de la economía colombiana para que no ocurra aquí algo semejante? Puesto de otra forma, ¿podría repetirse la crisis de los ochenta en Colombia?

Es útil recordar que en esa ocasión, cuando México declaró la moratoria de su deuda externa en

---

[7] Fedesarrollo agradece al Ministerio de Desarrollo y al IFI haber tenido la iniciativa y haber financiado el estudio cuyo resumen ejecutivo se transcribe en esta sección. Para mayor detalle véase E. Lora y N. Salazar, "¿Podría Repetirse 1982? Una Evaluación de los Riesgos Financieros y Macroeconómicos en Colombia", informe de investigación, marzo de 1995.

agosto de 1982, la economía colombiana ya se encontraba sumida en serias dificultades por la situación de recesión que se había iniciado dos años atrás, y por una serie de desequilibrios macroeconómicos que habían dado lugar, entre otras cosas, a una seria crisis financiera. Al terminar la administración Turbay, en ese mismo mes de 1982 ya se había presentado la primera quiebra bancaria (Banco Nacional) y se había desatado una situación de pánico financiero. Debido a la holgura de recursos corrientes y de financiamiento externo de que había gozado el país, y en vista de la sólida posición de reservas, el nuevo gobierno de Belisario Betancur desestimó la influencia de la crisis financiera internacional sobre la situación externa del país. La crisis externa sólo vino así a reconocerse un tiempo después y tocó fondo tres años más tarde, cuando se decidió alterar en forma radical la orientación de la política macro seguida hasta entonces.

La enumeración de estos acontecimientos sugiere que es útil analizar primero los factores de riesgo que podrían afectar al sistema financiero, y discutir luego las variables macroeconómicas, comparando para el efecto la situación actual con la de los años ochenta.

A. Riesgos en el sistema financiero

El elevado crecimiento de la cartera del sistema financiero ha sido motivo de preocupación de los analistas y las autoridades económicas desde 1993. En esta misma revista, hace un año se analizaron las características de la expansión crediticia y se señalaron sus peligros. Por esa misma época la autoridad monetaria impuso un límite del 2.2% mensual al crecimiento de la cartera, que se mantuvo durante cuatro meses.

La preocupación surge del hecho de que un proceso de acelerado crecimiento de la cartera puede venir acompañado de un relajamiento de las prácticas de control de riesgo de parte de las propias entidades financieras, poniéndolas en situación de vulnerabilidad frente a quiebras de empresas o frente a riesgos macroeconómicos tales como una disminución de la liquidez o una situación sostenida de altas tasas de interés.

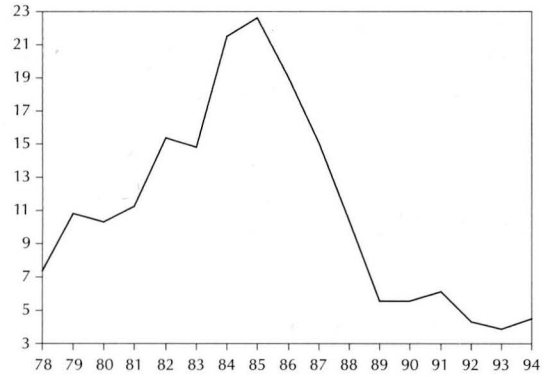
¿Qué tan justificadas resultan estas preocupaciones cuando se compara la situación actual con la de principios de los ochenta?

Consideremos primero el indicador de calidad de cartera, definido como el porcentaje de deudas que se encuentran vencidas. Para el conjunto del sistema financiero este indicador se encuentra en niveles muy moderados, del orden de 4.5%[8], inferiores a los que se tenían a principios de los ochenta (gráfico 9). Los niveles actuales son el resultado de un proceso de saneamiento y mejoramiento de la cartera a partir de 1985. Es importante observar sin embargo que este indicador empeoró en 1994 y que, como lo indica la experiencia de los ochenta, los procesos de deterioro de la calidad de la cartera pueden ser muy rápidos. Por consiguiente, es preciso tener en cuenta otros indicadores. También conviene señalar que, en el caso de las compañías de financiamiento comercial, la calidad de la cartera ha venido deteriorándose desde 1988. Actualmente la cartera vencida de estas entidades se aproxima al 10% de la cartera total.

Un segundo indicador de riesgo es el nivel de capitalización del sistema. El capital pagado más la reserva legal como porcentaje de todos los activos del sistema financiero se encuentra actualmente en 7%, después de varios aumentos recientes. Este nivel es comparable al de 1980 y superior al de todos los años posteriores (gráfico 10). Nuevamente, tan sólo en el caso de las compañías de financiamiento comercial se aprecia un comportamiento adverso. En este grupo de intermediarios, el nivel de capitalización ha descendido del 12% en 1986 a cerca del 8% en la actualidad.

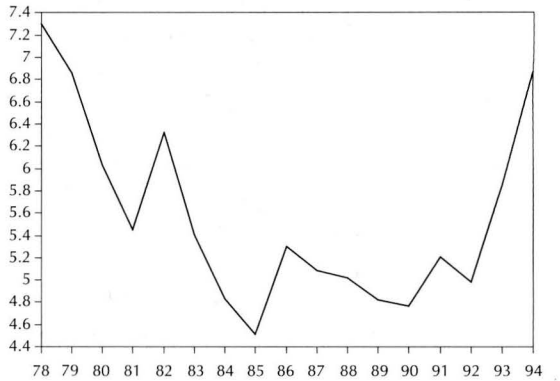
[8] Según datos a octubre de 1994.

Gráfico 9. CALIDAD DE LA CARTERA DEL SECTOR FINANCIERO
(Cartera vencida/cartera total, porcentajes)



Cifras a octubre.
Fuente: Superintendencia Bancaria, Asociación Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 10. INDICADOR DE CAPITALIZACION DEL SECTOR FINANCIERO
(Capital pagado + reserva lega/activos, en porcentajes)



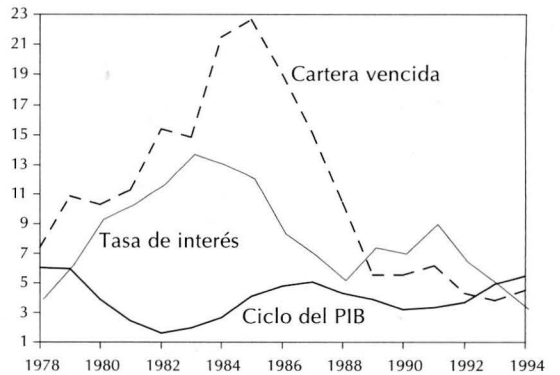
Cifras a octubre.
Fuente: Superintendencia Bancaria, Asociación Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

Puesto que los indicadores anteriores se encuentran en una situación que no difiere apreciablemente de la que se tenía a principios de los ochenta, no puede descartarse un rápido deterioro como el que ocurrió a mediados de los ochenta. De hecho, puede afirmarse que los factores que propiciaron la crisis financiera de los ochenta fueron en gran medida de tipo macroeconómico. En particular, puede argumentarse que el deterioro de la calidad de la cartera estuvo claramente asociado a la recesión de la actividad económica y al aumento en las tasas de interés reales (gráfico 11).

La argumentación anterior podría sugerir que el sistema financiero puede estar entrando en una situación de alto riesgo por la elevación de las tasas de interés reales y por una eventual desaceleración de la actividad productiva y la demanda agregada. Sin embargo, esta argumentación desconoce los avances muy importantes que han ocurrido en la regulación financiera y en la calidad de la supervisión al sector.

En primer lugar, debe mencionarse la creación en 1985 del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, encargado de manejar y luego reprivatizar las entidades financieras nacionalizadas, y que actualmente constituye un elemento de garantía frente a eventuales quiebras de entidades individuales.

Gráfico 11. CARTERA VENCIDA, TASA DE INTERES REAL Y CICLOS DEL PIB
(Promedio móvil de 5 años para el PIB y la tasa de interés, porcentajes)



Fuente: Cálculos de Fedesarrollo.

En segundo lugar, está el cambio en las relaciones de solvencia exigidas a las entidades financieras. En los ochenta, la relación de solvencia se definía respecto a los pasivos, bajo el presupuesto de que el capital debía proteger a las entidades de eventuales corridas de depósitos. Siguiendo las recomendaciones internacionales, en la actualidad la relación de solvencia se define con respecto a los activos ponderados según riesgo, lo cual resulta más adecuado para prevenir los problemas que se presentaron en los ochenta y sobre los cuales puede haber temor actualmente. Los riesgos de posibles retiros de depósitos se manejan en la actualidad mediante el sistema de seguro de depósitos y a través las normas relativas al encaje y al acceso a recursos primarios del Banco de la República.

En adición a estos cambios, cabe recordar que en marzo de 1994 la relación de solvencia se elevó de 8.33% a 9% y a partir de 1996 será 10%. Estas exigencias son mas elevadas que el 8% recomendado internacionalmente por el Comité de Basilea.

Uno de los problemas más críticos de la crisis de los ochenta fue el saneamiento de las carteras una vez que éstas se deterioraron. Este proceso fue causa de la descapitalización del sistema, que sólo vino a corregirse recientemente. En la actualidad, es muy reducido el riesgo de que tal cosa vuelva a ocurrir, ya que existen normas más exigentes de clasificación de la cartera y se requiere efectuar provisiones para la clasificada como deficiente, de difícil cobro o irrecuperable, dependiendo del tipo de cartera y de las garantías que la respaldan. La legislación actual también llenó el vacío que existía en los ochenta respecto a la concentración del crédito individual y respecto al uso de recursos de crédito por parte de los propietarios de las entidades (autopréstamos).

La calidad de la regulación financiera se fortaleció además desde los ochenta con la introducción del Plan Unico de Cuentas y con la profesionalización y tecnificación de las prácticas de supervisión por parte de la Superintendencia Bancaria.

En síntesis, aunque es imposible descartar que un cambio abrupto en las condiciones macroeconómicas llegue a afectar la solidez del sistema financiero, ese riesgo es actualmente mucho menor que en los ochenta gracias a las nuevas normas de solvencia, capitalización y aprovisionamiento de cartera. De esta manera, el hecho de que los indicadores de calidad de la cartera y de capitalización del sistema sean comparables o mejores a los de principios de los ochenta representa una situación mucho más solida que la de ese entonces.

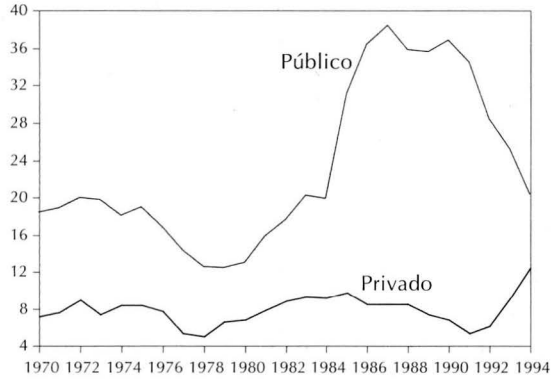
B. Riesgos en el sector externo

La ampliación reciente del déficit de la cuenta corriente y el aumento abrupto que tuvo el endeudamiento externo privado en 1994 son dos motivos de preocupación sobre la solidez del sector externo. Para evaluar la magnitud de los riesgos externos también es útil comparar los indicadores básicos con los años ochenta.

Los niveles de endeudamiento externo actuales superan los que se tenían al comienzo de la crisis externa de los ochenta, aunque han descendido desde su punto más alto en 1988. En efecto, el 31% de endeudamiento externo total como proporción del PIB es mayor que el 26% de 1982 o los niveles cercanos al 30% de 1983 y 1984 (gráfico 12). Tal como ocurrió desde fines de los setenta hasta el momento más crítico de los ochenta, desde 1991 se ha elevado en forma muy apreciable la deuda externa privada. En 1994 llegó al 12.4% del PIB, por encima del pico de 1985. De esta manera, desde el punto de vista de los saldos de endeudamiento y su composición, la situación de riesgo actual es semejante a la de los ochenta.

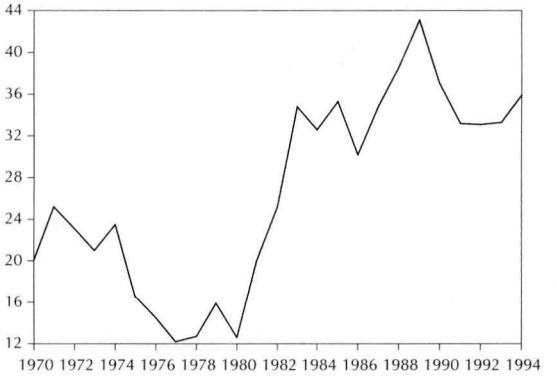
Lo mismo puede decirse del esfuerzo que representa el servicio de esa deuda externa. Una tercera parte de los ingresos corrientes de balanza de pagos se destinan en la actualidad a cubrir los intereses y amortizaciones de la deuda externa pública y privada (gráfico 13). Este coeficiente de

Gráfico 12. COEFICIENTE DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO PUBLICO Y PRIVADO (Saldo de deuda/PIB, porcentajes)



a: Estimado
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13. COEFICIENTE DEL SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL (Costo del servicio/ ingresos de la cuenta corriente, porcentajes)



a: Estimación de DNP.
Fuente: Banco de la República.

servicio es mayor que los niveles que predominaron hasta 1992 y se asemeja a los registrados durante los años 1983 a 1987.

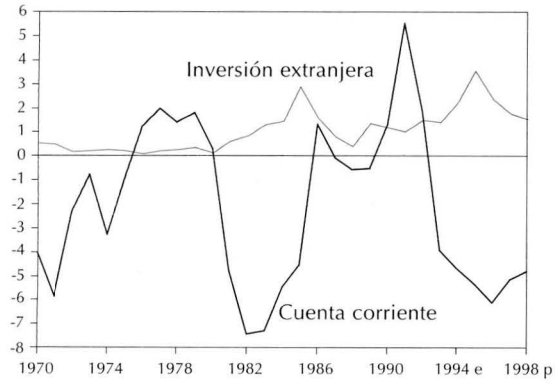
Desde el punto de vista de la cuenta corriente con el exterior, que representa el resultado neto de los ingresos corrientes, la situación actual tampoco difiere en forma apreciable a la de principios de los ochenta. En 1994 el déficit de la cuenta corriente fue equivalente al 4.6% del PIB, prácticamente lo mismo que en 1981 (4.7%). Lo que es más preocupante, las proyecciones para 1996 coinciden en que habrá un aumento en ese déficit, como también ocurrió en 1982. La proyección de Fedesarrollo es un déficit de 6.1% del PIB y la de Planeación es también superior al 6%. Aunque estos déficit son inferiores a los de 1982 y 1983 (7.4% y 7.3%, respectivamente), la diferencia está dentro de los márgenes de error que suelen tener este tipo de proyecciones. De hecho, vale la pena mencionar que ninguna proyección hecha hace un par de años contemplaba déficit de cuenta corriente de la magnitud actual.

Para refutar la posible existencia de riesgos externos suelen esgrimirse dos indicadores que en la actualidad son bastante sólidos: el monto de inversión extranjera y el saldo de las reservas internacionales. Según se arguye, los altos déficit de cuenta corriente no son preocupantes porque en buena parte están financiados con recursos de inversión directa y porque, en últimas, podrían cubrirse incluso con las reservas disponibles.

En efecto, la inversión extranjera directa representó en 1994 el 2.3% del PIB y cubrió la mitad del déficit de la cuenta corriente (gráfico 14). Para 1995 se esperan ingresos de inversión extranjera cercanos al 3.6% que serán suficientes para cubrir más de la mitad del déficit corriente. En comparación con la década de los ochentas estos niveles son elevados. Sin embargo, como también ocurrió en los ochentas después del pico de 1985 (cuando la inversión extranjera llegó al 2.9% del PIB), es previsible que haya una reducción en esos ingresos en los próximos años, ya que han estado muy concentrados en el sector petrolero.

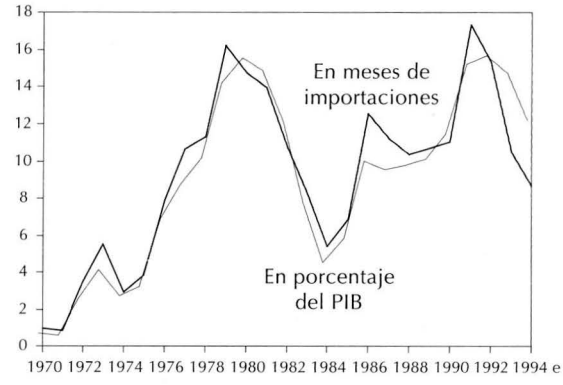
También es cierto que la situación actual de reservas internacionales es bastante holgada. El saldo cercano a los US$8 mil millones de fines de 1994 es equivalente a 8.8 meses de importaciones o al 12% del PIB, y el saldo previsto para 1995 representará 7 meses de importaciones o cerca del 10%

Gráfico 14. BALANCE DE LA CUENTA CORRIENTE E INVERSION EXTRANJERA DIRECTA (Porcentajes del PIB)



Fuente: 1970-1994: Banco de la República.
1995-1998: Proyecciones de Fedesarrollo.

Gráfico 15. SALDO DE RESERVAS COMO PROPORCION DEL PIB Y COMO MESES DE IMPORTACIONES (Porcentajes y meses)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

del PIB (gráfico 15). Pero esto no es una situación más sólida que la de comienzos de los ochenta. En 1981 las reservas internacionales cubrían 14 meses de importaciones y valían el 15.5% del PIB. En 1982 cubrían cerca de 11 meses y eran equivalentes al 12.5% del PIB. En contra de esta aparente solidez, las reservas internacionales se derrumbaron en sólo dos años, una vez que el deterioro en la situación financiera internacional se apoderó de la confianza interna y externa en la solidez del país.

Podría argumentarse que el país se encuentra **ad portas** de una bonanza externa, que le asegura su estabilidad de mediano plazo. La comparación con principios de los ochenta también es ilustrativa. Hacia 1982 el país también estaba en la antesala de una gran bonanza de exportaciones mineras. Por esos años se realizaron cuantiosas inversiones en proyectos de carbón, ferroníquel y petróleo, que permitieron elevar las ventas externas de estos productos del 1.0% del PIB en 1982 al 5.7% en 1987. Para fines comparativos debe mencionarse que, gracias al desarrollo de Cusiana, las exportaciones de petróleo pasarán del 2% del PIB en 1994 al 4.8% en 1998 y las de otros productos mineros aumentarán quizás 0.4% del PIB. En otras palabras, el aumento que tuvieron entonces las exportaciones mineras fue más apreciable que el que se espera ahora.

En adición, hay dos elementos que obligan a mirar la situación externa actual con mayor cautela. Ya en 1982 se había derrumbado el precio externo del café, después de una situación de bonanza que se había prolongado hasta 1980. Actualmente, el precio externo del café se encuentra en niveles muy elevados para sus tendencias normales. Aunque el café representa actualmente tan sólo el 22% de las exportaciones (frente al 46% en 1982), un desplome abrupto del precio externo del grano pondría todos los indicadores hasta ahora analizados en una situación más débil que la de ese momento.

Por otro lado, no debe perderse de vista que la reacción de los mercados y la movilidad de los capitales externos es ahora mucho mayor que hace una década. En los ochentas el país mantenía todavía mecanismos de control a las importaciones y sobre todas y cada una de las operaciones cambiarias en forma centralizada. A pesar de sus

numerosas y crecientes imperfecciones, estos mecanismos ayudaron a retrasar la pérdida de reservas internacionales y permitieron reducir rápidamente el déficit externo mientras surtían efecto los ajustes de naturaleza más fundamental por el lado del gasto doméstico y de la tasa de cambio real. Ya no se cuenta con esos expedientes. Además de la mayor libertad actual para todas las operaciones cambiarias, los inversionistas externos cuentan con posibilidades de remisión de utilidades y de giro de los capitales invertidos que no existían en los ochentas.

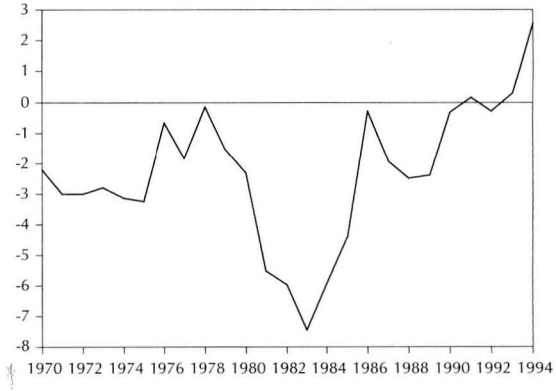
En síntesis, los indicadores de riesgo del sector externo no son actualmente más solidos que en 1982, cuando se inició la crisis de la deuda externa en América Latina. Esto no quiere decir, por supuesto, que el país esté abocado a una situación semejante a la mediados de los ochenta. Quiere decir, simplemente, que existe esa situación de riesgo y que debe admitirse como un elemento central en el diseño de la política económica de aquí en adelante.

C. Riesgos fiscales

El déficit de la cuenta corriente con el resto del mundo es equivalente a la suma de los déficit domésticos del sector público y privado. El gobierno actual ha enfatizado correctamente que el déficit externo está reflejando desajustes en las finanzas del sector privado, no en la situación fiscal. En este sentido, la situación es diferente a la que se tuvo en los ochenta, cuando durante varios años se registraron déficit superiores al 5% del PIB (gráfico 16). En contraste, desde 1990 el sector público consolidado ha mantenido una situación de equilibrio, e incluso superávit.

En otros aspectos, sin embargo, la situación fiscal no luce tan holgada. A partir de 1995 el gobierno central registrará déficit en cuantías cercanas al 3% del PIB, según las previsiones del plan de desarrollo. Aunque se cree que estos déficit serán cubiertos completamente con superávit en las entidades descentralizadas, se teme que que esos estimativos sean demasiado optimistas y que, aun si fueran correctos, el uso de esos recursos excedentes por parte del gobierno central presionará de todas formas las tasas de interés.

Gráfico 16. BALANCE DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO (Superávit o Déficit /PIB, porcentajes)

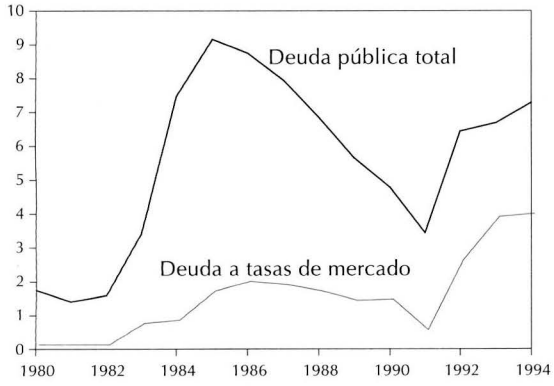


Fuente: Banco de la República, "Principales Indicadores Económicos, 1923-1992" y Planeación Nacional.

Aquí surge el segundo motivo de preocupación actual. La deuda pública interna es ahora mucho mayor que a principios de la crisis de los ochenta, y está cubierta en una proporción muy alta por instrumentos de deuda a tasas de mercado, que eran muy limitados hace una década (gráfico 17). Por consiguiente, la vulnerabilidad de las finanzas públicas frente a cambios en las tasas de interés es sustancialmente mayor que entonces.

Por otro lado, en el frente fiscal también es motivo de preocupación la pérdida de control del gobierno central sobre sus propias finanzas. Debido al proceso de descentralización, el gobierno está obligado a transferir una porción creciente de sus ingresos corrientes, lo que limita tanto la efectividad de las medidas dirigidas a aumentar el recaudo, como el margen de acción para controlar los gastos. Por otro lado, debido a las sucesivas reformas tributarias de los últimos diez años, mediante las cuales se introdujo el IVA, se ampliaron las

Gráfico 17. COEFICIENTE DE ENDEUDAMIENTO PUBLICO INTERNO
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Contraloría General y cálculos de Fedesarrollo.

bases de los recaudos directos y se tecnificaron todos los tributos, se ha recortado el margen de maniobra para elevar los ingresos corrientes. Debe reconocerse, no obstante, que hay un amplio margen de acción en materia de elusión y evasión tributaria, que podría aprovecharse para elevar el recaudo efectivo de los tributos existentes, como es el objeto de la reforma tributaria que está preparando el gobierno.

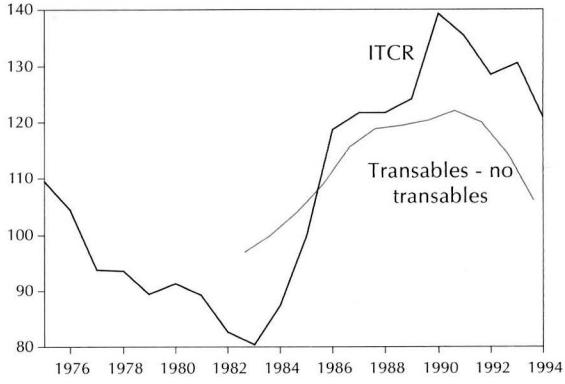
A más largo plazo, es preciso tener en cuenta además que la seguridad social tendrá un costo creciente que pesará sobre las finanzas públicas. El déficit del ISS por concepto de pensiones para trabajadores del sector privado aumentará en forma continua desde el próximo año hasta llegar al 0.5% del PIB en 1998 y al 1% del PIB en el año 2006[9]. Por concepto de salud también podrían originarse déficit crecientes que no han sido cuantificados.

D. Distorsiones de precios

La revaluación de la tasa de cambio ha sido motivo de preocupación de numerosos analistas y del propio gobierno recientemente. Como observamos en una sección anterior, la tasa de cambio real guarda estrecha relación con los precios relativos internos y es una señal económica que orienta los recursos productivos. Si la tasa de cambio real se reduce en exceso, el resultado puede ser una concentración de las inversiones y la producción en actividades no comercializables, lo cual puede aumentar el riesgo del sector externo, en la medida en que la economía no está en capacidad inmediata de aumentar su producción en sectores generadores o ahorradores de divisas.

En los ochenta este tipo de distorsiones de precios fue una de las causas de crisis. Con respecto al nivel más alto alcanzado en 1975, el tipo de cambio real se redujo 30% hasta 1983. A partir de entonces, por efecto del proceso de ajuste macroeconómico se elevó en forma continua hasta 1990. La tasa de cambio real actual es un 20% menor que en 1990, pero supera ampliamente el nivel de principios de los ochenta (gráfico 18). El precio relativo de los bienes comercializables también ha descendido en los últimos años, pero su nivel actual también supera el de principios de los ochenta. Por lo tanto, desde este punto de vista la situación luce ahora más sólida que hace una década.

Gráfico 18. TASA DE CAMBIO REAL Y PRECIOS RELATIVOS DE LOS TRANSABLES
(Indices 1985 = 100)



Fuente: Banco de la República.

[9] E. Lora y L. Helmsdorff (1995), **El Futuro de la Reforma Pensional**, Fedesarrollo-Asofondos.

No ocurre lo mismo, sin embargo, cuando se considera la orientación de los recursos productivos. En forma burda, pueden considerarse como transables los sectores agropecuarios, la minería y la industria manufacturera. Según esta definición el PIB transable se redujo a menos del 45% del total en 1982, unos cuatro puntos menos que en 1975. Algo semejante ocurrió nuevamente entre 1990 y 1994 (gráfico 19). Esta comparación, que podría ser motivo de alarma, debe matizarse, no obstante, con lo ocurrido con la inversión. A partir de 1979 y hasta 1985 la inversión se destinó en forma creciente a la construcción. En este último año, el 64% de los recursos de inversión se destinó a edificaciones y otras construcciones, y sólo el 36% estuvo dirigido a maquinaria y otros equipos (gráfico 20). En cambio, en los años noventa ambos tipos de inversión, que han crecido en forma extraordinariamente dinámica, han mantenido igual peso en el total. De esta manera, es presumible que la capacidad de adaptación de la estructura productiva ante cambios futuros en los precios relativos sea mucho mayor que en los ochenta.

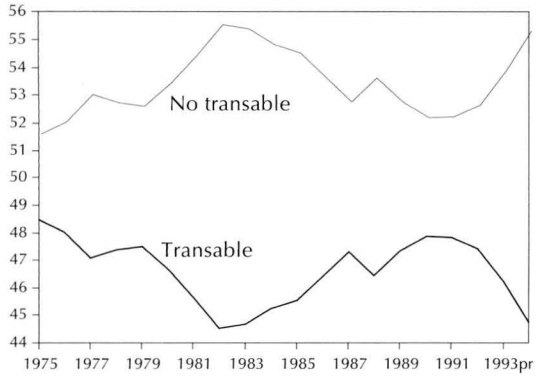
E. Un balance final sobre los riesgos macroeconómicos

La economía colombiana es actualmente mucho más sólida que en los ochenta. En particular, el sector financiero está lejos de una situación de crisis generalizada como la que estalló en 1982. Es mucho mejor la calidad de las deudas, es mayor su capitalización y son más adecuadas las normas de vigilancia y regulación prudencial. También es más sólida la situación fiscal, especialmente si se consideran las finanzas consolidadas de todo el sector público. Y es más diversificada y flexible toda la estructura productiva nacional. Por lo tanto, el país tiene una capacidad mucho mejor de enfrentar situaciones de deterioro externo como la ocurrida en los ochenta.

Sin embargo, algunos indicadores requieren atención. En contra de la creencia generalizada, la situación del sector externo no es mucho más sólida que la que se tenía al estallar la crisis de la deuda en 1982. El déficit de la cuenta corriente ha venido creciendo y el servicio de la deuda absorbe un porcentaje elevado de los ingresos corrientes. El saldo de las reservas internacionales y el flujo de inversión extranjera, a pesar de sus buenos niveles actuales, no son comparativamente mayores que en 1982. Tampoco es mayor el aumento que van a tener las exportaciones petroleras en comparación con lo ocurrido entre 1982 y 1987.

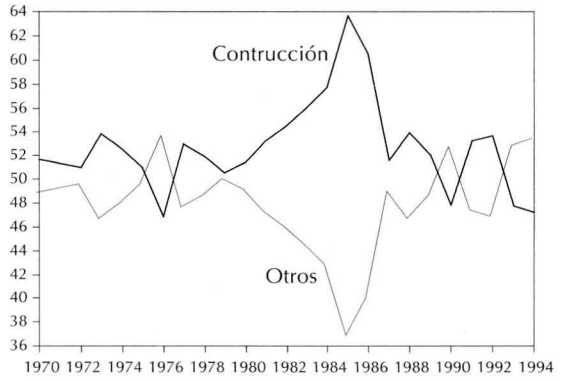
Esto no quiere decir que el país esté abocado a una situación de crisis externa, como la vivida en los

Gráfico 19. PIB TRANSABLE VS PIB NO TRANSABLE
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 20. INVERSION POR SECTORES
(Porcentajes de la inversión total)



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

ochenta. Muy al contrario, puesto que se goza de un sector financiero sólido y de una estructura productiva más moderna y flexible, se puede evitar el riesgo de que ocurra algo semejante si se adopta de inmediato un conjunto de políticas macroeconómicas prudentes. Una política de moderación del gasto público es necesaria no sólo por estas razones, sino porque, en algunos aspectos, la situación fiscal es preocupante. En efecto, ha crecido el endeudamiento doméstico a tasas de interés de mercado, se ha reducido el margen de maniobra fiscal del gobierno central y vienen aumentando las presiones por cuenta del proceso de descentralización y por las reformas recientes al sistema de seguridad social. Pero además, y como lo ha reiterado el gobierno, es preciso corregir el exceso de gasto privado, sin sacrificar el clima de la inversión productiva, especialmente en los sectores comercializables. Una política monetaria austera es sólo parte de la solución, ya que debe contenerse el proceso de expansión crediticia, pero sin elevar en forma excesiva las tasas de interés. Además se requiere el apoyo de la política tributaria, para que se desestimule el consumo, especialmente cerrando las avenidas de la elusión y la evasión tributarias, restableciendo los mecanismos de imposición presuntiva y fortaleciendo los impuestos sobre la propiedad raíz.