ISSN 0120 - 3576

'OLUMEN XVIII No. 1
IARZO 1988

FEDESARROLLO
BIBLIOTECA

FEDESARROLLO

coyuntura económica

ANALISIS Y PERSPECTIVAS DE LA ECONOMIA COLOMBIANA

DIRECTOR EJECUTIVO
José Antonio Ocampo

EDITORES COYUNTURA ECONOMICA
Eduardo Lora
Leonardo Villar

SECRETARIO GENERAL
Luis Ignacio Aguilar

INVESTIGADORES
María Elisa Bernal
Rosario Córdoba
Catalina Crane de Durán
Ricardo Chica
María Errazuriz
Cristina Lanzetta
José Leibovich
Carlos Molina
Luz Marina Monroy

ASISTENTES DE INVESTIGACION
Guillermo Bonilla
María Margarita Uricoechea
Tránsito Porras

INVESTIGADORES ASOCIADOS
Hernando Gómez Buendía
Roberto Junguito Bonnet
Tomás Uribe Mosquera
Luis Alberto Zuleta

DIRECTORA DE PUBLICACIONES
Ana Clemencia Silva N.

ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL
Catalina Crane de Durán
Germán Mancera

DIRECTORA DE LA BIBLIOTECA
Lucía Fenney Pérez

CONSEJO DIRECTIVO

Germán Botero de los Ríos
Jorge Cárdenas Gutiérrez
José Alejandro Cortés
Henry Eder Caicedo
Alvaro Hernán Mejía
José Vicente Mogollón
Juan Gonzalo Restrepo
Oliverio Phillips Michelsen
Jorge Mejía Salazar
Carlos Caballero Argáez
Javier Ramírez Soto
Carlos Antonio Espinosa Soto
Sara Ordóñez de Montoya
Rodrigo Botero Montoya
Hernando Gómez Otálora
Francisco Ortega Acosta
Roberto Junguito Bonnet
Jaime Carvajal Sinisterra
Miguel Urrutia Montoya
Benjamín Martínez Moriones
Alejandro Figueroa
Rodrigo Escobar Navia
Guillermo Perry Rubio

Tarifa Postal Reducida
Resolución No. 0041 del 16 de enero de 1987
Permiso No. 468

FEDESARROLLO 28 ABR. 1988
BIBLIOTECA
9.3

coyuntura económica

VOLUMEN XVIII
No. 1
Marzo 1988

Coyuntura Económica es una publicación de la
Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, FEDESARROLLO
Calle 78 No. 9-91 - Teléfonos: 211 80 18 - 211 81 25
211 86 67 - 211 67 34 - 211 67 14
Apartado Aéreo No. 75074 - Bogotá, D.E., Colombia
Licencia del Ministerio de Gobierno No. 000374

Composición y artes: Gráficas Ambar - Teléfonos: 295 58 07 - 263 62 71
Impresor: Editorial Presencia, Calle 23 No. 24-20 - Teléfono: 269 21 88, Bogotá

Esta Revista está impresa en papel Propalcote mate de 90 gramos
manufacturado con fibra de caña de azúcar

coyuntura económica

Presentación 3

Editorial 4

Análisis Coyuntural

Actividad productiva 11
Empleo y salarios 28
Sector externo 30
Finanzas públicas 47
Situación monetaria y política financiera 58
Inflación 67

Informes de Actualidad

La inversión privada en la coyuntura actual, *FEDESARROLLO* 75

La economía mundial y el desempeño del comercio exterior colombiano, *Cristina Lanzetta* 101

Informes de Investigación

La experiencia de tres bancos colombianos en Panamá, *Carlos Caballero Argáez* 143

El ingreso y la demanda de energía y nutrientes en Colombia, *Tomás Uribe Mosquera* 183

Presentación

A partir del presente número de **Coyuntura Económica**, *ha sido simplificada la sección de Análisis Coyuntural y se ha creado una nueva sección dedicada a la publicación de Informes de Actualidad.*

En lo sucesivo, la sección de Análisis Coyuntural contendrá capítulos breves sobre actividad productiva, empleo, sector externo, finanzas públicas, situación monetaria y precios. Los capítulos más extensos que solían publicarse anteriormente sobre algunos de estos temas han sido suprimidos. En su lugar, se ha abierto una nueva sección en la revista con el objeto de publicar Informes de Actualidad sobre temas específicos que, de acuerdo con la coyuntura de cada momento, ameriten un tratamiento más detallado que el recibido en la sección de Análisis Coyuntural.

Dentro de esta nueva sección, el presente número de **Coyuntura Económica** *incluye un informe sobre la situación actual de la inversión privada y un artículo sobre el desenvolvimiento reciente de la economía internacional y del comercio exterior colombiano. Además, dentro de su sección regular de Informes de Investigación, la revista contiene un estudio sobre el desempeño de tres bancos colombianos en Panamá y un informe de carácter técnico sobre la demanda de energía y nutrientes en Colombia.*

Bogotá, Marzo de 1988

Editorial

La economía colombiana ha tenido dos años de sostenida recuperación que han contribuido a aliviar los difíciles problemas laborales y a crear en el sector privado un clima de confianza favorable a la inversión y a la estabilidad cambiaria. Tanto en 1986 como en 1987 la producción doméstica registró un crecimiento superior al 5%, los sectores industriales aumentaron su actividad productiva un 7% y el comercio minorista amplió sus ventas por encima del 8%. Aun las actividades agropecuarias, que han sido afectadas por dificultades de carácter más estructural, empezaron a recuperarse en 1986, y en 1987 lograron un crecimiento superior al 4%.

El clima de opinión a comienzos de 1988 continúa siendo favorable al crecimiento económico. La mayoría de los industriales y comerciantes consideran que la situación económica es positiva y que las expectativas son aún promisorias, a pesar de haberse debilitado en los últimos seis meses por la aparición de diversos elementos de incertidumbre en el manejo de la política económica.

En reflejo de su propia confianza en la situación económica, los empresarios han aumentado sustancialmente sus inversiones en capital fijo. En efecto, de acuerdo con una encuesta especial sobre inversión realizada recientemente por FEDESARROLLO, el 30% de las empresas industriales del país amplió su capacidad productiva en 1987 y un 34% introdujo nuevas tecnologías para elevar su productividad. De no presentarse cambios adversos en el clima de opinión, en 1988 podrían experimentarse aumentos aún mayores en la inversión privada, ya que una tercera parte de las empresas proyecta nuevamente aumentar su capacidad productiva y un 38% planea adoptar tecnologías más modernas de producción.

En vista del comportamiento reciente y de las perspectivas de la inversión privada, es poco probable que la falta de capacidad productiva llegue a convertirse en un obstáculo al crecimiento económico sostenido. Puesto que los niveles actuales de utilización de capacidad no son excesivos, la producción en la mayoría de

los sectores industriales podrá continuar aumentando a medida que entran en operación las nuevas inversiones.

Sin embargo, como lo indican las respuestas de los empresarios a la encuesta especial sobre inversión, los planes de expansión y mejoramiento de la capacidad productiva podrían verse interrumpidos si aumenta la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de algunas variables críticas, en particular la demanda y las políticas cambiarias y comerciales. Desafortunadamente las autoridades económicas están permitiendo que estos elementos de incertidumbre sean cada vez más serios, poniendo así en peligro todo el proceso de recuperación económica.

***

Una de tales fuentes de incertidumbre es la indefinición del gobierno en materia de política fiscal. Desde que se inició el proceso de ajuste macroeconómico con la monitoría del Fondo Monetario Internacional, la política de gasto público se ha regido por los criterios que se definen cada año por medio de un "Programa Macroeconómico". En él se fijan las metas del gasto corriente y de inversión de cada una de las entidades oficiales, de acuerdo con criterios globales ceñidos a objetivos de estabilidad monetaria, financiera y cambiaria. En 1988 fue particularmente difícil establecer un programa de este tipo, debido a que las metas de gasto entraron en conflicto con los aumentos de inversión que tenían planeados para este año algunas de las más importantes entidades de los sectores de comunicaciones, minas y transporte.

Las autoridades económicas han manifestado que la moderación de los programas de inversión del sector descentralizado es necesaria para evitar que el gobierno se vea precisado a recortar los gastos de inversión del gobierno central, como única alternativa para impedir que el sector público concentre la mayor parte del crédito disponible, perjudicando así a la inversión privada.

Desafortunadamente, los argumentos del gobierno no tienen en cuenta adecuadamente cuáles son los factores que afectan la inversión privada. Es preciso observar al respecto que las decisiones de inversión de los empresarios son mucho más sensibles a la estabilidad de la demanda que a la disponibilidad de crédito, entre otras razones porque los proyectos de inversión privados se financian en gran medida con recursos propios de las firmas. En estas condiciones, la decisión de limitar el gasto público, especialmente el del gobierno central, puede ser mucho más dañina para la inversión privada, porque dicho gasto es la fuente exógena de demanda más importante para la industria.

Las autoridades tampoco tienen en cuenta que las previsiones de un posible aumento en el déficit en 1988 están exageradas por los enormes crecimientos proyectados en el gasto de inversión de algunas entidades descentralizadas e, incluso del propio gobierno central. Como tales expansiones del gasto son difíciles de lograr por razones administrativas, puede resultar infundado el temor de que se presente un aumento inmoderado del déficit.

Finalmente, tampoco es enteramente justificada la decisión de limi-

tar el déficit del sector público consolidado a un 3.1% del PIB. Es preciso tener en cuenta que la mayor parte del déficit fiscal registrado en 1987 tuvo un carácter más contable que real, pues se originó en pagos de intereses nominales de la deuda pública y no en un uso excesivo de recursos reales por parte del sector público. Además, en vista del leve deterioro que sufrirá la cuenta corriente de la balanza de pagos en el presente año, un aumento moderado del déficit público simplemente compensaría la pérdida de demanda interna, sin crear presiones indebidas en el gasto agregado interno.

***

El manejo monetario también ha estimulado la aparición de un clima de incertidumbre contrario a la recuperación económica y a la inversión privada. La decisión de controlar la irrigación de crédito por parte del sistema financiero a fines del año pasado no dio los resultados esperados, pues no permitió limitar el crecimiento de los medios de pago de acuerdo con las metas oficiales. Antes bien, debido a las dificultades que surgieron en la colocación de títulos del Banco de la República, la expansión de la oferta monetaria se aceleró a fines del año.

Este panorama se vio adicionalmente complicado al comenzar 1988 por el efecto que produjo entre el público la decisión de utilizar al sistema financiero como mecanismo de control tributario. Debido a inadecuada difusión sobre el sentido de las medidas, se produjo un retiro masivo de fondos que puso en dificultades a los bancos, debilitó las bases del control monetario y presionó al alza las tasas de interés.

Aunque algunos de estos efectos adversos han empezado a corregirse en las últimas semanas, es previsible de todas maneras que las nuevas normas de control tributario tengan consecuencias de carácter permanente sobre la capacidad de captación de recursos de parte de los bancos y sobre la rentabilidad de sus operaciones. En estas condiciones, las autoridades económicas deben estar dispuestas a modificar sus metas de control monetario para impedir que las tasas de interés se estabilicen en sus altos niveles actuales y que persistan los problemas de escasez de financiamiento. Si bien es cierto que aún resulta difícil predecir la magnitud e incluso el sentido de los ajustes que deberán introducirse al manejo monetario, resulta preocupante que las autoridades no hayan dado muestras de estar en disposición de revisar los criterios y metas del control monetario para el presente año. En estas circunstancias, la política monetaria se ha convertido en una causa adicional de incertidumbre para el sector privado.

***

De acuerdo con los resultados de la encuesta especial de FEDESARROLLO sobre inversión, la incertidumbre sobre el manejo cambiario y sobre las políticas comerciales externas puede ser muy desfavorable a la recuperación de la inversión. Esto resulta preocupante en las circunstancias actuales, ya que las políticas cambiarias y de control a las importaciones no han escapado a este clima de indefinición e inestabilidad

que caracteriza en la actualidad al manejo macroeconómico.

Desde los últimos meses de 1987, las autoridades han vuelto a acudir a la práctica de devaluar el tipo de cambio a ritmos cambiantes de un mes a otro. Así, la tasa de devaluación anualizada se redujo primero del 25.6% en marzo de 1987 al 13.9% en octubre de ese mismo año, y luego se aceleró nuevamente hasta el 28.5% el pasado mes de febrero. Este manejo resulta contrario al propósito de mejorar la competitividad de los productos colombianos, porque dificulta la programación de las transacciones externas e introduce elementos de incertidumbre en las decisiones de exportación. Estos factores de incertidumbre tienen además otros efectos indeseados. Por una parte, estimulan la especulación cambiaria, debilitando así los mecanismos de control a las transacciones en divisas. Por otra, desincentivan la inversión privada, en la medida en que hacen difícil prever el curso futuro de la tasa de cambio.

También hay causas de preocupación en relación con la continuidad de las políticas de control de importaciones. En efecto, a fines de 1987 fue aprobada una ampliación del presupuesto de importaciones con el propósito explícito de facilitar el control monetario y no ha sido descartado que vuelva a acudirse a este tipo de medidas en 1988 por razones semejantes. Las experiencias de principios de los ochentas dejaron bien en claro que éste es un uso inadecuado de la política de control a las importaciones porque no produce los efectos monetarios deseados con suficiente velocidad ni en magnitudes fáciles de predecir y en cambio sí puede comprometer la estabilidad cambiaria ante un eventual deterioro de las condiciones externas, como el que podría ocurrir por el debilitamiento reciente de los precios externos y de los volúmenes de exportación de hidrocarburos. Además, desde el punto de vista de los sectores industriales, este tipo de manejo es una fuente de incertidumbre sobre la continuidad de la protección y sobre la estabilidad de la demanda.

***

A los factores anteriores de incertidumbre hay que agregar el relacionado con el comportamiento de los precios. Según las estadísticas más recientes, la inflación se encuentra actualmente en niveles superiores al 26%, que resultan muy elevados para los promedios de los últimos años. Las políticas económicas recientes tienen su dosis de responsabilidad en este resultado, en especial en cuanto hace a los precios de los alimentos. En efecto, la decisión de recuperar financieramente al IDEMA limitando su capacidad de realizar importaciones y de regular inventarios ha sido causa de la aceleración sin precedentes que han registrado los precios de los alimentos agrícolas procesados. Por su parte, la aceleración de la inflación en los artículos no alimenticios ha sido en buena medida resultado de la recuperación económica, que ha permitido a los productores aumentar sus márgenes de ganancia y, no en pocos casos, trasladar finalmente a los precios aumentos de costos que habían ocurrido desde años atrás.

Las políticas económicas jugarán un papel clave en la moderación de

las recientes tendencias inflacionarias. El fortalecimiento de la capacidad de intervención y comercialización del IDEMA será decisivo para prevenir alzas inmoderadas en los precios de los alimentos. De igual forma, las políticas dirigidas a asegurar que la expansión monetaria no sobrepase la demanda de liquidez del público también serán esenciales para impedir una mayor aceleración de los precios, especialmente de los artículos no alimenticios. Sin embargo, no parece probable que los ritmos de inflación puedan reducirse a niveles sustancialmente inferiores a los que han sido usuales en el país en los últimos diez años. Tal cosa sólo podría lograrse limitando severamente el crecimiento económico, lo cual acarrearía enormes costos laborales y de estabilidad social, que el país no estaría en capacidad de asimilar.

***

La incertidumbre sobre las políticas económicas, sobre el comportamiento de algunas fuentes importantes de demanda y sobre la disponibilidad de financiamiento para algunas actividades desacelerará ligeramente el crecimiento económico en 1988. Las proyecciones de FEDESARROLLO indican que el PIB aumentará alrededor de un 4.5% en el presente año, es decir menos que los dos años anteriores o que el promedio de las últimas décadas. La desaceleración del crecimiento será especialmente pronunciada en las actividades industriales y en el sector de la construcción, y afectará también al sector minero.

El crecimiento industrial se verá desestimulado en parte por los problemas fiscales, especialmente si el gobierno continúa retrasando los pagos por concepto de inversión por razones monetarias. Sin embargo, el factor que más incidirá en la desaceleración de la actividad industrial será la caída esperada en la trilla de café por efecto del recorte en el volumen de las exportaciones del grano debido al pacto de cuotas.

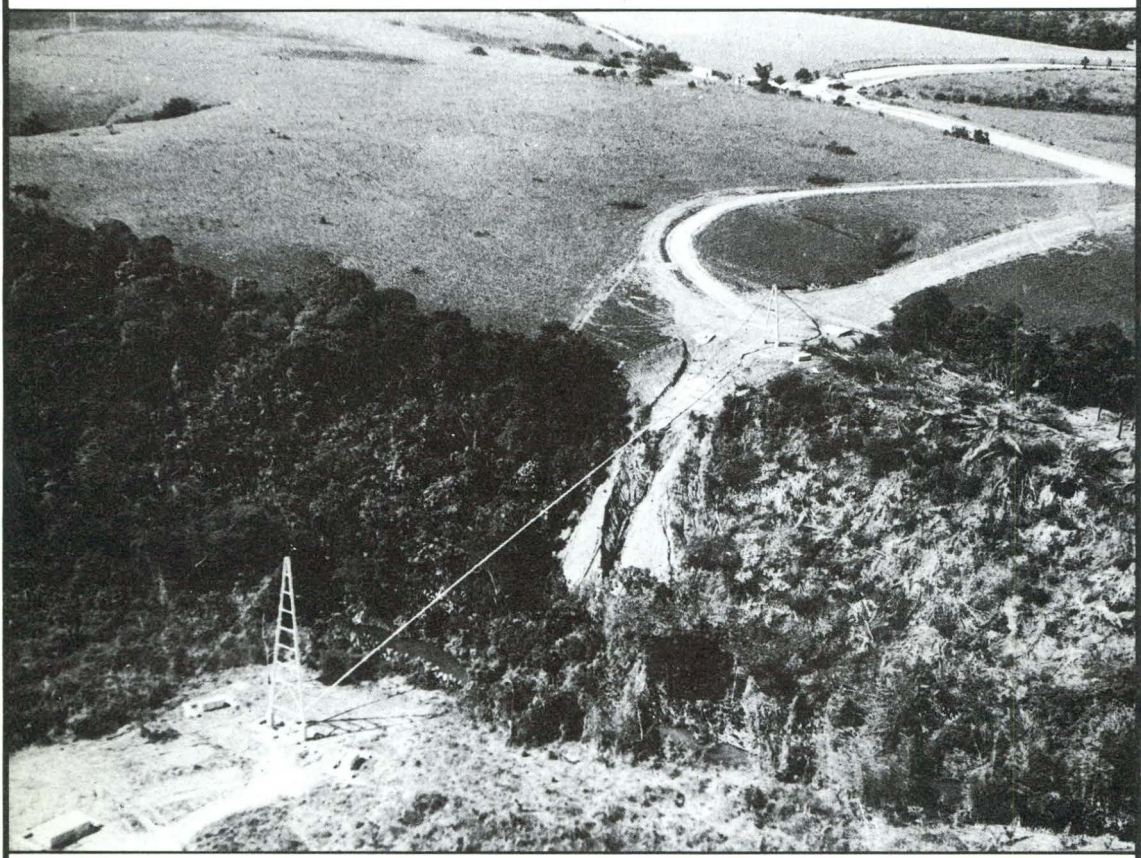
El sector de la construcción experimentará un agudo deterioro en 1988, debido a los problemas financieros que afectan a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, a la escasez y encarecimiento de los materiales de construcción y al eventual recorte de algunos programas de inversión pública en infraestructura.

Los recortes en los programas de inversión también podrán afectar al sector minero, con consecuencias que podrían ser adversas a la producción de crudos en el mediano plazo. Además, la actividad minera en 1988 está siendo debilitada por los ataques guerrilleros a los oleoductos, que ya han causado cuantiosas pérdidas de divisas.

A pesar de los signos de incertidumbre y de la pérdida de dinamismo de algunos sectores, el desempeño de la economía será aceptable en el presente año. Sin embargo, la falta de definición de las principales áreas de la política económica podrá tener efectos adversos cada vez más profundos en el futuro, con consecuencias más negativas sobre el crecimiento económico.

Análisis Coyuntural

TRABAJAMOS DONDE *usted* NO SE IMAGINA



Este año, los geólogos y técnicos de Ecopetrol recorrerán centenares de kilómetros –entre selvas, ríos y llanuras– buscando petróleo. Explorar, para mantener el autoabastecimiento de hidrocarburos, es una necesidad de Colombia.

MINISTERIO DE MINAS Y ENERGIA

ECOPETROL

Empresa Colombiana de Petróleos

Análisis Coyuntural

I Actividad Productiva

A. La producción industrial y sus determinantes

Según los estimativos de FEDESARROLLO, la producción industrial creció en 7.2% en 1987 y es probable que alcance un aumento semejante en 1988. De esta manera, sería el tercer año consecutivo de crecimiento relativamente acelerado del sector, después de la fase recesiva de la primera mitad de los años ochenta.

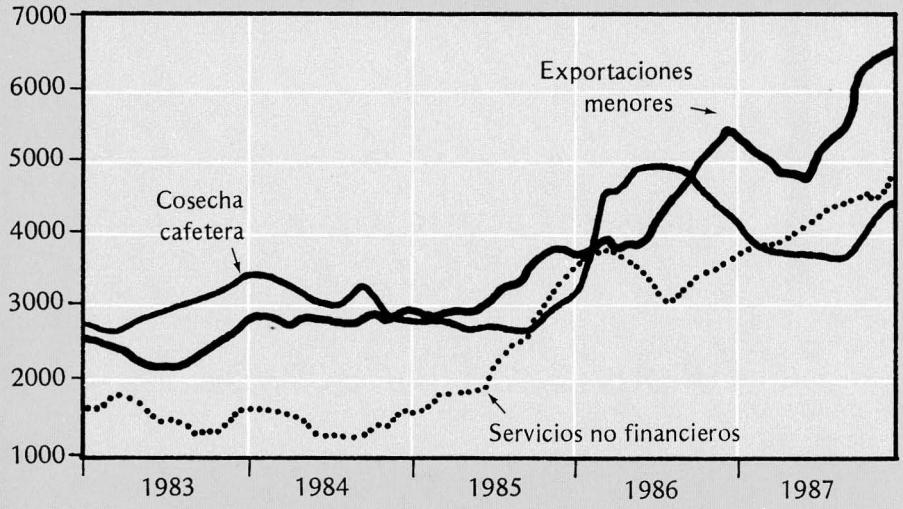
Como se analizó detalladamente en la última entrega de *Coyuntura Económica,* el crecimiento industrial de 1987 tuvo su origen en el comportamiento de los principales determinantes de la demanda del sector y, no en menor medida, en el impulso que traía ya la producción desde 1986. Para complementar el análisis presentado en esa oportunidad, en el Gráfico 1 aparecen las series actualizadas hasta diciembre de 1987 de cada uno de los componentes de la demanda industrial.

En la parte alta del gráfico se aprecia la evolución de las tres fuentes de demanda provenientes del sector externo. La de mayor valor y más acelerado crecimiento en 1987 fue la correspondiente a las exportaciones menores. En efecto, se calcula que el valor en dólares de las ventas externas de productos diferentes a café, carbón e hidrocarburos aumentó en 16% con respecto al año anterior. El poder de compra interno de los ingresos recibidos por esas exportaciones aumentó prácticamente en el mismo porcentaje, debido a la similitud entre los ritmos de inflación interna y de devaluación promedia del tipo de cambio durante el año. Debido a la alta capacidad multiplicativa de estos ingresos, las exportaciones menores se constituyeron así en el factor de demanda de origen externo más favorable al crecimiento industrial en 1987.

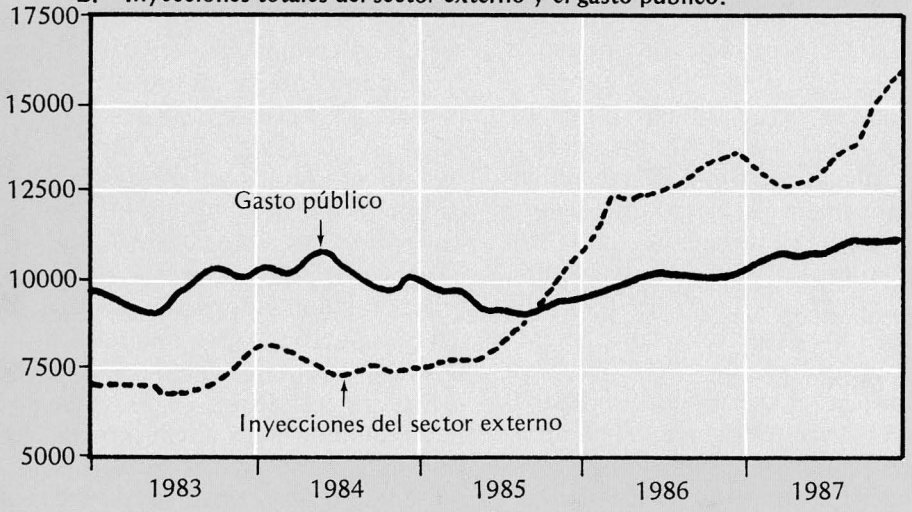
En términos de su magnitud y dinamismo, la segunda fuente de de-

GRAFICO 1
EVOLUCION DE LAS FUENTES EXOGENAS DE DEMANDA
(Millones de pesos de 1978)

A. Inyecciones provenientes del sector externo



B. Inyecciones totales del sector externo y el gasto público.



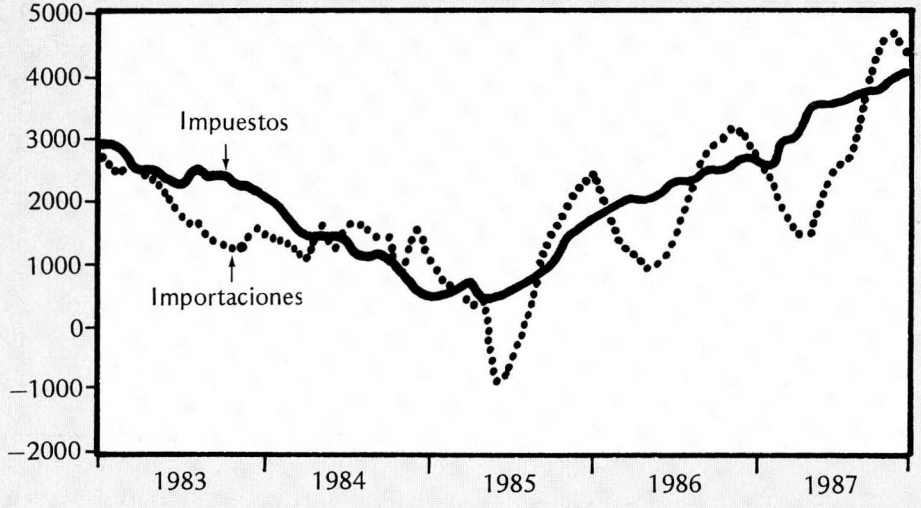
Fuentes: Banco de la República, Federación Nacional de Cafeteros y DANE. Las series de exportaciones menores y de ingresos por servicios no financieros corresponden a promedios móviles de seis meses y la del gasto público a promedios móviles de 12 meses sobre pagos efectivos. La serie de cosecha cafetera utiliza los datos mensuales de precios internos de café y promedios móviles de 12 meses del volumen físico de la cosecha.

manda en 1987 fueron los ingresos cambiarios por concepto de exportaciones de servicios no financieros que, como es sabido, incluyen no sólo el producto de la venta externa de servicios legales sino, también, el resultado de una diversidad de operaciones comerciales y financieras al margen de la legislación. En 1987 los reintegros cambiarios por concepto de servicios no financieros superaron los US$1.300 millones, un 25% más que en 1986 y prácticamente el doble que en 1985. Es importante señalar sin embargo, que a pesar de su tamaño, estos ingresos tuvieron una contribución al crecimiento industrial relativamente modesta y ciertamente muy inferior a la de las exportaciones menores y a la correspondiente al gasto público, que mencionaremos más adelante. La razón está en que este tipo de ingresos no se dirige en su mayor parte a demandar nuevos bienes manufacturados de producción nacional ni estimula indirectamente este tipo de demandas, posiblemente porque en gran medida se destina a la adquisición de artículos importados, bienes raíces y otros activos reales y financieros. De esta manera, puede afirmarse que la actividad industrial en su conjunto podría prescindir de esta fuente de crecimiento de la demanda sin mayores implicaciones.

En la parte alta del mismo Gráfico 1 se observa que en 1987 los ingresos recibidos por los caficultores por concepto de la cosecha cafetera estuvieron en niveles promedios comparables a los del año anterior, aunque con variaciones de importancia. En efecto, debido a la "destorcida" de los precios externos, los ajustes en el precio interno hasta el mes de septiembre se retrasaron con respecto a la inflación, dando así como resultado un debilitamiento en el poder de compra real de los caficultores. Sin embargo, en contra de lo que temían los analistas a principios de 1987, la disminución de dichos ingresos fue relativamente moderada. Así, en su momento más crítico, los ingresos totales de los caficultores cayeron un 24% en términos reales, cuando la caída de los precios externos había superado el 50%. Este resultado fue posible en parte gracias a que el precio interno de compra del grano se mantuvo inmodificado en los meses de mayor disminución de los precios externos. Además, a partir de octubre, cuando se acordó elevar el precio interno, los ingresos de los caficultores se vieron doblemente favorecidos en razón del aumento que tuvo también desde la misma época la producción del grano. Por esta combinación de factores, los ingresos reales de los productores a lo largo de todo 1987 alcanzaron a superar en un 4% los recibidos durante el año anterior, que había sido de bonanza externa.

En síntesis, el buen comportamiento de las exportaciones menores, la efectiva estabilización del precio interno del café y el aumento de la cosecha cafetera fueron todos factores muy favorables al buen desempeño industrial de 1987. Sin embargo, aparte de estas inyecciones de demanda provenientes del sector externo, el gasto público también jugó un papel de importancia. En la parte baja del Gráfico 1 se aprecia que el gasto público ha tendido a crecer en términos reales desde mediados de 1985. En 1987 esta tendencia fue del 9% que, si bien es menor a la regis-

GRAFICO 2
FILTRACIONES EXOGENAS DE DEMANDA
(Valores no explicados por las variaciones del PIB en millones de pesos de 1978)



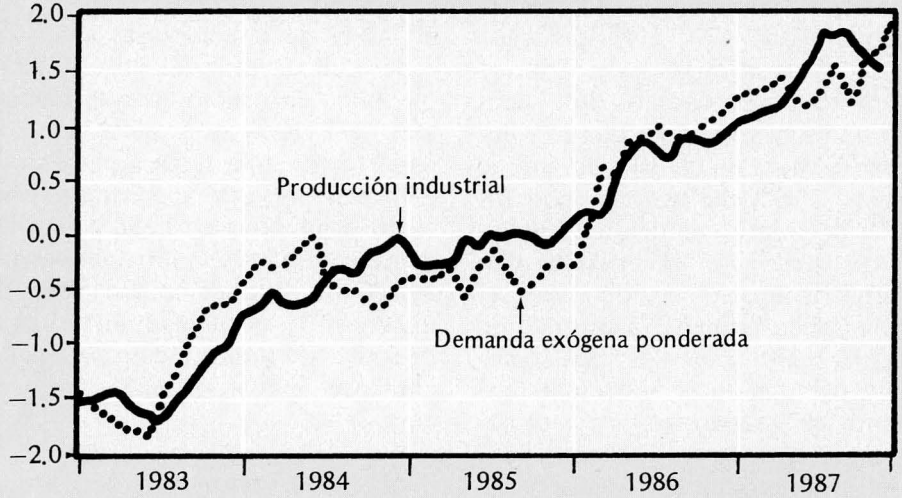
Fuentes: DANE para importaciones y Dirección de Impuestos Nacionales para ingresos tributarios. Las cifras de importaciones son promedios móviles de seis meses y las de impuestos de 12 meses. A los valores totales de ambas variables se les dedujo un "componente endógeno" definido como aquel que correspondería a mantener constantes los coeficiente sobre el PIB de 1980.

trada por el conjunto de las inyecciones del sector externo, contribuyó decisivamente al crecimiento industrial, dada su alta capacidad multiplicativa en términos de demanda de bienes industriales[1].

De acuerdo con la metodología analítica utilizada por FEDESARROLLO, la demanda de los sectores industriales depende no sólo de este conjunto de fuentes de ingresos sino, también, de aquella parte de la capacidad de gasto de las familias que se desvía hacia el exterior cuando se demandan bienes importados o hacia el gobierno cuando se pagan impuestos de todo tipo. Durante 1987, ambos tipos de "filtraciones" de demanda crecieron más rápido que los propios ingresos de las familias, disminuyendo así el efecto multiplicativo de las "inyecciones" de demanda analizado en los párrafos anteriores. Como se aprecia en el Gráfico 2, desde los primeros meses de 1985, tanto las importaciones como los impuestos tendieron a crecer en términos reales más rápido que los ingresos privados. Además, durante la mayor parte de 1987 este crecimiento superó incluso al del conjunto de las "inyecciones" de demanda. Sin embargo, ello no dio lugar a una reducción en el total de la demanda de bienes industriales, debido a la poca incidencia que tienen los mayores pagos de impuestos o importaciones sobre los patrones de gasto de las familias (quizás debido a que tales pagos son efectuados en su mayoría directa o indirectamente por las familias de más altos ingresos y por las

[1] Véase al respecto la entrega anterior de *Coyuntura Económica*, pp. 58-64.

GRAFICO 3
EVOLUCION DE LA DEMANDA Y LA PRODUCCION INDUSTRIAL
(Escala estandarizada)



Fuentes: La serie del índice de producción industrial corresponde a promedios móviles de tres meses de la serie original del DANE. La demanda exógena ponderada es la suma ponderada de las diferentes inyecciones y (menos) filtraciones que aparecen en los Gráficos 1 y 2. Las ponderaciones provienen del método de regresión explicado en *Coyuntura Económica*, diciembre de 1987, pág. 62.

empresas, cuya propensión a gastar en el corto plazo es por lo regular menor que la del promedio de las familias).

En el Gráfico 3 se compara el comportamiento de la producción industrial con la evolución del indicador de demanda construido a partir de las variables analizadas arriba, teniendo en cuenta su correspondiente capacidad multiplicativa[2]. Este gráfico muestra con claridad que la demanda permaneció a niveles altos durante todo 1987 y que en el último trimestre se presentó una aceleración aún mayor. Puesto que las cifras del DANE sólo están disponibles hasta el mes de noviembre, no es posible saber aún si este comportamiento estuvo correspondido con un dinamismo también mayor de la producción industrial a final de año. Es presumible, en todo caso, que se haya revertido la ligera tendencia descendente que había registrado la actividad manufacturera en el tercer trimestre de 1987.

B. Perspectivas de la producción industrial

Los métodos analíticos utilizados para explicar el comportamiento reciente de la industria pueden aplicarse también a proyectar su evolución futura. Tal cosa exige hacer algunos supuestos sobre los diferentes elementos que integran el indicador de demanda comentado en la sección anterior. Las bases más detalladas de tales pronósticos se encuentran en las secciones correspondientes al sector externo y la situación fiscal en esta

[2] *Ibid.*

misma revista. Sin embargo, conviene señalar aquí los principales supuestos sobre las diferentes variables. Las exportaciones menores en dólares se proyectan con un 12% de crecimiento y los reintegros de servicios con un 20%. En relación con la cosecha cafetera se supone que su volumen aumentará en un 3% durante el presente año calendario y que los precios de compra tenderán a ajustarse de acuerdo con la inflación. En materia fiscal, se considera que el gasto público aumentará un 5% en términos reales y que las tasas efectivas de tributación se reducirán ligeramente al desaparecer el efecto pasajero que tuvo la amnistía de 1987. Por último, en relación con las variables de política comercial se supone que no cambiarán los coeficientes actuales de importaciones y que la devaluación será del 21% en el curso del año.

El ejercicio de proyección realizado con base en estos supuestos da como resultado un crecimiento del 7% para la producción industrial en 1988. Si estas perspectivas llegaran a materializarse, se tendría así un excelente desempeño industrial, por tercer año consecutivo. Cabe entonces preguntarse qué factores podrían llegar a impedirlo. Según algunos sectores de opinión, el obstáculo más serio a la expansión industrial es la falta de capacidad productiva instalada. Sin embargo, como se analizó detalladamente en la última entrega de *Coyuntura Económica*, no hay bases para sustentar esta posición. Los sectores industriales disponen aún de excesos de capacidad productiva para continuar creciendo al mismo ritmo de los años pasados. Además, como se analiza en un informe contenido en esta misma revista, muchas empresas han realizado ya o están planeando efectuar programas de inversión para ampliar su capacidad instalada y para mejorar su productividad[3]. Así, el 30% de las empresas amplió su capacidad de producción en 1987 y un 34% introdujo nuevas tecnologías para elevar su productividad. De igual forma, una tercera parte de las empresas proyecta aumentar su capacidad productiva en 1988 y un 38% planea adoptar tecnologías más modernas de producción. En estas condiciones, la capacidad instalada no llegará a ser un obstáculo para el crecimiento industrial en el presente año.

Más importante que la supuesta falta de capacidad productiva puede ser la aparición reciente de algunos factores de incertidumbre por la adopción de algunas medidas de política económica. En particular, los esfuerzos de control monetario y el establecimiento de un sistema de vigilancia tributaria a través del sistema financiero han repercutido sobre las tasas de interés y sobre la disponibilidad de crédito, como se analiza en una sección posterior de esta revista. Las encuestas de opinión realizadas por FEDESARROLLO entre los empresarios del sector aún no muestran el efecto de estos acontecimientos, debido a que la última encuesta disponible, correspondiente al mes de enero, no incluyó preguntas relacionadas con este tipo de problemas. Sin embargo, las estadísticas de clima de opinión en dicho mes sí dan cuenta de un debilitamiento de la confianza entre los empresarios del sector, a pesar de estar todavía en un nivel comparativamente elevado.

[3] Véase FEDESARROLLO "La inversión privada en la coyuntura actual".

Recientemente han aparecido también otras fuentes de incertidumbre en relación con el comportamiento de la demanda. De una parte, es bien factible que los desarreglos monetarios induzcan a las autoridades económicas a adoptar políticas de restricción de los medios de pago y de recorte y aplazamiento del gasto público que desalentarían la demanda. Además, la pérdida de recursos de algunos grupos de intermediarios financieros, como las Corporaciones de Ahorro y Vivienda incidirán sobre otras actividades económicas que son fuentes importantes de demanda para algunos sectores industriales. Por último, como las divisas del mercado paralelo están siendo utilizadas también como depósitos de valor, ha reaparecido un diferencial apreciable entre su valor y el del tipo de cambio oficial, que parece estar desalentando ya los ingresos cambiarios por concepto de exportaciones de servicios, como veremos más adelante.

Así las cosas, es bien probable que el desempeño de la demanda se vea debilitado por los acontecimientos recientes de política económica. Con todo, el dinamismo que trae la producción industrial y el alto nivel en que se encuentra aún el clima de opinión empresarial impedirán que se presente una caída brusca en la tasa de crecimiento de la producción industrial en 1988. FEDESARROLLO considera así que el aumento de la producción industrial (excepto trilla de café) podría ser del orden del 6 al 7%.

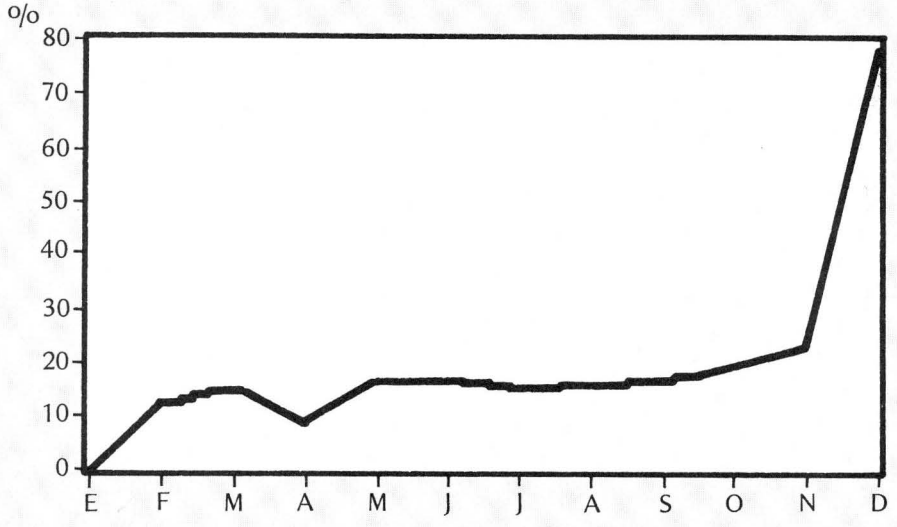
C. Las ventas del comercio al por menor en 1987

De acuerdo con las últimas estadísticas disponibles del DANE, las ventas minoristas del comercio tuvieron un crecimiento acumulado del 8% a lo largo de 1987. Sin embargo, este resultado está exagerado por la importancia excesiva que tienen en este indicador las ventas de vehículos y repuestos, cuyo crecimiento fue del 25.2% en año completo. Al excluir este sector, el resto de las ventas minoristas muestra un crecimiento acumulado de 5.5% en 1987.

Una investigación recientemente concluida en FEDESARROLLO ha puesto de manifiesto que las fluctuaciones de las ventas minoristas del comercio pueden explicarse prácticamente en su totalidad por la combinación de cinco tipos de factores[4]. En primer término, por un patrón de comportamiento estacional *a lo largo de cada año,* que hace que las ventas más bajas sean las de enero, y las más altas las de noviembre y diciembre (véase el Gráfico 4). En segundo lugar, las ventas del comercio presentan una ligera tendencia secular de crecimiento, que no se debe a factores coyunturales, sino al desarrollo gradual de los mercados organizados, por razones demográficas y culturales. En tercer lugar, las ventas fluctúan de acuerdo con lo que ocurra con los salarios pagados por la industria, el sector público y el mismo comercio. Las variaciones en el poder de compra de los salarios reales se reflejan de inmediato en las ventas minoristas y son el principal factor explicativo de sus variaciones *de un año a otro.* La asociación entre las ventas minoristas y el comportamiento de los

[4] Lora, E. y Ocampo, J. A. (coordinadores), "El sector comercio: estructura y sensibilidad al ciclo económico", Informe de investigación presentado a Fonade y Fenalco, diciembre de 1987, Capítulo 4.

GRAFICO 4
COEFICIENTES DE ESTACIONALIDAD DE LAS VENTAS DEL COMERCIO
(Aumentos porcentuales con respecto al mes de enero)

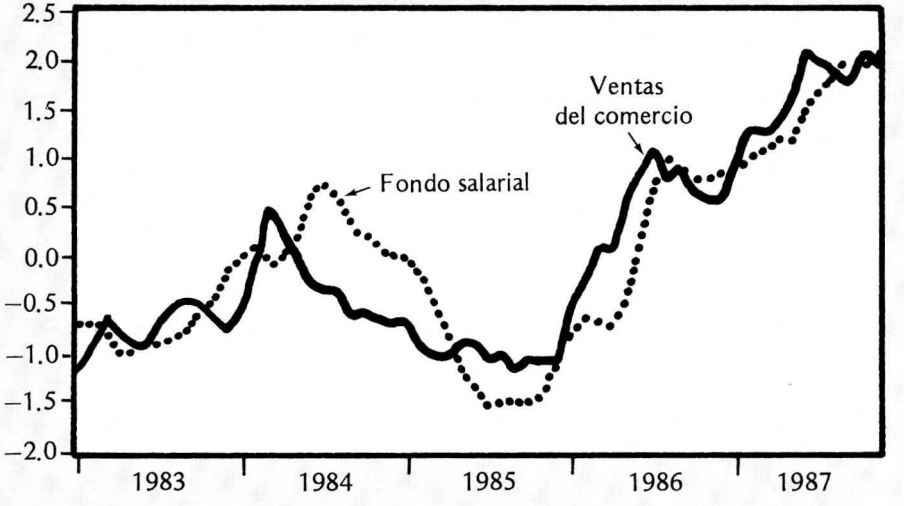


Fuente: Lora, E. y Ocampo, J.A. (coordinadores), "El sector comercio: Estructura y sensibilidad del ciclo económico", informe de investigación presentado a Fonade y Fenalco, 1987.

salarios muestra que el comercio al por menor es particularmente sensible a lo que ocurra con el sector formal de la economía, mas no así a la situación del sector informal o no registrado. En cuarto término, las ventas minoristas son muy sensibles a la evolución de los precios relativos de los alimentos. Cuando los alimentos se encarecen, las ventas se debilitan, ya que las familias se ven precisadas a utilizar una mayor parte de sus ingresos en la satisfacción de sus necesidades básicas de alimentación. Por último, y en una medida relativamente poco importante, las ventas minoristas dependen directamente de la disponibilidad de importaciones para el sector. De acuerdo con la investigación citada, estos cinco tipos de factores dan cuenta del 98% de las fluctuaciones registradas por las ventas al por menor desde mediados de la década pasada.

De todos los factores mencionados arriba, el poder de compra de los salarios es, sin duda, el más importante para explicar el crecimiento reciente del sector. Como se aprecia en el Gráfico 5, la fase reciente de expansión acelerada de las ventas minoristas se inició a mediados de 1985, cuando empezó la recuperación del fondo salarial, que había caído como resultado de las bajas tasas de ajuste salarial desde 1984 y de la aceleración de la inflación hasta julio de 1985. El poder de compra del total de los salarios pagados por la industria, el gobierno y el comercio ha tenido un aumento continuo desde entonces, con tasas de crecimiento del orden del 6.1% en 1986 y del 5.4% en 1987.

GRAFICO 5
EVOLUCION DE LAS VENTAS DEL COMERCIO Y EL FONDO SALARIAL



Fuentes: La serie de ventas del comercio es un promedio móvil de tres meses del índice de ventas desestacionalizado y reponderado del comercio al por menor según el DANE. El fondo salarial es la suma ponderada de los salarios totales pagados por la industria y el comercio según el DANE más los pagos totales de Tesorería por concepto de gasto público. Las ponderaciones provienen de métodos de regresión que se explican en Lora, E. y Ocampo, J.A. "El sector comercio: Estructura y sensibilidad al ciclo económico", Fedesarrollo, Informe de investigación, 1987, Cap. 4.

De los tres componentes mencionados, el correspondiente al sector público fue el de mayor crecimiento en 1987 (9%o según las estadísticas de gasto público utilizadas para medir en forma aproximada los salarios pagados directa e indirectamente por el gobierno). En el mismo período, los salarios reales pagados por el comercio, aunque fueron muy inestables crecieron un 5.2%o, en tanto que los provenientes de la industria aumentaron de manera más estable, pero a un ritmo muy moderado (2.5%o).

El Gráfico 5 muestra que aunque las ventas minoristas han seguido en forma relativamente estrecha la evolución de los salarios, las primeras crecieron en forma un poco más acelerada en el primer semestre de 1986 y tuvieron un descenso marcado a mediados de 1987 que no refleja lo ocurrido con los salarios. En ambas oportunidades, estas divergencias pueden explicarse por lo ocurrido con el precio relativo de los alimentos. En efecto, en el primer semestre de 1986 los alimentos se abarataron sustancialmente en comparación con el resto de la canasta familiar, incidiendo favorablemente en las ventas minoristas. Lo contrario ocurrió a mediados de 1987, debido al retraso que sufrieron las cosechas.

La descripción anterior corresponde al conjunto de las actividades comerciales minoristas, pero no necesariamente aplica a cada uno de sus componentes[5]. En términos generales resulta más adecuada para explicar las ventas de alimentos y otros ar-

tículos de consumo masivo, que tienen gran importancia en el total del comercio, que para analizar el comportamiento de sectores menos importantes o cuyos mercados están restringidos a grupos más estrechos de la población. Tal es el caso, en particular, de las ventas de vehículos y respuestos. En este caso, el principal determinante de las fluctuaciones de las ventas no son, por supuesto, los ingresos salariales, sino los demás ingresos de la economía (medidos a través del PIB). Además, en este sector los precios relativos de los alimentos no tienen ninguna influencia, y en cambio sí es mucho más importante lo que ocurra con las importaciones de automóviles y partes.

D. Perspectivas del comercio minorista para 1988

El análisis anterior puede servir también de base para discutir las perspectivas del sector en 1988. Puesto que los salarios reales *per cápita* son el resultado de los ajustes salariales nominales y de la inflación, ambas variables incidirán sobre el desempeño del comercio. Además será de importancia el crecimiento en el *número* de empleados y obreros de los diferentes sectores ya que, junto con las dos variables anteriores, determinará el comportamiento del fondo salarial total en términos reales. Por último, como ha ocurrido en el pasado, los cambios en el precio relativo de los alimentos afectarán también la evolución de las ventas.

En relación con los ajustes salariales nominales, su principal determinante son los ritmos de inflación observados en el último o los dos últimos años, según se trate de empleados u obreros. Además, en el caso del comercio, la investigación ya mencionada de FEDESARROLLO ha llegado a la conclusión de que también dependen de la situación del mercado laboral, debido al carácter más competitivo y a la mayor movilidad del empleo en este sector, por comparación con el industrial[6]. Por último en el caso del gobierno, es preciso tener en cuenta no sólo las disposiciones legales de ajuste nominal, sino también las prácticas de reescalafonamiento. Con estas bases, puede suponerse que los aumentos de salarios en la industria estarán alrededor del 22 o el 23%, los del comercio podrán llegar hasta el 30% y los de los funcionarios públicos en promedio fluctuarán en torno al 27 o el 28%. Frente a una tasa de inflación que, como veremos más adelante, puede situarse nuevamente alrededor del 24%, los salarios reales caerán en la industria y se elevarán en los otros dos sectores.

Como ya se observó, el fondo salarial total está afectado además por el crecimiento en el número de los asalariados. De acuerdo con las investigaciones de la Misión de Empleo, el de la industria crece a la misma tasa que la producción manufacturera, en tanto que el del comercio lo hace a un ritmo bastante inferior a la actividad comercial[7]. Por último, en rela-

[5] Sin embargo, cabe señalar que el indicador de ventas utilizando en el análisis anterior difiere del índice de ventas minoristas del DANE porque la importancia asignada a los distintos sectores fue modificada para que reflejara mejor la verdadera estructura del gasto final de la economía.

[6] *Ibid.*, Cap. 6.

[7] La elasticidad que allí se encuentra es de sólo 0.2. Sin embargo, las estimaciones se basan en estadísticas de la Encuesta Nacional de Hoga-

ción con el empleo público puede suponerse determinado por las decisiones de política en materia de gasto.

Este conjunto de supuestos son la base para esperar que las ventas minoristas del comercio crezcan tan sólo entre un 3.5 y un 4% en 1988, siempre y cuando no ocurran cambios de importancia en el precio relativo de los alimentos a lo largo del año. Conviene observar que aunque este estimativo se refiere al total del comercio, ha sido obtenido asignando al sector de vehículos una importancia inferior a la que le da el DANE en el índice de ventas al por menor. Puesto que es de esperar que las ventas de vehículos registren nuevamente un crecimiento muy alto debido al dinamismo de los ingresos no laborales, muy probablemente las ventas totales según el DANE mostrarán una tasa de crecimiento superior en 2 ó 3 puntos a la proyección mencionada.

Los indicadores de opinión de la Encuesta Fenalco-FEDESARROLLO no muestran que haya impedimentos serios para lograr los crecimientos previstos en las ventas. Como se observaba en la última entrega de *Coyuntura Económica*, los indicadores de situación económica actual y esperada se encuentran en niveles bastante altos, en tanto que el problema de falta de demanda se ha reducido en forma apreciable en relación con años pasados. Las únicas preocupaciones crecientes provienen nuevamente del contrabando y del encarecimiento del crédito. El primero de estos problemas alcanzó en enero pasado una incidencia semejante a la que tuvo a mediados de 1986, cuando la importación ilegal de artículos venezolanos tuvo un auge sin precedentes. Por su parte, los costos financieros llegaron a ser mencionados por el 27% de los comerciantes como uno de los principales problemas a finales de 1987. Aunque es improbable que estas dificultades lleguen a afectar en forma apreciable las ventas del conjunto del comercio sí serán de importancia para sectores específicos. De continuar, el problema del contrabando debilitará el crecimiento de los sectores de confecciones y calzado, especialmente, y el encarecimiento del crédito será particularmente desfavorable para las ventas de electrodomésticos y automóviles.

res, que no corresponden a las de la Muestra Mensual del Comercio en la cual se basa el resto de este análisis. Véase *Economía Colombiana,* Serie Documentos, separata No. 10, agosto-septiembre de 1986: Informe Final de la Misión de Empleo.

E. Situación y perspectivas de la construcción

La construcción privada tuvo un desempeño muy positivo en 1987, como resultado del fortalecimiento de la demanda y del clima de confianza en la situación económica. Como se analizó en la última entrega de *Coyuntura Económica*, buena parte del dinamismo de la edificación privada tuvo lugar en Bogotá, aunque las demás ciudades también registraron tasas de crecimiento satisfactorias.

De acuerdo con los indicadores más recientes de la Encuesta de Opinión Empresarial, al terminar 1987 se mantenía la situación de auge del sector. La situación económica esperada por los productores seguía en los niveles más altos de los últimos cinco años, la actividad constructora

continuaba en ascenso y había aumentado el número de constructores con compromisos para realizar obras futuras.

No obstante, ya para entonces era evidente que la escasez de materiales podía estar entorpeciendo el desarrollo de las obras. En efecto, las empresas con retrasos en sus planes de construcción habían aumentado del 39% en el primer trimestre de 1987 al 55% a finales de ese mismo año. De igual manera, la escasez de materiales, que afectaba tan sólo al 8% de los constructores en el primer trimestre, se había elevado al 31% en el cuarto trimestre. Esta situación seguramente se ha agravado en los primeros meses de 1988 debido a los conflictos laborales que han surgido en varias de las empresas productoras de cemento en distintas regiones del país.

De otra parte, las estadísticas hasta el mes de diciembre no reflejaban aún la deficiencia de capital trabajo que seguramente se ha generado desde el mes de enero del presente año. Antes bien, de acuerdo con los constructores de vivienda, la incidencia de este problema había disminuido del 18% al 11% a lo largo de 1987. Desafortunadamente, esta situación debe haber cambiado en forma apreciable como efecto del aumento de las tasas de interés y de las medidas de control tributario, circunstancias ambas que han resultado desfavorables a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

Tradicionalmente, las Corporaciones realizan todas sus captaciones netas anuales durante los primeros meses del año, en la medida en que regresan al sistema los recursos retirados temporalmente a finales del año anterior y se recogen los nuevos ahorros de que disponen las familias. Así, en el mes de enero de 1987 las CAVs registraron una captación neta superior a los $63.600 millones, y en el mes de febrero recibieron otros $ 6.800 millones adicionales. En el mes de enero del presente año, las captaciones netas fueron también de unos $64.000 millones y en los primeros veinte días de febrero se había recibido algo más de $3.100 millones adicionales. Sin embargo, a diferencia del patrón normal, estas captaciones de principios de año han sido insuficientes para recuperar los retiros que se presentaron desde agosto de 1987. La salida neta de recursos de los CAVs desde este mes supera los $40.000 millones, que equivalen aproximadamente a los préstamos que se desembolsarían durante cuatro meses. En estas circunstancias, la capacidad de otorgamiento de recursos de parte de las CAVs se encuentra muy restringida en la actualidad.

La Junta Monetaria expidió en los primeros días del mes de marzo algunas disposiciones orientadas a subsanar algunas de las dificultades financieras de las CAVs (Resoluciones 15 y 16 de 1988). Para el efecto se redujo el encaje sobre las captaciones y se creó un nuevo instrumento de captación (Certificados de Ahorro a término de uno a tres meses) con tasas de interés libres. Adicionalmente, para facilitar la colocación de recursos y mejorar la rentabilidad de las Corporaciones se autorizó la libre colocación del 35% de la cartera, siempre y cuando la parte asignada a vivienda de más de 10.000 UPACs no supere el 15% del total. También se

flexibilizaron las franjas de distribución para los demás estratos de vivienda y para programas urbanos, se elevó en medio punto la tasa de interés para los préstamos para vivienda entre 2.000 y 10.000 UPACs y se liberó la tasa de interés para viviendas por encima de este último límite y para los créditos a constructores.

Como atinadamente lo señalaron diversos comentaristas en su momento, estas medidas fueron una contrarreforma a las disposiciones de hace un año. Desafortunadamente, algunos de los problemas centrales quedaron sin solución. En particular, en el nuevo sistema, los créditos para los estratos más bajos continúan otorgando menores rentabilidades a las Corporaciones que los dirigidos a los estratos más altos, que también son los que ofrecen menores riesgos. De otra parte, se mantiene sin solución el problema de falta de competitividad de las CAVs para captar recursos, dado que, aunque se creó un nuevo instrumento con tasas de interés libres, no se mejoró la competitividad de los instrumentos tradicionales de captación de las Corporaciones. A este respecto es del caso señalar que lo más adecuado hubiera sido flexibilizar parcialmente el límite impuesto a la corrección monetaria, cuya total rigidez es inconveniente en períodos de aumento de la inflación[8]. Además, las posibilidades del nuevo instrumento de captación quedaron limitadas por el hecho de que se le fijó un sistema de encaje en papeles cuyo término es de un año, cuando las captaciones tendrán un término de entre uno y tres meses.

Las medidas de la Junta Monetaria tuvieron muy en cuenta la necesidad de elevar la rentabilidad de las CAVs, para lo cual se liberaron las tasas de colocación con destino a vivienda suntuaria y para préstamos a constructores. Desafortunadamente, de esta manera concedieron un poder adicional injustificado a los constructores propietarios de Corporaciones, quienes en adelante podrán obtener préstamos subvencionados para sus propias obras encareciendo simultáneamente los créditos destinados a sus competidores.

Por consiguiente, el panorama para el sector de la construcción en materia de financiamiento no quedó enteramente despejado con las recientes medidas. Así las cosas, aunque la construcción privada cuenta aún con buenos niveles de demanda para continuar creciendo, sus perspectivas son poco halagadoras para el presente año.

El panorama de las obras públicas tampoco luce muy alentador. Es cierto que la actividad constructora en este subsector registró una recuperación importante a lo largo de 1987 y que los constructores continuaban esperando aumentos aún mayores en el volumen de obras. Sin embargo, las autoridades económicas han manifestado que algunas de las grandes obras públicas en los sectores de transporte, minas y energía posiblemente se verán retrasadas este año debido a la necesidad de recortar el déficit fiscal para evitar desbordamientos monetarios. De acuerdo con los lineamientos oficiales, en 1988 se

[8] Véase al respecto el método de cálculo de la corrección monetaria propuesto por Lora, E., "El UPAC hoy: Problemas y Alternativas de Política", *Economía Colombiana,* junio de 1987.

dará preferencia al gasto de carácter social, lo cual inevitablemente se traducirá en un desaliento a la construcción pública.

En síntesis, dada la evolución que han tenido en los primeros meses de 1988 las políticas tributaria, financiera y fiscal, todo parece indicar que el sector de la construcción, como un todo, ha entrado nuevamente en recesión. Que tal cosa llegue a traducirse finalmente en una caída de la actividad constructora en 1988 dependerá de si se mantienen las decisiones de política que han dado origen a esta situación.

F. Actividad agropecuaria

De acuerdo con el análisis sectorial presentado en la última entrega de *Coyuntura Económica*, en 1987 el sector agropecuario logró el mejor desempeño de la presente década. Las actividades que más contribuyeron a los buenos resultados del sector fueron el café (11% de crecimiento estimado) y los cultivos semestrales (4.5% de aumento). Los cultivos anuales y permanentes y el conjunto de las actividades pecuarias registraron crecimientos más moderados, del orden del 3.2 y el 2.4%, respectivamente, para un aumento total de la producción agropecuaria calculado por FEDESARROLLO en 4.1%.

Como se observa en el Cuadro 1, es previsible que en 1988 vuelva a registrarse una tasa semejante de crecimiento para el conjunto del sector. Sin embargo, algunas de las actividades agropecuarias tendrán comportamientos muy diferentes al año anterior. En particular, se espera que la producción cafetera crezca tan sólo un 3%, en comparación con el 11% alcanzado en 1987. La razón de esta desaceleración se encuentra en las tendencias de mediano plazo de la productividad de los cafetos, de acuerdo con los modelos de producción elaborados por FEDESARROLLO[9].

En relación con los cultivos semestrales, es previsible que en 1988 se registre un crecimiento muy apreciable, incluso superior al del año anterior. En este resultado jugarán un papel muy positivo las mayores siembras de algodón y, en alguna medida, de arroz. El primero de estos dos productos atraviesa por un momento muy favorable, gracias al fortalecimiento de los precios externos y al crecimiento vigoroso que ha registrado recientemente la demanda interna de fibra. Los precios externos del arroz también se encuentran en un punto alto, como resultado de las caídas recientes en las cosechas de algunos de los grandes productores asiáticos. Sin embargo, la situación doméstica de este cultivo se encuentra oscurecida por una diversidad de factores adversos. Algunos de tales factores adversos se han venido gestando a través de los años, dando como resultado una disminución prácticamente continua de la producción desde 1982. En particular, la rentabilidad ha venido descendiendo, al igual que el financiamiento del Fondo Financiero Agropecuario en términos reales. La reciente recuperación en los precios domésticos en términos reales podría ayudar a revertir estas tendencias, pero tal cosa es aún insegura debido al clima de in-

[9] Véanse al respecto los trabajos de José Leibovich y Carlos Felipe Jaramillo publicados en Ocampo, J. A. (ed.), *Lecturas de Economía Cafetera*, Tercer Mundo-Fedesarrollo, 1987.

CUADRO 1

ESTIMATIVOS DE CRECIMIENTO DE LAS ACTIVIDADES AGROPECUARIAS EN 1987 Y 1988

	1987 Estimado	1988 Proyección
A. Café	11.0	3.0
B. Agricultura no cafetera	3.6	4.1
1. Cultivos semestrales	4.5	6.0
2. Cultivos anuales y permanentes	3.2	2.9
C. Actividades pecuarias	2.4	4.0
D. Total Sector Agropecuario	4.1	4.0

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO con base en datos del Ministerio de Agricultura y los gremios.

certidumbre que han producido el acaparamiento y la incapacidad del IDEMA para controlarlo, en razón de sus bajos niveles de existencias y su errática política de importaciones.

Los esfuerzos de estabilización de precios también han resultado insuficientes en el caso del sorgo. En razón del gran aumento que tuvo la producción de este grano en el segundo semestre de 1987, sus precios efectivos al productor se redujeron un 24% en términos nominales en los últimos seis meses de ese año. Esto obligó al IDEMA a intervenir de manera más activa en el mercado para evitar una depresión aún mayor de los precios. Como es de esperarse, esta situación se traducirá en una marcada disminución de la producción de sorgo en el presente año.

Los demás productos no serán objeto de virajes tan pronunciados. Posiblemente la cebada continuará desplazando al trigo, debido al menor período vegetativo y mayor facilidad de comercialización del primero de estos productos. Dependiendo del régimen de lluvias, la producción de papa podría registrar un aumento importante durante este año. Por último, no se esperan cambios apreciables en los niveles de producción de maíz, la soya y el tabaco.

Las posibilidades de crecimiento de las actividades pecuarias dependerán crucialmente de que se materialice la fase de liquidación de vientres para los vacunos y del mantenimiento de bajos niveles de contrabando para los productos avícolas. Los aumentos de los precios de la carne de res han tendido a moderarse en los últimos meses, sugiriendo un aumento en el degüello. Además, las autoridades económicas han decidido reducir el abastecimiento de crédito

con destino a las inversiones en ganado, con el fin de forzar una ampliación en la oferta. Por consiguiente, el aumento de la actividad pecuaria en el corto plazo parece un hecho bastante probable. En relación con la producción avícola, es de esperar un aumento como resultado de la abundancia de insumos y del virtual cierre del contrabando de importación de productos finales desde mediados del año anterior.

En síntesis, la actividad agropecuaria agregada podrá alcanzar un aumento del orden del 4% en 1988, con tasas semejantes para la agricultura no cafetera y para la producción pecuaria, y un crecimiento más moderado para el café.

G. Resumen de las proyecciones de crecimiento económico para 1988

En el Cuadro 2 se presenta un resumen de las proyecciones básicas de FEDESARROLLO acerca del crecimiento de la actividad económica en 1988. Aunque los estimativos que allí se presentan reflejan las principales conclusiones de las secciones anteriores de este capítulo, es preciso hacer algunos comentarios adicionales sobre algunas cifras.

En relación con la industria manufacturera, debe tenerse en cuenta que el crecimiento total está afectado por el comportamiento de la trilla de café, que no está considerado en los análisis de demanda presentados al

CUADRO 2

ESTIMATIVO PRELIMINAR DEL CRECIMIENTO ECONOMICO
(Variaciones porcentuales frente al año anterior del PIB en pesos constantes de 1975)

	1986	1987	Proyección 1988 Baja	Alta
1. Agropecuario, silvic., caza y pesca	2.1	4.1	3.5	4.0
a) Café	− 4.1	11.0	3.0	3.0
b) Resto sector agropecuario	3.1	3.2	3.6	4.1
2. Industria manufacturera	7.7	6.3	3.4	4.5
a) Café elaborado	13.5	2.7	−11.0	−11.0
b) Resto	6.5	7.0	5.8	7.0
3. Construcción	− 5.8	1.0	− 4.0	− 2.0
4. Minas y canteras	27.1	15.4	15.0	18.0
5. Comercio	6.5	5.3	4.5	5.4
6. Transporte y comunicaciones	6.7	5.1	4.5	5.0
7. Servicios del Gobierno	3.5	4.0	4.0	4.5
8. Otros servicios	4.2	4.1	4.0	4.5
9. Menos: servicios bancarios imputados	3.0	4.0	4.0	5.0
10. TOTAL VALOR AGREGADO	5.0	5.0	3.9	4.8
11. Derechos sobre importaciones	8.8	10.2	5.0	6.0
12. PIB	5.1	5.1	4.0	4.8

Fuente: 1986: DANE, 1987: estimativos preliminares de FEDESARROLLO.

principio de este capítulo. El determinante exclusivo del volumen de trilla de café es la demanda final del grano por concepto de exportaciones y consumo interno. Puesto que el volumen de ventas externas se reducirá sustancialmente este año por efecto del restablecimiento del sistema de cuotas, la trilla de café sufrirá una caída estimada del 11%, que reducirá el ritmo total de crecimento de la industria manufacturera.

En cuanto hace al comercio, conviene recordar que su actividad agregada se determina en forma independiente de lo que ocurra en las ventas minoristas, a las cuales se refería el análisis presentado en una sección anterior de este capítulo. En esencia, la actividad comercial desde un punto de vista agregado está determinado por el volumen de la oferta comercializable proveniente del sector agropecuario, de las actividades manufactureras y de la importación de bienes.

Las proyecciones referentes al sector minero se basan en los programas de expansión del proyecto del Cerrejón para el caso del carbón de exportación, en las limitaciones en la capacidad de transporte para los hidrocarburos y en las tendencias recientes de producción y demanda para los demás productos. Las tasas de crecimiento resultantes son más bajas de lo que podía esperarse hace algunos meses debido a los atentados contra los oleoductos. De mantenerse, estas prácticas terroristas podrían producir pérdidas adicionales imposibles de predecir.

Por último, los estimativos de crecimiento de los demás sectores reflejan sus respectivas sensibilidades frente a la evolución de los principales sectores productivos.

El resultado final que se obtiene de estos ejercicios de proyección es un crecimiento global entre 4.0 y 4.8% para la economía colombiana en 1988. Es interesante observar que este rango de variación entre las alternativas baja y alta resulta muy consistente con las predicciones efectuadas por un grupo de expertos a finales del mes de enero[10]. El hecho de que el rango de las proyecciones de FEDESARROLLO sea relativamente amplio refleja en esencia la incertidumbre existente al momento de efectuar los cálculos acerca del posible desempeño de la construcción, la minería y la industria debido a los efectos de las normas de control monetario y a la falta de definición de las políticas oficiales en relación con el sistema financiero y con la ejecución de los grandes programas de inversión. Estos elementos de incertidumbre exigen ver el desempeño futuro de la economía con más cautela que a finales de 1987.

[10] Véase *Síntesis Económica,* febrero 8 de 1988, p. 12.

II Empleo y Salarios

A. Empleo

El efecto más importante de la recuperación económica de los dos últimos años ha sido el mejoramiento de los indicadores laborales. En el Gráfico 6 aparece la evolución reciente de la tasa de desempleo de las cuatro principales ciudades. Como allí se ve, los niveles de desempleo han venido reduciéndose de manera continua desde el segundo trimestre de 1986, cuando alcanzaron su punto más alto. Según la Encuesta de Hogares del DANE correspondiente al último trimestre de 1987, la tasa de desempleo ha caído al 10%, que es un nivel comparable al de los primeros trimestres de 1983.

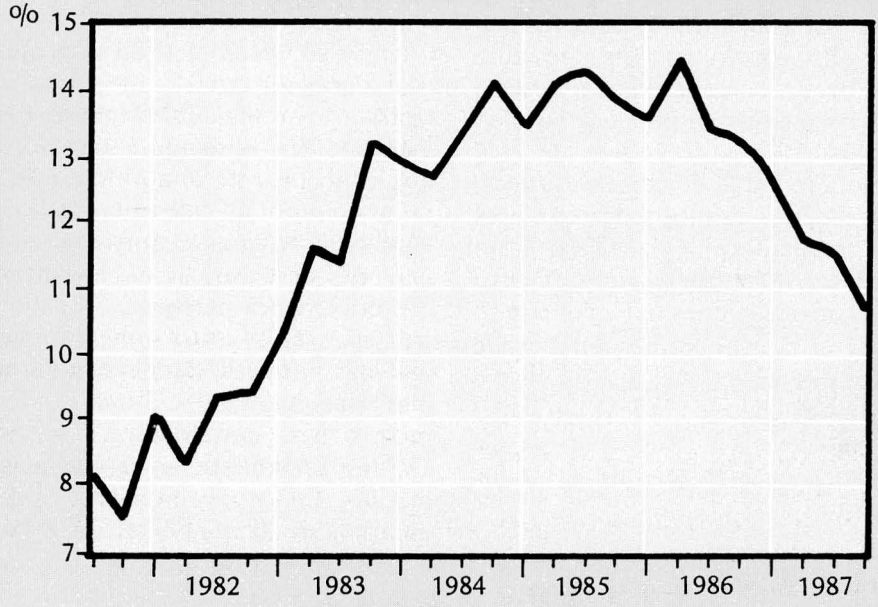
Como es conocido, los cambios en la tasa de desempleo son el resultado de lo que ocurre, de un lado, con la participación laboral y, de otro, con los niveles de ocupación. Sin embargo, de estas dos variables, la segunda es la que explica totalmente la reducción reciente del desempleo.

En efecto, la tasa de participación global prácticamente no registró cambio alguno entre el último trimestre de 1986 y el último de 1987 (57.7 y 57.5%, respectivamente). Lo mismo es válido si la comparación se hace para las tasas promedias de participación registradas durante todo el año. En este caso, la participación registró un ligero aumento, al pasar de 57% a 57.8%, lo cual implica que, por sí sola, esta variable habría originado un aumento en la tasa de desempleo promedio.

En contraste, las tasas de ocupación registraron cambios relativamente más apreciables y favorables a la disminución del desempleo. Así, entre el último trimestre de 1986 y el último de 1987, el porcentaje de personas ocupadas sobre el total en edad de trabajar se elevó de 50.8% a 52%. Para el promedio del año el aumento fue un poco más notorio, pues se pasó de 49.1% a 51%. De esta manera, la tasa de desempleo para el promedio de todo el año se redujo de forma apreciable, al caer de 13.7% en 1986 al 11.7% en 1987.

Dadas las buenas perspectivas de la actividad económica, es de esperar que estas tendencias se consoliden en 1988. En relación con la participación, puede preverse que continuarán las tendencias de largo plazo que han conducido a elevarla de manera permanente. Con respecto a la ocupación, cabe esperar que los mayores niveles de actividad de los sectores urbanos conduzcan a elevar también la demanda de trabajo, permitiendo que aumente nuevamente la tasa de ocupación. Sin embargo, el efecto combinado de estas dos fuerzas difícilmente producirá una caída tan fuerte de las tasas promedias de desempleo, como ocurrió en 1987. Así, aunque la tasa de desempleo *a final de año* puede situarse por debajo del 10%, es bien posible que la tasa *media* de desempleo para el año completo se sitúe alrededor del 11%, con una mejoría modesta frente a 1987 (11.7%). Para entender este comportamiento conviene recordar,

GRAFICO 6
TASA DE DESEMPLEO PARA LAS CUATRO GRANDES CIUDADES



Fuente: DANE, datos desestacionalizados.

de un lado, que la tasa de desempleo tiende a reducirse a final de año y, de otro, que el inicio de la recuperación en 1986 produjo un aumento súbito de la tasa de participación, que elevó inicialmente la tasa de desempleo a su nivel histórico más alto (15.0%). Como este fue un fenómeno coyuntural, las comparaciones entre las tasas medias de desempleo de 1987 y 1986 muestra una disminución exagerada, que no es factible que se repita en 1988.

B. Salarios

Por primera vez en muchos años, en diciembre pasado el Consejo Nacional de Salarios no pudo llegar a un acuerdo acerca del aumento del salario mínimo legal. Aunque las diferencias entre las partes llegaron a reducirse a sólo un punto porcentual en las tasas de aumento del salario, las negociaciones se interrumpieron sin lograr un consenso. En consecuencia, el Ministerio de Trabajo fijó mediante Decreto 2545 el salario mínimo para 1988, concediendo un aumento equivalente al 25%.

De acuerdo con los considerandos del Decreto, el reajuste mencionado preserva la capacidad de compra de los trabajadores, pues supera ligeramente la inflación del último año (24%). Sin embargo, conviene recordar que, en términos reales, el salario mínimo real no ha registrado aumentos desde 1984. Si bien en años anteriores tal cosa resultaba justificable por la situación de recesión, en la actualidad es difícil de conciliar con el desempeño de las empresas productivas. Por lo demás, la diferencia entre el porcentaje de aumento

concedido y aquel al que hubieran accedido las partes en la negociación no justifica los costos que puede acarrear el rompimiento de las conversaciones. En efecto, es bien probable que el ajuste decretado haya perdido en buena medida su papel de guía en las negociaciones colectivas de este año, debido a que no fue el resultado de un acuerdo con los representantes de los trabajadores. De otra parte, no debe descartarse que el rompimiento de las conversaciones haya contribuido a deteriorar el ambiente laboral e impida que en el futuro el Consejo Nacional de Salarios juegue un papel más destacado en la solución de los problemas sociales que afectan a los trabajadores.

En el mes de enero el gobierno fijó también los ajustes salariales para los funcionarios del sector público[11]. Como en años recientes, se concedieron ajustes diferenciales buscando preservar el poder de compra de los trabajadores con más bajos salarios. En esta oportunidad, el aumento más alto fue del 25% y el menor del 20%, para un promedio ponderado del 23.5%. Con respecto a esta política de ajustes diferenciales conviene hacer también algunos comentarios. Cuando se inició en 1985 su propósito era impedir que el ajuste fiscal castigara a los trabajadores de más bajos ingresos. Sin embargo, era evidente que se trataba de una política de carácter temporal, cuyo mantenimiento podría originar distorsiones en los patrones de clasificación, enganche y promoción del personal. Al cabo de tres años estas distorsiones son cada vez más notorias. Para evadir las normas, las prácticas de reescalafonamiento han aumentado en frecuencia, especialmente entre los niveles medios. En los niveles más altos de la escala laboral, donde tal cosa ya no es posible, el resultado ha sido que el sector público pierda competitividad y que le resulte cada vez más difícil la contratación del personal más calificado sobre bases estables. El gobierno está en mora de modificar sus políticas de fijación de salarios para impedir que continúen estas tendencias.

III Sector Externo

A. Tasa de cambio

Al concluir 1987 el tipo de cambio oficial llegó a $263.70 por dólar, con un aumento equivalente al 20.4% en relación con el año anterior. Como veremos más adelante, esta tasa de devaluación fue suficiente para mantener, e incluso elevar, el valor real del tipo de cambio en comparación con los principales grupos de economías con las cuales comercia el país. Sin embargo, el ritmo de devaluación fue fluctuante a lo largo del año. La devaluación fue más acelerada en el primer semestre, y tuvo su ritmo más alto en el mes de marzo, cuando alcanzó una tasa anual equivalente al 25.6%. En el segundo semestre se desaceleró en forma apreciable, llegando a su punto más bajo en el mes de octubre, cuando fue tan sólo equivalente al 13.9% anual (Cuadro 3).

[11] Decreto 90 del 20 de enero de 1988, expedido por el Departamento Administrativo del Servicio Civil.

CUADRO 3

EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO OFICIAL 1984 – 1988
(Tasas de fin de período)

	1984		1985		1986		1987		1988	
	$/US	Variación Anualizada	$/US	Variación Anualizada	$/US	Variación Anualizada	$/US	Variación Anualizada	$/US	Variación Anualizada
Enero	90.63	28.3	116.6	32.6	175.00	21.4	222.79	22.9	267.98	21.3
Febrero	92.53	28.3	120.1	42.6	178.10	23.5	226.73	23.4	273.64	28.5
Marzo	94.47	28.3	126.6	88.2	181.53	25.7	231.08	25.6		
Abril	96.45	28.3	132.6	74.0	186.56	38.8	235.13	23.2		
Mayo	98.47	28.2	138.7	71.9	190.46	28.2	239.41	24.2		
Junio	100.40	26.2	142.9	43.0	193.76	22.9	243.32	21.5		
Julio	102.65	30.5	147.8	49.7	197.59	26.5	247.56	23.0		
Agosto	104.81	28.4	152.1	40.7	200.72	20.8	250.95	17.7		
Septiembre	107.01	28.3	157.9	57.2	205.56	33.1	254.39	17.7		
Octubre	109.26	28.4	162.4	40.4	210.30	31.5	257.17	13.9		
Noviembre	111.55	28.3	166.6	35.9	214.64	27.8	260.30	15.6		
Diciembre	113.89	28.3	172.2	48.3	219.00	27.3	263.70	16.9		

Fuente: Bolsa de Bogotá.

Como ha sido analizado en repetidas ocasiones por *Coyuntura Económica* este tipo de manejo es indeseable porque estimula la aparición de tendencias especulativas y porque dificulta la programación de las operaciones de comercio exterior del sector privado. Es cierto que las autoridades económicas persiguen por este medio mantener estable el tipo de cambio real, compensando los ritmos más altos de inflación que se registran en el primer semestre del año con devaluaciones más aceleradas en la misma época. Sin embargo, tal objetivo es irrelevante porque los cambios de muy corto plazo en los tipos reales de cambio no afectan las condiciones de competitividad en las transacciones internacionales.

La evolución del tipo de cambio oficial en los primeros meses del presente año parece sugerir que la devaluación podría seguir un patrón incluso más inestable que en 1988. En el mes de enero, la tasa anual equivalente de devaluación fue 21.3% y en el mes de febrero se elevó al 28.5%. Las autoridades económicas han dado a entender que en el año completo la devaluación llegaría al 21%. Sin embargo, no debe olvidarse que esta meta ha sido fijada por el gobierno con base en su propio objetivo de inflación, que es del orden del 22%. Como es difícil que este último objetivo llegue a materializarse, es posible que el gobierno opte por devaluar a un ritmo ligeramente por encima del anunciado.

Como ya se mencionó, la devaluación registrada en 1987 permitió elevar el valor real del tipo de cambio frente a los principales grupos de monedas relevantes para el país. De acuerdo con los estimativos de FEDESARROLLO, el tipo de cambio real ponderado según el origen de las importaciones se elevó en un 8% entre el último trimestre de 1986 y el último de 1987. El aumento fue menos pronunciado para la canasta de monedas según destino de las exportaciones menores, aunque de todas maneras fue relativamente apreciable (6%, véase el Cuadro 4).

Según grupos de países, el alza más notoria en el tipo de cambio real se dio con respecto a los desarrollados excluyendo a Estados Unidos. Con base en la ponderación por exportaciones, el alza real frente a este grupo de países alcanzó un 18.9% entre los últimos trimestres de 1986 y 1987. Esto fue posible gracias a la devaluación que sufrió el dólar frente a las monedas europeas y el yen japonés en 1987. En contraste, el tipo de cambio real con respecto a los demás países de América Latina se mantuvo prácticamente sin cambio entre un período y otro.

B. Balanza comercial

Los Cuadros 5 y 6 presentan dos estimativos sobre el comportamiento de la balanza comercial. El primero de ellos se refiere a las transacciones externas efectivas, de acuerdo con los movimientos de aduanas registrados para el año completo. Según esta fuente, las exportaciones totales sufrieron una reducción del 3%, atribuible enteramente a las menores ventas externas de café, cuya disminución fue del 45%. Los demás grupos de productos registraron aumentos de consideración: los despachos de carbón se elevaron en 34%, los de petróleo y derivados 189% y las ventas de productos menores crecieron 16%.

CUADRO 4

EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO REAL DESDE 1984
(Indices 1980 = 100)

	IMPORTACIONES				EXPORTACIONES MENORES			
	Países Desarrol.	Países Desarrol. sin EEUU	América Latina	Total	Países Desarrol.	Países Desarrol. sin EEUU	América Latina	Total
1984–1	97.70	81.42	80.80	94.99	94.40	79.02	80.50	88.88
1984–2	99.80	83.07	81.70	96.89	96.40	80.60	76.10	88.15
1984–3	100.50	80.70	84.45	97.95	96.70	78.26	78.80	89.49
1984–4	102.60	81.22	85.44	99.86	98.29	78.33	81.85	91.71
1985–1	100.61	77.47	86.23	98.34	96.12	74.71	83.03	90.93
1985–2	108.22	85.48	87.95	104.95	103.89	82.79	86.98	97.13
1985–3	121.86	99.15	93.78	117.23	117.50	96.29	94.27	108.10
1985–4	137.69	117.54	100.53	131.43	133.13	113.71	99.60	119.28
1986–1	142.71	126.30	99.71	135.34	138.33	121.95	90.01	117.57
1986–2	149.31	136.02	102.66	141.26	144.90	130.91	97.21	124.58
1986–3	162.09	151.53	104.16	151.83	157.51	145.48	99.34	132.29
1986–4	164.55	154.34	109.88	155.01	160.23	148.66	97.03	132.52
1987–1	167.70	162.15	103.23	156.09	164.14	156.78	90.67	131.12
1987–2	171.15	168.12	106.63	159.58	167.51	162.05	89.89	132.35
1987–3	173.96	168.85	109.90	162.54	170.19	163.01	92.23	134.97
1987–4 P	181.36	182.71	109.51	168.32	178.33	176.83	95.01	140.51

Fuente: FMI, DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

CUADRO 5
BALANZA COMERCIAL SEGUN MANIFIESTOS DE ADUANA
ENERO – DICIEMBRE
(Millones de dólares)

		1986	1987p	1987/86 o/o
I.	Exportaciones totales	5108.0	4940.4	– 3.3
	Café	2988.3	1646.9	–44.9
	Carbón	170.6	229.5	34.5
	Petróleo y derivados	461.8	1336.4	189.4
	Otros	1487.3	1727.6	16.2
II.	Compras de oro	460.3	383.9	–16.6
III.	Importaciones totales	3852.1	4282.0	11.2
	Combustibles	151.4	118.6	–21.7
	Otros	3700.7	4163.4	12.5
IV.	Balanza comercial	1716.2	1042.3	–39.3

Fuente: Importaciones y exportaciones según manifiestos de aduana del DANE. Compras de oro según Balanza Cambiaria del Banco de la República.

Según las estadísticas de aduanas, las compras externas de bienes aumentaron un 11o/o y, dentro de este total, las importaciones de combustibles disminuyeron en 22o/o. Una vez se tienen en cuenta las ventas internas de oro al Banco de la República, que son asimilables a exportaciones, el resultado final de las transacciones comerciales externas fue superavitario para el país en US$1.000 millones, aproximadamente.

Las estadísticas de registros del INCOMEX, disponibles también para el año completo, muestran un panorama muy semejante (Cuadro 6). En este caso, la disminución de las exportaciones es del orden del 1o/o, debida también a la caída del 44o/o en las ventas de café. Sin embargo, las exportaciones de carbón muestran un dinamismo mayor que el registrado por aduanas, al igual que las menores, que según esta fuente aumentan en 17o/o.

El crecimiento total de las importaciones también es compatible aproximadamente con el registrado por aduanas, aunque los niveles son muy superiores. Por último, para hacer viables las comparaciones, el Cuadro 6 incluye también las compras de oro, que registran una disminución del orden del 16o/o. Al comparar las exportaciones totales (incluyendo oro) con las importaciones totales se encuentra un superávit comercial aproximado de US$130 millones en 1987, que es sólo una fracción del registrado en el año anterior (US$850 millones).

CUADRO 6

BALANZA COMERCIAL SEGUN REGISTROS
ENERO – DICIEMBRE
(Millones de dólares)

	1986	1987	Variación o/o
I. Exportaciones totales	5266.3	5214.1	– 1.0
A. Café	3038.8	1713.7	–43.6
B. Carbón	224.2	351.9	57.0
C. Petróleo y derivados	461.8	1336.4	189.4
D. Otros	1541.5	1812.1	17.6
II. Compras de oro	460.3	383.9	–16.6
III. Importaciones totales	4874.3	5466.3	12.1
IV. Balance comercial (I-II)	852.3	131.7	–84.5

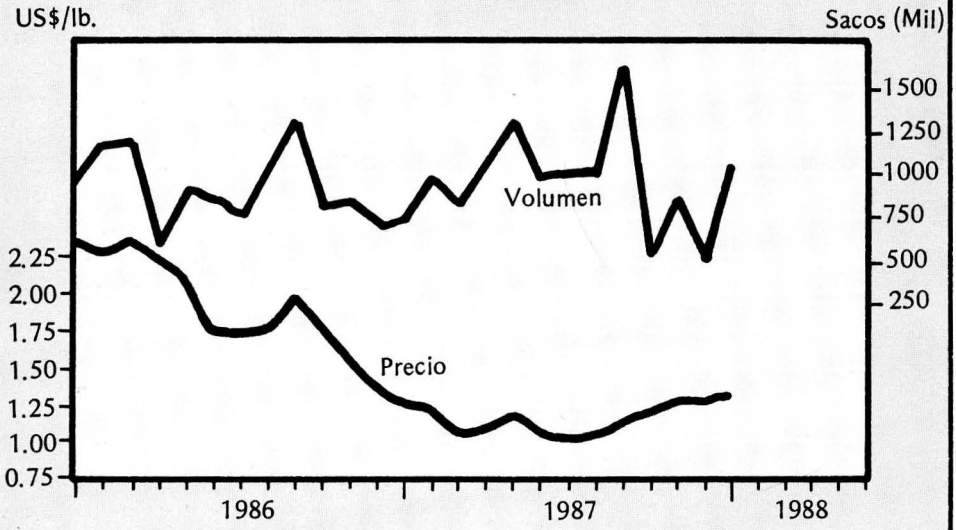
Fuente: INCOMEX, ECOPETROL y Banco de la República.

C. Exportaciones de café

Las estadísticas presentadas arriba dejan en claro que las exportaciones de café fueron el factor que más influyó en los cambios del balance comercial externo entre 1986 y 1987. En el Gráfico 7 puede verse que ello se debió exclusivamente al debilitamiento de los precios externos del grano, los cuales pasaron de un promedio de US$1.96 por libra en 1986 a US$1.14 en 1987. Aunque ya en 1986 se habían alcanzado volúmenes extraordinarios de ventas, en 1987 prácticamente se mantuvieron sin cambio. Así, el volumen de exportaciones del grano fue de 11.283 miles de sacos, cuando el año anterior había alcanzado 11.381 miles de sacos, el nivel más alto en la historia del país.

El acontecimiento más importante en materia cafetera en el último año fue el restablecimiento del pacto de cuotas a partir de los primeros días de octubre. El efecto inmediato del pacto fue una caída abrupta en los volúmenes de ventas del grano colombiano, que no llegó a ser compensada con la recuperación de los precios. En efecto, las exportaciones del último trimestre del año fueron tan sólo la mitad de las efectuadas en el trimestre anterior, en tanto que la recuperación de los precios promedios llegó apenas al 19o/o.

GRAFICO 7
EVOLUCION DEL PRECIO EXTERNO Y EL VOLUMEN DE LAS EXPORTACIONES DE CAFE



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros. El precio se refiere a los cafés centrales en el mercado de New York.

Sin embargo, el comportamiento del mercado en estos primeros meses de vigencia del pacto estaba aún influido por fenómenos ocurridos con anterioridad. En previsión de los aumentos de precios, los compradores habían adelantado las ventas, impidiendo así el pronto fortalecimiento del mercado. Además, algunos embarques realizados por diferentes países a finales de septiembre, que se encontraban en tránsito en los primeros días de octubre, no quedaron registrados como parte de las cuotas. De esta manera, las cuotas inicialmente fijadas resultaron holgadas, lo cual llevó a que los indicadores de precios cayeran por debajo de las franjas básicas previstas, dando origen así a un primer recorte de las cuotas a finales de 1987 y otros dos recortes adicionales en el primer trimestre de 1988.

Estas tendencias han venido modificándose recientemente, al desaparecer los factores que inicialmente les dieron origen. Además, hacia el mes de febrero se dieron a conocer algunos pronósticos indicando que la cosecha brasileña para el año cafetero 1988/89 podría ser de solamente unos 20 millones de sacos, bien por debajo de los 33 millones del año anterior. De otro lado, ante la perspectiva de que la caída en la producción brasileña afecta especialmente la oferta de cafés de alta calidad, se ha ampliado hasta unos US$0.12 por libra el diferencial de precios favorable al grano colombiano en relación con los centrales.

En estas circunstancias, han venido mejorando las perspectivas para las exportaciones cafeteras colombia-

nas en el presente año. La mayoría de los analistas dan por descontado que la reciente tendencia alcista de precios dará lugar a que se restituya el primero de los tres recortes que ha tenido la cuota desde iniciado el Acuerdo y existe la posibilidad de que pueda lograrse al menos una segunda restitución hacia mediados del año.

D. Exportaciones menores

Las diferentes fuentes estadísticas sobre las exportaciones menores muestran crecimientos superiores al 15% para 1987. Como ya mencionamos, los registros de aduanas dan cuenta de un aumento del 16%, en tanto que las estadísticas de INCOMEX muestran un 17% de crecimiento para el año completo. Por su parte, las operaciones de reintegros de divisas en el Banco de la República durante 1987 presentan un aumento del 15% para las exportaciones menores (que, en esta fuente, no incluyen ferroníquel; véase más adelante el Cuadro 9).

En el Cuadro 7 aparece una discriminación detallada de las exportaciones menores por sectores económicos y productos. En 1987, las ventas externas de productos industriales continuaron ganando importancia dentro del total de las exportaciones menores. Su valor total alcanzó los US$ 1.100 millones aproximadamente, bien por encima de los US$630 millones correspondientes a las exportaciones menores de origen agrícola o a los US$80 millones que totalizaron las ventas externas de productos mineros diferentes al carbón y los hidrocarburos.

El alto crecimiento de las exportaciones industriales en 1987 (20%) fue posible gracias al buen comportamiento de una diversidad de productos, tanto de exportación tradicional como de nuevos artículos. Entre las exportaciones industriales de carácter tradicional cabe destacar las provenientes de las industrias de alimentos y bebidas, textiles, confecciones y cueros, todas las cuales crecieron a tasas entre el 10 y el 20%. Sin embargo, el producto más dinámico entre los tradicionales de exportación fue el cemento, cuyas ventas externas crecieron en 44%, lo cual no deja de ser sorprendente, dado el crecimiento que registró la demanda interna para este producto en 1987.

Entre las exportaciones de productos menos tradicionales las de más alto crecimiento fueron las artes gráficas (41%), el cloruro de polivinilo (41%) y los fungicidas (25%). Además, las ventas externas de ferroníquel registraron también un crecimiento apreciable en 1987 (23%).

Con todo, el conjunto de exportaciones manufactureras de mayor dinamismo fue aquel que aparece en el cuadro bajo la denominación residual de "otras industrias", cuyo crecimiento fue del 75%. Puesto que se trata de una diversidad de productos de menor importancia, muchos de ellos de aparición relativamente reciente en la canasta de exportaciones colombianas, este comportamiento es sintomático de una tendencia muy conveniente de diversificación de las ventas externas.

En términos comparativos, las exportaciones agrícolas fueron menos dinámicas, aun cuando de todas maneras lograron un crecimiento que debe considerarse satisfactorio (11%). El buen desempeño fue extensivo a la

CUADRO 7

EXPORTACIONES MENORES POR PRODUCTOS[1]
ENERO – DICIEMBRE
(Miles de US$)

	1986	1987	Variación o/o
I. Sector Agropecuario	567664	630625	11.1
Banano[2]	220923	252092	14.1
Flores	154767	174076	12.5
Azúcar crudo	34838	17715	–49.2
Algodón	46909	52041	10.9
Tabaco negro	20465	15792	–22.8
Cacao en grano	5300	16514	211.6
Langostas, langostinos, crustáceos y moluscos congelados	36527	43253	18.4
Carne de bovino	20157	32766	62.6
Peces ornamentales	1384	1679	21.3
Hortalizas y frutas	9125	12046	32.0
Demás productos	17629	12645	–28.3
II. Sector minero	61535	82738	34.5
Coques y semicoques	10278	7670	–25.4
Platino	7538	1034	–86.3
Piedras preciosas	36032	62432	73.3
Demás productos[3]	7687	11602	50.9
III. Sector industrial[4]	912304	1098672	20.4
Gelatina	10574	11457	8.4
Otros alimentos y bebidas	49039	58286	18.9
Hilados y tejidos	93884	104712	11.5
Confecciones	114961	134208	16.7
Madera y sus manufacturas	30211	25639	–15.1
Cuero y sus manufacturas	98211	111296	13.3
Artes gráficas	80760	114021	41.2
Epsilon	14341	16066	12.0
Cloruro de polivinilo	31725	44963	41.7
Poliestireno	20094	14387	–28.4
Demás fungicidas	15182	18951	24.8
Demás productos químicos	100470	119432	18.9
Cemento	43358	62848	45.0
Otros minerales no metálicos[5]	20364	24735	21.5
Ferroníquel	62499	77136	23.4
Demás productos metalmecánicos[6]	98578	111402	13.0
Otras industrias manufactureras[7]	28053	49126	75.1
Total exportaciones menores	1541503	1812037	17.6

1 Incluye exportaciones menores SEIC sin reintegro.
2 Incluye cajas de cartón corrugado.
3 Corresponde a los productos de los capítulos 25 al 27 del arancel, excepto cemento Blanco, Clinker y Portland.
4 Corresponde a los productos de los capítulos 28 al 40 del arancel e incluye glicerina purificada.
5 Corresponde a los productos de los capítulos 68 al 70 del arancel.
6 Corresponde a los productos de los capítulos 73 al 89 del arancel.
7 Corresponde a los productos de los capítulos 90 al 99 del arancel, también los capítulos 23, 66 y parte del 64 y 71 del arancel.

Fuente: Registros aprobados. INCOMEX.

mayoría de los principales productos, con excepción del azúcar y el tabaco negro, que han ido perdiendo gradualmente la importancia que tuvieron en décadas pasadas como fuentes de divisas para el país.

El banano y las flores se consolidaron en 1987 como los dos principales productos entre todas las exportaciones menores, inclusive las de origen no agrícola. Las ventas externas de banano aumentaron un 14%, con una factura por encima de los US$ 250 millones, y las de flores crecieron 12%, alcanzando un valor superior a los US$170 millones.

El algodón, la carne de bovino y los moluscos también alcanzaron valores relativamente importantes de exportación en 1987, aunque ciertamente muy inferiores al banano y las flores. En los dos primeros casos se trata de productos que tradicionalmente habían sido de importancia para el país, pero cuyo desempeño en los mercados externos había sido poco satisfactorio en años recientes. En el caso de los moluscos, el aumento reciente de las exportaciones se debe al desarrollo de los proyectos de cría en encierro, gracias a los cuales los moluscos han llegado a ocupar ya el cuarto lugar de importancia entre las exportaciones menores de origen agropecuario.

Como ha sido analizado en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*, el buen comportamiento reciente de las exportaciones menores no debe atribuirse por completo a los ajustes del tipo de cambio real. Las exportaciones más dinámicas han sido las dirigidas a países de América Latina, con respecto a los cuales no ha aumentado la tasa de cambio en términos reales. La tasa de cambio ha jugado un papel más importante en relación con los mercados de los países desarrollados, aunque tampoco exclusivo, ya que estos países han elevado de todas maneras sus demandas de productos por efecto de su propio crecimiento.

Lo anterior no significa por supuesto que pueda descuidarse el manejo cambiario sin sacrificar con ello las exportaciones menores. Antes bien, como el crecimiento reciente de las ventas externas ha dependido en buena medida de otros factores que pueden no mantenerse en el futuro, es preciso continuar con un proceso gradual de aumento del tipo de cambio real. Sólo así puede prevenirse la eventual caída de algunos de los mercados latinoamericanos de mayor dinamismo reciente (Perú, en particular) o la muy probable desaceleración del crecimiento económico de los países desarrollados (Estados Unidos, en especial). Por estas razones, FEDESARROLLO recomienda nuevamente que el ritmo de devaluación doméstica se eleve al 25 o el 27% anual a partir de este año.

E. Importaciones

El crecimiento de las compras externas en 1987 puede calcularse entre un 7% y un 12%, según la fuente estadística de que se trate. Las licencias aprobadas por INCOMEX corresponden a la más alta de estas cifras y los giros según balanza cambiaria a la más baja. En un punto intermedio se sitúan las estadísticas de Aduanas, que indican un aumento del 11%.

En el Cuadro 8 puede apreciarse que el crecimiento de las importa-

CUADRO 8

IMPORTACIONES APROBADAS SEGUN CARACTER DEL IMPORTADOR, FORMA DE PAGO Y REGIMEN
ENERO – NOVIEMBRE
(Millones de dólares)

	1986	1987	87/86 %
I. Carácter del importador			
1. Oficial	818.4	756.5	– 7.6
2. Privado	3556.9	4080.8	14.7
a) Industria	2266.9	2665.5	17.6
b) Comercio	1290.0	1415.3	9.7
II. Forma de pago			
1. Reembolsables	4108.5	4516.1	9.9
a) Giro ordinario	3663.3	4104.6	12.0
b) Compensación	26.3	21.2	–19.4
c) Crédito y regímenes especiales	418.9	390.3	– 6.8
2. No reembolsables	266.7	321.4	20.5
III. Total	4375.3	4837.4	10.6

Fuente: INCOMEX.

ciones ha favorecido especialmente al sector privado. En efecto, mientras las compras externas oficiales cayeron un 8% en 1987, las del sector privado aumentaron cerca del 15%. La disminución en las compras oficiales ha sido posible gracias a las menores importaciones de combustibles y de bienes de capital con destino a los sectores de minas y energía. Por su parte, el aumento en las compras externas del sector privado ha favorecido especialmente a la industria, cuyas importaciones aumentaron un 18% aproximadamente en 1987, bien por encima del 10% correspondiente al comercio.

El dinamismo de las importaciones con destino a la industria se ha reflejado especialmente en las compras externas de materias primas. En efecto, según la clasificación por uso o destino económico, el renglón de materias primas fue el de mayor crecimiento (20.7% véase el Cuadro 9). La tasa de crecimiento de los bienes de capital fue más moderado —10%—, e inferior al del total de las importaciones de la industria, debido a las menores compras oficiales de equipos con destino a los sectores de minas y energía. Por último, las importaciones de bienes de consumo registraron un aumento muy modesto (2.9%), debido a la disminución en las compras de bienes de consumo no duradero.

En relación con la forma de pago de las importaciones, las de giro ordinario registraron en 1987 un com-

CUADRO 9

IMPORTACIONES CON CARGO AL PRESUPUESTO DE DIVISAS SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y SEGUN REGIMEN
ENERO – DICIEMBRE
(Millones de dólares)

	1986	1987	Variación
I. Uso o destino económico			
1. Bienes de consumo	595.4	612.7	2.9
2. Materias primas	1892.7	2285.3	20.7
3. Bienes de capital	1677.9	1845.1	10.0
4. Diversos	30.0	15.6	–48.0
5. Total con cargo al presupuesto	4196.0	4758.7	13.4
II. Régimen			
1. Libre			
a) Presupuesto	2026.0	2221.9	9.7
b) Registros	1687.6	2114.3	25.3
c) Coeficiente de utilización (b/a)	83.3	95.2	–
2. Previa			
a) Presupuesto	2154.0	2518.0	16.9
b) Registros	2508.4	2644.4	5.4
c) Coeficiente de utilización (b/a)	116.5	105.0	–
3. Total			
a) Presupuesto	4180.0	4740.0	13.4
b) Registros	4196.0	4758.7	13.4
c) Coeficiente de utilización (b/a)	100.4	100.4	–

Fuente: INCOMEX.

portamiento semejante al total, en tanto que las efectuadas con créditos de largo plazo y a través de regímenes especiales tuvieron una disminución, consistente con la pérdida de importancia de estos mecanismos, gracias a la sólida situación cambiaria. Por último, es de interés señalar que las importaciones no reembolsables registraron un crecimiento vigoroso del 20%, que contrasta con la abrupta disminución que habían sufrido el año anterior (un 70%). En ambos años, las importaciones con destino al sector petrolero y las de carácter temporal explican la mayor parte de dichas fluctuaciones (Cuadro 8).

Según el régimen de importación, el crecimiento de las compras externas de 1987 se concentró prácticamente en su totalidad en las de carácter libre (véase nuevamente el Cuadro 9). Esto se debió en alguna medida a que durante 1987 continuó el traslado de posiciones del régimen de previa hacia el de libre. En parte por estos traslados, en parte por la incertidumbre que generó la situación del sector externo en 1987, la porción del presupuesto de divisas asignado a

las compras en el régimen de libre tuvo una mayor utilización en este año, que obligó a limitar la concesión de licencias en el régimen de previa. En efecto, las importaciones de previa crecieron tan sólo un 5.4% en 1987, a pesar de que las solicitudes aumentaron mucho más rápido. Como se analizó en las dos entregas anteriores de *Coyuntura Económica* esta situación dio lugar a que en el primer semestre de 1987 el porcentaje de licencias sin aprobar alcanzara niveles comparables e incluso superiores a los de los años de mayor estrechez cambiaria, dificultándose así el manejo de las políticas de control de importaciones.

Es preciso observar que las dificultades que se presentaron en el sistema de control a las importaciones en 1987 no se debieron a limitaciones en el presupuesto de divisas. Como se observa en el Cuadro 9, el presupuesto se amplió en un 13.4% con respecto al año anterior, ya que aparte del presupuesto básico mensual de US$375 millones se concedieron dos ampliaciones, una de US$150 millones para el mes de junio y otra de US $450 millones para el último trimestre del año. Debido al rezago normal que existe entre el momento en que se efectúan los registros de importación en el INCOMEX y el momento en que se realiza la importación física de los bienes, una parte importante de esta última ampliación del presupuesto no debe haberse reflejado aún en las estadísticas de Aduanas. Además, el presupuesto disponible para los seis primeros meses de 1988 también será relativamente holgado pues, en adición a los US$375 millones mensuales fijados como presupuesto básico para el presente año, en el primer semestre podrán otorgarse licencias por US$250 millones adicionales con cargo a las cancelaciones de licencias no utilizadas en 1987.

El criterio con el cual se han concedido las ampliaciones recientes al presupuesto de divisas ha sido de tipo monetario, debido a las dificultades que se han presentado en este frente de la política económica. Las autoridades han tratado así de disminuir las presiones de crecimiento de la base monetaria permitiendo una mayor utilización de las reservas internacionales para realizar importaciones. Desafortunadamente, este es un criterio inadecuado para manejar los instrumentos de control a las importaciones. En efecto, las experiencias de principios de los ochentas dejaron bien en claro que este manejo no produce los efectos monetarios deseados con suficiente velocidad ni en magnitudes fáciles de predecir y en cambio sí puede comprometer la estabilidad cambiaria ante un eventual deterioro de las condiciones externas. Además, desde el punto de vista de los sectores industriales, este manejo es una fuente de incertidumbre sobre la continuidad de la protección y sobre la estabilidad de la demanda.

F. Balanza cambiaria

La estabilidad de las reservas internacionales del país a lo largo de 1987 y en lo corrido del presente año es el fenómeno más destacado en el frente cambiario. Como se observa en el Cuadro 10, el saldo de las reservas cayó tan sólo en US$28 millones en 1987, en contra de todos los pronósticos que se tenían a principios de

CUADRO 10

BALANZA CAMBIARIA
(Millones de US$)

	Año completo			Hasta febrero 12		
	1986	1987	Variación %	1987	1988	Variación %
I. Balance comercial	1446.5	842.5	−41.8	65.5	78.2	19.4
A. Exportaciones de bienes	3795.0	3470.9	− 8.5	358.5	404.3	12.8
1. Café	2336.3	1517.5	−35.0	178.5	143.2	−19.8
2. Petróleo, carbón y ferroníquel	205.9	452.1	119.6	23.5	78.4	233.6
3. Otros	1252.5	1501.3	19.9	156.5	182.7	16.7
B. Compras de oro	460.3	383.9	−16.6	44.1	50.3	14.1
C. Importaciones de bienes	2808.8	3012.3	7.2	337.1	376.4	11.7
II. Balance de servicios y transferencias	−511.9	−190.6	*	−45.0	−43.8	*
A. Servicios no financieros (neto)	432.0	765.6	77.2	57.1	41.5	−27.3
B. Capital petróleo, minería y pagos para refinación[1]	116.0	115.3	−0.6	16.2	7.3	−54.9
C. Servicios de capital[2]	−1059.9	−1071.5	*	−118.3	−92.6	*
III. Balance de transacciones corrientes (I+ II)	934.6	651.9	−30.2	20.4	34.3	68.1
IV. Financiación	213.1	−773.1	*	−187.7	−82.3	*
A. Inversión extranjera neta	42.8	36.5	−14.7	1.2	1.1	−8.3
B. Resto capital privado neto	−100.7	−53.8	*	−25.0	−12.3	*
C. Capital oficial	742.4	−715.4	*	−156.5	−47.8	*
D. Banco de la República	−471.6	−40.4	*	−7.5	−23.3	*
V. Otros movimientos de divisas	50.7	93.2	83.8	40.2	6.1	−84.8
VI. Cambio de reservas brutas (III+ IV+ V)	1198.4	−28.0	*	−127.1	−41.9	*
VII. Saldo en reservas brutas	3511.5	3482.5	−0.8	3384.4	3441.6	1.7

[1] Incluye divisas vendidas por filiales extranjeras para sus gastos domésticos, compras de petróleo para refinación y gas natural.

[2] Ingresos netos de intereses menos remesas de utilidades y dividendos.

* No aplica

Fuente: Banco de la República, cifras preliminares.

año, según los cuales podrían esperarse disminuciones de US$300 millones o más por efecto de la destorcida cafetera.

Los ingresos cambiarios por concepto de exportaciones de café efectivamente registraron una caída pronunciada, superior a los US$800 millones, consistente con las previsiones de principios de año. Buena parte de este deterioro se reflejó en el balance comercial, dado que aunque las demás exportaciones tuvieron un buen desempeño, los pagos por importaciones se elevaron en unos US$200 millones.

El verdadero elemento compensatorio, que permitió estabilizar las reservas, fue el balance de servicios y transferencias, que mejoró más de

US$300 millones en relación con el año anterior, debido exclusivamente a los mayores ingresos por concepto de exportaciones de servicios no financieros y, en particular, a los reintegros por concepto de servicios e ingresos personales. Este renglón de la balanza cambiaria pasó de unos US$400 millones en 1986 a US$625 millones en 1987. Es muy posible que la devaluación real del tipo de cambio desde 1985 y la virtual desaparición del diferencial entre el mercado paralelo y el oficial hayan contribuido a este resultado. Sin embargo, puede también haber estado influido por razones propias del tráfico de estupefacientes que no es fácil precisar.

Por su parte, las operaciones cambiarias asociadas a la cuenta de capitales tuvieron un comportamiento totalmente opuesto al que hubiera aconsejado el deterioro del balance comercial. En efecto, se pasó de un superávit superior a los US$200 millones en 1986 a un déficit del orden de los US$770 millones en 1987. Este vuelco fue producido por las transacciones financieras oficiales, debido a que los procesos de negociación de nuevos créditos no produjeron recursos efectivos en 1987, como sí lo habían hecho el año anterior. De esta manera, desde un punto de vista cambiario, el país realizó pagos netos por concepto de deuda al resto del mundo, que lograron ser cubiertos casi en su totalidad por el remanente que dejaron las transacciones comerciales y de servicios, sin producir así un drenaje de reservas.

Hasta mediados de febrero de 1988, las reservas internacionales habían sufrido tan sólo una pequeña reducción adicional, debido nuevamente al déficit de las transacciones de capital. Sin embargo, este déficit fue inferior al registrado para la misma época del año anterior, gracias a una disminución apreciable en los pagos netos del sector oficial. Entre las transacciones corrientes también habían ocurrido algunos cambios de importancia, a pesar de que su saldo global fue muy semejante al del año anterior. En particular, disminuyeron los reintegros cafeteros y aumentaron en cambio muy fuertemente los provenientes de las exportaciones mineras. Dentro del balance de servicios, el fenómeno más importante en estos primeros meses de 1988 fue la disminución del superávit del renglón de los no financieros, que podría ser efecto de la reaparición de un fuerte diferencial entre las cotizaciones del dólar paralelo y el oficial.

G. Proyecciones de balanza de pagos

En el Cuadro 11 se presentan las proyecciones básicas de FEDESARROLLO para la balanza de pagos colombiana hasta 1992. Los cálculos reflejan las tendencias actuales de las principales variables externas e internas que afectan el desempeño de las cuentas externas del país.

En relación con la situación de la economía internacional, las proyecciones no pretenden prever los cambios que podrían ocurrir en el crecimiento mundial, la inflación o las tasas externas de interés si se modifican abruptamente las políticas de las grandes economías en respuesta a sus desequilibrios actuales de balanza de pagos. En consecuencia, se presume simplemente que los valores actuales de esas variables podrán mantenerse inmodificados. En particular, se su-

CUADRO 11

PROYECCION DE BALANZA DE PAGOS 1988 – 1992
(Millones de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Exportaciones de bienes	5478	5238	5358	5966	7044	7642	8215
Café	2736	1560	1559	1606	1672	1723	1775
Mineras	1306	2027	1950	2344	3175	3524	3830
Menores	1436	1651	1849	2016	2197	2395	2610
Importación de bienes	3486	3868	4338	4711	5136	5629	6166
Importaciones no petroleras	3331	3747	4234	4615	5031	5483	5977
Importaciones petroleras	155	121	104	96	105	146	189
Balance comercial	1992	1370	1020	1255	1908	2013	2049
Exportaciones de servicios	1144	1223	1255	1326	1389	1476	1564
Intereses	132	168	145	145	145	145	145
Dividendos	5	5	5	5	5	5	5
No financieros	1007	1050	1105	1176	1239	1326	1414
Importación de servicios	3416	3775	3882	4297	4628	4961	5311
Intereses	1269	1420	1383	1456	1548	1604	1667
Dividendos	373	570	564	647	755	881	1010
Servicios no petroleros	1549	1560	1687	1825	1973	2134	2308
Servicios petroleros	225	225	248	369	352	342	326
Balance de servicios	−2272	−2552	−2627	−2971	−3239	−3485	−3747
Transferencias (netas)	774	700	570	450	450	450	450
Balance en cuenta corriente	494	−482	−1037	−1266	−881	−1022	−1248
Inversión directa	673	421	293	245	266	315	332
Endeudamiento neto	–	–	744	1022	615	708	916
Balanza de capitales	–	–	1037	1267	881	1023	1248

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Deuda neta		11917	12661	13683	14298	15006	15922
Deuda neta/ Exportaciones		2.275	2.363	2.293	2.030	1.964	1.938
Intereses/ Exportaciones		0.271	0.258	0.241	0.214	0.202	0.193

pone que la inflación mundial se mantendrá alrededor del 4o/o anual, que el crecimiento económico en los países desarrollados será del 2.5o/o anual y que la tasa de interés externa relevante para Colombia se mantendrá estable en el 9o/o.

Los resultados de la balanza de pagos del país se verán afectados además por lo que ocurra en los mercados de sus principales productos de exportación. Los supuestos adoptados al respecto reflejan las tendencias más probables en cada caso, de acuerdo con los desarrollos recientes. En particular, para el caso del café, se prevé el mantenimiento del pacto de cuotas, con crecimientos moderados tanto del precio nominal de venta como de los volúmenes de exportación del grano a partir de sus niveles de 1988. Con respecto al precio de los hidrocarburos, se parte de un nivel de US$15 por barril en 1988, que luego aumenta gradualmente, a la par con la inflación mundial. Este escenario de precios para los hidro-

carburos tiene en cuenta las dificultades que ha tenido la OPEP para controlar efectivamente la producción, debido a la renuencia de algunos países a respetar las cuotas actuales. Es preciso señalar que la inestabilidad actual del precio del petróleo en los mercados mundiales introduce un cierto grado de incertidumbre a estas proyecciones, que por supuesto es mayor hacia el futuro cuando aumenta la importancia de las exportaciones de hidrocarburos en la balanza de pagos colombiana.

En lo tocante a las variables económicas internas, la proyección básica que se presenta en el cuadro se basa en un crecimiento del PIB del 5% anual y en el mantenimiento del nivel actual de la tasa de cambio en términos reales. Además, no se prevén cambios en las políticas comerciales o cambiarias actuales.

Con base en estos supuestos básicos, FEDESARROLLO prevé que las exportaciones totales de bienes en 1988 tan sólo superarán en una pequeña cuantía las del año anterior. Estos cálculos ya tienen en cuenta la disminución en las exportaciones de hidrocarburos por los daños causados a los oleoductos por parte de los grupos guerrilleros en los dos primeros meses del año. Sin embargo, la pérdida por este concepto podría seguir en aumento si se presentan nuevos ataques.

En contraste con el virtual estancamiento de las exportaciones, las compras externas de bienes tendrán un dinamismo apreciable, posiblemente del orden del 12%, debido a la ampliación que tuvo el presupuesto de importación del INCOMEX en el último trimestre del año anterior y a las ampliaciones adicionales que estarán vigentes al menos durante el primer semestre de 1988, como se discutió arriba. En esta materia es del caso observar que las autoridades económicas no descartan la posibilidad de profundizar aún más el proceso de liberación con miras a reducir las presiones inflacionarias mediante un aumento más acelerado de las compras externas.

Los principales componentes de la balanza de servicios registrarán cambios muy moderados en relación con el año anterior. En efecto, los crecimientos previstos son del 2.6% para las exportaciones y de 2.8% para las importaciones de servicios. Puesto que la balanza de servicios es fuertemente deficitaria, estos comportamientos darán origen a una ampliación adicional del déficit.

Como resultado del debilitamiento de las balanzas comercial y de servicios, en 1988 se ampliará el déficit de la cuenta corriente con el resto del mundo. Sin embargo, la magnitud de este déficit seguirá siendo una fracción moderada del tamaño de la economía (2% del PIB aproximadamente).

El deterioro de la cuenta corriente se agudizará aún más en 1989, para disminuir en los años posteriores. La principal causa del debilitamiento adicional de la cuenta corriente en 1989 serán las mayores compras externas de bienes y servicios no petroleros. En los años siguientes, estas compras continuarán aumentando a un ritmo semejante, pero tales aumentos quedarán en gran medida contrarrestados por el crecimiento más acelerado de las exportaciones, en particular las de origen minero.

Debido a que las entradas de capital por concepto de inversión extranjera serán relativamente moderadas a partir del presente año, no serán suficientes para cubrir los déficit previstos de cuenta corriente. En consecuencia, los saldos de la deuda *neta* del país con el resto del mundo aumentarán de manera ininterrumpida[12]. Así, se pasará de un saldo de US$12.000 millones aproximadamente a finales de 1987 a uno del orden de US$16.000 millones en 1992. Sin embargo, los mayores niveles de endeudamiento no darán lugar a un deterioro de los indicadores, excepto, de forma parcial y muy leve, en 1988. En efecto, en este año la relación entre la deuda neta y las exportaciones se elevará de 2.27 a 2.36, para descender luego en forma gradual hasta 1.9 aproximadamente en 1992. Por su parte, el coeficiente entre los intereses de la deuda y el total de las exportaciones de bienes descenderá a partir del presente año, pasando de 27.1% en 1987 a 19% aproximadamente en 1992.

Estas proyecciones muestran, en conclusión, la solidez del sector externo colombiano en el corto y en el mediano plazo, habida cuenta de las tendencias actuales. No debe pasarse por alto, sin embargo, que existe una serie de elementos de incertidumbre en el escenario económico mundial. Como ya se mencionó, es incierto el curso que pueden tomar las principales variables externas en respuesta a los serios desequilibrios de la economía mundial. Los analistas coinciden en afirmar que habrá tendencias recesivas e inflacionarias que afectarán especialmente a los países en la órbita del dólar de los Estados Unidos. Sin embargo, nadie puede predecir qué tan profundas serán esas tendencias. De otro lado, persiste la incertidumbre sobre el futuro de los mercados financieros externos y sobre la viabilidad de las estrategias de financiamiento voluntario, como la adoptada hasta ahora por Colombia. Este elemento de incertidumbre no será crítico en 1988, porque ya se cuenta con los recursos del crédito "Concorde" por US$1.000 millones contratado finalmente con la banca comercial en el mes de enero pasado. Sin embargo, continuará pesando sobre las perspectivas de la balanza de pagos colombiana a partir de 1989.

IV Finanzas Públicas

A. Las finanzas del gobierno central en 1987

Con base en la metodología de operaciones efectivas de la Tesorería, por primera vez en esta década las finanzas del gobierno central fueron superavitarias en 1987. Según se aprecia en el Cuadro 12, esto fue posible gracias al notable crecimiento de los ingresos corrientes que logró contrarrestar el dinamismo también apreciable que tuvieron los principales renglones del gasto, tanto corriente como de inversión.

En el Cuadro 13 puede verse el comportamiento que registraron las principales fuentes de ingresos del

[12] La deuda *neta* se calcula como la diferencia entre el saldo de la deuda externa total y el valor de las reservas internacionales, el cual se supone constante a partir de 1988.

CUADRO 12

BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
Operaciones efectivas
(Millones de pesos)

	1986	1987	Proyección 1988	Variaciones 1987/86	Variaciones 1988/87
I. Ingresos corrientes	640460	914917	1188000	42.9	29.8
II. Gastos corrientes	520410	695880	952000	33.7	36.8
A. Funcionamiento	454375	596634	812000	31.3	36.1
B. Intereses de la deuda	54922	88245	126000	60.7	42.8
C. Otros pagos	11113	11001	14000	−1.0	27.3
III. Ahorro (I−II)	120050	219037	236000	82.5	7.7
IV. Inversión	128644	191852	257000	49.1	34.0
V. Superávit o déficit (III-IV)	−8594	27185	−21000	*	*

Fuente: DNP-UIP-DAF a partir de Informes de la Tesorería y proyecciones de FEDESARROLLO.

gobierno central en 1987. Uno de los tributos más dinámicos fue el de la renta, con un crecimiento del 40.7% que supera en unos 8 puntos porcentuales el alcanzado por el PIB nominal. Como ya se ha analizado en *Coyuntura Económica*, una parte importante de este dinamismo fue el resultado de la amnistía tributaria, cuyo efecto estimado fue de unos $21.000. Descontado este efecto, los recaudos del impuesto a la renta tuvieron un crecimiento del 31.3%, que implica una elasticidad prácticamente unitaria frente al PIB nominal. Por su parte, este crecimiento se originó en buena medida en el comportamiento de las retenciones sobre ingresos no salariales, en particular sobre compras, servicios, dividendos y rendimientos financieros, cuyas tasas fueron objeto de aumentos de consideración. En razón de la ampliación y fortalecimiento que tuvieron en los últimos años los mecanismos de retención, en 1987 cerca de la mitad de los recaudos del impuesto a la renta provinieron de dicha fuente.

Los recaudos por impuesto a las ventas también registraron altas tasas de aumento en 1987. Los de origen interno crecieron en 35%, lo cual implica una elasticidad del orden de 1.2. La elasticidad de este tributo debe atribuirse a la estructura de las tasas, que son más altas para los artículos de demanda más elástica frente a los cambios en el ingreso, y en particular los vehículos, cuyas ventas aumentaron 25.2% en 1987.

No obstante el buen comportamiento de los recaudos internos, los provenientes de las importaciones crecieron aún más rápido. Así, el impuesto de venta sobre las importaciones aumentó 44% en el curso del año, y el conjunto de los comprendidos en los renglones de aduanas y recargos y sobretasas sobre el valor CIF de las compras externas, 90%. No

CUADRO 13

EVOLUCION DE LOS RECAUDOS DEL GOBIERNO CENTRAL
1986 – 1988
(Millones de pesos corrientes)

	1986	1987	Proyección 1988	Variaciones 1987/86	1988/87
Renta	224214	315393	384500	40.7	21.9
Ventas	189574	262203	347700	38.3	32.6
– Internas	128865	171733	227700	33.3	32.6
– Importaciones	62710	90471	120000	44.3	32.6
Aduanas y recargos	81249	110742	146900	36.3	32.7
Gasolina y ACPM	46493	59599	74400	28.2	24.8
Timbre nacional	25591	15732	20500	–38.5	30.3
CIF 8%	38695	5475	–	–85.9	–
CIF 18%	–	111985	164800	*	47.2
Ad-valorem 6.5%	30088	23874	28900	–20.7	21.1
Otros impuestos[1]	12904	5159	4800	–60.0	–7.0
Ingresos no tributarios	70436	80867	124200	14.8	53.6
– Tasas y multas	18566	18938	25000	2.0	32.0
– Rentas contractuales	18408	51740	85200	181.1	64.7
– Fondos especiales	33462	10009	14000	–70.1	39.9
Total	719245	990851	1296700	37.8	30.9

[1] Comprende CIF 2%, Pro-Turismo 5% y timbre salidas al exterior.
Fuente: DNP-UIP-DAF a partir de los Informes de Recaudos del DIN y proyecciones de FEDESARROLLO.

obstante, este cálculo resulta engañoso, porque en 1987 se reclasificaron algunos ingresos que gravaban a las importaciones y que aparecían formando parte de los recaudos de origen interno (impuestos de timbre) o de los ingresos de carácter no tributario (aquellos destinados a PROEXPO). Todos estos gravámenes, junto con el impuesto CIF del 8% quedaron agrupados a partir de 1987 en un solo renglón correspondiente al impuesto CIF 18%. Si se aisla el efecto de estas reclasificaciones puede encontrarse que el crecimiento del conjunto de estos gravámenes fue muy semejante al 44% ya mencionado para el impuesto de ventas sobre importaciones. Esta tasa es aún bastante elevada, y ello fue posible gracias al efecto combinado de la devaluación *promedia* del año (24.6%), el aumento efectivo de las importaciones diferentes de combustibles (12.5%) y la mayor participación adquirida por las compras externas del sector privado. La reclasificación mencionada de los gravámenes sobre las importaciones aparece afectando las tasas de crecimiento del impuesto de timbre nacional y del renglón de otros impuestos, que en ambos casos son negativas.

El conjunto de los ingresos no tributarios del gobierno registró un cre-

cimiento bastante moderado, inferior al 15o/o. Este comportamiento esconde sin embargo, un dinamismo extraordinario de las "rentas contractuales", que en sólo dos años pasaron de $6.000 millones a cerca de $52.000 millones, debido especialmente a las transferencias cafeteras y de Ecopetrol. En contraste, los ingresos no tributarios provenientes de tasas y multas permanecieron estancados en términos nominales y los generados por los fondos especiales disminuyeron en un 70o/o.

En relación con los gastos, las estadísticas del Cuadro 12 muestran un crecimiento del 33.7o/o para los de carácter corriente y del 49.1o/o para los de inversión. La primera de estas tasas no difiere significativamente de la observada en 1986 (35.3o/o), ni implica cambios de consideración en las tendencias de sus diferentes componentes. Así, las tasas de crecimiento del 31 y el 61o/o registradas por los pagos para funcionamiento e intereses de la deuda son muy semejantes a las de 1986 (30 y 66o/o, respectivamente).

En cambio, el comportamiento de la inversión en el último año si dio lugar a una reversión de las tendencias pasadas. Cabe recordar que la inversión del gobierno central había venido descendiendo en términos reales desde 1983. El crecimiento nominal del 49o/o alcanzado en 1987 logró contrarrestar parcialmente estas tendencias. Sin embargo, es interesante mencionar que la totalidad del crecimiento de la inversión según operaciones efectivas se debió a la cancelación de obligaciones de vigencias anteriores, las cuales aumentaron 156.8o/o, mientras las correspondientes a la vigencia corriente apenas crecieron en 2.7o/o. De otra parte, de acuerdo con las estadísticas de apropiaciones presupuestales, las entidades que más contribuyeron a la recuperación de la inversión fueron los Ministerios de Agricultura, Obras Públicas y Minas y Energía, y no las entidades más débiles institucionalmente que en gran medida son responsables de la ejecución de los planes de inversión social. Así las cosas, es claro que el cambio reciente en las tendencias de la inversión del gobierno central no ha ido acompañado de una transformación igualmente rápida en la estructura de dicho gasto ni en su ritmo de ejecución.

B. Perspectivas de las finanzas del gobierno central en 1988

En el mismo Cuadro 12 se presentan los estimativos de FEDESARROLLO para las operaciones efectivas del gobierno central en 1988. El crecimiento esperado del 29.8o/o para los ingresos del gobierno se basa en las proyecciones más detalladas sobre los diferentes impuestos que aparecen en el Cuadro 13.

Los cálculos tienen en cuenta, esencialmente, el crecimiento que tendrán las bases tributarias correspondientes a cada impuesto y sus respectivas elasticidades observadas en 1987. La proyección del impuesto a la renta se basa en un crecimiento del PIB del orden del 5o/o, una inflación del 24o/o y una elasticidad de 1.013[13]. Sin embargo, se considera además que los recaudos de este im-

[13] Esta elasticidad fue la escogida por la Contraloría en el análisis del Presupuesto de 1988. Véase Contraloría General de la República, *El Presupuesto Nacional de 1988, Proyecciones Fiscales y Opciones de Política Económica,* octubre de 1987.

puesto estuvieron afectados en 1987 por los ingresos extraordinarios de la amnistía (unos $21.000 millones). Por esta razón se obtiene un crecimiento esperado para el presente año de apenas un 22%.

La proyección de los recaudos del impuesto a las ventas domésticas se basa en los mismos supuestos anteriores, pero con una elasticidad de 1.08, de acuerdo con los resultados de 1987. Se tiene así un crecimiento del 32.6% para este tributo.

Los diferentes impuestos a las importaciones suponen la misma elasticidad observada en 1987 con respecto a las transacciones en dólares (1.095) y una devaluación promedia del 21%. Los valores en dólares provienen de la proyección de balanza de pagos discutida en la sección anterior. Adicionalmente, en el caso del impuesto CIF 18% se tiene en cuenta que los recaudos de 1987 empezaron a operar con algún retraso, puesto que algunas importaciones alcanzaron a regirse por el sistema impositivo vigente anteriormente.

El renglón de mayor incertidumbre en estas proyecciones es el constituido por los ingresos no tributarios, cuya mayor parte son las rentas contractuales. La incertidumbre proviene del hecho de que pueden presentarse cambios de importancia en los aportes de Ecopetrol al gobierno nacional, dependiendo del desempeño de las exportaciones de hidrocarburos. La proyección que se presenta en el Cuadro 13 se basa en el estimativo oficial, según el cual las transferencias totales de Ecopetrol al gobierno serán de $34.600 millones, discriminadas en $19.600 millones por concepto de regalías y $15.000 millones por concepto de transferencias acordadas con destino a Resurgir y el Fondo Vial Nacional. En comparación con 1987, las transferencias totales de Ecopetrol de acuerdo con la proyección oficial tendrán un aumento muy apreciable, del orden del 68%. Dentro del renglón de rentas contractuales también aparecen las transferencias de PROEXPO destinadas a cubrir el valor del CERT, las cuales se encuentran estimadas en $25.700 millones para 1988, frente a $12.000 millones en 1987.

En síntesis, las proyecciones de los ingresos corrientes brutos del gobierno central para 1988 señalan un crecimiento del 31% aproximadamente, que resulta muy semejante al crecimiento esperado del PIB nominal. La proyección de los ingresos corrientes *netos*, relevante para el cálculo del balance financiero del gobierno (Cuadro 12) es, sin embargo, un poco inferior (29.8%) debido a que han sido descontados los papeles y devoluciones, que incluyen las transferencias por concepto del CERT, cuyo crecimiento es muy apreciable.

Es importante señalar que estas proyecciones no incorporan los efectos seguramente positivos que producirá la reciente modificación de los procedimientos tributarios, introducida por el Decreto 2503 de 1987. En esta norma se estableció una serie de medidas dirigidas a mejorar los procedimientos administrativos relacionados con el recaudo de todos los impuestos manejados por la Administración de Impuestos Nacionales.

La norma busca simplificar y hacer más ágiles los mecanismos de recaudo, disminuir los procedimientos a cargo de la Administración y controlar la evasión. A pesar de las reacciones que han causado algunas de las disposiciones, tanto los propósitos como los medios escogidos para lograrlos son adecuados y se mantienen dentro de la tendencia de mejoramiento de la eficiencia que ha caracterizado las reformas tributarias recientes en Colombia.

Desafortunadamente, como se comenta en la sección siguiente, la decisión de utilizar el sistema financiero como medio de vigilancia tributaria generó una situación de incertidumbre cuyo resultado fue un aumento en la demanda de efectivo a costa de las captaciones del sistema financiero. Como las propias autoridades tributarias lo reconocieron posteriormente, esta reacción se debió a falta de adecuada difusión sobre el verdadero sentido de las medidas. En efecto, en contra de lo que el público creyó inicialmente, los nuevos procedimientos no implican el cobro de impuestos sobre actividades o ingresos que no estuvieran gravados con anterioridad. Además, la información requerida al sistema financiero podrá ser usada por la Administración solamente como *indicio* de evasión, y esto cuando haya pruebas sobre la omisión de ingresos, pruebas que, por lo demás, deberán ser aportadas por la Administración.

Es posible que la fuerte reacción que produjeron estas medidas refleje, sin embargo, la magnitud actual de la evasión de impuestos. En este caso, es de esperarse que se mantengan en el futuro gran parte de los efectos que produjeron sobre la demanda de efectivo y sobre las captaciones de bancos y corporaciones. No obstante, esto no puede ser tomado como argumento para desmontar las medidas sino, antes bien, para continuar buscando mecanismos para reducir la evasión.

Las perspectivas para 1988 en relación con los gastos del gobierno central también pueden discutirse con ayuda del Cuadro 12. Para los pagos de funcionamiento, se puede esperar un crecimiento del orden del 36%, que resulta de tener en cuenta el aumento salarial promedio del 23.5% comentado en una sección anterior, más el efecto de las prácticas de reclasificación de personal y los mayores pagos previstos en algunas áreas del gasto. En particular, se prevén aumentos de consideración en el pago de servicios personales en la rama judicial y en los gastos generales del Ministerio de Defensa y la Policía Nacional. Además, en relación con las transferencias que también forman parte del gasto de funcionamiento, se tiene en cuenta el aumento previsto en el coeficiente de cesión del impuesto de ventas a los municipios.

En relación con los pagos por concepto de intereses de la deuda, el crecimiento proyectado del 42.8% se obtiene de cálculos efectuados por la Contraloría acerca de este tipo de obligaciones para el presente año, teniendo en cuenta además el supuesto de devaluación del 21%, ya mencionado. Una vez se tienen en cuenta otros pagos de menor importancia, puede deducirse que los gastos corrientes totales del gobierno central tendrán un crecimiento esperado

del orden del 37% en 1988, es decir un 10% en términos reales, aproximadamente.

Al comparar los gastos corrientes con los ingresos corrientes, se encuentra que la capacidad de ahorro del gobierno central crecerá bien por debajo de la inflación, deteriorándose sustancialmente en términos reales. Finalmente, para calcular el déficit esperado, es preciso proyectar los gastos de inversión del gobierno central. De acuerdo con las propias aspiraciones del gobierno, como quedaron plasmadas en el Programa Macroeconómico para 1988 (véase más adelante), este tipo de gastos podría crecer un 34% en el presente año. Con base en este supuesto, el gobierno registraría un déficit de operaciones efectivas de unos $21.000 millones, equivalentes a 0.2% del PIB. Sin embargo, como es sabido, los pagos efectivos con destino a inversión han constituido en los últimos años una variable de ajuste a disposición de las autoridades económicas para facilitar el manejo monetario y es probable que en 1988 jueguen ese papel más a fondo aún, dadas las dificultades que se prevén en el frente monetario. Por estas razones, el estimativo de inversión que aparece en el Cuadro 12 puede a la postre resultar excesivo, al igual que el déficit resultante.

C. Las finanzas del sector público consolidado en 1987

En el Cuadro 14 se presentan los resultados financieros de las principales entidades del sector público en los dos últimos años. La fuente de estas estadísticas son los cálculos efectuados por la Contraloría General de la República con base en las operaciones efectivas de caja de las diferentes entidades. Por la metodología utilizada, estas cifras pueden compararse desde un punto de vista macroeconómico con los resultados de la cuenta corriente de la balanza de pagos y, por residuo, con los resultados financieros del sector privado. Por consiguiente, en los renglones finales del cuadro se presentan también los estimativos correspondientes al déficit en cuenta corriente con el resto del mundo y al superávit privado.

El resultado más importante de las finanzas públicas consolidadas en 1987 fue la reducción del déficit del conjunto de entidades diferentes al Fondo Nacional del Café. Según los cálculos del cuadro, dicho déficit como proporción del PIB se redujo del 3% en 1986 al 1.5% en 1987. La contracción del déficit ocurrió por igual en el gobierno central y en el conjunto de las entidades descentralizadas. En el primer caso el déficit cayó del 1.4 al 0.7% del PIB, gracias, como ya hemos visto, a que los ingresos tuvieron un excelente comportamiento, que permitió compensar con creces el aumento de los gastos en términos reales.

En el conjunto del sector público descentralizado la reducción del déficit fue semejante, al pasar del 1.6 al 0.8% del PIB. Ello se logró esencialmente mediante una disminución en los gastos de inversión y un aumento en los ingresos operacionales. La caída de los gastos de inversión estuvo concentrada en los sectores de minas y electricidad. En el primero, el gasto real en bienes de capital se contrajo en 4.7% y en el segundo cayó en 26.2%. Por su parte, los in-

CUADRO 14

EL DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO Y LOS BALANCES MACROECONOMICOS
(Porcentajes del PIB)

	1986	1987
I. Déficit del sector público sin Fondo Nacional del Café	3.0	1.5
A. Gobierno Central	1.4	0.7
B. Sector descentralizado	1.6	0.8
— Eléctrico	0.7	0.8
— Ecopetrol	0.2	—0.8
— Carbocol	0.8	0.4
— FODEX	0.1	0.0
— Resto	—0.2	0.4
II. Déficit del Fondo Nacional del Café (Superávit)	—3.3	0.7
III. Déficit del sector público total (Superávit)	—0.3	2.2
IV. Déficit en cuenta corriente con el resto del mundo (Superávit)	—1.5	1.4
V. Superávit privado (III-IV)	1.2	0.8

Fuente: Numerales I a III a partir de estadísticas de la Contraloría basadas en el Departamento de Planeación, el Banco de la República y la Tesorería General de la República (Véase Contraloría General, *Informe Financiero*, diciembre de 1987). Literal IV, con base en el Cuadro 11 y la tasa promedia de cambio para el año completo.

gresos operacionales del sector descentralizado aumentaron 19.7% en términos reales, debido en particular a las mayores exportaciones de carbón y al inicio de las ventas externas de petróleo. Por estas razones, las empresas del sector minero tuvieron un crecimiento real del 30% en sus ingresos de ventas.

Como resultado de estos factores, el déficit de Carbocol se redujo del 0.8 al 0.4% del PIB y Ecopetrol pasó de ser deficitario en el equivalente al 0.2% del PIB, a dar un superávit del orden del 0.8% del PIB. Es preciso observar además que parte de los excedentes generados por Ecopetrol fueron transferidos al FODEX para cancelar obligaciones externas del sector eléctrico. Estos recursos, junto con los aportados por el sector cafetero, permitieron mantener relativamente equilibradas las finanzas de esta entidad, la cual, sin embargo, efectuó pagos al exterior a cuenta de las empresas endeudadas por una suma equivalente al 0.6% del PIB.

Debido al creciente peso de la deuda, las entidades del sector eléctrico registraron un aumento en el déficit, a pesar de sus menores gastos de inversión. En el resto del sector público consolidado, las finanzas también se deterioraron, pero debido al mayor dinamismo de los gastos de inversión en comparación con los ingresos corrientes.

En contraste con las tendencias del gobierno central y de las entidades descentralizadas, el Fondo Nacional del Café tuvo un debilitamiento

de su situación financiera en 1987. Según los estimativos del Cuadro 14, esta entidad registró un déficit del orden del 0.7% del PIB en 1987, mientras en 1986 había alcanzado un superávit equivalente al 3.3% del PIB. Este cambio se debió a la disminución de las ventas externas del grano y al esfuerzo de estabilización de los ingresos de los cafeteros. Debido a lo primero, los ingresos del Fondo se redujeron en unos $119.000 millones (1.4% del PIB), en tanto los gastos por concepto de adquisición de la cosecha aumentaron en $51.000 millones por efecto del aumento en el precio interno y por el notable crecimiento de la cosecha. Sumado lo anterior al crecimiento también muy apreciable que registraron otras compras de bienes y servicios y a la caída en las demás fuentes de ingresos, el deterioro global de las finanzas del Fondo fue del orden del 4% del PIB.

En razón del comportamiento de las finanzas cafeteras, en 1988 reapareció la situación de déficit para el conjunto del sector público. Sin embargo, el cambio que registraron las finanzas públicas fue insuficiente para compensar enteramente el deterioro de la cuenta corriente con el exterior. En efecto, como se aprecia en el Cuadro 14, el déficit público aumentó en el equivalente a 2.5% del PIB, en tanto que la cuenta corriente con el resto del mundo se debilitó en 2.9 puntos, aproximadamente. En realidad, los dos fenómenos estuvieron estrechamente relacionados, como había ocurrido ya en 1986. En esa oportunidad, el fortalecimiento de los precios externos del café produjo tanto una mejoría de las finanzas públicas como de la cuenta corriente con el exterior. Lo contrario sucedió en 1987. Sin embargo, puesto que, al margen de este efecto, las finanzas públicas continuaron ajustándose, el resultado fue una disminución en el superávit del sector privado, el cual cayó del equivalente al 1.2% del PIB en 1986 al 0.8% en 1987.

D. Perspectivas de las finanzas públicas consolidadas para 1988

Desde cuando se emprendió el proceso de ajuste con la monitoría del Fondo Monetario Internacional en 1984, ha sido costumbre en el país que los lineamientos de la política macroeconómica sean fijados anualmente por el Consejo Nacional de Política Económica y Social (CONPES). A comienzos de cada año este organismo establece un programa que contiene metas para las principales variables fiscales, monetarias y del sector externo. Una vez aprobado, el programa facilita la coordinación de los instrumentos de política y, sobre todo, permite a las autoridades económicas ejercer un cierto grado de control sobre las decisiones de gasto de las entidades públicas descentralizadas.

En los meses pasados, las autoridades económicas, con el Departamento Nacional de Planeación a la cabeza, se pusieron nuevamente a la tarea de diseñar el programa que habría de regir para el presente año. Después de varios intentos de concertación, a mediados de marzo se logró finalmente el consenso requerido entre los miembros del CONPES para su aprobación. Las dificultades para la definición del programa tuvieron su origen en discrepancias muy abulta-

das entre las metas inicialmente propuestas por las autoridades económicas y las aspiraciones de inversión de algunas de las más importantes entidades de los sectores de comunicaciones, minas y transporte.

El programa finalmente aprobado fija como sus principales objetivos:

1) Limitar el déficit del sector público consolidado (sin Fondo Nacional del Café) a un monto equivalente al 3.1o/o del PIB.

2) Restringir el crecimiento de la base monetaria el 28o/o en año completo, y

3) Limitar los desembolsos netos de deuda externa con destino al sector público a US$960.7 millones, de forma que el saldo total del endeudamiento externo oficial se sitúe en US$12.481.7 millones al concluir el año.

Para lograr estos objetivos básicos, el programa escoge como su principal instrumento el gasto en inversión, tanto del gobierno central como del resto del sector público. El programa fija en 34o/o el aumento del gasto de inversión del gobierno central y en 22o/o la del sector descentralizado, para un total de 27o/o de crecimiento en la inversión total del sector público para lograr los objetivos buscados. Estos crecimientos globales son compatibles con metas más detalladas del gasto en inversión de las principales entidades descentralizadas. Sin embargo, el documento prevé que, en caso de que estas últimas metas llegaran a sobrepasarse, el propio gobierno central aplazaría sus pagos de Tesorería para gastos de inversión con el fin de ceñirse a las metas globales.

En materia de control monetario, el programa contempla además que se continúe con la colocación de títulos del Banco Emisor en el mercado monetario y que se acuda a otros instrumentos (tales como los depósitos a las importaciones), "teniendo en cuenta la conveniencia de una u otra alternativa de acuerdo con la evolución de las tasas de interés".

Finalmente, el documento reconoce la existencia de algunos problemas pendientes de solución. En particular, la dificultad que tendrá el Ministerio de Hacienda para cumplir con el servicio de la deuda interna por concepto de TAN y la incertidumbre sobre la capacidad de las autoridades de Medellín para generar en el corto plazo los recursos previstos para participar en el financiamiento del Metro.

El programa finalmente aprobado por el CONPES tiene la virtud, frente a las propuestas iniciales, de ser mucho más realista en materia de proyecciones de gasto. Además, reconoce la inconveniencia de recortar algunos programas de inversión que beneficiarían a grupos de bajos ingresos (electrificación rural, por ejemplo) o que fortalecerían la balanza de pagos en el mediano plazo (exploración petrolera). Además, también reconoce que no sería adecuado mantener inmodificado el objetivo que se proponía inicialmente para el déficit consolidado (2.7o/o del PIB) cuando es de esperarse que se produzca una caída que no se tenía prevista en los ingresos externos por concepto de exportaciones de hidrocarburos. Tal cosa implicaría transmitirle a la acti-

vidad económica interna las inestabilidades de origen externo, lo cual carecería de justificación toda vez que Ecopetrol estaría en capacidad de financiar el faltante con recursos externos de corto plazo.

No obstante las virtudes anteriores, algunos aspectos del programa pueden ser objeto de discusión. En particular, el documento muestra una preocupación indebida por contener el crecimiento de la deuda externa y las reservas internacionales, como si el país estuviera en una situación de oferta excesiva de este tipo de recursos. Debido a que este año se espera el desembolso del crédito "Concorde" es posible que los saldos de la deuda e incluso las reservas muestren un crecimiento sustancial. Sin embargo, no por ello debe desalentarse a algunas entidades a obtener recursos externos adicionales, con miras a prevenir posibles recortes en la oferta de crédito externo en un futuro no muy lejano.

De otra parte, también es inquietante que el programa haya establecido el 28% como meta máxima de crecimiento de la base monetaria. En vista de la tendencia reciente de la tasa de interés, de las perspectivas de aumento de precios y de las posibilidades de crecimiento económico, esta meta es indebidamente restrictiva. Con una meta más alta, serían mayores las posibilidades de acomodar una mayor entrada de divisas con destino al financiamiento de una mayor inversión en algunas entidades descentralizadas. En cualquier caso, como se discute en la sección siguiente, el cambio reciente en los patrones de demanda monetaria del público hace difícil precisar en la actualidad cuál debe ser la meta de crecimiento monetario compatible con las necesidades de la economía. En estas circunstancias, el programa podría al menos haber contemplado alguna flexibilidad en relación con los objetivos monetarios.

Por otro lado, la orientación del programa se basa en el supuesto muy discutible según el cual es necesario recortar el déficit público para estimular la inversión privada. Esta posición tiene implícito que el gasto público desplaza a la inversión privada. La razón del desplazamiento es, supuestamente, la falta de financiamiento que resulta del mayor déficit fiscal. Sin embargo, si se trata de financiamiento externo, es sabido que el sector público es el único que tiene algún acceso a ese tipo de recursos. Por consiguiente, no puede haber lugar a desplazamiento. Si se trata de los recursos de crédito interno, debe tenerse en cuenta que los recursos propios de las firmas son la principal fuente de financiamiento de sus inversiones, como lo corroboran encuestas realizadas directamente entre las empresas[14]. Como el gasto doméstico del gobierno en bienes de inversión constituye un *ingreso neto* para el sector privado por igual magnitud, posiblemente los dos tipos de inversión son complementarios. Esto sería válido incluso si no fuera cierto que las empresas autofinancian en gran medida su inversión, porque de todas maneras el sector privado en su conjunto dispondría de ingresos adicionales cuando aumenta la inversión pública. Finalmente, podría pensarse

[14] Véase al respecto el Informe de Actualidad "La inversión privada en la coyuntura actual" publicado en esta misma entrega de *Coyuntura Económica.*

que el mecanismo de desplazamiento se da a través del acceso a un monto limitado de divisas para realizar las inversiones. Si bien este pudo ser el caso a mediados de los ochenta, no lo es en la actualidad, debido a la sólida posición de reservas y de ingresos cambiarios en la actualidad.

Todos los argumentos anteriores sugieren así que el supuesto desplazamiento, en caso de suceder, sería un resultado del manejo de las políticas macroeconómicas, en particular las de carácter monetario y financiero. En efecto, si las proyecciones de crecimiento de los agregados monetarios y financieros se fijan como una meta independiente del crecimiento de la demanda y la actividad productiva global, es obvio que cualquier factor que estimule la demanda y la producción va a ser causa de falta de liquidez o de financiamiento, desplazando así a algún otro componente de la demanda.

De otro lado, es preciso tener en cuenta que el déficit actual del sector público consolidado es muy moderado, no solamente en términos comparativos internacionales, sino también desde un punto de vista real. En efecto, por la sola influencia de la inflación sobre el pago de intereses nominales de la deuda pública se genera en la actualidad un déficit puramente *nominal* del orden del 2% del PIB[15]. Por consiguiente, un déficit de esta magnitud no da lugar a aumentos en los saldos *reales* de la deuda pública. Así las cosas, el déficit consolidado que persigue el gobierno, el cual es equivalente al 3.1% del PIB nominal, representa un desajuste real entre ingresos y gastos que es apenas del orden del 1% del PIB.

V Situación Monetaria

A. La situación monetaria a finales de 1987

A principios de 1987 las autoridades monetarias se propusieron limitar el crecimiento de los medios de pago en año completo al 24%, previendo para ello que la tasa de inflación no superaría el 20% y que el crecimiento real de la economía se situaría en torno al 4%. En el segundo semestre del año era ya evidente que esta meta resultaba inalcanzable, tanto desde el punto de vista de las posibilidades de control monetario, como de las necesidades de liquidez de la economía.

En efecto, las reservas internacionales tuvieron un comportamiento más favorable de lo que se preveía inicialmente, en tanto que adquirieron fuerza otras fuentes de expansión, en particular la originada en el FODEX para el financiamiento de las obligaciones externas de las entidades del sector público.

En relación con las necesidades de liquidez de la economía, al avanzar el año fue haciéndose cada vez más evidente que serían también superiores

[5] Véase al respecto el Capítulo de Finanzas Públicas en la entrega de abril de 1987 de *Coyuntura Económica.*

a lo previsto en un principio, debido por una parte al aumento de los ritmos de inflación por razones *no monetarias*, en particular por el aumento más acelerado de los precios de los alimentos, y, por otro lado, por el crecimiento más rápido de la economía.

En estas circunstancias, las autoridades monetarias consintieron en ajustar la meta inicial de crecimiento monetario al 27o/o anual. Aún así, como lo señaló en su momento *Coyuntura Económica*, la nueva meta seguía siendo excesivamente restrictiva, habida cuenta de unas tendencias de aumento de los precios del orden del 23o/o y de un crecimiento económico no inferior al 5o/o.

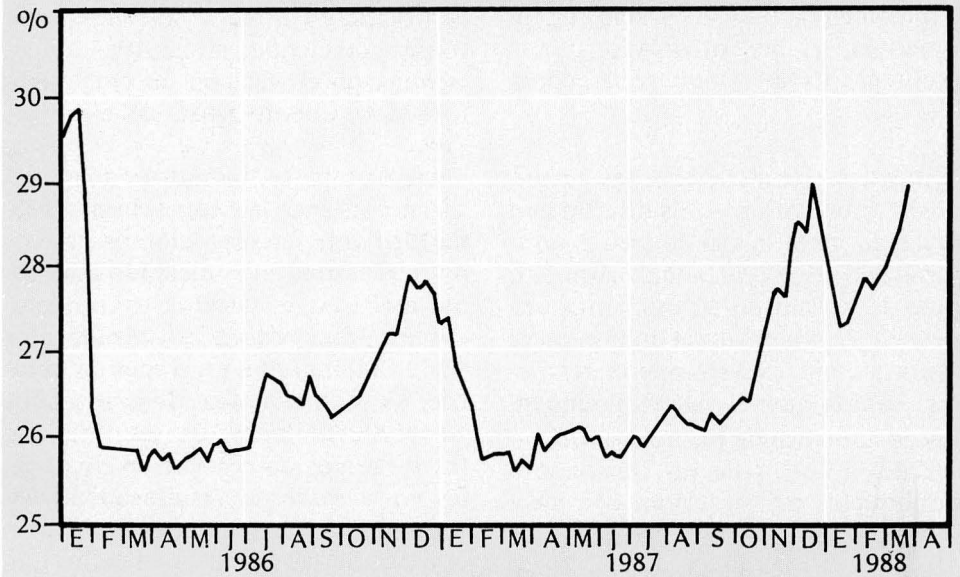
Aunque las autoridades no abandonaron en ningún momento el objetivo por ellas fijado, el año terminó con un crecimiento de los medios de pago del 32.9o/o y un aumento de la base monetaria del 31.5o/o, cifras ambas bien por encima de la meta oficial. Estos crecimientos mostraron así que las medidas de control adoptadas en los últimos meses del año no arrojaron los resultados que se esperaban.

Cabe recordar, de un lado, que las autoridades instaron a los bancos a limitar el volumen de los créditos a los saldos vigentes al 20 de noviembre, con miras a corregir la situación de desencaje en que se encontraban varios bancos, facilitar la colocación de papeles del Banco de la República en el mercado y evitar la generación de nuevas cuentas corrientes a finales de año. En buena medida el crédito se mantuvo bajo control, como lo refleja el hecho de que su crecimiento en el mes de diciembre fue tan sólo del 0.4o/o. Sin embargo, ello contribuyó muy poco a desacelerar el crecimiento de los medios de pago, ya que los depósitos en cuenta corriente, que venían creciendo al 33.4o/o anual, terminaron el año con un crecimiento prácticamente igual, del 32.9o/o.

De otra parte, las autoridades buscaron contener la expansión monetaria mediante la colocación de pasivos no monetarios en el mercado abierto. Sin embargo, el saldo de estas operaciones, que había alcanzado los $183.000 millones en el mes de octubre, se redujo a final de año a unos $165.000 millones. De esta manera, los esfuerzos de colocación de papeles en el mercado resultaron infructuosos. Las razones que impidieron el éxito de las políticas oficiales fueron la reducción del ritmo de devaluación, el aumento en las tasas de interés de los activos financieros privados y la persistente situación de desencaje en que se mantuvieron varios bancos por las dificultades de ajustarse a los nuevos métodos de cómputo vigentes desde el 1 de diciembre, según la Resolución 58 de 1987. Las dos primeras razones implicaron una pérdida de competitividad de los títulos del Banco de la República de tasa de interés fija y de aquellos denominados en dólares. La última de las razones mencionadas implicó una disminución adicional en la demanda de tales títulos.

De esta manera, la experiencia de finales de 1987 dejaba en claro que las autoridades monetarias no habían contado con la suficiente capacidad de control sobre los agregados monetarios y que, en última instancia, el crecimiento de los medios de pago se había acomodado a las necesidades

GRAFICO 8
TASAS DE INTERES DE LOS CERTIFICADOS DE DEPOSITO A TERMINO – 90 DIAS
(Nominal Trimestre Anticipado)



Fuente: Encuesta a bancos y corporaciones financieras.

de liquidez de la economía. Además, en su esfuerzo por contener el crecimiento de la liquidez, las autoridades contribuyeron a presionar al alza las tasas de interés (Gráfico 8). Como veremos en seguida, en los primeros meses de 1988 volvió a darse una situación semejante.

B. Problemas de política monetaria en los primeros meses de 1988

Al iniciarse 1988, las autoridades se propusieron recoger de inmediato unos $80.000 millones, equivalentes al exceso de medios de pago sobre las metas finalmente adoptadas para el cierre de 1987. Para el efecto se tomaron medidas en dos frentes. De una parte, se propuso aumentar rápidamente el saldo de colocaciones de títulos del Banco de la República en el mercado monetario, hasta llegar a la cifra de $200.000 millones. De otro lado, mediante Resolución 1 de 1988, se modificó el régimen de encajes sobre los depósitos oficiales, con el objeto de elevar las reservas exigidas sobre el conjunto de las exigibilidades del sector oficial, no solamente el del orden nacional, como venía siendo hasta entonces. Antes bien, para los depósitos en cuenta corriente de las entidades oficiales nacionales, que tenían un encaje del 80% se estableció su unificación con un 65% de encaje establecido para todas las demás exigibilidades provenientes del sector oficial. La medida buscaba esterilizar unos $12.000 millones en menos de un mes, que fue el término fijado entre la expedición de la norma y su cabal cumplimiento. Además, la medida se diseñó con el propósito explícito de que recayera básicamente sobre los

bancos oficiales que, por lo demás, venían registrando el ritmo más rápido de crecimiento de su cartera.

Ninguno de estos dos frentes de acción dio resultados inmediatos en la magnitud en que lo esperaban las autoridades. Hacia mediados de febrero el saldo de las operaciones de mercado abierto se mantenía aún alrededor de los $175.000 millones, bien por debajo de la meta fijada, y sin un crecimiento muy significativo con respecto a finales de diciembre. Nuevamente, la capacidad de este instrumento resultó limitada por problemas de demanda y competitividad en un ambiente de insuficiencia de recursos bancarios. Esta vez, sin embargo, la principal causa fue el comportamiento del público frente a la decisión de utilizar el sistema financiero como mecanismo de control tributario. En efecto, según el Decreto 2503 del 29 de diciembre de 1987 se estableció que las entidades financieras deberían reportar en el futuro los nombres de los clientes que efectúen consignaciones por encima de los $6 millones anuales, así como los de quienes registren gastos con tarjetas de crédito superiores a un millón de pesos y quienes sean beneficiarios de pagos con tarjetas de crédito por montos de más de $6 millones. Como veremos, esta norma produjo una sustitución apreciable de cuentas corrientes y otros activos financieros por efectivo, obligando a los bancos a ofrecer tasas de interés más altas de captación. De otro lado, en un intento por ampliar los canales de colocación de los títulos del Banco de la República, la autoridad monetaria autorizó su distribución a través de los intermediarios financieros (Resolución 11 de 1988). Esta decisión produjo una reacción desfavorable entre los corredores de bolsa, que tuvo un efecto negativo adicional sobre las colocaciones de los papeles del Banco Central.

La medida sobre los encajes de las exigibilidades oficiales tampoco fue efectiva con la velocidad esperada, en parte porque la misma situación de iliquidez bancaria impidió su inmediato cumplimiento, pero en parte también porque algunos bancos retrasaron su ejecución debido a problemas de información y, en algunos casos, a su difícil situación laboral. En atención a estas circunstancias, la Junta Monetaria extendió en un mes más la fecha final para sujetarse a las nuevas exigencias y suavizó en algunos sentidos las disposiciones iniciales (Resolución 10 de 1988).

De esta forma, a mediados de febrero no se habían logrado cambios muy profundos en las tasas de crecimiento de los agregados monetarios. En particular, los medios de pago seguían aumentando al 33.7%, prácticamente como a finales de año, y el crecimiento de la base monetaria se había *acelerado* del 31.5% en diciembre al 41.8% en la segunda semana de febrero. Además, estos ritmos de crecimiento no dieron lugar a una disminución apreciable en las tasas de interés, como tradicionalmente ocurre en esta época del año al mejorar la situación de liquidez de los bancos por la recuperación de los recursos retirados a final de año. En el mes de febrero, la tasa nominal trimestre anticipado se situaba entre el 27 y el 28%, alrededor de dos puntos por encima del mismo mes del año anterior, y prácticamente al mismo nivel promedio del mes de diciembre último (Gráfico 8).

La aceleración reciente de los agregados monetarios no deja de ser sorprendente, ya que los acontecimientos de principios de año deberían en principio haber facilitado el control de los medios de pago por su impacto sobre el multiplicador. En efecto, tanto la mayor preferencia por efectivo como el aumento en las reservas bancarias reducen el multiplicador. Como se aprecia en el Cuadro 15, esto ocurrió efectivamente en los primeros meses de 1988. La relación efectivo a depósitos se elevó de 0.444 un año atrás a 0.5 a mediados de febrero. Por su parte, el coeficiente de reservas pasó de 0.428 a 0.462 entre las mismas fechas, dando como resultado final una caída del multiplicador de 1.654 a 1.559.

Si la base monetaria hubiera seguido creciendo a la tasa del 31.5% de finales de 1987, esta reducción en el multiplicador hubiera bastado para reducir el crecimiento de los medios de pago al 24%, es decir, a una tasa mucho más baja que la perseguida por las autoridades. Sin embargo, como ya se mencionó, la base se aceleró de manera muy significativa. El Cuadro 16 permite ver cuál fue el origen de esa aceleración. Como allí se aprecia, las reservas internacionales en pesos registraron un crecimiento relativamente moderado entre los meses de febrero de 1987 y 1988. Además, como este crecimiento tuvo su origen exclusivamente en la devaluación, resultó compensado en buena parte por el comportamiento del Fondo de Estabilización Cambiaria, que recibió parte del efecto de la valorización de las reservas. La aceleración de la base monetaria tampoco tuvo su origen en el comportamiento de los pasivos no monetarios, cuyo crecimiento del 36% no sólo fue mayor que el de la misma base a finales de 1987, sino que implicó una aceleración muy importante con respecto a su propio ritmo de aumento al terminar 1987 (21%). Así las cosas, la aceleración de la base provino, sencillamente, del aumento en el crédito doméstico concedido por el Banco Central. Como veremos, el origen de este aumento fue de carácter endógeno, pues ocurrió esencialmente a través de los saldos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda en el FAVI, por medio de los cuales se abasteció en última instancia la mayor demanda de efectivo de parte del público.

El mismo Cuadro 16 muestra el origen del aumento del crédito primario en el último año. En primer lu-

CUADRO 15

EVOLUCION DE LOS DETERMINANTES DEL MULTIPLICADOR

	Diciembre 1986	Febrero 1987	Diciembre 1987	Febrero 1988
A. Efectivo/cuentas corrientes	0.663	0.444	0.656	0.500
B. Reservas/cuentas corrientes	0.452	0.428	0.442	0.462
C. Multiplicador (1+A/A+B)	1.492	1.654	1.508	1.559

CUADRO 16
ORIGEN Y EVOLUCION DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
(Millones de Pesos)

	Saldos a febrero 13		Variaciones	
	1987	1988	Absoluta	%
I. Base Monetaria (A+B+C-D+E)	449894	638367	188473	41.9
A. Reservas internacionales	708258	861290	153032	21.6
B. Crédito doméstico	304564	542824	238260	78.2
1. Neto a Tesorería	222635	337540	114905	51.6
2. Neto resto sector público	16904	86586	69682	412.2
3. Bruto a bancos	51548	43369	— 8179	— 15.9
4. Bruto a entidades de fomento	18003	71627	53624	297.9
5. Bruto al sector privado	— 4526	3702	8228	*
C. Otros activos netos	1282	2085	803	62.6
D. Pasivos no monetarios	575091	783404	208313	36.2
1. Operaciones con títulos B. de R.	319678	426878	107200	33.5
2. Obligaciones externas de largo plazo	94400	122990	28590	30.3
3. Obligaciones con el sector privado	91840	117250	25410	27.7
4. Fondo Estabilización Cambiaria	9408	52003	42595	452.8
5. Resto	59765	64283	4518	7.6
E. Moneda de Tesorería en circulación	10881	15572	4691	43.1
II. Liquidez Secundaria	294107	356616	62509	21.3
III. Medios de pago (I+II)	744001	994983	250982	33.7
IV. Cuasidineros	1378622	1722332	343710	24.9
V. Oferta Monetaria ampliada (III+IV)	2122623	2717315	594692	28.0

Fuente: Banco de la República.

gar aparecen como causas de expansión la Tesorería y el resto del sector público y, en segundo término, las entidades de fomento. En el caso de la Tesorería, sin embargo, la expansión no resulta debida a un aumento en el crédito bruto en sentido estricto, sino a una disminución de sus disponibilidades en depósitos en moneda nacional (—$32.000 millones aproximadamente) y de su saldo de empréstitos externos sin utilizar (—$51.000 millones). De esta manera, la Tesorería ha contribuido al crecimiento de la base en la medida en que ha venido utilizando recursos que habían ayudado a ejercer una contracción monetaria en el pasado.

El aumento en el crédito al resto del sector público ha tenido un carácter más directo y ciertamente más preocupante, ya que se ha originado en el incumplimiento de las obligaciones externas de las entidades oficiales, lo que ha forzado al gobierno a extenderles créditos en gran medida imprevistos. Sin embargo, aunque este fenómeno continúa pesando sobre el crecimiento anual de la base monetaria, tuvo lugar en forma apreciable solamente hasta finales de 1987. En lo corrido de 1988 únicamente se han concedido nuevos créditos por US$31 millones, frente a un total de US$346 millones al terminar 1987. Además, ya ha sido reformado el sis-

tema de funcionamiento de este tipo de créditos a través del FODEX, con el objeto de poner control a esta fuente de desorden monetario. Para el efecto, la Junta Monetaria centralizará en adelante la aprobación del presupuesto del FODEX y determinará las tasas de interés y las condiciones de reembolso de los créditos que se concedan a las entidades deudoras.

La otra causa de expansión señalada son las entidades de fomento, dentro de las cuales sobresalen el FAVI y el Fondo de Garantías. El primero ha contribuido a expandir la base en el último año en $33.000 millones aproximadamente, debido a la disminución reciente en sus títulos de excesos de liquidez con respecto a los niveles de hace un año. Este fenómeno ha sido un resultado directo de la mayor preferencia de liquidez de parte del público, que en buena medida se ha alimentado con recursos que de otra forma estarían depositados en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Es interesante señalar que si los títulos de excesos de liquidez del FAVI se hubieran comportado en estos primeros meses del año en forma normal, con un crecimiento semejante al PIB nominal, el aumento de la base se habría mantenido justamente en la misma tasa que tenía a finales de 1987 (31.5%). De esta manera resulta evidente que a través de este canal se dio una expansión *endógena* de la base monetaria en respuesta a la mayor demanda de efectivo de parte del público. Este mecanismo impidió así que la caída en el multiplicador monetario, que en parte era producto de esa misma preferencia por efectivo, se hubiera traducido en una contracción de la liquidez real de la economía.

Esta experiencia lleva también a cuestionar la validez actual de las metas de control monetario. Como se aprecia en el mismo Cuadro 16, tanto la liquidez creada por los bancos como lo cuasidineros generados por todo el sistema financiero están creciendo a tasas moderadas, de sólo el 21 y el 25% respectivamente. Por supuesto, esto es reflejo de que la base monetaria, y en particular el efectivo en poder del público están creciendo mucho más rápido (42% y 45% respectivamente). Sin embargo, estos son cambios deseados en el portafolio del público, antes que efectos de una oferta monetaria excesiva. Así lo muestra, en particular, el hecho de que la oferta monetaria ampliada esté creciendo a una tasa perfectamente aceptable del 28% y el que las tasas de interés no reflejen ninguna tendencia descendente.

Desafortundamente, por tratarse de una experiencia infrecuente, no es posible prever los efectos que la mayor preferencia de efectivo por parte del público tendrá sobre la velocidad de circulación de los diferentes agregados monetarios, lo cual, por principio, impide saber cuál es el crecimiento deseado de tales agregados. Así las cosas, las autoridades monetarias se encuentran en la situación muy peculiar de tener que controlar, sin saber hasta dónde ni exactamente a qué costo.

C. Política de fortalecimiento bancario

En los primeros meses de 1988, la Junta Monetaria expidió varias medidas orientadas a lograr la recuperación financiera de los bancos de Bogotá y Colombia. En relación con el primero, fueron expedidas las Reso-

luciones 14 y 20, mediante las cuales se establece un mecanismo de financiamiento para la compra de acciones que habían sido entregadas en fiducia en desarrollo de disposiciones adoptadas en 1983. Con respecto al Banco de Colombia, fueron expedidas las Resoluciones 17 y 18 orientadas a permitir la cancelación de deudas externas del banco con base en un crédito extendido por el Banco de la República con el respaldo del Fondo de Garantías.

Las medidas mencionadas deben ser entendidas como un nuevo intento de solución a los problemas financieros que uno y otro banco han enfrentado por razones diferentes desde principios de los ochenta. En el caso del Banco de Bogotá, la historia se remonta a 1982, cuando dos grupos financieros se enfrentaron en una lucha dirigida a obtener su control mediante la adquisición de sus acciones. En ese proceso, el precio de las acciones del Banco de Bogotá se elevó a niveles sin precedentes, lo cual llevó al "desplume" de los pequeños accionistas y a una gran concentración de la propiedad del banco.

A mediados de 1983, las autoridades monetarias enfrentaron esta situación creando, mediante Resolución 42, una línea de crédito destinada a la democratización de la propiedad accionaria del Banco. Para el efecto se autorizó a los establecimientos financieros extender créditos para la adquisición de las acciones del Banco de Bogotá de parte del público, los cuales serían totalmente redescontables en el Banco de la República. Esta medida no condujo sin embargo a la democratización esperada, pues aunque las condiciones financieras de los créditos resultaban atractivas, los contratos de fideicomiso suscritos para llevar a cabo la operación fijaron unos precios excesivos para las acciones, desalentando así su adquisición por parte de pequeños accionistas. De esta manera, un buen número de acciones pasó de manos de los grupos financieros en pugna al Banco Cafetero, en su calidad de fideicomisario, pero muy pocas llegaron finalmente a los portafolios de pequeños accionistas. Además, la medida no condujo a nuevas emisiones de acciones, de forma que no contribuyó a capitalizar al Banco de Bogotá.

Este último problema vino a ser enfrentado al año siguiente, cuando se expidió la Resolución 60 de 1984, autorizando el redescuento de los préstamos que hicieran los bancos para la compra de nuevas emisiones de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, con cargo a la misma línea de crédito establecida por la Resolución 42 de 1983. Con base en este mecanismo, el Banco de Bogotá realizó dos emisiones de bonos convertibles en acciones por un valor total de $6.200 millones, que fueron colocados totalmente en el mercado.

No obstante esta última medida, debido a la ineficacia de las disposiciones iniciales dirigidas a la democratización, el Banco Cafetero, como fidecoimisario para la operación de colocar las acciones, permanecía en poder de unos 63 millones de acciones y, por consiguiente, como propietario de facto de una porción importante del capital del Banco de Bogotá. La autoridad monetaria buscó entonces solucionar esta situación

creando un mecanismo dirigido a estimular la venta de dichas acciones. Tal es el sentido de la Resolución 14 de 1988 que, como ya se mencionó, establece un sistema de financiamiento para la adquisición de parte del público de las acciones depositadas en fiducia en el Banco Cafetero.

El mecanismo consiste en financiar al público el 90% del valor de las acciones que adquiera al precio fijo de $150 por acción, con un plazo de 5 años y una tasa de interés del 24% nominal trimestre vencido. Con el objeto de asegurar el objetivo de la democratización, ninguna persona natural o jurídica podrá adquirir de manera directa más del 3% de las acciones en circulación o el 10% de manera indirecta. No obstante estas precauciones, hay dudas sobre el interés que puedan tener los pequeños accionistas en la compra de las acciones. En efecto, el precio de mercado de las acciones es de $100, aproximadamente y, aunque las condiciones de los créditos son atractivas, no logran compensar totalmente la diferencia de precios. Además, las acciones en venta no recibirán dividendos en el términos de 5 años, de forma que no representan una inversión rentable, a menos que se espera una valorización sustancial de su precio de mercado.

El mecanismo previsto para la venta de las acciones se encuentra condicionado a una emisión de bonos convertibles en acciones por $2.000 millones, cuyo objeto es lograr los requerimientos mínimos de capital para cumplir con la relación mínima de 1 a 10 que debe existir entre el capital del banco y sus pasivos para con el público. De esta manera, las medidas recientes son también una continuación de los esfuerzos anteriores dirigidos a la capitalización del Banco de Bogotá.

Finalmente, cabe observar que desde el punto de vista monetario, las medidas comentadas no tendrán efectos expansivos. Aunque los créditos que conceda el Banco Cafetero para la adquisición de las acciones serán redescontables en el Banco de la República, los recursos obtenidos se destinarán a la cancelación de los redescuentos anteriores que se habían concedido en desarrollo de la Resolución 42 de 1983.

Las medidas relacionadas con el Banco de Colombia pueden entenderse también a partir de algunos antecedentes de principios de los ochentas. Para esa época, este banco había logrado reputación internacional a través de las actividades de su filial en el Centro Financiero de Panamá. Entre 1979 y 1981, esa reputación le permitió a la filial captar recursos externos que luego fueron introducidos ilegalmente a Colombia para valorizar las acciones de empresas en las que tenía inversiones a través de diversos fondos. Posteriormente en 1984, la casa matriz transfirió recursos a su filial panameña a través de aceptaciones y avances en moneda extranjera, contraviniendo normas colombianas y comprometiendo la solidez financiera del Banco en Colombia. A raíz de estas operaciones, en marzo de 1984, el Banco se vio precisado a obtener una moratoria de sus acreedores extranjeros, que continuó prorrogándose hasta 1987, cuando fue refinanciada. Sin embargo, puesto que las operaciones que habían dado origen a este endeudamiento externo habían escapado a

los controles legales, el Banco no tenía acceso a las divisas del Banco de la República para cancelarlas. De esta manera, el problema permanecía sin solución, pesando permanentemente sobre el desempeño financiero del Banco[16].

Las Resoluciones 17 y 18 expedidas recientemente por la Junta Monetaria autorizan el registro ante la Oficina de Cambios de las deudas externas pendientes del Banco y establecen un mecanismo de financiamiento interno para su cancelación gradual al exterior con divisas oficiales. Para el efecto, el Banco de la República concede un crédito en condiciones extremadamente blandas al Banco de Colombia, con el fin de que éste adquiera Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, que se irán utilizando gradualmente para cancelar sus deudas externas. Simultáneamente, el Banco de Colombia irá cancelando en moneda nacional el crédito concedido por el Emisor para la adquisición de dichos Títulos Canjeables.

Como se desprende de la descripción anterior, el mecanismo establecido para financiar al Banco de Colombia no tiene efectos monetarios inmediatos, porque los recursos primarios se destinan a la adquisición de Títulos del Emisor. En el futuro, a medida que se cancele el crédito internamente irá produciéndose una contracción monetaria cuya contrapartida serán las reservas internacionales del Banco de la República.

Estas disposiciones apuntan al saneamiento financiero del Banco de Colombia y a su eventual reprivatización. Evidentemente, ello implica incurrir en costos, cuales son el financiamiento interno de las deudas en condiciones subsidiadas y la utilización de las reservas oficiales para cancelar obligaciones adquiridas por el Banco al margen de las regulaciones cambiarias. Sin embargo, estos son costos necesarios para devolver al Banco la posibilidad de volver a operar rentablemente sobre bases financieras sólidas.

VI Inflación

A. Evolución reciente

La inflación ha resurgido recientemente como una de las preocupaciones centrales de política económica. Al concluir 1987 el crecimiento del índice de precios al consumidor fue 24%, cuatro puntos por encima de le meta fijada inicialmente por el gobierno. Las tendencias de aceleración de la inflación no han cedido en los primeros meses de 1988. Antes bien, las alzas observadas en los meses de enero y febrero han sido unas de las más altas registradas en esos mismos meses desde que se cuenta con estadísticas regulares de precios. El ritmo de inflación anual en febrero pasado se había elevado así a 26.1%.

En el Cuadro 17 puede verse la contribución que han tenido los principales grupos de artículos en este proceso. Como ha sido corriente en

[16] Una reconstrucción más detallada de estos antecedentes puede verse en Caballero, Carlos, "La experiencia de tres bancos colombianos en Panamá", en esta misma entrega de *Coyuntura Económica.*

CUADRO 17

CONTRIBUCION DE LOS GRUPOS DE ARTICULOS AL CRECIMIENTO DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Porcentajes del Indice Total de Precios al Consumidor)

	Diciembre 1983	Diciembre 1984	Diciembre 1985	Diciembre 1986	Julio 1987	Diciembre 1987	Febrero 1988
Agropecuarios sin procesar	2.3	3.7	5.8	4.8	6.1	4.6	5.2
Pecuarios	3.0	1.5	3.9	4.2	7.0	4.8	4.2
Agrícolas procesados	3.3	4.6	4.0	3.4	4.3	5.3	7.0
Industriales	2.7	3.4	3.4	3.4	3.9	3.6	3.7
Arrendamientos	1.9	1.7	1.7	1.5	1.7	1.9	1.9
Servicios estatales	1.6	1.1	1.6	1.4	1.6	1.7	1.6
Otros servicios	1.8	2.4	1.5	2.1	2.1	2.3	2.3
Inflación total	16.6	18.2	22.5	20.9	26.7	24.0	26.1

Fuente: DANE.

Colombia, gran parte de las variaciones en el ritmo de inflación se han debido al comportamiento de los precios de los alimentos. Sin embargo, en contra del patrón más corriente de los últimos años, los alimentos procesados han tenido la mayor incidencia en la aceleración reciente de la inflación. Este grupo de artículos aportó más de 5 puntos a la inflación de 1987, es decir, casi dos puntos más que en 1986. En el mes de febrero último, dicha contribución se había elevado aún más, llegando a siete puntos. En contraste, la contribución de los alimentos sin procesar de origen agrícola y de los pecuarios había disminuido desde los niveles picos alcanzados en julio de 1987. Así, los agropecuarios sin procesar, que alcanzaron a aportar más de 6 puntos a la inflación, habían reducido en un punto esta contribución y los pecuarios pasaron de aportar 7 puntos en julio de 1987 a 4 puntos en febrero último.

Los comportamientos recientes de los precios de los alimentos reflejan claramente la ineficacia de las políticas recientes de estabilización de precios agrícolas y las decisiones adoptadas en 1987 en materia de importaciones de dichos bienes. Como es sabido, estos instrumentos de política inciden casi en forma exclusiva sobre los productos de la agricultura comercial, que son los principales insumos para la producción de alimentos procesados. En cambio, tienen una influencia muy reducida sobre los alimentos agrícolas perecederos y un poco mayor, aunque también muy limitada, sobre los productos de origen pecuario. Como se comenta en la primera sección de este Análisis de Coyuntura, y se analizó en mayor detalle en la última entrega de esta revista, el IDEMA redujo muy apreciablemente sus niveles de existencias reguladoras en el último año y recortó las importaciones de granos y otros productos. Estas políticas estuvieron dirigidas a elevar la rentabilidad de las producciones agrícolas, lo cual efectivamente se logró, aunque, como hemos visto, a costa de una aceleración importante de la inflación.

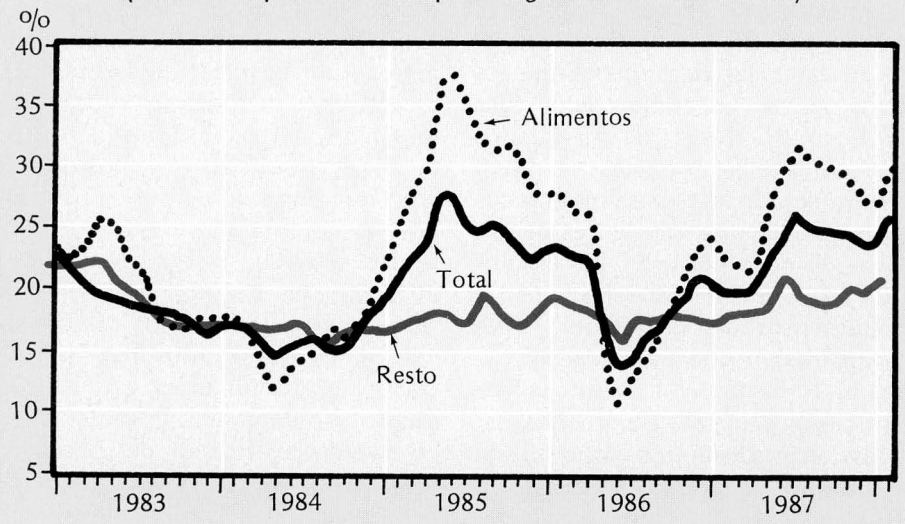
Con todo, el aumento reciente en los ritmos de inflación no se ha debido exclusivamente a los alimentos. A diferencia también del patrón más corriente de los últimos años, desde 1987 ha habido una cierta aceleración en las tasas de aumento de los precios de los "no alimentos" (véase el Gráfico 9). En el mismo Cuadro 16 puede apreciarse que esta tendencia ha afectado a todos los grandes grupos de artículos diferentes de alimentos. Al concluir 1987, los precios de los productos industriales registraban aumentos del orden del 23%, que contrastan con los niveles inferiores al 20% que eran comunes hasta principios de 1986. De igual manera, los arrendamientos, que desde 1983 venían registrando ajustes entre el 10 y el 12%, han empezado a crecer en forma más acelerada, con tasas que a fines de 1987 se aproximaban al 14% y en la actualidad son ya del orden del 16%. La aceleración de la inflación también ha afectado al conjunto de los servicios, aunque en forma más gradual y menos marcada que a los grupos anteriores.

De esta manera, es evidente que desde 1987 ha habido cambios importantes en la fisonomía de la inflación. En los años anteriores, y especialmente entre 1983 y 1986, la inflación había fluctuado alrededor de de un nivel promedio relativamente estable según lo que ocurriera casi exclusivamente con el mercado de alimentos. Esta situación se ha modificado, pues los niveles medios de inflación han tendido a subir recientemente para todos los grupos de artículos.

De acuerdo con los resultados de una investigación reciente de FEDESARROLLO, la evolución de la inflación de los no alimentos en la década de los ochenta ha estado dominada por una combinación de factores inerciales, de costo y de demanda[17]. El principal factor de transmisión inercial de la inflación han sido los mecanismos de indexación de precios y salarios. Estos mecanismos han tendido a reproducir los ritmos de inflación que han sido comunes en la economía colombiana desde mediados de los setentas. Entre los elementos de costo, las variaciones de los salarios reales y los precios relativos de los bienes importados han sido los factores determinantes. Entre los elementos de demanda, el factor decisivo ha sido la situación de la actividad productiva (en comparación con su nivel potencial). En los años de recesión, la depresión de la demanda favoreció la reducción de la inflación y su relativa estabilización hasta 1986. Con la recuperación posterior, el fortalecimiento de la demanda ha estimulado las alzas de precios en la medida en que los productores han logrado recuperar sus márgenes de ganancia, que por varios años se habían mantenido deprimidos. El comportamiento de la oferta monetaria también ha sido una variable de demanda determinante de los ritmos de inflación de los artículos no alimenticios en el pasado. En la medida en que la oferta de dinero se ha distanciado de las necesidades de liquidez determinadas por la inflación inercial y el crecimiento de la producción agregada, ha tendido a acelerar o desacelerar la inflación, según que haya habido excesos o faltantes

[17] Véase "La coyuntura inflacionaria actual en perspectiva", *Debates de Coyuntura Económica* No. 9, FEDESARROLLO-FESCOL, marzo de 1988.

GRAFICO 9
TASAS DE INFLACION TOTAL, DE LOS ALIMENTOS Y DEL RESTO DE ARTICULOS
(Variaciones porcentuales respecto a igual mes del año anterior)



Fuente: DANE.

respecto a esas necesidades. La influencia de la oferta monetaria sobre la inflación ha sido menos pronunciada en los períodos de recesión económica, como en la primera mitad de los ochentas. Sin embargo, es posible que con la recuperación económica reciente, la inflación haya vuelto a ser más susceptible a los desequilibrios del mercado monetario.

En relación con la inflación de los productos alimenticios, la investigación citada ha encontrado que sus grandes fluctuaciones están asociadas básicamente a las variaciones en la oferta de dichos productos. Aparte de que la oferta de alimentos registra grandes cambios por razones climáticas, muestra un comportamiento cíclico anual, debido a que los años de buenas siembras producen caídas en los precios relativos de los alimentos, que el año siguiente se traducen en siembras disminuidas y en alzas en los precios relativos.

Como se deduce de la descripción anterior, la inflación en Colombia es un fenómeno multifacético y complejo, en el cual intervienen una variedad de factores históricos, institucionales, coyunturales y de política económica. No es sorprendente entonces que no existan terapias simples para derrotar la inflación. En particular, la política monetaria sólo pueden ser un instrumento efectivo para reducir la inflación cuando puede asegurarse que a medida que se reduce el crecimiento de la oferta monetaria vayan modificándose los mecanismos de indexación para evitar cambios en los precios relativos que, de producirse, terminarían por desencadenar nuevamente el proceso

inflacionario. Las experiencias de varios países de América Latina en años recientes muestran que estas estrategias no son fáciles de lograr y pueden acarrear mayores inestabilidades en los ritmos de inflación. Por estas mismas razones, sin embargo, las políticas económicas que inciden sobre la inflación deben ser manejadas con especial cuidado, ya que los aumentos en los ritmos de inflación sólo pueden revertirse con grandes costos sociales y económicos.

B. Perspectivas de la inflación para 1988

En el Cuadro 18 se presentan los estimativos de FEDESARROLLO con respecto al comportamiento esperado de la inflación en 1988. La proyección tiene en cuenta la importancia relativa de cada uno de los principales grupos de artículos en la canasta de consumo que utiliza el IPC. Para cada uno de estos grupos, la inflación que se espera en 1988 es un resultado del análisis de sus tendencias recientes y sus factores determinantes.

En el grupo de los alimentos agrícolas sin procesar se presume que se mantendrán las tasas medias de crecimiento de los últimos años, debido a que las perspectivas de producción para este año son relativamente favorables. En el caso de los pecuarios, el crecimiento esperado de precios implica una fuerte desaceleración con respecto al año anterior, debida a la iniciación de la fase de liquidación ganadera, que aparece ya confirmada por la evolución de los precios de las carnes en los dos primeros meses de 1988. Por su parte, los altos ritmos de crecimiento de los alimentos procesados reflejan las dificultades ya

CUADRO 18

ESTIMATIVOS DE INFLACION POR COMPONENTES

	Participación en la canasta a/	1987		Proyección 1988	
		Variac.	Contribución	Variac.	Contribución
				Baja – Alta	Baja – Alta
Agropecuarios sin procesar	0.2025	22.7	4.6	23.0 – 25.0	4.7 – 5.1
Pecuarios procesados	0.1608	29.9	4.8	22.0 – 24.0	3.5 – 3.8
Agrícolas procesados	0.1794	29.4	5.3	27.0 – 29.0	4.8 – 5.2
Productos industriales	0.1572	23.1	3.6	27.0 – 29.0	4.2 – 4.6
Arrendamientos	0.1412	13.7	1.9	16.0 – 18.0	2.3 – 2.5
Servicios estatales	0.0638	26.1	1.7	24.0 – 26.0	1.5 – 1.7
Otros servicios	0.0951	24.6	2.3	24.0 – 26.0	2.3 – 2.5
TOTAL	1.000		24.0		23.4 – 25.4

a/ En diciembre de 1986.

Fuente: DANE y estimativos FEDESARROLLO

comentadas de las políticas de estabilización de precios.

En relación con los demás grupos de artículos las proyecciones reflejan no sólo el comportamiento de los costos principales (salarios e insumos importados) sino, también, la situación actual de fortalecimiento de la demanda, que continuará estimulando alzas un poco mayores de precios. Los comportamientos previstos suponen además que la política monetaria tendrá un papel neutro frente al comportamiento de los precios, es decir, que la oferta monetaria crecerá en promedio en el año al mismo ritmo que el PIB nominal (30 ó 31%, aproximadamente).

En síntesis, puede esperarse que la inflación en el año completo se sitúe entre 23.4 y 25.4%, es decir, por encima de los niveles medios que prevalecieron hasta 1986, pero a ritmos no muy diferentes del registrado al concluir 1987.

Informes de Actualidad



Arte & Cía.

El futuro no se improvisa,
es de quien lo trabaja día a día
con esfuerzo y dedicación.
Trabajar con disciplina y optimismo
es tener confianza en el porvenir,
pero el verdadero valor del trabajo
está en proyectar sus frutos hacia el futuro.
Por eso trabajar
y ahorrar con constancia,
es sembrar futuro.

CORPAVI

El valor constante de su ahorro.

La Inversión Privada en la Coyuntura Actual

*Fedesarrollo**

I. INTRODUCCION

Después de un período de recesión que se prolongó durante casi cinco años, la economía colombiana ha registrado dos años continuos de vigorosa recuperación. El dinamismo reciente ha sido particularmente notable en las actividades industriales: su crecimiento fue del orden del 7% tanto en 1986 como en 1987.

A la par con la recuperación económica, los ritmos de inflación han mostrado una tendencia al alza prácticamente continua desde mediados de 1986. La tasa de crecimiento de los precios registrada en febrero de 1988 fue del 26.1%, una de las más altas de la década actual y varios puntos por encima del promedio de los últimos años.

Esta combinación de circunstancias podría ser indicativa de que la economía ha llegado rápidamente a una situación de recalentamiento, por incapacidad de sus sectores productivos para responder con la velocidad y en las magnitudes requeridas a las expansiones de la demanda.

La validez de un diagnóstico de esta naturaleza depende crucialmente del comportamiento de la inversión productiva y de su relación con la disponibilidad actual y esperada de capacidad instalada para aumentar la producción. Con el fin de analizar estos temas con base en información directa y detallada, FEDESARROLLO efectuó una encuesta especial sobre el comportamiento y los determinantes de la inversión fija en los sectores industriales. Los empresarios encuestados fueron todos los informantes regulares de la Encuesta de Opinión Empresarial, cuya representatividad y confiabilidad son ampliamente reconocidas.

Puesto que la encuesta especial de FEDESARROLLO sólo provee información sobre el comportamiento de la inversión en los últimos años, es preciso enmarcar su análisis dentro de tendencias de más largo plazo. Unicamente así es posible establecer si los cambios recientes que ha experimentado la inversión son compatibles con el mantenimiento de las tendencias actuales de crecimiento de la producción.

II. TENDENCIAS DE LA INVERSION

El indicador más utilizado para analizar el comportamiento agregado de la inversión es el coeficiente de participación de la for-

* La encuesta especial sobre inversión utilizada en este trabajo fue diseñada y analizada por Catalina Crane de Durán. El procesamiento de la información estuvo a cargo de Guillermo Bonilla.

mación bruta de capital en el PIB. De acuerdo con este indicador simplificado, la inversión cayó de un nivel máximo equivalente al 20.6% del PIB en 1981 a un 19% en 1985 y luego a un 18% en 1986. El deterioro de la inversión durante un período de tiempo relativamente prolongado y su falta de respuesta a la recuperación económica iniciada en 1986 ha sido motivo de preocupación para los analistas. En efecto, si la inversión no responde en forma oportuna y vigorosa al crecimiento económico, el dinamismo de la demanda puede tropezarse rápidamente con insuficiencias de capacidad productiva que conducirían a una situación de alza acelerada de precios.

Sin embargo, sería equivocado saltar a una conclusión de este tipo con base en un indicador tan simplificado como la participación de la inversión total en el PIB de la economía. Es preciso tener en cuenta, en primer lugar, que la inversión total comprende no sólo la formación de capital fijo potencialmente productivo sino, también, la acumulación de inventarios que en el caso colombiano se encuentra muy influida por lo que ocurre con las existencias de café exportable. En segundo término, debe tenerse presente que la formación de capital en la economía colombiana es realizada en una proporción alta pero inestable por el sector público, cuyas inversiones tienen características de maduración y productividad muy diferentes a las del sector privado. Por último, y por razones semejantes a las señaladas en relación con la composición institucional de la inversión, es conveniente distinguir entre los diferentes tipos de bienes que intervienen en la formación de capital total de la economía.

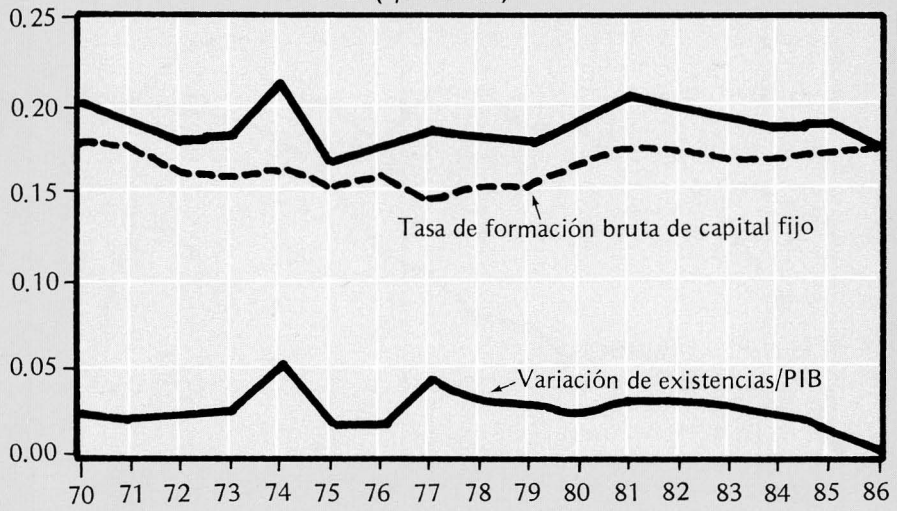
De acuerdo con estos criterios, en esta sección se analiza la información disponible sobre inversión en la economía colombiana en los últimos años. Del análisis saldrá en claro que el panorama actual de la inversión en Colombia es más complejo aunque menos crítico de lo que sugeriría la simple inspección del indicador referente a la participación de la inversión total en el PIB.

Para comenzar, el Gráfico 1.A muestra la descomposición de la tasa de inversión total de la economía entre la formación bruta de capital fijo y la variación de existencias. Allí se confirma la significativa caída de la tasa de inversión durante la primera mitad de la década de los ochenta, pero también se aprecia cómo esta caída no se refleja en la participación de la formación bruta de capital fijo en el PIB. Por el contrario, la tasa de formación bruta de capital fijo muestra sólo una muy ligera reducción en 1983 y 1984 y alcanza en 1986 un nivel prácticamente igual al de 1981 (17.7%). La caída de la tasa de inversión total está explicada casi exclusivamente por lo ocurrido con la variación de las existencias. En efecto, la participación de esta variable en el PIB se reduce de un nivel cercano al 3% en 1981 y 1982, a sólo 0.3% en 1986. La baja acumulación de existencias durante estos años puede ser atribuida en una proporción muy alta a lo sucedido con las existencias de café. Esto se comprueba en el Gráfico 1.B, donde se observa cómo las fluctuaciones de este tipo de existencias han sido determinantes de las variaciones globales de existencias y, como ya hemos visto, de los cambios de participación de la inversión total en el PIB.

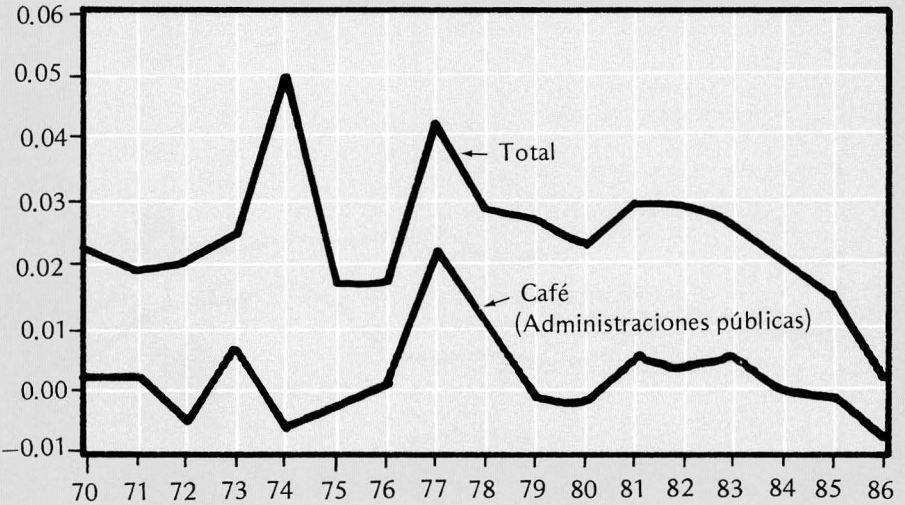
La información sobre formación bruta de capital fijo a precios constantes (Gráfico 2.A) confirma también el hecho de que la recesión del primer lustro de los ochenta no generó una reducción en la inversión en capital fijo. La tasa de crecimiento promedio anual durante el período 1980-86 fue de 2.33% la cual, si bien es inferior a la del período 1970-79 (4.3%), no es muy desfavorable si se compara con lo que sucedió con los ritmos de crecimiento de la inversión en capital fijo en la mayoría de los países latinoamericanos durante ese mismo período, los cuales fueron negativos, ni cuando se tiene en cuenta la diferencia en los ritmos de actividad económica entre los dos períodos. En efecto, en los setentas la tasa promedio de crecimiento de la economía fue de 5.5%, bien por encima del 2.4% correspondiente al período 1980-1986. Es posible que a pesar de la recesión,

GRAFICO 1
EVOLUCION DE LA TASA DE INVERSION Y SUS COMPONENTES

A. Tasa de inversión total (% del PIB)



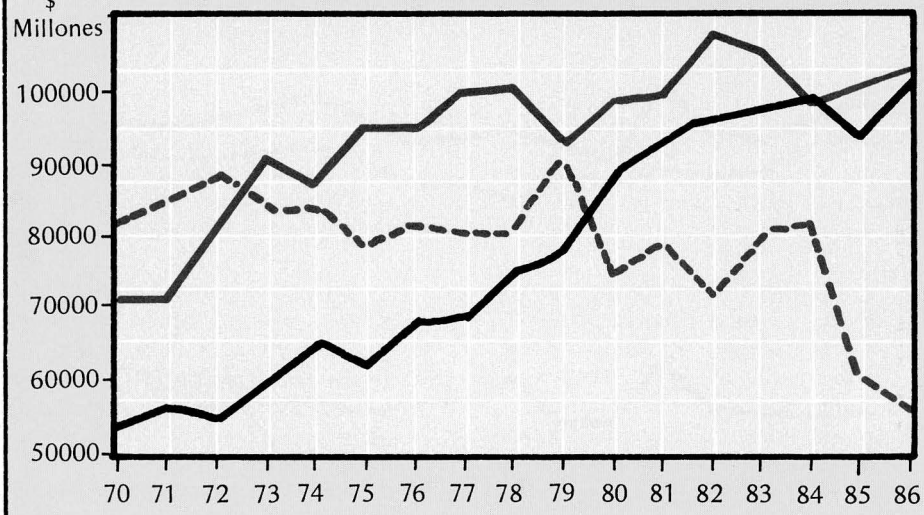
B. Variación de existencias totales y de café (% PIB)



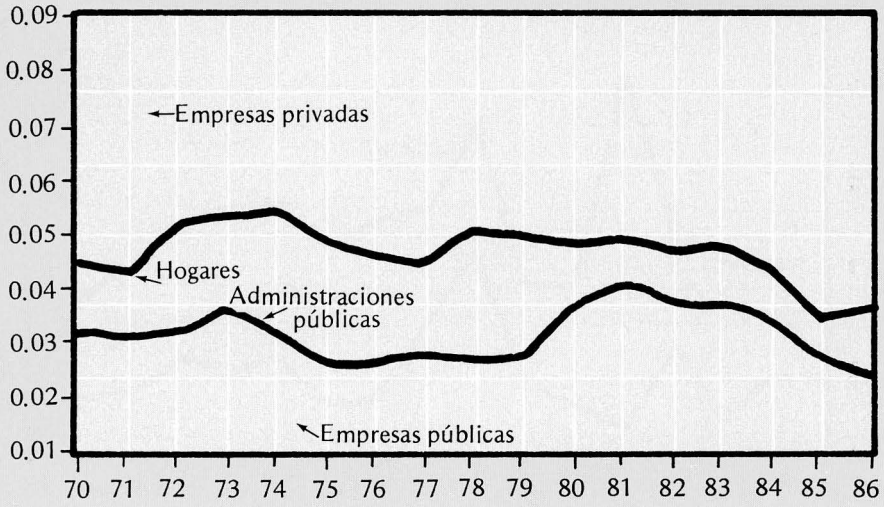
Fuente: DANE - Cuentas Nacionales.

GRAFICO 2
EVOLUCION DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO

A. Formación bruta de capital fijo a precios constantes de 1975.



B. Formación bruta de capital fijo por sectores institucionales (o/o de PIB)



Fuente: DANE - Cuentas Nacionales.

la inversión se haya visto favorecida por el abaratamiento relativo de los bienes importados por efecto de la revaluación cambiaria de la primera mitad de los ochentas. Cuando este fenómeno se corrigió drásticamente en 1985, su efecto inicial sobre la inversión real posiblemente fue desfavorable, dado el estancamiento de la actividad económica y las dificultades para importar. Así, en este año la inversión en capital fijo se contrajo en 5.2%. Sin embargo, al año siguiente, una vez iniciada la recuperación económica y suavizadas las restricciones a las importaciones, la acumulación de capital fijo registró un aumento apreciable, de 8.1%.

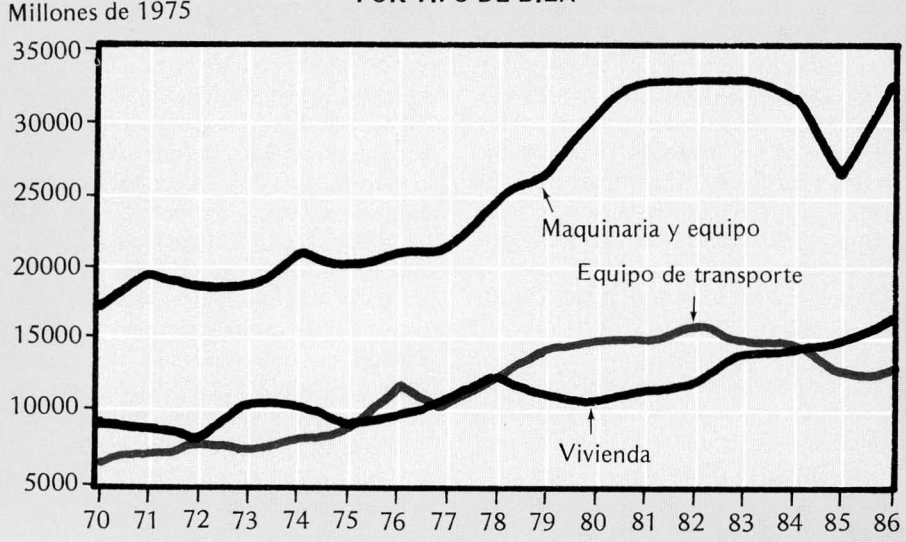
Dentro de este patrón de relativa estabilidad de la inversión en capital fijo existen sin embargo grandes diferencias de comportamiento entre los diferentes sectores institucionales (Gráfico 2.B.). Como veremos, estas diferencias son de gran interés para comprender la evolución de la inversión en la industria manufacturera. Por un lado, se destaca el dinamismo de la inversión de las empresas públicas, gracias al cual ellas prácticamente duplican su participación en la inversión como proporción del PIB. Así, entre 1980 y 1986, la inversión de estas empresas se eleva del 3.3% al 6.4% como proporción del PIB, debido en especial a los grandes proyectos oficiales en los sectores de carbón, hidrocarburos y electricidad. En contraste, el resto de la inversión oficial, que es realizada por las administraciones públicas, decrece casi continuamente en el mismo período, cayendo su participación en el PIB del 3.8% en 1980 al 2.4% en 1986. Los hogares tienen un comportamiento similar pero más acentuado, puesto que reducen su inversión en capital fijo de un 4.8% del PIB en 1980 a un 3.7% en 1986, a pesar de la ligera recuperación que logran en este último año. En este comportamiento se mezclan la inversión en vivienda y un conjunto de inversiones en todas las formas de capital fijo que realizan las pequeñas empresas y unidades productivas que no son sociedades de capital. Como veremos más adelante, la pérdida de participación de la inversión de este grupo institucional se debió exclusivamente al segundo de estos componentes, ya que la inversión en vivienda continuó aumentando rápidamente durante los ochentas. Por último, la inversión en capital fijo de las empresas privadas presenta dos períodos claramente identificables: uno de reducción en su tasa de inversión en capital fijo, entre 1981 y 1984, cuando pasa de 5.4 a 4.1% y otro de recuperación, en los dos años siguientes, cuando la inversión en capital fijo se eleva nuevamente como proporción del PIB de 4.1 a 5%. Aunque la evolución de la inversión en las empresas privadas revela el desestímulo que produjo la recesión sobre la formación de capital, también fue la continuación de una tendencia que provenía desde los años setenta, cuando la inversión de las empresas privadas había venido perdiendo participación en el PIB a medida que aumentaba en cambio la importancia de la empresas públicas.

El análisis de las series de inversión en capital fijo en pesos constantes según tipos de bienes complementa en forma muy conveniente la descripción anterior por sectores institucionales (Gráfico 3). Durante la primera mitad de la década de los ochenta el tipo de inversión más dinámico fue el de vivienda, el cual creció a un ritmo promedio anual de 7% entre 1980 y 1986. Como ya se observó, el hecho de que este dinamismo no se refleje en la participación de la inversión de los hogares se debe a que la formación bruta de capital fijo de las pequeñas y medianas empresas cayó significativamente en esos años, especialmente en el sector agropecuario.

Por otro lado, la inversión en equipo de transporte creció a tasas negativas de 2.5% promedio anual durante estos años, debido al menor gasto en este tipo de bienes, especialmente a partir de 1983, posiblemente por efecto de la restricción de importaciones y del posterior encarecimiento relativo del equipo importado.

Finalmente, la inversión en maquinaria y equipo, que es el rubro más importante dentro de la inversión en capital fijo, au-

GRAFICO 3
EVOLUCION DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO
POR TIPO DE BIEN



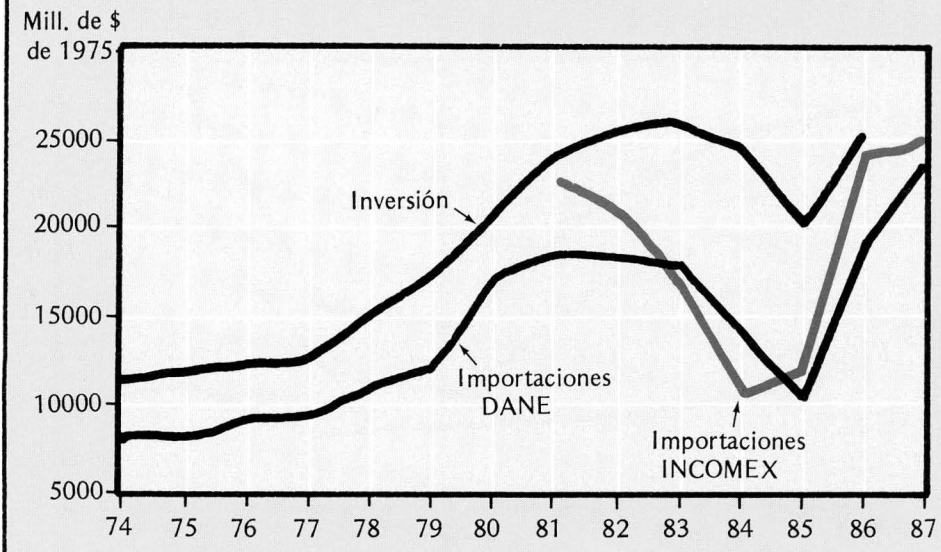
Fuente: DANE - Cuentas Nacionales.

mentó a tasas muy lentas durante los ochentas (1%). Es preciso observar sin embargo que este relativo estancamiento de la inversión en maquinaria y equipo se dio en niveles elevados y significativamente más altos que los registrados durante la mayor parte de la década de los setentas. En el Gráfico 3 se aprecia además que la caída real de la inversión en capital fijo en 1985 se debió exclusivamente a lo sucedido en el rubro de inversión en maquinaria y equipo, del cual cerca de un 80% es importado. Como ya se mencionó, el retroceso de la inversión real en este año estuvo asociado a la fuerte devaluación real del tipo de cambio (30%). Sin embargo, como veremos más adelante, la devaluación real no fue la explicación exclusiva y posiblemente ni siquiera la más importante en la contracción de la inversión en ese año. Además, al año siguiente, una vez iniciada la recuperación de la actividad económica, este efecto quedó totalmente contrarrestado, ya que la inversión en maquinaria y equipo regresó nuevamente a sus niveles anteriores en términos reales.

Es interesante observar que del total de la inversión en maquinaria y equipo, tan sólo el 5% corresponde a la inversión hecha por el sector agrícola mientras que el resto corresponde a los demás sectores de la economía, y en una gran proporción a la industria. Una vez se excluye el sector agrícola, puede deducirse que la inversión en maquinaria y equipo con destino a la industria creció a una tasa de 1.5% entre 1980 y 1986, que es ligeramente mayor a la del conjunto de la economía para este mismo tipo de bienes.

Por las razones anteriores, no es sorprendente que la evolución de la inversión total en maquinaria y equipo no agrícola esté claramente relacionada con el comportamiento de las importaciones de bienes de capital para la industria. En efecto, como puede verse en el Gráfico 4, hay una estrecha relación entre ese tipo de inversión y el monto de las importaciones de bienes de maquinaria y equipo no agrícola reportadas por las Aduanas. En el mismo gráfico pue-

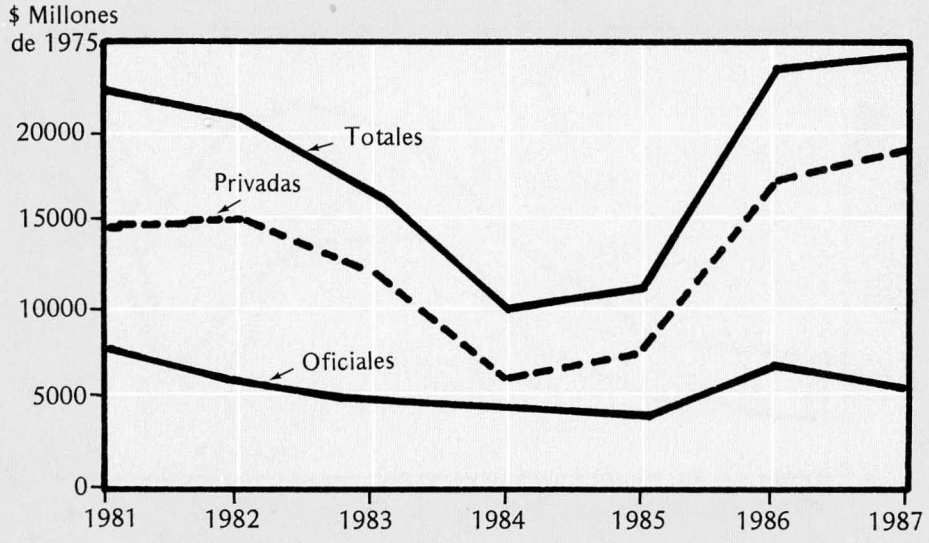
GRAFICO 4
INVERSION EN MAQUINARIA Y EQUIPO NO AGRICOLA E IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA



Fuente: Cuentas Nacionales, DANE e INCOMEX.

de apreciarse que también hay una relación estrecha entre dichas importaciones y la serie de importaciones de bienes de capital para la industria según los registros del INCOMEX, aunque en este caso con un rezago de un año. La existencia de este rezago sugiere que la caída que registró la inversión en maquinaria y equipo en 1985 no se debió exclusivamente a la evolución del tipo de cambio real ya que, según se aprecia en el Gráfico 4, la concesión de licencias para la importación de bienes de capital había caído bruscamente en 1983 y 1984. Las licencias para este tipo de importaciones se empezaron a aumentar ligeramente en 1985, pero ello sólo se tradujo en aumentos en la inversión en estos bienes hasta 1986. En 1986, el valor de las licencias aprobadas en pesos reales aumentó 110%, al tiempo que las importaciones efectivas según las Aduanas crecieron 82%. Estas extraordinarias tasas de crecimiento fueron producto de la demanda acumulada durante los años de restricción, aunque seguramente también de los nuevos planes de inversión generados por la recupeación económica. No es así de extrañar que en 1987 el crecimiento de las licencias se hubiera desacelerado notablemente, aumentando sólo 3.89%. Sin embargo, debido a la estructura de rezagos ya explicada, las importaciones de bienes de capital efectivamente realizadas siguieron creciendo a tasas muy satisfactorias (26%), según lo revelan las últimas estadísticas disponibles con base en los manifiestos de Aduanas, que cubren el primer semestre de ese año. Con todo, la desaceleración de las licencias de importación no significa tampoco que deba esperarse una disminución proporcional en la tasa de crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo en la industria en 1988, ya que la concesión de licencias para la importación de bienes de capital para la industria se ha moderado en buena medida gracias a la caída de las importaciones reales de estos bienes realizadas por el sector público (–15.7% en 1987), mientras que las licencias aprobadas al sector privado crecieron a una tasa de 11.3%. Este ritmo

GRAFICO 5
IMPORTACIONES APROBADAS DE BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA



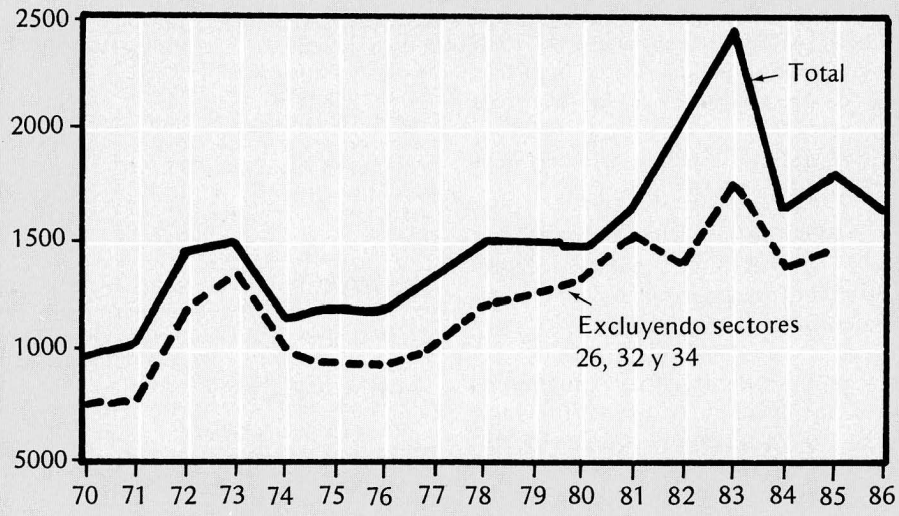
Fuente: INCOMEX.

de crecimiento es considerable cuando se tiene en cuenta que ya se ha normalizado la situación de los controles a las importaciones, que generó su extraordinario crecimiento el año anterior (Gráfico 5). Así las cosas, no hay bases para pensar que la inversión en maquinaria y equipo destinada al sector privado esté entrando en un período de estancamiento. Antes bien, en vista de que el aumento en la concesión de licencias para la importación de bienes de capital para el sector privado aún no se ha reflejado enteramente en las importaciones efectivamente realizadas, es de esperar que la inversión en este tipo de bienes continúe aumentando vigorosamente.

Una fuente estadística alternativa y mucho menos utilizada para analizar el comportamiento de la inversión en la industria es la proporcionada por la Encuesta Anual Manufacturera. La escasa utilización de esta fuente es explicable porque adolece de serios problemas de calidad. Sin embargo, algunos de ellos han sido adecuadamente detectados y corregidos en estudios recientes[1], de los cuales se extraen las series que aparecen en el Gráfico 6. Estos datos muestran una tasa de crecimiento de la inversión industrial de 2% promedio anual entre 1980 y 1986, la cual esconde, sin embargo, un crecimiento excepcional de 27% real en 1981 y de 18% en 1983, que se explica por el comportamiento de la inversión en los sectores de petróleo y sus derivados y de metales básicos. En efecto, estos fueron los años de fuertes inversiones en el sector petrolero y en la industria de ferroníquel de Cerromatoso. La inversión industrial, excluyendo los sectores anteriores (y el de muebles, por tener problemas de información), crece durante el período 1980-85 a una tasa más modesta de 1.8% anual. Vale la pena anotar sin embargo, que los datos de inversión en la industria para los dos últimos años disponibles resultan

[1] Ricardo Chica, Un diagnóstico de la crisis de la acumulación industrial, por publicar, CEDE, Universidad de los Andes, 1987.

GRAFICO 6
INVERSION EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



Fuente: Cálculos de Ricardo Chica con base en datos de la Encuesta Anual Manufacturera.

inconsistentes con lo que podría inferirse de la inversión industrial según los datos de Cuentas Nacionales. En efecto, según la Encuesta Anual Manufacturera, la inversión creció en 1985 un 10% en términos reales y cayó casi un 9% en 1986. En contraste, según hemos visto, las estadísticas de Cuentas Nacionales indican que la inversión en maquinaria y equipo no agrícola cayó fuertemente en 1985 y se recuperó en 1986. Esta inconsistencia arroja serias dudas sobre la calidad o el cubrimiento de las estadísticas de la Encuesta Anual Manufacturera.

Del análisis de las diferentes fuentes de información disponible puede concluirse en todo caso que, aunque el comportamiento de la inversión en la industria manufacturera no parece haber sido muy dinámico entre 1980 y 1986, por lo menos no disminuyó en términos reales a pesar de la fuerte crisis por la que atravesó el sector industrial en la primera mitad de la década. El moderado crecimiento de la inversión ha sido suficiente para mantener la fuerte recuperación del sector en los últimos años porque la inversión se mantuvo de todas formas en niveles altos en términos históricos, excepto en 1985 por razón de la devaluación y de los recortes en la concesión de licencias en los años anteriores. Como el crecimiento de la producción fue muy lento hasta 1985, se acumularon importantes excesos de capacidad instalada, que luego han permitido mantener un crecimiento muy rápido de la producción sin generar cuellos de botella, excepto en algunos sectores aislados[2]. Además, puesto que la inversión en maquinaria y equipo volvió a acelerarse en 1986 y se amplió sustancialmente la concesión de licencias para maquinaria con destino al sector privado, la capacidad productiva industrial entró nue-

[2] Ver el capítulo de "Actividad Económica Urbana", de *Coyuntura Económica* de diciembre de 1987, para un análisis sobre la situación de la utilización de capacidad en la industria colombiana.

vamente en una fase de crecimiento compatible con la expansión continuada de la producción. Según veremos en la sección siguiente, estos patrones de comportamiento más recientes aparecen confirmados por los resultados de la Encuesta Especial que realizó FEDESARROLLO en enero de 1988 entre los empresarios del sector industrial acerca de la situación de la inversión.

III. ENCUESTA SOBRE INVERSION DE FEDESARROLLO

El objetivo de la Encuesta especial que realizó FEDESARROLLO entre las empresas del sector industrial fue evaluar el comportamiento de la inversión en 1987 y sus perspectivas para 1988. La Encuesta también se propuso detectar cuáles fueron los factores que tuvieron la mayor influencia sobre las decisiones de inversión de los empresarios en 1987 y cuáles los principales impedimentos que podrían desalentar la inversión en el futuro. Según veremos, los resultados de estas preguntas son de especial interés para analizar la eficacia de algunas de las decisiones recientes de política económica y para prevenir las consecuencias que podrían acarrerar algunos cambios en las políticas fiscales, tributarias, cambiarias y de comercio exterior.

La representatividad de la Encuesta es altamente satisfactoria. Las respuestas obtenidas provienen del 62% de las empresas que contestan regularmente la Encuesta de Opinión Empresarial del sector industrial, las cuales, a su vez, constituyen una muestra fuertemente representativa del total de la industria en el país. Así lo demuestra la estrecha relación de sus variables que son comparables con las series estadísticas producidas por las instituciones oficiales[3].

La representatividad de la Encuesta Especial sobre inversión para cada uno de los diferentes subsectores industriales es menos confiable, aunque, en términos generales, corresponde a la estructura de la Encuesta regular de Opinión Empresarial (Cuadro 1). Es preciso observar, sin embargo, que en los sectores de metales básicos, papel e imprentas, madera y muebles y otras manufacturas la cobertura es insuficiente para efectuar análisis detallados sobre los determinantes de la inversión. Por consiguiente, en la discusión que sigue se hace énfasis en los resultados agregados para toda la industria y en los correspondientes a los sectores de alimentos y bebidas, textiles y confecciones, químicos y maquinaria, cuyas muestras son más representativas.

CUADRO 1

REPRESENTATIVIDAD DE LA ENCUESTA DE INVERSION

	a)	b)	c)
Alimentos y bebidas	70.1	21.1	18.7
Textiles y confecciones	60.0	15.8	16.4
Madera y Muebles	42.9	2.7	3.9
Papel e Imprentas	54.2	5.9	6.7
Químicos	86.5	20.3	21.2
Minerales no metálicos	33.3	5.4	6.4
Metales básicos	22.2	2.7	2.8
Maquinaria	67.9	24.8	22.6
Otros	60.0	1.4	1.4
TOTAL	61.8	100.0	100.0

a) Porcentaje de empresas que respondieron como proporción de las que responden la Encuesta de Opinión Empresarial.
b) Composición porcentual por sectores de la Encuesta de Inversión.
c) Composición Porcentual por sectores de la Encuesta de Opinión Empresarial.

El primer asunto que se indagó en la Encuesta fue acerca del crecimiento de los gastos de inversión en 1987. Según los resultados obtenidos, el 35% de las empresas aumentaron sus gastos en capital fijo en más de 25%, lo cual implica crecimientos en términos reales de estos gastos (Cuadro 2). Este 35% está distribuido entre un 13% de empresas que aumentaron sus gastos nominales de inversión entre 25% y 35%, un 5.4% que lo hicieron entre 35

[3] Véase al respecto Melo, Alberto, "MIPI: Un modelo de predicción del índice de producción industrial basado en variables de opinión", *Coyuntura Económica,* septiembre de 1987. Véanse también los capítulos regulares de Actividad Económica General de esta revista.

CUADRO 2

INCREMENTOS EN LA INVERSION EN 1987
Porcentaje de Empresas

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Disminuyó	15.2	17.1	16.7	15.4	11.6	25.0	0.0	14.5	0.0	14.6
Aumentó 0-25%	45.7	42.9	66.7	46.2	60.5	50.0	33.3	54.5	0.0	50.2
Aumentó 25-35	8.7	11.4	16.7	23.1	9.3	25.0	33.3	10.9	66.7	13.2
Aumentó 35-45	8.7	2.9	0.0	7.7	4.7	0.0	0.0	5.5	33.3	5.5
Aumentó 45-55	0.0	5.7	0.0	0.0	2.3	0.0	0.0	5.5	0.0	2.7
Aumentó más de 55	21.7	20.0	0.0	7.7	11.6	0.0	33.3	9.1	0.0	13.7
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

y 45%, un 2% entre 45 y 55% y un 13.5% que los aumentaron más de 55%. Sin embargo, hubo un 50% de las empresas encuestadas que aumentaron su inversión en menos de 25%, lo cual implica un descenso en sus gastos reales de inversión, y un 14% que los redujeron incluso en términos nominales. La Encuesta no permite precisar cuál fue la variación real de la inversión para el conjunto de la industria en 1987. Sin embargo, el número relativamente importante de empresas que aumentan su inversión más de un 55% pesaría de tal forma en el total que muy posiblemente se obtendrían crecimientos significativos. Además, como veremos más adelante, las respuestas sobre expansión de capacidad confirman esta presunción.

Los sectores que registran los mayores porcentajes de empresas con aumentos reales en la inversión fueron, en primero y segundo lugar, los de manufacturas diversas y de metales básicos. Sin embargo, conviene recordar que estos sectores tienen una cobertura deficiente en la Encuesta y, por lo tanto, la confiabilidad de sus resultados es escasa. Los siguientes sectores con los mayores aumentos en inversión son el de textiles, en el que un 40% de las empresas reportaron incrementos reales, de los cuales la mitad fueron mayores de 30% (55% o más en términos nominales); y el sector de alimentos y bebidas donde un 39% de las empresas tuvieron aumentos reales, con un 21% de las empresas con incrementos superiores al 30% real. En el sector de papel e imprentas, un 37% de las empresas informó haber tenido aumentos reales en sus gastos de inversión, pero éstos estuvieron más concentrados en aumentos relativamente moderados. Por último, en el sector metalmecánico un 31% de las empresas incrementó sus gastos de inversión, un 9% de ellas con aumentos superiores al 30% real.

En términos generales, puede detectarse una relación directa entre los sectores con mayores niveles de utilización de capacidad a finales de 1986 y los de mayor crecimiento en la inversión en 1987. Por ejemplo, la industria de textiles y confecciones tenía el mayor nivel de utilización en noviembre de 1986, el cual se mantuvo constante en al rededor de 84%, a pesar del aumento sustancial en los índices de producción durante el mismo período[4]. Esto demuestra no sólo que los aumentos de inversión correspondieron a las necesidades de expansión sino, además, que sí se tradujeron rápidamente en incrementos en la capacidad productiva. De igual forma, el sector productor de metales básicos, que tenía también uno de los más altos niveles de utilización

[4] Datos de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

CUADRO 3
INCREMENTOS EN LA INVERSION EN 1988
Porcentaje de Empresas

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Disminuirá	8.7	8.6	16.7	0.0	13.3	0.0	0.0	5.4	0.0	7.8
Aumentará 0-25o/o	41.3	45.7	33.3	45.5	48.9	36.4	50.0	50.0	0.0	45.2
Aumentará 25-35	17.4	22.9	50.0	27.3	13.3	36.4	16.7	19.6	66.7	21.0
Aumentará 35-45	0.0	8.6	0.0	18.2	4.4	0.0	16.7	12.5	33.3	7.3
Aumentará 45-55	2.2	0.0	0.0	0.0	2.2	9.1	0.0	0.0	0.0	1.4
Aumentará más de 55	30.4	14.3	0.0	9.1	17.8	18.2	16.7	12.5	0.0	17.4
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

de capacidad en 1986, y tuvo fuertes crecimientos de la inversión según los reportes de las empresas que contestaron la Encuesta. Sin embargo, en este sector los niveles de utilización aumentaron ligeramente en 1987, a pesar de las inversiones realizadas, debido a que, como veremos más adelante, el 83o/o de las empresas de este sector dedicó sus gastos de inversión a reposición de maquinaria sin ampliación de la capacidad instalada. El sector de alimentos y bebidas también tenía en 1986 un alto nivel de utilización de capacidad, que justificaba emprender las grandes inversiones que efectivamente se hicieron en 1987 y las cuales condujeron a *reducir* esa utilización de capacidad a finales de 1987. En contraste, la industria química, que ocupaba a finales de 1986 el tercer lugar entre los porcentajes de utilización de capacidad (77.1o/o), no reporta en la Encuesta grandes incrementos en la inversión en 1987, lo cual es consistente con el aumento bastante importante en su nivel de utilización de capacidad en 1987, el cual llegó a 80.4o/o.

En el Cuadro 3 se presentan los resultados relacionados con los planes de inversión para 1988. En general, las empresas del sector industrial planean realizar incrementos reales en sus gastos de inversión mayores que el año pasado: un 21o/o de las empresas encuestadas tendrá aumentos nominales entre 25 y 35o/o, un 8.7o/o entre 35 y 55o/o, y un 17.4o/o más de 55o/o. Por otro lado, el porcentaje de empresas con disminución real en sus gastos de inversión será menor al de 1987. Los resultados anteriores permiten afirmar que el dinamismo de la inversión será mayor en 1988 que en 1987, con lo cual se completarán tres años continuos de rápido crecimiento de los indicadores de la inversión privada, contrarrestando la tendencia de la primera mitad de la década de los ochenta.

En cuanto a la composición sectorial de la inversión que se llevará a cabo en 1988, se puede destacar que los mayores aumentos se darán nuevamente en los sectores de alimentos y bebidas y en textiles y confecciones. En estos sectores un 50 y un 46o/o de las empresas respectivamente tendrán aumentos reales en su inversión y un 34 y un 14o/o respectivamente efectuará aumentos superiores al 30o/o real. Aunque estos sectores ya habían realizado inversiones significativas en 1987 y habían reducido sus niveles de utilización de capacidad, la inversión adicional puede estar explicada porque estos sectores, por ser productores de bienes de consumo, son los que han tenido que atender la mayor parte del aumento de la demanda agregada de los últimos años de recuperación económica. Otro sector que planea incrementos sensibles en sus gastos de inversión es el de minerales no metálicos, el cual prácticamente no tuvo aumentos en su inversión en 1987 y vió aumentados sus niveles de utilización de capacidad a lo largo de ese año. Así, en este sector, un 36o/o de las empresas encuestadas planea efectuar aumentos reales de inversión del orden de 10o/o y un 18o/o espera

lograr incrementos superiores al 30% real. El sector de maquinaria también planea tener incrementos en la inversión real en un alto porcentaje de sus empresas (46%). Este sector no realizó inversiones importantes en 1987 y sus niveles de utilización de capacidad se elevaron sensiblemente, lo cual es consistente con los incrementos planeados en los gastos de inversión en el presente año. Este parece ser también el caso de la industria química, donde un 39% de las empresas planea aumentar su inversión en 1988, tras un aumento importante de los niveles de utilización de capacidad del sector y modestos aumentos en la inversión en 1987. En términos generales, todos los sectores, con la excepción del de metálicas básicas, tendrán en 1988 aumentos en su inversión mayores que en 1987.

La Encuesta indagó, en segundo término, acerca de las características básicas de la inversión. Los resultados correspondientes están resumidos en los Cuadros 4 y 5. En el agregado, en 1987 el 48% de las empresas dedicó sus gastos de inversión a la reposición de maquinaria y equipo, sin aumentos en la capacidad instalada. Este alto porcentaje refleja una necesidad sensible de renovar y actualizar la planta productiva tras varios años continuos de estancamiento en la inversión, que debieron implicar necesariamente deterioro y obsolescencia de los equipos existentes. Sin embargo, el 30% de las empresas encuestadas invirtió para expandir su capacidad de producción (sin cambiar la tecnología), y un 34.3% adicional invirtió en nueva tecnología y en modernización de sus procesos de producción. De esta manera, cerca de dos terceras partes de las empresas expandió su capacidad instalada o mejoró su productividad en 1987.

La inversión en reposición de equipos fue particularmente importante en los sectores de metálicas básicas, papel e imprentas y alimentos, mientras que los sectores de textiles, maquinaria y productos químicos concentraron sus inversiones en nueva tecnología.

En cuanto a la inversión planeada para 1988, se mantiene la concentración, aunque en menor medida que en 1987, en reposición de maquinaria y equipo (42.5% de las empresas), y aumenta la proporción destinada a la introducción de nuevas tecnologías (38.2%). Si se cuenta este tipo de inversión como expansión en el potencial productivo de la industria, tenemos que el 71% de las empresas ampliarán su capacidad instalada en 1988. Los gastos de reposición de equipos son bastante homogéneos en todos los sectores, mientras que la inversión en nueva tecnología se concentra en los sectores de alimentos, papel e imprentas, textiles y confeccciones y maquinaria. Esto implica que especialmente la industria de textiles y la metalmecánica están atravesando una etapa de cambio tecnológico importante.

El tercer tópico de investigación de la Encuesta fue el concerniente a los determinantes de la inversión. Para una mejor comprensión de los resultados, es conveniente reseñar brevemente primero las principales conclusiones a que han llegado diversos trabajos empíricos realizados en Colombia, para diferentes períodos, sobre los determinantes de la inversión industrial[5]. En todos ellos se encuentra que el mecanismo del acelerador (captado a través de variables tales como la producción industrial y la utilización de capacidad) ha sido el determinante básico de la inversión industrial en Colombia, con alguna estructura de rezagos que capta el plazo entre las decisiones de inversión y la realización de la misma. La presencia de este mecanismo indica que la inversión en Colombia es en gran medida un fenómeno endógeno al mismo crecimiento económico, y que tiende a estar asociado con él. Las investigaciones han encontrado también en varias oportunidades una relación de la inversión con la disponibilidad de divisas para importar los bienes

[5] Ver José A. Ocampo, J.L. Londoño y L. Villar, "Ahorro e inversión en Colombia", *Coyuntura Económica,* Vol. XV, No. 2, junio, 1985, para una revisión crítica de los diversos trabajos realizados sobre este tema.

CUADRO 4

TIPO DE INVERSION EN 1987
Porcentajes de Empresas

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Reposición	56.5	35.3	40.0	58.3	47.6	63.6	83.3	42.6	0.0	47.9
Expansión capacidad	34.8	26.5	40.0	41.7	31.0	9.1	16.7	24.1	100.0	29.6
Nueva tecnología	26.1	52.9	20.0	0.0	38.1	27.3	0.0	42.6	0.0	34.3
TOTAL	117.4	114.7	100.0	100.0	116.7	100.0	100.0	109.3	100.0	111.7

Nota: Los totales suman más de cien porque hay empresas que contestaron más de una opción.

CUADRO 5

TIPO DE INVERSION EN 1988
Porcentaje de Empresas

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Reposición	40.0	38.2	50.0	35.7	41.5	54.5	33.3	45.5	33.3	42.5
Expansión capacidad	28.9	35.3	33.3	21.4	36.6	27.3	33.3	32.7	66.7	33.0
Nueva tecnología	48.9	38.2	16.7	35.7	31.7	18.2	33.3	41.8	0.0	38.2
TOTAL	117.8	111.8	100.0	92.9	109.8	100.0	100.0	120.0	100.0	113.7

Nota: Los totales suman más de cien porque hay empresas que contestaron más de una opción.

de capital necesarios, aunque ésta varía según el período que contemple cada estudio. En cuanto a las variables de disponibilidad de crédito y recursos propios, los estudios no permiten concluir nada definitivo, y sobre la tasa de interés encuentran que su efecto sobre la inversión es muy pequeño. Por otro lado, en un estudio de FEDESARROLLO, donde se confirman los resultados anteriores, se encontró además una elasticidad significativa de la inversión en maquinaria y equipo a los precios relativos de estos bienes (los cuales están determinados básicamente por la tasa de cambio real y su precio externo) y una influencia también significativa e inversa de las restricciones de importaciones sobre este tipo de inversión[6].

En los Cuadros 6 y 7 se resumen las respuestas a la pregunta sobre los principales factores favorables para la inversión. En la Encuesta se pidió que se señalaran los tres principales factores en orden de importancia. En el Cuadro 6 se resumen únicamente los que fueron citados como los primeros en importancia. Como allí se aprecia, el 44% de las empresas mencionaron a la demanda como el factor más favorable para la inversión. Esto coincide con la importancia que según todos los estudios tiene el efecto acelerador como determinante de la inversión y es consistente con el dinamismo que registró la demanda desde 1986[7].

A la demanda le siguen en importancia una serie de variables que pueden ser consi-

[6] *Ibid.*

[7] Véase al respecto el análisis de coyuntura en esta misma revista.

CUADRO 6

PRINCIPAL FACTOR FAVORABLE PARA LA INVERSION
Porcentajes de Empresas

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Alta demanda	29.3	47.1	60.0	54.5	45.2	70.0	0.0	50.9	33.3	44.6
Incentivos exportaciones	2.4	5.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9	33.3	2.5
Protección frente importaciones	0.0	8.8	0.0	0.0	0.0	0.0	40.0	7.5	0.0	4.4
Reforma tributaria 1986	7.3	2.9	0.0	0.0	7.1	10.0	0.0	3.8	0.0	4.9
Relación precio-costo satisfactoria	9.8	8.8	20.0	18.2	9.5	10.0	0.0	5.7	0.0	8.8
Disponibilidad crédito y costos financieros	9.8	5.9	0.0	9.1	7.1	0.0	20.0	1.9	33.3	6.4
Disponibilidad recursos propios	9.8	5.9	0.0	9.1	9.5	0.0	20.0	9.4	0.0	8.3
Disponibilidad innovaciones tecnológicas	12.2	8.8	0.0	0.0	2.4	0.0	20.0	7.5	0.0	6.9
Facilidad para importar maquinaria	2.4	2.9	0.0	9.1	2.4	0.0	0.0	1.9	0.0	2.5
Capacidad organizacional	17.1	2.9	20.0	0.0	16.7	10.0	0.0	9.4	0.0	10.8
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

CUADRO 7

PRINCIPALES FACTORES FAVORABLES A LA INVERSION EN 1987
PARA EL TOTAL DE LA INDUSTRIA
Porcentajes de Empresas

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3
Alta demanda	44.0	10.1	3.7
Incentivos exportaciones	2.4	1.7	4.9
Protección frente importaciones	4.3	11.2	4.3
Reforma tributaria 1986	4.8	5.1	4.9
Relación precio-costo satisfactoria	8.7	12.9	16.0
Disponibilidad crédito y costos financieros	6.3	16.3	13.6
Disponibilidad recursos propios	8.2	12.9	12.3
Disponibilidad innovaciones tecnológicas	6.8	6.7	14.2
Disponibilidad mano de obra	0.0	3.9	3.1
Facilidad para importar maquinaria	2.4	3.9	4.3
Capacidad organizacional	10.6	15.2	18.5
TOTAL	100.0	100.0	100.0

deradas factores internos a la empresa o al sector industrial correspondiente: la existencia de la capacidad organizacional necesaria para adoptar los cambios (10.6%), una relación precio-costo satisfactoria (8.7%) y la disponibilidad de recursos propios (8.2%). El primero de ellos no se capta en ninguno de los trabajos realizados por no ser cuantificable, pero se puede interpretar como un elemento estructural que interviene en las decisiones de inversión y no como un factor específico a la coyuntura actual. Por su parte, la importancia atribuida por los industriales a la relación satisfactoria entre precios y costos es consistente con el aumento de los márgenes de ganancia de las empresas durante 1987, debido a que el fortalecimiento de la demanda industrial permitió a los empresarios transmitir los aumentos de costos a los precios, recuperando parcialmente el terreno que habían perdido los márgenes durante la crisis del sector[8]. El cuarto factor en importancia, la disponibilidad de recursos propios, es uno de los determinantes principales de la inversión según las teorías postkeynesianas, que resulta corroborado en funciones de inversión para la industria colombiana[9]. Esta también fue una variable que debió tener un comportamiento favorable durante 1987, por su relación con el ciclo económico. En efecto, un estudio realizado recientemente encuentra un comportamiento procíclico de los márgenes de ganancia[10], al tiempo que según otra investigación existe un comportamiento contracíclico de la demanda de crédito, incluso la de largo plazo, cuyo principal destino son los proyectos de inversión en capital fijo[11]. Todo lo anterior permite deducir que la disponibilidad de recursos propios de las empresas debió haber aumentado durante 1987, favoreciendo así el crecimiento observado de la inversión.

En contraste, la disponibilidad de crédito y los costos financieros no muestran mucha importancia como incentivos para la inversión, según los resultados de la Encuesta. Tal cosa es consistente con la mayoría de los estudios, y en particular con las conclusiones del último trabajo mencionado sobre el comportamiento de la demanda de crédito a lo largo del ciclo. Además, como veremos más adelante, es compatible con la importancia relativamente baja que tiene el crédito bancario y comercial en el financiamiento de los proyectos de inversión.

Por otro lado, los factores exógenos que pueden ser afectados directamente por la política económica no tuvieron mayor relevancia para las decisiones de inversión en 1987. Las variables de política incluidas en la Encuesta fueron los incentivos a las exportaciones, la protección frente a las importaciones, la reforma tributaria de 1986 y la facilidad para importar maquinaria. Ninguna de ellas fue mencionada por un porcentaje apreciable de empresas como el principal factor favorable a la inversión. Una explicación de la poca importancia que tuvieron estas variables en las decisiones recientes de inversión reside en el hecho de que en 1987, e incluso en el año anterior, no se dieron cambios significativos en ninguna de ellas, con la excepción obvia de la reforma tributaria[12]. Más adelante se verá que las expectativas sobre estas variables sí pueden en cambio ser de importan-

[8] Véase el capítulo de Actividad Económica Urbana de Coyuntura Económica de diciembre de 1987.

[9] Ricardo Chica, "La financiación de la inversión en la industria manufacturera colombiana", *Desarrollo y Sociedad,* No. 15.

[10] Eduardo Lora y José Antonio Ocampo, "Política macroeconómica y distribución del ingreso en Colombia: 1980-1990", *Coyuntura Económica,* Vol. XVI, No. 3, octubre de 1986.

[11] Eduardo Lora, "Macroeconomía del sistema bancario: Un modelo aplicado a Colombia", *Coyuntura Económica,* Vol. XVIII, No. 4, diciembre de 1987.

[12] En el estudio de Mauricio Rubio, "Estimación de una función de inversión para la industria colombiana", *Mimeo,* CCRP, agosto, 1983, se encuentra que las reformas tributarias tienen el efecto neto de trasladar la inversión para el año siguiente, lo cual se desvirtuaría con este resultado de la encuesta.

cia en las decisiones futuras de inversión. Además, en el caso de las facilidades para importar maquinaria, su escasa importancia en las decisiones de inversión en 1987 sugiere que en este año no existían ya demandas represadas de años anteriores.

Al hacer un análisis de los resultados por sectores resulta interesante destacar los referentes a alimentos y bebidas. En estas ramas industriales la demanda aparece con un efecto apreciable pero menos importante que en el promedio de la industria, lo cual es consistente con el hecho de que las tasas de crecimiento de estos sectores durante los dos años de recuperación industrial han sido inferiores a los de la mayoría de los otros sectores. Esto resulta aparentemente contradictorio con el dinamismo que muestra la inversión en este sector, tanto en 1987 como en 1988, según los resultados de la Encuesta ya analizados. Sin embargo, entre los otros factores favorables que son importantes para estos sectores, se destaca la influencia que tienen aquellos de tipo estructural, más que coyuntural, tales como la capacidad organizacional de las empresas y la disponibilidad de innovaciones tecnológicas. Dado que estos sectores enfrentan una demanda bastante inelástica y, por lo tanto, estable, que no les permite esperar crecimientos muy acelerados en el futuro, resulta razonable que las decisiones de inversión dependan en mayor medida que en otros sectores de elementos de tipo estructural.

En la primera columna del Cuadro 7 se repiten los resultados agregados referentes a los factores mencionados en primer lugar por los empresarios como determinantes de la inversión. Las dos columnas siguientes corresponden a estos mismos factores, pero cuando fueron mencionados en segundo o tercer lugar. Para interpretar estos resultados conviene considerar los primeros como factores *decisivos* para las decisiones de inversión, y los siguientes como factores *complementarios*. Estos resultados revelan que la demanda pierde importancia a medida que disminuye el nivel de prioridad, lo cual se debe a que es el determinante esencial de la inversión. En la segunda prioridad aparece como el más importante un elemento que no había sido muy destacado en la primera, cual es la disponibilidad de crédito y los costos financieros. Este resultado es coherente con la mayoría de los estudios econométricos, según los cuales la relación entre inversión y disponibilidad de crédito no es muy marcada, aunque sí es significativa en algunos períodos, cuando opera como una restricción para los planes de los empresarios. En el segundo rango de prioridad también aparece como un elemento de relativa importancia (11%) la protección frente a las importaciones.

En el tercer rango de prioridades surge como un factor muy importante la disponibilidad de innovaciones tecnológicas, cuyo peso era muy reducido en las prioridades anteriores. Este es un elemento de tipo más estructural, que, si bien no determina que se emprenda o no un proyecto de inversión, sí puede convertirse en un incentivo para realizar inversiones destinadas a aumentar la productividad. Los demás factores, básicamente los controlados por la política económica, siguen sin ser incentivos importantes, aún como segunda o tercera opción.

Por otro lado, en la Encuesta se indagó también sobre los factores desfavorables para la inversión, distinguiendo las respuestas según su prioridad. Estos resultados se presentan en los Cuadros 8 y 9. Como se puede observar, la baja demanda aparece como el principal impedimento para la inversión, lo cual no contradice el hecho de que también haya sido mencionado como el principal factor favorable. Antes bien, implica que un mayor crecimiento de la demanda estimularía aún el desarrollo de nuevas inversiones. Además, esto es consistente con otras evidencias que señalan que todavía no se ha llegado a una situación de recalentamiento de la economía, al menos no en lo que concierne al sector industrial[13].

[13] Véase el Capítulo sobre Actividad Económica Urbana de *Coyuntura Económica,* diciembre de 1987.

CUADRO 8

PRINCIPAL FACTOR DESFAVORABLE PARA LA INVERSION
Porcentajes de Empresas

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Baja demanda	18.9	20.0	40.0	10.0	13.3	40.0	0.0	27.1	0.0	20.9
Desincentivos exportaciones	5.4	3.3	0.0	0.0	3.3	0.0	0.0	2.1	0.0	2.8
Protección inadecuada importaciones	2.7	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	12.5	0.0	4.5
Exceso de impuestos	21.6	10.0	40.0	10.0	13.3	0.0	0.0	10.4	50.0	13.6
Relación precio-costo insatisfactoria	10.8	3.3	20.0	10.0	30.0	10.0	20.0	6.3	0.0	11.9
Escasez de crédito	5.4	16.7	0.0	30.0	0.0	10.0	0.0	8.3	50.0	9.0
Escasez recursos propios	16.2	13.3	0.0	20.0	20.0	0.0	0.0	16.7	0.0	14.7
Costos financieros desfavorables	5.4	10.0	0.0	0.0	6.7	10.0	20.0	10.4	0.0	7.9
Falta de innovaciones tecnológicas	2.7	3.3	0.0	10.0	3.3	0.0	40.0	2.1	0.0	4.0
Dificultad para importar maquinaria	8.1	16.7	0.0	10.0	6.7	30.0	20.0	4.2	0.0	9.6
Dificultades organizacionales	2.7	0.0	0.0	0.0	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

CUADRO 9

PRINCIPALES FACTORES DESFAVORABLES A LA INVERSION PARA EL TOTAL DE LA INDUSTRIA

Porcentajes de Empresas

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3
Baja demanda	20.9	4.7	5.6
Desincentivos a las exportaciones	2.8	7.4	3.2
Protección inadecuada importaciones	4.5	2.0	5.6
Exceso de impuestos	13.6	18.9	11.3
Relación precio-costo insatisfactoria	11.9	11.5	8.9
Escasez de crédito	9.0	10.1	8.1
Escasez de recursos propios	14.7	11.5	10.5
Escasez de mano de obra	0.0	2.0	4.8
Costos financieros desfavorables	7.9	17.6	19.4
Falta de innovaciones tecnológicas	4.0	0.7	4.8
Dificultad para importar maquinaria	9.6	10.1	12.9
Dificultades organizacionales	1.1	3.4	4.8
TOTAL	100.0	100.0	100.0

Sigue en importancia como uno de los principales impedimentos para la inversión la insuficiente disponibilidad de recursos internos de las empresas (15%). La escasez de crédito y los costos financieros, sin embargo, sólo son mencionados como principal factor desfavorable por el 9 y el 8% de las empresas respectivamente. Esto confirma así que el elemento más importante relacionado con el financiamiento de la inversión es la disponibilidad de recursos propios de las empresas, más que la posibilidad de obtención de crédito. Así mismo, estas respuestas son consistentes con la evidencia de un comportamiento contracíclico de la demanda de crédito, dada la favorable coyuntura económica actual.

En tercer lugar de importancia aparece el exceso de impuestos, el cual es mencionado por el 14% de los encuestados. Este resultado es consistente con la poca importancia asignada por los empresarios a la reforma tributaria de 1986 como elemento favorable a la inversión. En efecto, no obstante la reforma, los encuestados consideran que los niveles actuales de impuestos siguen siendo un desincentivo importante. Las políticas comerciales de protección frente a las importaciones e incentivos a las exportaciones, si bien no tuvieron un efecto positivo sobre la inversión, tampoco fueron desfavorables a ella, ya que sólo fueron mencionadas en esta pregunta por el 5 y el 3% de las empresas, respectivamente. Esto indica que es poco lo que la política comercial puede hacer para aumentar la inversión industrial, excepto tal vez algo en lo que respecta a la facilidad para importar maquinaria, lo cual sí es mencionado como impedimento por un mayor porcentaje de empresas (10%).

La relación entre precios y costos de la inversión, aunque fue uno de los principales incentivos a la inversión de un número apreciable de empresas, aparece como un factor negativo para el 12% de las empresas, en particular para las del sector de productos químicos (30%).

En cuanto a la distribución por sectores de los problemas para la inversión, la falta de demanda fue importante para los sectores de minerales no metálicos y madera y muebles (40%) y, en menor medida, para los de maquinaria (27%) y textiles (20%). Los sectores que acusaron mayores problemas de financiamiento, tanto el proveniente de crédito como de recursos propios, fueron los de papel e imprentas (30 y 20% respectivamente), textiles y confecciones (17 y 13%) y el de maquinaria (8 y 17%). Los costos financieros, sin embargo, fueron un problema menos significativo para estos sectores.

Si se ordenan nuevamente los problemas más importantes en cada una de las escalas de prioridad (Cuadro 9), se confirma que la insuficiencia de demanda es el elemento más determinante y que, como elementos complementarios, son de importancia los altos costos financieros, al tiempo que aumenta la importancia del exceso de impuestos. Otro problema complementario que aparece como tercera prioridad es el de la dificultad para importar maquinaria. Este es un elemento que ha sido muy estudiado en los estudios realizados sobre determinantes de la inversión y aparece como una restricción significativa para la inversión en casi todos ellos. Las variables relacionadas con la protección a la producción nacional y los incentivos a las exportaciones no resultan importantes en ningún nivel de prioridad, confirmando así su reducida importancia en las decisiones de inversión en las empresas industriales colombianas.

En términos generales, hay una gran coincidencia entre los factores positivos y negativos que inciden en la inversión. Los dos tipos de respuestas son consistentes en señalar la importancia de continuar con el proceso de crecimiento económico dentro de un marco de estabilidad de las políticas económicas para estimular la inversión. Los únicos cambios de política que sugerirían los resultados de la encuesta son aquellos tendientes a reducir los impuestos y a facilitar más las importaciones de bienes de capital. Sin embargo, en una situación de restricción fiscal, la primera de estas medidas sólo podría tener lugar reduciendo

simultáneamente el gasto público, lo cual tendría una incidencia desfavorable sobre la demanda que sería mucho más perjudicial para la inversión privada. Las medidas relacionadas con una mayor libertad de importaciones de bienes de capital podrían ser más viables, aun cuando también deberían consultar las perspectivas de la balanza de pagos y las posibilidades de producción competitiva por parte de la industria doméstica.

La Encuesta también investigó la importancia de una serie de posibles impedimentos futuros para realizar inversión. Esta sección de la Encuesta estuvo dirigida a captar la incidencia de factores de mediano y largo plazo que influyen sobre las decisiones actuales y futuras de inversión. De acuerdo con las respuestas de los empresarios, el principal obstáculo para la inversión es la incertidumbre sobre el crecimiento futuro de la demanda (50%). Así como un nivel alto de demanda es una condición necesaria para que se piense en invertir, la posibilidad de predecir su comportamiento en el futuro es un factor determinante para llevar a cabo los planes de inversión. Por otra parte, es interesante notar que, aunque los factores regidos por la política de comercio exterior no han tenido mucha importancia sobre las decisiones recientes de inversión, la incertidumbre sobre estas variables sí tiene un efecto negativo importante: es así como la inseguridad sobre la posibilidad de importar insumos aparece como el segundo impedimento futuro para la inversión (11.5%), seguido por la incertidumbre sobre la protección frente a las importaciones (10.4%). Igual importancia tiene la incertidumbe sobre los precios de los insumos (10.4%), por su efecto sobre la rentabilidad de la inversión en el largo plazo. Las variables de tasa de cambio, impuestos y salarios no causan en cambio mucha preocupación entre los empresarios, quizás por la forma más o menos estable y predecible como han sido manejadas por la política económica en el pasado. La incertidumbre sobre los incentivos a las exportaciones tampoco aparece como un problema importante, a pesar de que la inestabilidad de su manejo ha sido muy marcada durante los últimos años. Sin embargo, esta respuesta refleja el hecho de que las inversiones industriales que se hacen con miras al mercado externo son muy pocas, además de que la misma inestabilidad histórica de estos incentivos ha dado como resultado que no se tengan en cuenta como un elemento del análisis de la rentabilidad de los proyectos de exportación, y se consideren, cuando se dan, como meras ganancias extraordinarias.

Aunque el problema de la incertidumbre sobre la demanda afecta en forma más o menos homogénea a todos los sectores, hay otros problemas que sí tienen una importancia especial para algunos de ellos. Este es el caso de la incertidumbre sobre la protección del mercado interno, que es especialmente notoria para el sector productor de maquinaria, ya que su producción es altamente competitiva de las importaciones; esta preocupación también está relacionada con la inestabilidad de las políticas de compras oficiales, las cuales representan buena parte de la demanda del sector. Una estrategia de estímulo al sector de bienes de capital debe tener en cuenta más la estabilidad de la demanda oficial que propiamente los niveles de protección. De hecho, la protección parece estar en un nivel adecuado, ya que tuvo un efecto positivo sobre la inversión en este sector (ver Cuadro 6) y no aparece mencionada como un factor negativo (Cuadro 8). Esta conclusión confirma un argumento contenido en un trabajo de Caballero, Echavarría y Londoño, según el cual el problema de la industria metalmecánica en Colombia no es de falta de competitividad frente a los productos importados sino de inestabilidad de la demanda, debido a la ausencia de una política adecuada de compras oficiales[14].

Por otro lado, los sectores altamente dependientes de insumos agrícolas para su

[14] J.J. Echavarría, C. Caballero y J.L. Londoño, "El proceso de industrialización. Algunas ideas sobre un viejo debate", *Coyuntura Económica,* Vol. XIII, No. 3, septiembre, 1983.

CUADRO 10

PRINCIPAL IMPEDIMENTO FUTURO PARA LA INVERSION
Porcentajes de Empresas

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Incertidumbre sobre crecimiento demanda	43.2	65.6	80.0	33.3	31.0	70.0	50.0	50.0	50.0	49.5
Incertidumbre sobre protección	13.5	6.3	0.0	0.0	10.3	0.0	0.0	17.3	0.0	10.4
Incertidumbre sobre incentivos exportación	5.4	3.1	0.0	11.1	10.3	0.0	0.0	1.9	50.0	4.9
Incertidumbre sobre importación insumos	10.8	0.0	0.0	0.0	13.8	10.0	33.3	19.2	0.0	11.5
Incertidumbre sobre salarios	0.0	6.3	0.0	0.0	6.9	0.0	16.7	0.0	0.0	2.7
Incertidumbre sobre tasa de cambio	8.1	6.3	0.0	22.2	10.3	0.0	0.0	3.8	0.0	6.6
Incertidumbre sobre impuestos	0.0	0.0	20.0	22.2	3.4	20.0	0.0	1.9	0.0	3.8
Incertidumbre sobre precios insumos	18.9	12.5	0.0	11.1	13.8	0.0	0.0	5.8	0.0	10.4
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

producción, como el de alimentos y bebidas, el de textiles y, en menor medida el de papel e imprentas, son los más preocupados por la inestabilidad de los precios de sus insumos. Esto pone de presente la falta de confianza de los empresarios en las políticas de estabilización de precios de productos básicos manejadas por el IDEMA. Por su parte, los sectores con un alto componente de insumos importados (químicos, metálicas básicas y maquinaria) lógicamente mencionan la incertidumbre sobre la capacidad de importar insumos como una de sus principales preocupaciones para el futuro, así como aquellos que exportan (papel e imprentas y químicos) tienen un cierto grado de preocupación sobre la estabilidad de los incentivos.

En la evaluación de los problemas como segunda prioridad (Cuadro 11) se destaca nuevamente la incidencia desfavorable de la inestabilidad de los precios de los insumos (23%). Los demás problemas que surgen como importantes en este rango de prioridad refuerzan aún más la importancia de la estabilidad de la política comercial como un factor decisivo para el desempeño de la inversión en el futuro. Esto se refleja en la incertidumbre sobre el suministro de insumos importados (21%) y sobre la evolución de la tasa de cambio (13%). Todos estos también son los más importantes entre los de tercera prioridad, al tiempo que cobra mayor importancia la incertidumbre sobre la protección y sobre los impuestos.

El último tema que investigó la Encuesta fue el relativo a las modalidades de financiamiento de la inversión. Con el fin de determinar la composición del financiamiento, se pidió a los encuestados que indicaran los porcentajes aproximados en los que diferentes modalidades de financiamiento habían contribuido a cubrir el valor de las inversiones realizadas en 1987. Las modalidades consideradas fueron los recursos propios de las firmas, la emisión de acciones, tres formas alternativas de crédito (fomento, comercial y externo) y el arrendamiento financiero ("leasing"). La misma pregunta se repitió también para los planes de inversión que tienen los empresarios para 1988. Los principales resultados sobre este tema aparecen en los Cuadros 12 a 15.

En el primero de estos cuadros se muestra la participación relativa de las diferen-

CUADRO 11

PRINCIPALES IMPEDIMENTOS FUTUROS A LA INVERSION PARA EL TOTAL DE LA INDUSTRIA
Porcentajes de Empresas

	Prioridad 1	Prioridad 2	Prioridad 3
Incertidumbre sobre crecimiento de demanda	49.1	10.2	8.1
Incertidumbre sobre protección frente a importaciones	10.4	8.4	11.0
Incertidumbre sobre incentivos a exportaciones	4.9	6.6	5.9
Incertidumbre sobre importación de insumos	11.5	20.5	13.2
Incertidumbre sobre salarios	2.7	7.2	2.9
Incertidumbre sobre tasa de cambio	6.6	13.3	12.5
Incertidumbre sobre impuestos	3.8	9.0	14.0
Incertidumbre sobre precios de insumos	10.4	22.9	22.1
Incertidumbre sobre avances tecnológicos	0.0	1.8	10.3
TOTAL	100.0	100.0	100.0

tes modalidades de financiación para el total de la industria en 1987. El resultado más destacado es, sin duda, la gran importancia que tuvieron los recursos propios de las firmas como fuentes de financiamiento del gasto en capital fijo. Para el conjunto de la industria, esta fuente de recursos cubrió el 57% del gasto en inversión efectuado en ese año, confirmando así la importancia asignada por los empresarios a la disponibilidad de recursos propios en sus decisiones de inversión. Las fuentes que le siguen en importancia son, respectivamente, el crédito comercial y el crédito de fomento, cuyas participaciones en 1987 fueron 18 y 15%. Las demás fuentes aportaron magnitudes relativamente poco importantes al financiamiento de la inversión, y en todos los casos alrededor del 3%.

El mismo Cuadro 12 revela además que no son extraños los casos en los cuales prácticamente toda la inversión es financiada con recursos internos de las firmas. En efecto, un 22% de las empresas encuestadas indicó haber financiado más del 90% de su inversión en 1987 con sus propios recursos, y otro 12% informó haber utilizado esta modalidad para financiar entre un 70 y un 90% de la inversión. Dada esta situación, no es sorprendente así que entre los principales determinantes de la inversión en 1987, el crecimiento de la demanda y el aumento de los márgenes brutos de ganancia hayan ocupado lugares muy destacados, puesto que estas dos variables son los más importantes determinantes de la generación de recursos propios de las firmas. Ninguna otra fuente de financiamiento llega a cubrir porcentajes tan altos de la inversión de manera frecuente. Por ejemplo, tan solo un 5% de las empresas financiaron más del 70% de sus inversiones con crédito comercial o de fomento. De igual manera, apenas un 21% de las firmas se valieron del crédito de fomento para financiar más del 30% del total de su inversión. La situación fue muy semejante para el crédito co-

CUADRO 12

MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION INDUSTRIAL
EN 1987
(% empresas)

Rangos (%)	Recursos Propios	Acciones	Crédito Fomento	Crédito Comercial	Crédito Externo	Leasing	Total
0-10	5.46	6.01	8.74	6.56	6.01	5.46	–
10-20	9.84	6.56	6.56	8.20	1.64	1.64	–
20-30	18.03	0.55	4.37	9.29	3.28	0.55	–
30-40	8.74	1.64	5.46	4.92	3.28	0.55	–
40-50	10.38	0.55	4.37	7.65	0.55	1.09	–
50-60	7.10	0.00	2.19	4.92	0.55	0.00	–
60-70	5.46	0.55	4.37	1.09	0.00	0.00	–
70-80	6.56	0.00	3.28	3.28	0.00	0.55	–
80-90	6.01	0.00	1.64	1.09	0.00	0.55	–
90-100	22.40	0.00	0.00	1.09	0.00	0.55	–
TOTAL	57.15	2.81	15.48	18.29	3.31	2.96	100.00

CUADRO 13

MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION INDUSTRIAL
EN 1988
(% empresas)

Rangos (%)	Recursos Propios	Acciones	Crédito Fomento	Crédito Comercial	Crédito Externo	Leasing	Total
0-10	1.76	5.88	7.65	10.59	6.47	9.41	–
10-20	12.35	2.94	8.24	5.88	2.35	0.00	–
20-30	18.24	1.18	7.06	12.94	1.76	1.18	–
30-40	13.53	1.76	6.47	5.29	4.12	0.00	–
40-50	15.88	2.94	8.82	7.06	3.53	0.00	–
50-60	7.65	0.00	2.94	4.71	1.18	0.00	–
60-70	4.71	1.18	5.88	1.76	0.00	1.18	–
70-80	5.88	0.00	1.76	2.35	0.00	0.00	–
80-90	5.29	0.59	1.18	0.00	0.00	0.59	–
90-100	14.71	1.76	0.59	0.00	0.00	0.00	–
TOTAL	51.42	6.26	19.01	16.08	5.08	2.15	100.00

mercial, puesto que esta fuente sólo cubrió por encima del 30% de la inversión en el 24% de los casos. De esta manera, puede afirmarse que los recursos crediticios constituyeron en realidad fuentes complementarias a los recursos propios de las firmas para realizar la inversión.

En el Cuadro 13 aparecen los resultados correspondientes a 1988. Es interesante observar que las empresas aspiran a aumentar la colocación de acciones y el acceso al crédito de fomento y de origen externo para financiar en mayores proporciones su gasto de inversión. En contraste, esperan que se reduzca la participación de los recursos propios y del crédito comercial, lo cual puede sugerir que estos son los recursos que más alto costo de oportunidad tienen para las empresas. También es notable que las empresas aspiran a diversificar las fuentes de financiamiento con el fin de reducir la alta dependencia con respecto a los recursos propios. Esto puede ser indicativo de que la estructura de financiamiento adoptada en 1987 no fue enteramente satisfactoria para las firmas y que, por consiguiente, estarían inclinadas a acudir más a los mercados accionario y crediticio para financiar la inversión. La viabilidad de esta alternativa depende, por supuesto, de la disponibilidad de crédito y de la situación de las tasas de interés.

En los dos cuadros restantes aparecen las participaciones totales de las diferentes modalidades de financiamiento para cada uno de los principales sectores industriales en 1987 y en 1988. En el Cuadro 14 se observa que la composición del financiamiento varía en forma apreciable entre los diferentes sectores. Las participaciones más elevadas para los recursos propios corresponden a las empresas productoras de metálicos básicos, productos químicos, alimentos y maquinaria. Por su parte, los recursos de crédito de fomento son de especial importancia para los sectores productores de muebles, manufacturas diversas y textiles y confecciones, donde posiblemente se encuentra el mayor número de empresas medianas y pequeñas. En contraste, el crédito comercial representa una fuente más importante de recursos para las empresas de los sectores productores de minerales no metálicos y papel e imprentas, los cuales se encuentran conformados por grandes empresas, que tienen más fácil acceso al financiamiento bancario. La utilización del mecanismo del leasing como fuente de financiamiento aparece como muy importante únicamente para el sector productor de manufacturas diversas (36%). En los demás casos llega a lo sumo al 5% (textiles y confecciones). La emisión de acciones no tiene mayor importancia como fuente de recursos para ningún sector industrial, con la posible excepción de minerales no metálicos donde alcanza a representar el 7% del valor de la inversión. Por último, la participación del crédito externo es aún menos importante pues apenas alcanza el 6% de la

CUADRO 14

MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION
Por Sectores Industriales en 1987

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Recursos propios	58.40	48.58	41.25	42.77	59.65	30.00	72.08	56.14	27.66	57.15
Emisión de acciones	1.84	3.01	0.00	3.14	4.29	7.44	1.95	3.18	0.00	2.81
Crédito de fomento	18.56	27.08	43.75	22.01	10.99	19.07	14.94	10.86	36.17	15.48
Crédito comercial	15.80	11.15	15.00	32.08	20.11	34.88	11.04	23.68	0.00	18.29
Crédito externo	3.83	4.42	0.00	0.00	3.49	6.05	0.00	3.07	0.00	3.31
Leasing	1.53	5.49	0.00	0.00	1.47	2.56	0.00	3.07	36.17	2.96
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

CUADRO 15

MODALIDAD DE FINANCIACION DE LA INVERSION POR SECTORES INDUSTRIALES EN 1988

	Alimentos Bebidas	Textiles Confección	Maderas Muebles	Papel Imprenta	Químicos	Minerales No metálicos	Metales Básicos	Maquinaria	Otros	Total
Recursos propios	46.89	40.35	27.08	24.18	51.07	69.40	51.55	58.67	27.66	51.42
Emisión de acciones	7.66	11.02	0.00	15.38	6.28	16.94	18.56	1.55	0.00	6.26
Crédito de fomento	22.81	31.10	21.88	20.88	12.97	3.28	20.62	14.25	36.17	19.01
Crédito comercial	15.47	7.28	51.04	23.08	23.66	8.20	4.12	19.01	0.00	16.08
Crédito externo	5.90	6.10	0.00	15.38	4.14	2.19	4.12	4.64	0.00	5.08
Leasing	1.28	4.13	0.00	1.10	1.87	0.00	1.03	1.88	36.17	2.15
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

inversión en el mismo sector de minerales no metálicos y coeficientes menores en los demás casos.

Por último, en el Cuadro 15 puede verse que las empresas de la mayoría de los sectores planean modificar de manera importante la composición del financiamiento de la inversión en 1988. En los sectores productores de muebles, papel e imprentas y metálicas básicas, los empresarios aspiran a disminuir sustancialmente su dependencia de recursos propios, mediante la obtención de más crédito comercial en el primer caso y a través de una mayor diversificación de las fuentes de financiamiento en los otros dos. En el sector de textiles y confecciones, el principal cambio esperado en las fuentes de financiamiento será un aumento en la importancia de las acciones, a costa principalmente del crédito comercial. En el sector de minerales no metálicos, las empresas también planean acudir más a la emisión de acciones, para complementar así la mayor disponibilidad prevista de recursos propios con el fin de disminuir su alta dependencia al crédito comercial y de fomento.

IV. CONCLUSIONES

La Encuesta Especial realizada por FEDESARROLLO entre las empresas industriales permite sacar importantes conclusiones sobre el comportamiento reciente y sobre los determinantes de la inversión privada en Colombia. En relación con el desempeño de la inversión, la Encuesta muestra de manera concluyente que las empresas del sector industrial han aumentado recientemente sus gastos en formación de capital fijo en términos reales y que planean efectuar inversiones adicionales de importancia en 1988. Los mayores gastos de inversión ya se han reflejado en expansiones de capacidad en algunos de los sectores que registraban en 1986 los más altos niveles de utilización, amenazando con convertirse así en cuellos de botella para la recuperación económica. Los planes de los empresarios para 1988 muestran igualmente que los mayores aumentos en la inversión se darán este año en aquellos sectores que registran actualmente los mayores niveles de utilización de su capacidad instalada.

Desde el punto de vista de los empresarios, la situación actual y esperada de la demanda es el factor que ha tenido la mayor influencia en las decisiones recientes y en las posibilidades futuras de la inversión. Este resultado es consistente con los estudios empíricos sobre el tema, que se basan en la conocida teoría del acelerador, según la cual, la inversión es una variable endógena al proceso de crecimiento económico. La fuerte respuesta que ha tenido recientemente la inversión a los crecimientos de la demanda se ajusta perfectamente a estas teorías. Además, indica claramente que la insuficiencia de capacidad productiva difícilmente puede convertirse en un obstáculo al crecimiento económico actual.

Aparte de la demanda, las dos variables de mayor influencia en las decisiones de inversión son la disponibilidad de recursos propios y la relación entre los precios y los costos de producción de las firmas. Como ambas variables tienen una relación muy marcada con el ciclo económico, constituyen canales adicionales a través de los cuales el crecimiento económico incide sobre la inversión. En efecto, en los períodos de rápido crecimiento, debido al fortalecimiento de la demanda, las firmas están en capacidad de elevar sus márgenes de ganancia, lo cual mejora su relación precio/costo y aumenta la generación de recursos propios, que, de acuerdo con los resultados de la Encuesta, constituyen la fuente básica de financiamiento de la inversión. De esta manera, el crecimiento económico hace posible la expansión de la inversión, que a su vez permite sostener el dinamismo de la producción a través del tiempo.

Las variables de política no demuestran haber tenido una influencia importante en el dinamismo actual de la inversión. En particular, la reforma tributaria no fue un factor favorable de importancia en las decisiones de inversión en 1987, como tampoco las políticas comerciales externas relacionadas con los sistemas de promoción de exportaciones menores, con las mayores facilidades para importar maquinaria o con la protección de los mercados internos. Antes bien, el exceso de impuestos y las dificultades para importar maquinaria aparecen como obstáculos para un crecimiento más fuerte de la inversión. Además, la incertidumbre en relación con algunas áreas de política constituye un impedimento importante para el aumento futuro de la inversión.

Las conclusiones anteriores sugieren que un proceso de crecimiento económico sostenido puede ir correspondido con incrementos continuos y significativos de la inversión en el sector privado si se eliminan los principales elementos de incertidumbre relacionados con el crecimiento de la demanda y con la estabilidad de las políticas comerciales y cambiarias externas. Las políticas de pare y siga en los frentes fiscal y monetario, con las que suele responderse a las presiones inflacionarias, son contrarias a la posibilidad de un crecimiento económico sostenido porque desalientan la inversión y facilitan por consiguiente posteriores aumentos de precios. De igual manera, los intentos de liberación de importaciones que responden a la necesidad de facilitar el manejo monetario y al propósito de reducir las presiones inflacionarias son desestimulantes para la inversión y terminan por frenar el crecimiento.

La Economía Mundial y el Desempeño del Comercio Exterior Colombiano

Cristina Lanzetta

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

El panorama económico internacional en 1987 estuvo marcado por la estrepitosa crisis experimentada por los principales mercados bursátiles del mundo. Las causas de este fenómeno se encuentran en las características que ha tenido el desarrollo de la economía mundial durante esta década y, en particular, en el hecho de que Estados Unidos, mediante una política fiscal expansiva, impulsó el crecimiento económico mundial en este período. Esta ampliación de la demanda interna fue dando lugar a un déficit comercial de grandes magnitudes, cuya corrección constituye el principal reto actual de las autoridades económicas de las potencias del mundo capitalista.

Son varias las vías a través de las cuales puede disminuirse el desbalance comercial estadounidense. Las diferencias entre ellas radican en la magnitud y distribución de los costos entre las distintas zonas económicas. Así, la más benéfica en términos globales, radica en que los países desarrollados distintos a Estados Unidos, y en particular Alemania y Japón, estimulen el crecimiento económico mundial llevando a cabo unas políticas fiscal y monetaria expansivas. Sin embargo, hasta el momento, ésta no parece ser la vía más probable, de tal forma que existen grandes posibilidades de que el ajuste se de a través de la disminución de las importaciones de Estados Unidos. Este resultado podría lograrse contrayendo la demanda interna de este país —en especial reduciendo su déficit fiscal—, o aplicando una estricta política de control a las importaciones. La primera de estas medidas tendría un efecto negativo tanto para la economía estadounidense como para las de sus socios comerciales. La segunda concentraría los costos del ajuste en los países diferentes a Estados Unidos y generaría una punga de poder político y económico entre ellos. Así las cosas, una combinación de todas estas políticas será probablemente la que prevalezca.

Aunque los países industrializados tuvieron un pobre desempeño económico durante el último año, al crecer, en promedio, un 2.7%, el desempleo continuó la tendencia decreciente que ha mostrado en los últimos años. Asimismo, la inflación promedio en estos países —medida por el crecimiento de los precios implícitos en el PNB— se desaceleró en 1987, aunque el aumento en el valor unitario de sus importaciones se reflejó en un ligero incremento en el ritmo de crecimiento de los precios al consumidor. A la vez, los grandes desbalances en cuenta corriente —tanto déficit como superavit— que han venido prosperando en muchos de los países industrializados, se agudiza-

ron en términos nominales. Las perspectivas de crecimiento para el año en curso son poco favorables, debido especialmente a los efectos de la disminución del precio de las acciones sobre la economía estadounidense y al proceso de ajuste de sus cuentas externas.

Tampoco en el plano latinoamericano anduvieron bien las cosas en 1987. El dinamismo del aparato productivo del conjunto de estas economías se redujo en casi un punto porcentual, no obstante el alto crecimiento experimentado por las economías chilena, peruana, uruguaya y colombiana. El ritmo de crecimiento de los precios volvió a acelerarse, debido principalmente a los fuertes brotes inflacionarios vividos en Argentina, Brasil, Perú, México y Nicaragua. Sin embargo, el desempleo siguió disminuyendo y en el plano externo se presentaron algunas tendencias favorables relacionadas con la positiva evolución de los términos de intercambio, especialmente marcada en el caso de los países exportadores de petróleo. En efecto, este último grupo de países mejoró sustancialmente su balance en cuenta corriente. En el resto, en cambio, el incremento en las importaciones y en los pagos de intereses superó el de las exportaciones, aumentándose, así, el déficit que ya presentaban.

Desde la perspectiva de la deuda externa latinoamericana, 1987 fue un año turbulento, en razón, básicamente, de la decisión de muchos países deudores de declarar la moratoria unilateral del servicio de la misma. Así, el anuncio que en este sentido realizó Brasil a principios del año, y las buenas condiciones logradas por México en la renegación de un monto importante de sus obligaciones, marcaron la pauta en el manejo del problema de la deuda por parte de muchos otros países latinoamericanos. En este escenario, los países que reprogramaron su deuda en este último año lograron mejorar las condiciones de pago de la misma en una forma sustancial.

Pasando al contexto colombiano, el comercio exterior consolidó, en 1987, la tendencia favorable que mostró en 1986. No obstante la gran disminución del precio del café, el dinamismo de las exportaciones mineras y de las menores permitió que la reducción del superávit comercial fuera proporcionalmente menor a la caída en el valor de las exportaciones del grano. Estos hechos, unidos a la disminución de las compras de oro y al incremento de las importaciones, dieron lugar a un superávit comercial de US$1.042 millones, cifra inferior en un 39% a la registrada un año atrás.

En el marco de las exportaciones de café, debe mencionarse que en los primeros meses de 1988 se han producido algunos repuntes significativos en sus cotizaciones externas, aunque dentro de los márgenes previstos por el Pacto de Cuotas, que entró nuevamente en operación en octubre pasado. Además recientemente han aumentado los diferenciales de precios entre las distintas calidades del grano, lo cual ha sido especialmente favorable para Colombia.

Las exportaciones más dinámicas en 1987 procedieron del sector minero. Las de hidrocarburos triplicaron su valor, en razón tanto del incremento en la producción de los mismos como del notable aumento de sus precios externos. Las de carbón aumentaron en un 35%, como resultado de las mayores cantidades colocadas en el mercado.

Asimismo, por segundo año consecutivo las exportaciones menores registraron un crecimiento muy satisfactorio (16% según cifras del DANE). En términos porcentuales fueron las ventas de productos mineros las que tuvieron mayor incremento seguidas por las industriales y las agropecuarias. Según destino, los más favorables desempeños fueron los registrados por las ventas dirigidas al Japón, a la Comunidad Económica Europea y a los Estados Unidos, mientras que las compras de los países de la ALADI crecieron menos de un 7%. El manejo de la tasa de cambio jugó un papel importante en esta evolución de las exportaciones menores. Sin embargo, otros factores, tales como el aumento de la producción de algunos bienes agropecuarios, el

crecimiento económico en los países compradores, los mecanismos de promoción de exportaciones y los convenios de intercambio bilateral firmados con algunos países socios, tuvieron también un efecto muy significativo en este resultado.

El proceso de liberación de las importaciones, que comenzó en 1985, se profundizó durante el año pasado. Así, continuó el traslado de algunas posiciones del régimen de libre a previa y hubo un fuerte incremento en el presupuesto de divisas para importación. Como resultado, el valor de las compras externas creció en el último año en un 11%, alcanzando un monto de US$ 4.282 millones. Las licencias de importación que más aumentaron fueron las de bienes de capital y materias primas, realizadas en forma creciente por el sector privado. Las del sector público no presentaron cambios significativos con respecto a lo sucedido en 1986, no obstante la sensible disminución en las compras de gasolina.

II. PANORAMA EXTERNO

A. Crisis del Mercado Bursátil

En el último trimestre del año pasado los principales mercados bursátiles del mundo experimentaron la más estrepitosa crisis de los últimos cincuenta años. Un fuerte descenso en los precios de las acciones sucedió a un prolongado período de alza especulativa de los mismos (Gráfico 1), proceso que, al no tener un sustento en los activos productivos correspondientes, estaba abocado a una inevitable reversión.

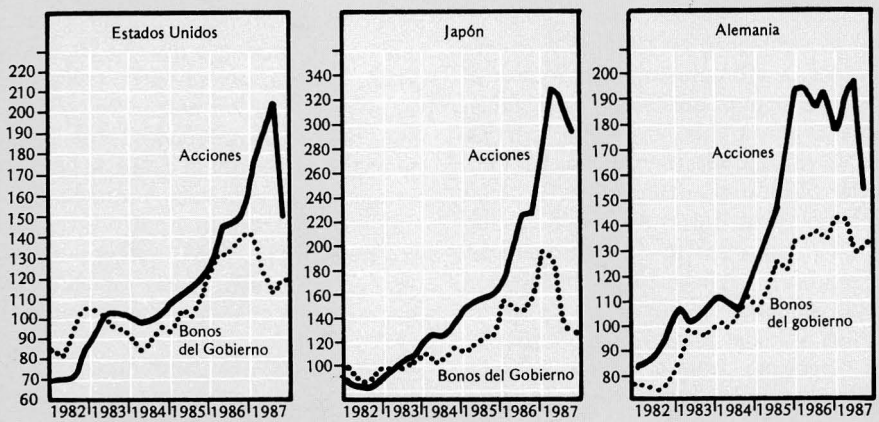
Las causas de este fenómeno, en apariencia puramente especulativo, se encuentran, sin embargo, en las características que ha tenido el desarrollo de la economía mundial durante la presente década. El punto de partida consiste en el hecho de que Estados Unidos, a través de una política fiscal expansiva, impulsó durante estos años el crecimiento económico internacional.

En efecto, a partir de 1982, el gobierno norteamericano elevó sus gastos en forma muy significativa, dando lugar a un déficit presupuestal de magnitudes crecientes hasta 1986. En contraste, la mayor parte del resto de países industrializados, y en particular Japón y Alemania, realizaron esfuerzos para sanear sus finanzas gubernamentales, lo cual se reflejó en una notable disminución de sus déficit fiscales como porcentaje del producto intreno bruto (Gráfico 2). Francia, por su parte, realizó un intento de expansión entre 1982 y 1983, el cual, tuvo efectos nefastos sobre la balanza de pagos, razón por la cual esta política tuvo que ser abandonada. También el Reino Unido llevó acabo una política reactivadora, entre 1983 y 1984, que sí se reflejó en un comportamiento más dinámico de su aparato productivo durante esos años.

Sin embargo, los bajos niveles de ahorro privado de la economía estadounidense fueron insuficientes para financiar un déficit fiscal creciente y de magnitudes muy importantes, de tal forma que hubo necesidad de recurrir al endeudamiento externo para lograr el equilibrio ahorro-inversión. Esta demanda de dólares por parte del gobierno estadounidense provocó un incremento en el precio de esta moneda, proceso de apreciación que se prolongó hasta 1985 (Gráfico 3).

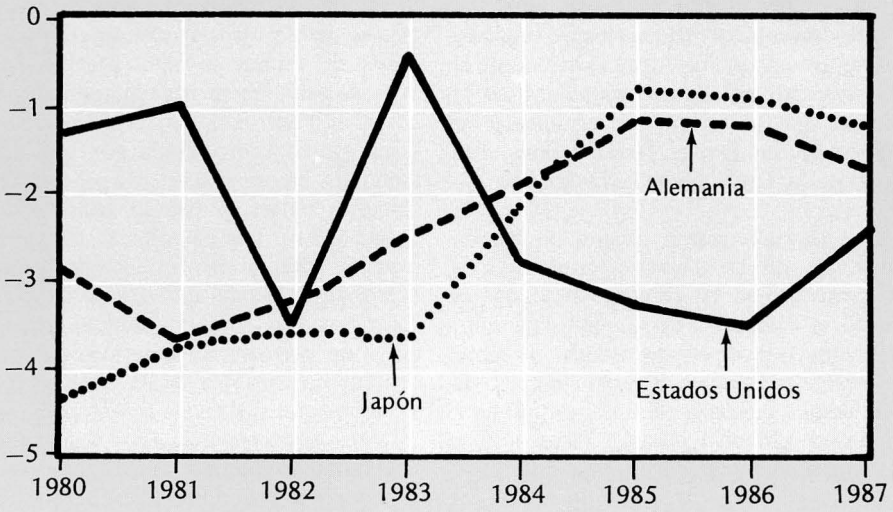
Como es natural, las relaciones comerciales de la potencia norteamericana con el resto del mundo se vieron afectadas por estos sucesos. En primer lugar, la importación de ahorros por parte de Estados Unidos estuvo acompañada por una entrada neta de bienes y servicios procedentes de algunos países industrializados de Europa y Asia. En otras palabras, el exceso de inversión sobre ahorro interno generó un exceso de demanda equivalente de bienes y servicios al resto del mundo, el cual condujo a un permanente deterioro del balance en cuenta corriente de los Estados Unidos, a la vez que sus socios comerciales —Japón y Alemania en particular— registraban superávit cada vez mayores. Estos desequilibrios comerciales fueron reforzados por la disminución del precio de los bienes básicos —incluido el petróleo—, la cual menos-

GRAFICO 1
PRECIOS DE BONOS Y ACCIONES
Indice 1983 = 100



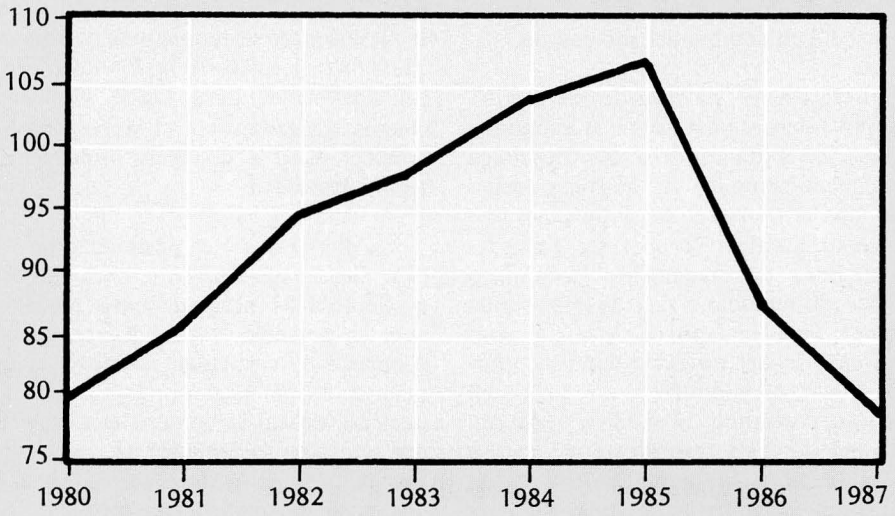
Fuente: OECD Economic Outlook, diciembre 1987.

GRAFICO 2
DESBALANCE FISCAL COMO PORCENTAJE DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO



Fuente: OECD.

GRAFICO 3
INDICE DE TASA DE CAMBIO EFECTIVA DEL DOLAR



Fuente: OECD.

cabó el poder de compra de los países en desarrollo y redujo la demanda por importaciones de productos estadounidenses. En este sentido, la crisis latinoamericana, cuyas causas se encuentran básicamente en los desequilibrios del sector externo, tuvo una repercusión especialmente fuerte sobre las importaciones de la nación norteamericana. Adicionalmenete, el costo del servicio de la creciente deuda externa de este país contribuyó a acrecentar su déficit en cuenta corriente, que ya para 1985 ascendía a US$141 mil millones, cifra equivalente a cerca del 3% del producto interno bruto.

Todos estos hechos fueron debilitando la confianza en el dólar, moneda que a partir de septiembre de 1985 se empezó a depreciar rápidamente. Sin embargo, aunque desde 1986 el déficit presupuestal comenzó a decrecer, en virtud de la adopción de algunas medidas tendientes a reducir el gato, su magnitud siguió superando el exceso del ahorro sobre la inversión privadas, de tal forma que se mantuvieron las necesidades de financiación externa. Así las cosas, fueron el repunte del precio de las acciones y las ganancias de capital sobre los bonos, los factores que permitieron que en un escenario de depreciación del dólar y de caída en las tasas de interés, continuara la entrada neta de capitales a los Estados Unidos. En efecto, desde 1985, pero principalmente durante 1986 y los tres primeros trimestres de 1987, se produjo un vertiginoso aumento en los precios de las acciones en los mercados bursátiles de los países undustrializados (Gráfico 1). Al parecer varios factores confluyeron en este fenómeno. Por una parte, la caída del precio de los productos básicos importados y la disminución de la carga impositiva en los Estados Unidos dieron lugar a un exceso de liquidez en manos de las personas, el cual se canalizó hacia inversiones financieras, y no reales, debido a las malas expectativas de crecimiento económico prevalecientes en ese momento. Adicionalmente, la liberación de los mercados financieros incentivó la proliferación de inversión en estos papeles. Sin embargo,

como se había mencionado anteriormente, este incremento en el precio de las acciones no tenía un soporte en la situación real de las empresas correspondientes, razón por la cual era inevitable que en algún momento se produjera un desplome de los mismos. Así sucedió en octubre del año pasado.

Los efectos de esta crisis del mercado financiero internacional sobre la economía mundial son bastante inciertos y dependen fundamentalmente de las políticas económicas que se tomen en los principales países industrializados. No obstante, todas las proyecciones de crecimiento económico han sido disminuidas a raíz de este acontecimiento. Se estima que por este concepto el incremento del producto interno bruto de los Estados Unidos se verá reducido en un punto porcentual en 1988 y 1989 respectivamente. Este gran efecto adverso se explica por el hecho de que en este país es bastante común entre las personas y empresas mantener parte de su riqueza en acciones. De esta forma, al disminuir el precio de estos activos, los agentes económicos han visto disminuida su riqueza y es de esperar que reduzcan su gasto de consumo e inversión. Además, es factible que la incertidumbre creada por una crisis de esta naturaleza induzca a los agentes económicos a ser más cautelosos con sus gastos. Algo similar sucede en Inglaterra, en donde se cree que el efecto sobre el crecimiento económico será de aproximadamente 0.3% durante este año y el próximo[1]. También el debilitamiento de las instituciones financieras y de las empresas, producto de la crisis de confianza en sus activos, reforzará este efecto negativo sobre el desempeño de la economía internacional. Sin embargo, hay que tener en cuenta que el valor de estos papeles en muchos casos siguió siendo superior al que tenían 18 meses atrás. Además, las ganancias de capital sobre los bonos, resultantes de la caída en las tasas de interés que acompañó al shock del mercado de valores, ayudarán a contrarrestar en algo estas fuerzas recesivas.

No obstante, el gran reto se encuentra en manos de las autoridades económicas de las potencias del mundo capitalista. Se trata de corregir el gran déficit comercial estadounidense sin generar una profunda recesión mundial. Dada la gran magnitud de este desbalance, se requiere la colaboración decidida de los gobiernos japonés y alemán, principalmente, para lograr atenuar los efectos adversos sobre el crecimiento económico mundial que muy probablemente tendrá este ajuste.

En efecto, la única posibilidad de evitar una fuerte recesión internacional como producto del proceso de ajuste consiste en que las potencias superavitarias, Japón y Alemania en particular, estimulen el crecimiento económico mundial a través de unas políticas fiscal y monetaria expansivas que refuercen su demanda hacia el resto del mundo. Así se lograría corregir el déficit comercial norteamericano a través, principalmente, de un incremento en las exportaciones, en vez de tener que hacerlo mediante la reducción de las importaciones, lo cual tendría un efecto negativo mucho más fuerte sobre la actividad económica mundial. Naturalmente, estas medidas tendría un alto costo para Japón y Alemania en términos de su equilibrio en balanza de pagos, aunque sin lugar a dudas con respecto al desempeño económico global es la alternativa más deseable. Japón ya ha tomado algunas medidas en este sentido aunque no parecen ser lo suficientemente drásticas. Alemania por su parte, continúa reacia a asumir este liderazgo.

Las posibilidades de que las actitudes de las autoridades de estas dos naciones den el giro deseado no parecen ser muy altas. En primer lugar, el fuerte grado de apertura de estas economías hace que una política de expansión de la demanda doméstica tenga un efecto sobre las cuentas externas y posiblemente sobre la actividad económica mucho más fuerte del que tendría en una economía más cerrada, como la estadounidense. Adicionalmente, los salarios reales europeos son más rígidos que los de la economía norteamericana, razón por la cual

[1] OECD *Economic Outlook,* diciembre de 1987.

una política expansiva tendería a ser menos reactivadora y más inflacionaria. Este último punto juega un papel importante en este problema ya que las autoridades alemanas y japonesas son especialmente renuentes a permitir aceleraciones en el ritmo de crecimiento de sus precios. Además existen factores de tipo demográfico y patrones de consumo que limitan el potencial de crecimiento de la demanda privada en estos países. Por último, los acontecimientos económicos de los últimos años han evidenciado una pérdida de poder relativo de Estados Unidos para imponer condiciones económicas y políticas al resto del mundo capitalista. En una coyuntura como la actual este punto puede determinar cuál —o cuáles— de estas economías sea la que tenga que asumir los costos fundamentales del ajuste.

La otra vía a través de la cual podría lograrse la corrección del déficit comercial de los Estados Unidos es mediante una drástica reducción de sus importaciones. Este resultado puede obtenerse contrayendo la demanda interna y principalmente el gasto público o aplicando una estricta política de control de importaciones. La reducción del déficit fiscal norteamericano, que ya ha comenzado a producirse, tendría un gran costo en materia de crecimiento tanto para Estados Unidos, por la disminución de la demanda interna, como para el resto de país sea, debido a la caída en la demanda por importaciones. Sin embargo, esta contracción de la absorción doméstica liberaría producción nacional, la cual se podría destinar al mercado externo, dando lugar a un incremento en las exportaciones. Por el otro lado, la estrategia proteccionistas es posiblemente más atractiva desde el punto de vista de los Estados Unidos, ya que ésta le permitiría corregir sus cuentas externas sin incurrir en el costo de la reducción de la demanda en el corto plazo. Adicionalmente, esta política podría estimular la producción doméstica, como consecuencia de la reorientación de la demanda por bienes del resto del mundo hacia la producción nacional. No obstante, esto disminuiría el exceso de producción sobre consumo doméstico, hecho que se reflejaría negativamente sobre las exportaciones. Además, al limitarse la competéncia para la industria, ésta podría comenzar a perder eficiencia, disminuyendo así su competitividad en el mercado externo. Por otra parte, esta vía proteccionista generaría retaliaciones de sus socios comerciales, lo cual disminuiría sus exportaciones y tendría un gran impacto negativo sobre la actividad económica mundial. Además, ella tendría un efecto especialmente fuerte sobre el Tercer Mundo en la medida en que las importaciones que primero se recortarían serían aquellas provenientes de los países con menor poder de negociación frente a Estados Unidos. Brasil y los países del sureste asiático serían algunos de los más afectados. No obstante, aunque, como se mencionó, esta política daría lugar a una peligrosa "guerra de proteccionismo" entre las principales economías, en el plano político podría tener la ventaja de que al adoptar Estados Unidos una actitud más dura frente al resto del mundo, su poder de negociación respecto a las otras potencias aumentaría, lo cual podría resultar en la adopción de la primera vía mencionada —expansión de la demanda de los otros países—, la más deseable de todas. Sin embargo, es cuestionable hasta qué punto un país de la magnitud e importancia económica y política de Estados Unidos puede asumir este tipo de actitudes capaces de generar situaciones excesivamente traumáticas a nivel mundial.

Por otra parte, hay indicios de que el efecto de una mayor depreciación del dólar sobre las exportaciones estadounidenses ya no sería muy importante, mientras que el tener mayor estabilidad en los mercados de divisas podría resultar muy benéfico para lograr una corrección adecuada de los desbalances globales.

Adicionalmente, aunque la reducción del déficit presupuestal no sea la estrategia básica a través de la cual se logre el ajuste, si es necesario que éste se reduzca al menos un poco —como se ha venido haciendo— puesto que los recursos para financiarlo se hacen cada vez más escasos y, al mismo tiempo, esto introduce una fuerte presión

sobre los mercados internacionales de capitales y la tasa de interés, hecho perjudicial para los países del Tercer Mundo. En este sentido, un aumento del ahorro doméstico de los Estados Unidos contribuiría a disminuir el actual desequilibrio entre el ahorro y la inversión.

Una combinación de todas estas políticas es, probablemente, la estrategia que dará alivio a la actual situación. No obstante, esto implica que todos los países cedan un poco en la satisfacción de sus propios intereses, lo cual no se dará sin antes pasar por fuertes enfrentamientos en el plano político y económico. En esta lucha de poderes, los más débiles, los países del Tercer Mundo, serán probablemente los más perjudicados.

B. Desempeño reciente de los Países Industrializados

1. Crecimiento Económico

Según estimaciones de la OECD[2], durante 1981 los países industrializados, en conjunto, crecieron un 2.75%, tasa que, no obstante ser muy similar a la registrada un año atrás, conserva el patrón decreciente que este indicador viene mostrando desde 1985 (Cuadro 1). Aunque en la mayoría de estas economías el aparato productivo tuvo un dinamismo menor al de 1986, el buen desempeño del Japón contrarrestó parcialmente estas fuerzas.

En efecto, la debilidad de la demanda doméstica de gran parte de los países de la OCDE, desestimuló el crecimiento de sus aparatos productivos. Así, por ejemplo, en Estados Unidos el estancamiento del gasto interno anuló el efecto positivo del aumento de las exportaciones, dando lugar a una pequeña caída en la tasa de crecimiento, que pasó de 2.9% en 1986 a 2.75% en el año siguiente. Los casos más drásticos de bajo crecimiento se presentaron en Alemania y Francia. El producto nacional bruto del primero de estos países se incrementó en sólo 1.5%, un punto menos que durante el año anterior, hecho que se explica, casi exclusivamente, por el comportamiento del gasto interno. En Francia este factor se combinó con el deterioro de las exportaciones, para dar lugar a un crecimiento tan pobre como el alemán. En contraste, Japón creció 3.5%, un punto más que en 1986. Este resultado es atribuible al aumento del ingreso disponible de los hogares —el cual se reflejó sobre la demanda doméstica— y a la recuperación de las exportaciones, después de la fuerte caída que sufrieron en 1986.

Los pronósticos para este año son poco favorables, ya que se espera que la tasa de crecimiento de las economías industrializadas siga decreciendo. Los principales elementos que llevan a los analistas a proyectar un incremento del producto de sólo 2.5% son una sensible disminución tanto del consumo como de la inversión estadounidenses —producto de la reciente crisis del mercado bursátil y de la política fiscal contactiva— y el deterioro de los balances en cuenta corriente del resto de países, como consecuencia de la devaluación del dólar.

2. Inflación

Durante 1987 se mantuvo la tendencia descendente del ritmo de crecimiento de los precios de los bienes producidos internamente por los países desarrollados pero, a la vez, los mayores precios pagados por los bienes importados propiciaron un incremento en el valor de la canasta familiar superior al registrado durante 1986. En efecto, el nivel de precios promedio de los países industrializados creció en 3.25% durante 1987, tasa que se sitúa en más de medio punto por debajo de la obtenida en 1986, el nivel más bajo registrado en las dos últimas décadas. La reducción de 0.25% en el nivel de precios del Japón contribuyó sustancialmente en este resultado, así como la leve tasa de inflación alemana. En Estados Unidos, por el contrario, los precios crecieron a un ritmo mayor que en

[2] OECD *Economic Outlook,* diciembre de 1987.

CUADRO 1

INDICADORES DE DESEMPEÑO MACROECONOMICO DE LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS

	1984	1985	1986	1987	1988
CRECIMIENTO (%)					
E.E.U.U.	6.8	3.0	2.9	2.7	2.5
Japón	5.1	4.7	2.4	3.5	3.5
Alemania	3.3	2.0	2.5	1.5	1.5
OECD	4.9	3.2	2.8	2.7	2.5
INFLACION (%)					
E.E.U.U.	N.D	3.2	2.6	3.0	3.5
Japón	N.D	1.5	1.8	−0.3	1.0
Alemania	N.D	2.2	3.1	2.5	1.8
Francia, RV. Italia, Canadá	N.D	3.6	4.8	4.3	4.3
Otras OECD	N.D	8.1	7.7	6.5	5.5
OECD	N.D	4.2	3.8	3.3	3.5
DESEMPLEO (%)					
E.E.U.U.	7.5	7.2	7.0	6.3	6.0
Japón	2.7	2.6	2.8	3.0	3.0
Alemania	8.2	8.3	8.0	8.0	8.3
OECD	8.5	8.4	8.3	8.0	8.0
CUENTA CORRIENTE (Millones de dólares)					
E.E.U.U.	−107.0	N.D	−141.3	−156.0	−134.0
Japón	35.0	N.D	85.8	86.0	81.0
Alemania	8.0	N.D	37.1	44.0	41.0
OECD	−63.0	N.D	−22.8	−46.0	−50.0

Fuente: OECD.

1986 pero, aún así, la tasa estimada del 3% sigue siendo bastante moderada.

Por otra parte, el índice de precios al consumidor del conjunto de países de la OECD se incrementó en un 3.5% durante 1987, mientras un año atrás lo había hecho en 2.9%. Este resultado es atribuible al aumento en el valor de las importaciones estadounidenses, producto de la devaluación del dólar, ya que al aislar este país, el incremento mencionado desaparece. No obstante, la recuperación de los precios de los productos básicos, y en particular del petróleo, también ejerció presión sobre el valor de la canasta familiar de estos países.

Los analistas afirman que el período de "desinflación" vivido por los países de la OCDE ha terminado, y que en lo que resta de esta década se observarán tasas de inflación crecientes aunque moderadas. La recuperación de los precios de los productos básicos y las políticas de reducción del dé-

ficit externo de los Estados Unidos son los elementos que más peso tienen en estas proyecciones.

3. Desempleo

El favorable desempeño que tuvo el mercado laboral de los Estados Unidos permitió una reducción de la tasa de desempleo del conjunto de países industrializados, del 8.3% en 1986 al 8% en 1987. Aunque en Portugal, España y Reino Unido el desempleo continuó disminuyendo, los aumentos que se dieron en Austria, Dinamarca, Grecia e Irlanda impidieron una caída significativa de la tasa de desempleo en Europa. Por su parte, en Japón continuó la tendencia ascendente que ha venido mostrando este indicador durante toda la década.

Un rápido crecimiento del empleo en la potencia norteamericana fue la principal causa de la disminución en su tasa de desempleo, la cual pasó de 7% en 1986 a 6.25% en el año siguiente. Los sectores más dinámicos en la contratación de trabajadores fueron los servicios y las manufacturas, cuyas exportaciones se reactivaron con la depreciación del dólar.

Como consecuencia del debilitamento esperado en el crecimiento económico de los países desarrollados, las tasas de desempleo en estos países crecerán durante los próximos dos años. Algunas excepciones se presentarán en Reino Unido, Canadá, Holanda y España, países en donde el crecimiento del empleo será lo suficientemente rápido como para disminuir el desempleo.

4. Comercio Internacional y Balances en Cuenta Corriente

Los grandes desbalances en cuenta corriente que han prosperado en los últimos años en los principales países industrializados se acentuaron en términos de dólares durante 1987; sin embargo, al compararlos con el producto interno bruto, muchos de ellos experimentaron un descenso significativo.

El déficit de los Estados Unidos creció un 10% en términos nominales, al situarse por encima de US$150 mil millones, en 1987. También como porcentaje del producto nacional bruto este desbalance se amplió, pasando del 3.3% en 1986 al 3.5% un año más tarde. Sin embargo, la depreciación del dólar permitió un incremento real del 14.5% en las exportaciones, el cual resulta bastante significativo si se le compara con el 6% obtenido en 1986. Así mismo, las importaciones reaccionaron frente a este hecho, que ha incrementado la competencia relativa de los productos estadounidenses en los mercados internacionales, al crecer cerca de un 4%, aumento muy moderado frente al del 14% registrado un año atrás. Todos los pronósticos señalan que a partir de 1987 este desbalance comenzará a reducirse, proceso deseable desde múltiples puntos de vista, aunque no por ello menos costoso para muchas economías.

En el marco del resto de países de la OCDE se presentaron diferentes escenarios en materia de comercio internacional. Japón y Alemania, los países con las posiciones comerciales más fuertes, vieron levemente incrementados sus superávit en cuenta corriente, aunque como porcentaje del producto nacional bruto éstos disminuyeron en forma muy significativa. Este hecho plantea un punto que es interesante mencionar. Con la devaluación del dólar, el que los balances externos de todos los países estén expresados en dicha moneda tiende a distorsionar la verdadera magnitud e inclusive la dirección de los ajustes. Así, por ejemplo, lo que en términos de dólares puede representar para el Japón un incremento en sus exportaciones netas, al tener en cuenta el menor valor real de esta unidad monetaria puede convertirse en una pérdida efectiva de participación en el mercado externo. Por esto, en muchos casos no basta con mirar los balances en cuenta corriente para darse una idea clara de lo que sucede en el marco internacional.

Teniendo en cuenta este hecho, así como el consenso que existe al interior de los

países de la OCDE sobre la necesidad de disminuir el déficit de los Estados Unidos, no cabe duda de que en térmios reales los superávit de Alemania y Japón continuarán cediendo en los próximos años. También lo harán en términos nominales, a menos de que se presenten variaciones drásticas en las tasas de cambio, lo cual es poco probable que suceda.

Por otra parte, países europeos tales como Francia, Italia y Noruega, que ya presentan déficit en sus cuentas corrientes saldran muy perjudicados por este proceso de ajuste.

Para completar el panorama de la economía mundial es preciso tener en cuenta que han surgido nuevos actores en los últimos años en en el plano del comercio internacional. Se trara de los Nuevos Países Industrializados –Corea del Sur, Taiwan, Hong Kong y Singapur– los cuales han comenzado a jugar un rol muy importante en este sistema. El crecimiento de sus exportaciones ha sido excepcionalmente rápido durante la década, pero particularmente entre 1985 y 1987, años en que su competitividad aumentó drásticamente. Se estima que entre Corea y Taiwán obtuvieron durante el año pasado un superávit de US$21 mil millones, el cual para finales de este año se habrá incrementado en un 43%. Este hecho refuerza la magnitud del trauma que tendrán que sufrir las economías europeas y las del Tercer Mundo como consecuencia del ajuste externo de Estados Unidos.

C. América Latina[3]

1. Crecimiento Económico

Durante 1987, el ritmo de crecimiento del producto interno bruto del conjunto de países de América Latina disminuyó significativamente respecto al registrado un año atrás. Así, mientras en 1986 la tasa de crecimiento económico de esta zona fue de 3.7%, durante el año pasado llegó tan sólo a 2.6% (Cuadro 2).

Aunque en gran parte de estos países el aparato productivo tuvo un desempeño muy pobre, debido en algunos casos a las políticas de control de la inflación y en otros a las dificultades enfrentadas en el plano externo, también en muchos de ellos se registraron importantes recuperaciones, que se ocultan tras este resultado global. No obstante, las grandes diferencias que se presentaron en materia de crecimiento económico entre los países latinoamericanos en 1986, se atenuaron en 1987.

Esta pérdida de dinamismo del conjunto de la región se explica principalmente por la gran caída en la tasa de crecimiento económico del Brasil, que pasó de más del 8% en 1985 y 1986 al 3% en el año siguiente. La construcción y la industria manufacturera fueron los sectores cuyo desempeño económico experimentó los más grandes deterioros en ese país, en tanto que la agricultura se recuperó significativamente. La causa de este bajo dinamismo de las actividades urbanas se encuentra en la contracción de la demanda interna como producto, especialmente, del recrudecimiento del proceso inflacionariao y de las medidas que se tomaron para controlarlo. En efecto, la furte disminución de los salarios reales, consecuencia del gran crecimiento de los precios durante el primer semestre del año, y la posterior reducción de las inversiones públicas sólo lograron ser parcialmente contrarrestados por la expansión de las exportaciones, resultando en una importante reducción de la demanda y del crecimiento económico.

El ritmo de expansión de las actividades productivas en Argentina y Venezuela también sufrió una fuerte desaceleración en 1987 con respecto a lo sucedido un año atrás. En el primero de estos países el producto se incrementó sólo en un 2%, mientras en 1986 lo había hecho en 6%. Los sectores más afectados fueron la industria y la agricultura. De nuevo en este caso, el brusco incremento de la inflación fue el

[3] Este análisis está basado en CEPAL, ***Notas sobre la Economía y el Desarrollo,*** diciembre de 1987.

CUADRO 2

INDICADORES DE DESEMPEÑO MACROECONOMICO DE AMERICA LATINA

	1985	1986	1987
CRECIMIENTO[1]			
Argentina	— 4.7	6.0	2.0
Brasil	8.3	8.2	3.0
Chile	2.4	5.4	5.5
Ecuador	4.9	3.0	— 3.0
México	2.6	— 4.0	1.0
Perú	2.5	8.0	7.0
Venezuela	— 0.6	5.5	1.5
TOTAL A.L.	3.4	3.7	2.6
INFLACION[2]			
Argentina	385.4	81.9	178.3
Brasil	228.0	58.4	337.9
Chile	26.4	17.4	22.9
Ecuador	24.4	27.3	30.6
México	63.7	105.7	143.6
Perú	158.3	62.9	104.8
Venezuela	5.7	12.3	36.1
TOTAL A.L.	275.3	64.6	187.1
DESEMPEÑO URBANO[3]			
Argentina	5.3	4.6	5.4
Brasil	5.3	3.6	3.8
Chile	17.2	13.1	12.4
Ecuador	10.4	12.0	—
México	4.8	4.3	4.2
Perú	10.1	5.3	—
Venezuela	14.3	11.8	9.8

[1] Tasas anuales de crecimiento del Producto Interno Bruto. Fuente CEPAL.
[2] Variación de diciembre a diciembre del índice de precios al consumidor. Fuente CEPAL.
[3] Tasas anuales medias de desempleo urbano. Fuente CEPAL.

factor que propició este relativo estancamiento de la actividad productiva. En Venezuela, por su parte, fue la disminución en la extracción y refinación del petróleo la causa primordial del bajo ritmo de crecimiento económico.

En contraste, Perú, Chile y Uruguay mantuvieron las altas tasas de expansión del producto interno bruto que venían mostrando desde un año atrás. En el caso peruano, los sectores más vigorosos fueron la construcción y la industria manufacturera, impulsados por el incremento del consumo privado, producto de la recuperación de los salarios reales y del aumento de la inversión privada. En Chile, la política monetaria expansiva fortaleció la demanda interna, lo cual, en conjunto con el buen desempeño de las exportaciones, dio lugar al dinamismo económico mencionado. En Uruguay, la importante expansión del producto

se debió al incremento de la actividad de la industria manufacturera y de la construcción.

El único país latinoamericano en el que el producto disminuyó durante 1987 fue Ecuador. Este resultado obedeció a los efectos del terremoto que azotó al nororiente del país al principio del año. En particular, los daños causados a las redes de transporte de petróleo y gas natural obligaron a suspender la producción de hidrocarburos por algunos meses, propiciando gran parte de la disminución en la actividad económica global.

2. Inflación

Después de la reducción experimentada por las tasas de crecimiento de los precios al consumidor de los países latinoamericanos durante 1986, éstas volvieron a incrementarse en el año pasado. Así, entre 1985 y 1986 la tasa de inflación del conjunto de países de la zona pasó de 275% a 65%, para situarse un año después en 187%. Este resultado es consecuencia del comportamiento de los precios en la mayor parte de los países de Suramérica, ya que de los centroamericanos el único que registró un incremento significativo en el ritmo de inflación fue Nicaragua.

En efecto, la tendencia creciente que viene mostrando la tasa de inflación de Nicaragua desde 1983 se agudizó durante 1987, al registrarse un incremento de los precios al consumidor del 122%. Este desbordamiento del crecimiento de los precios fue causado por el incremento en el valor unitario de los bienes importados —como consecuencia de los altos aranceles y de los aumentos en la tasa de cambio—, por los reajustes en el precio de la gasolina y por el crecimiento de los medios de pago requerido para la financiación de los altos gastos de defensa.

En Brasil, por su parte, tras el fracaso del Plan Cruzado, el cual logró moderar sigficativamente el crecimiento de los precios en 1986, la inflación volvió a incrementarse durante el año pasado, llegando al 338%. Esta aceleración fue especialmente marcada en el primer semestre del año cuando las fuerzas inflacionarias que se encontraban reprimidas por el Plan Cruzado se abrieron paso, dando lugar a una fuerte alza en los precios. En efecto, los controles de precios que estableció dicho plan estimularon el gasto interno al tiempo que las mismas medidas impedían que los precios actuaran como mecanismo de ajuste, generándose un gran exceso de demanda en muchos mercados. En febrero de 1987 se abandonaron los controles, dando lugar a un rápido crecimiento de los precios. A mitad de año se puso en marcha un nuevo programa de estabilización que combinaba la congelación de precios con ajustes en los precios relativos y un mayor control de la demanda agregada. Con este último objetivo se disminuyeron los gastos de inversión del Estado y, en general, se tomaron medidas para racionalizar el gasto público. Sin embargo, al final del año se volvió a observar un repunte en los precios, el cual generó una fuerte disminución en los salarios reales difícil de mantener por mucho tiempo.

Argentina presenció un proceso de recrudecimiento de la inflación similar al brasileño, aunque sin alcanzar los niveles registrados antes de ponerse en marcha el Plan Austral. En efecto, desde el tercer trimestre de 1986 los precios comenzaron a incrementarse con mayor rapidez, lo cual llevó al gobierno a controlar más estrictamente los medios de pago. Esta medida provocó una fuerte alza en las tasas de interés y baja en el ritmo de crecimiento económico, pero no logró detener el crecimiento de los precios. Así, a lo largo de 1987 se decretaron sucesivas políticas de estabilización, las cuales incluyeron la congelación de salarios y algunos precios, devaluaciones para corregir el desequilibrio en las cuentas externas y algunas reformas fiscales. No obstante, hasta principios del cuarto trimestre, no habían dado el resultado esperado.

También en Perú la inflación volvió a crecer después de haberse moderado durante 1986. Este fue el efecto del fortaleci-

miento de la demanda interna a través de unas políticas fiscal y monetaria expansivas y del incremento de los salarios reales. Adicionalmente, el aumento de los precios de las importaciones, el alza en la tasa impositiva aplicable a algunos bienes de consumo y la alta utilización de la capacidad instalada condujeron a que los controles de precios impuestos por el gobierno fueran perdiendo efectividad, de tal forma que la inflación se elevó a 105% después de haber sido 63% en 1986.

De igual forma, las autoridades mexicanas fallaron en su intento de reducir el ritmo de crecimiento de los precios. El déficit presupuestal obligó al gobierno a reajustar las tarifas de los bienes y servicios suministrados por él, a la vez que la devaluación del peso incrementó el precio de los productos importados. En estas circunstancias, el índice de precios al consumidor se elevó en un 144%, lo cual llevó al gobierno a proponer un nuevo plan de estabilización, al final del año. Este programa decretó alzas en los precios de los bienes producidos por empresas estatales con el fin de reducir el desequilibrio presupuestal, incrementó la tasa de cambio y dispuso una congelación temporal de precios.

Venezuela presenció una significativa intensificación de la inflación, aunque no comparable con la de los países antes mencionados. De un índice de 12% registrado en 1986, se pasó a uno del 36% a final del año pasado, el cual constituye el más rápido incremento de precios sucedido en toda la historia venezolana. El aumento del 93% en la tasa de cambio oficial decretado en diciembre de 1986 fue la causa principal de este proceso. Con el fin de detener esta tendencia, a partir de mayo se aplicó una política monetaria muy restrictiva, la cual redujo levemente el crecimiento de los precios, y en septiembre se estableció un sistema diferencial de control de precios.

Por su parte, Chile y Ecuador vieron levemente incrementado el ritmo de crecimiento de los precios mientras en Bolivia y en la mayoría de los países centroamericanos se dio el proceso contrario.

3. Desempleo

En términos generales, el desempleo urbano en América Latina mantuvo la tendencia decreciente observada desde 1986. Este patrón se dio claramente en Venezuela, en donde a pesar del bajo dinamismo del aparato productivo el desempleo logró reducirse en dos puntos porcentuales durante 1987. En México se produjo un proceso similar al venezolano, aunque la disminución del desempleo fue mucho más leve. Por su parte, en Perú, Chile y Uruguay la recuperación económica trajo consigo una caída en el índice de desocupación.

En Brasil la desaceleración del ritmo de crecimiento económico se reflejó en un pequeño aumento del desempleo, de 3.6 a 3.8%, tasa que es aún bastante inferior a la registrada en 1985. Igualmente en Argentina, con el relativo estancamiento del aparato productivo, el porcentaje de población económicamente activa que se encuentra desempleada aumentó, llegando al 5.4%, la tasa más alta de los diez últimos años.

El problema del desempleo en Bolivia se agravó aún más durante 1987, al registrarse una tasa de desocupación del 21.5%, un punto y medio superior a la obtenida durante 1986. Este país y Ecuador son los únicos en que el desempleo se ha incrementado sistemáticamente durante toda la década.

4. Sector externo

a) Términos de intercambio

Después de sufrir un fuerte deterioro en 1985 y 1986, la relación de precios de intercambio de los países latinoamericanos se recuperó en un 2.4% durante 1987. En efecto, mientras el valor unitario de las importaciones del conjunto de países de la región creció en 3.8%, el de las exportaciones lo hizo en un 6.9%, luego de haber caído un 12% en 1986. Por su parte, el poder de compra de las exportaciones de la zona creció en algo más del 7%.

Este benéfico cambio para el comercio exterior latinoamericano es atribuible, principalmente, a la recuperación del precio intenacional del petróleo (31%) y el de algunos metales como el cobre, el estaño y el plomo. También el incremento en la cotización del banano y del algodón contribuyeron en este resultado. En contraste, el café fue el único producto que sufrió una fuerte depreciación, al caer su precio en más de un 40%.

Dada la estructura de las transaccciones internacionales de los diferentes países, aquéllos que resultaron realmente beneficiados por esta evolución de los mercados internacionales de productos básicos fueron, en general, los países exportadores de crudo, pero en particular México y Venezuela. En contraste, la fuerte disminución de los precios del café se reflejó en un deterioro de los términos de intercambio para los países no exportadores de petróleo, el cual fue especialmente marcado en Centroamérica, debido a la poca diversidad de sus exportaciones. No obstante, Chile, Paraguay y Argentina experimentaron mejoría en sus relaciones de intercambio.

b) Balance comercial

Al registrar un superávit cercano a los US$23 mil millones, el balance comercial de América Latina se vio incrementado en un 2.5% durante 1987, después de sufrir una estrepitosa disminución del 46%, en 1986 (Cuadro 3). Este resultado obedeció a la mencionada mejoría de los términos de intercambio, ya que no obstante el significativo incremento del volumen exportado (4.9%), éste fue superado por un crecimiento del 5.6% en las importaciones reales. Sin embargo, a nivel de los países no exportadores de petróleo sucedió lo contrario ya que pese al deterioro de la relación de precios de intercambio correspondiente, su capacidad de compra de bienes extranjeros aumentó en un 2.4% en virtud de un crecimiento en las cantidades exportadas superior al 8%.

La mayor parte de los países productores de crudo experimentaron una disminución importante en el volumen de sus exportaciones. Este hecho se explica en algunos casos —como el venezolano— por el recorte en la oferta de este combustible decretado por la OPEP y en otros —como el ecuatoriano— por factores exógenos impredecibles. En el caso boliviano las razones se encuentran en la profunda recesión en que se halla sumido este país desde hace algunos años. En este sentido, México constituyó una verdadera excepción, pues la fuerte recuperación de sus exportaciones de manufacturas se reflejó en una tasa de crecimiento de sus ventas reales al exterior del 11%. Sin embargo, el agran aumento en el precio de las exportaciones de este grupo de países (18%) dio lugar a un incremento del 21% en el valor de las mismas, al alcanzar un monto superior a los US$36 mil millones. Así, los ingresos de divisas por concepto de ventas de bienes se incrementaron sustancialmente en todos estos países, excepción hecha de Bolivia y Ecuador.

Por su parte, las importaciones reales de este grupo de países se incrementaron en algo menos del 5%, pero el crecimiento del 3% en el valor unitario de las mismas produjo un alza superior al 8% en sus pagos por compras de bienes al exterior. Las importaciones más dinámicas fueron las ecuatorianas, seguidas por las peruanas y las bolivianas. Como consecuencia, los balances comerciales de estos tres países se deterioraron sensiblmente, registrando déficit de US$100, US$300 y US$210 millones respectivamente. Sin embargo, los grandes superávit obtenidos por México (US$9.000 millones) y Venezuela (US$2.160 millones) contrarrestaron ampliamente esos saldo negativos, dando lugar a un superávit comercial de US$10.550 millones para el conjunto de países exportadores de petróleo, cifra que supera en un 73% al saldo de 1986.

En contraste, el incremento en el valor de las importaciones de los países no exportadores de crudo neutralizó totalmente el aumento en sus ingresos por ventas de bienes, resultando en un superávit prácticamente igual al obtenido en 1986, el cual

CUADRO 3

BALANZA DE PAGOS DE ALGUNOS PAISES LATINOAMERICANOS
(Millones de dólares)

	Balance de Bienes		Pagos netos de servicios		Pagos netos de utilidades e intereses		Balance en Cuenta Corriente		Movimiento neto de Capitales		Balance global	
	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987	1986	1987
Países exportadores de petróleo	6087	10550	752	– 195	10981	10175	– 5394	555	2061	4745	3333	5300
Bolivia	– 36	– 210	165	175	309	255	– 484	– 610	682	510	198	– 100
Ecuador	555	– 100	416	355	826	845	– 687	–1300	635	1220	– 52	– 80
México	4599	9000	–1192	–2000	7550	7000	1444	4000	2227	3000	783	7000
Perú	– 16	– 300	304	340	831	720	–1151	–1360	692	860	– 459	– 500
Venezuela	986	2160	1060	935	1465	1345	–1628	– 175	–2175	– 845	–3803	–1020
Países no exportadores de petróleo	12119	12190	3098	3295	19562	19895	–9179	–9575	6629	9600	–2550	25
Argentina	2549	1450	956	750	4416	4600	–2821	–3900	2121	2700	– 700	–1200
Brasil	8349	10800	2133	2200	10330	10200	–4037	–1510	408	2780	–3629	1270
Chile	1100	1080	388	475	1887	1600	–1135	– 950	883	1005	– 252	55
Paraguay	– 162	– 135	40	30	167	190	– 369	– 355	241	330	– 128	– 25
Uruguay	297	130	– 47	60	278	270	66	– 200	187	230	253	30
Total A.L.	18206	22740	3850	3100	30543	30070	–14573	–9020	8690	14345	–5883	5325

Fuente: CEPAL

es casi en su totalidad atribuible al próspero comercio brasileño. En efecto, el alza en el precio del petróleo generó un incremento considerable en el valor unitario de las importaciones de estos países (4.3%) que, combinado con un crecimiento de más del 6% en el volumen de compras, dio lugar a un alza del 11% en el valor de las mismas. Los países del Cono Sur fueron los que más ampliaron sus importaciones, mientras los centroamericanos en muchos casos se vieron obligados a reducirlas. Brasil, por su parte, aumentó muy levemente sus importaciones, obteniendo un superávit comercial de casi US$11 mil millones, gracias a sus cuantiosos ingresos por exportaciones. Este saldo, en combinación con los superávit chileno, colombiano y argentino, contrarrestó los balances negativos obtenidos por el resto de naciones de este grupo.

c) Evolución de la deuda externa: pago de intereses y movimiento de capitales

Durante 1987 América Latina realizó pagos netos por concepto de intereses y utilidades superiores a US$30 mil millones, monto ligeramente inferior al desembolsado en 1986, pero que mantiene la tendencia decreciente observada desde 1985. Una tercera parte de estos pagos correspondieron a Brasil y más del 70% fueron realizados entre este país, Argentina y México.

A nivel de países, únicamente Nicaragua mostró un cambio drástico en la magnitud de los desembolsos netos realizados por estos conceptos entre 1986 y 1987, los cuales se incrementaron en un 780%. Aparte de esto, los pagos de utilidades e intereses de un grupo importante de países —que incluye Bolivia, Perú, Brasil, Costa Rica y Chile— experimentaron disminuciones significativas, que fluctúan entre el 13 y el 20%. Este hecho se explica en la mayoría de los casos por atrasos en el pago del servicio de la deuda.

El estancamiento en los pagos por intereses y utilidades, unida al favorable comportamiento de las exportaciones latinoamericanas durante 1987, resultó en una reducción bastante importante de la relación entre el servicio efectivo de la deuda y el valor de las exportaciones totales de la zona. Así, mientras entre 1983 y 1986, aproximadamente el 36% de las divisas obtenidas anualmente por ventas de bienes y servicios al exterior fueron destinadas al pago de intereses, en 1987 este porcentaje disminuyó al 31%. Esta reducción fue especialmente marcada en el conjunto de países exportadores de petróleo, para quienes la relación entre el pago de intereses y el valor de las exportaciones se redujo en diez puntos durante el último año, al situarse en 25%. Al interior de este grupo, fueron México y Perú los países con las más favorables evoluciones del coeficiente mencionado, en tanto que Brasil y Chile lo fueron para el resto de naciones. Nicaragua constituyó un caso excepcional, ya que pasó de comprometer el 9% de sus ingresos por exportaciones para pagos de intereses, en 1986, al 70% un año más tarde. Aunque menos dramática, la situación fue también bastante seria en Argentina, en donde el 56% del valor de las exportaciones fue destinado al pago de intereses, problema que viene teniendo una magnitud similar desde 1982.

Por otra parte, durante 1987 América Latina recibió desembolsos netos de créditos (desembolsos menos amortizaciones) por un valor aproximado de US$17 millones, monto que representa un crecimiento de 4.3% sobre la deuda total desembolsada hasta 1986. Esta tasa de crecimiento del ingreso de nuevos capitales a América Latina es igual a la registrada un año atrás, aunque en términos reales —contemplando la evolución del índice de precios al consumidor de los países desarrollados— es levemente inferior. Sin embargo, al tener en cuenta la devaluación del dólar el crecimiento efectivo es aún menor, aunque este efecto depende de la composición particular de la deuda de cada país entre las diferentes monedas. Así, por ejemplo, para el Brasil la depreciación de la moneda estadounidense fue especialmente costosa pues gran parte de su deuda está contratada en yenes y monedas europeas.

Debido a la moratoria Brasil fue el país que mayor cantidad de capital recibido implícitamente de la banca internacional durante 1987 —algo menos de US$6 mil millones— seguido por México —US$4.100 millones— y Argentina —US$3 mil millones—. Sin embargo, fueron Ecuador, Paraguay y Uruguay los que registraron las mayores tasas de crecimiento de desembolsos netos recibidos. En contraste, en Chile y Venezuela el monto de las amortizaciones realizadas superó al de los créditos obtenidos, de tal forma que su deuda disminuyó levemente. En Venezuela, este hecho que se ha repetido por tres años consecutivos, obedeció a una política explícita del gobierno de reducir gradualmente sus obligaciones financieras externas. En Chile, la contracción se derivó del programa de conversión de deuda en inversiones y de algunas operaciones con pagarés, que entre junio de 1985 y septiembre de 1987 redujeron en US$2.300 millones la deuda con los bancos comerciales, neutralizando totalmente el efecto de los nuevos préstamos otorgados por los organismos multilaterales. La conversión de deuda en inversión también limitó en forma importante el crecimiento del monto adeudado por México, ya que se estima que a través de este mecanismo el país logró disminuir en cerca de US$1.000 millones sus obligaciones externas durante 1987[4].

Aparte de estos hechos, durante 1987 se dio un giro importante en las características del manejo de la crisis de la deuda, el cual se explica por el fracaso del Plan Baker, la prolongación inmoderada de la crisis, el reclamo de mayor autonomía nacional por parte de los países deudores y la gran incertidumbre que rodea la economía mundial. Aunque en algunos países latinoamericanos (Colombia, Chile, Guatemala, México, Uruguay y Venezuela) se siguió llegando a acuerdos satisfactorios con los bancos comerciales, el elemento central de esta nueva etapa es el recurso, por parte de un número creciente de países, a tomar acciones de carácter unilateral. Entre los países que han declarado la moratoria unilateral del servicio de la deuda con la banca comercial, y en algunos casos con la banca oficial, se encuentran Bolivia, Brasil, Costa Rica, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Perú y República Dominicana. La contrapartida de este proceso ha sido la decisión de los grandes bancos norteamericanos e ingleses de haber provisiones para las deudas del Tercer Mundo. Esta nueva situación ha abierto las puertas a propuestas que se venían contemplando desde años anteriores, que incluyen la condonación de obligaciones para los países más pobres y pequeños, el establecimiento de topes a las tasas de interés, la conversión de las deudas de los países más grandes y con niveles intermedios de desarrollo en bonos, reconociendo al mismo tiempo los descuentos que tienen en el mercado, o un Plan Baker ampliado que otorgue mayor autonomía a los países deudores y garantías reales de crecimiento económico. Sin embargo, estas soluciones requieren de una relativamente larga fase de confrontación entre deudores y acreedores, que muy posiblemente llevará a un endurecimiento aún mayor de la banca comercial[5].

En efecto, el proceso de reprogramación de la deuda externa latinoamericana durante 1987, estuvo marcado por dos hechos de principal importancia. El primero en términos cronológicos, consistió en que todos los gobiernos que acudieron a la banca internacional en busca de reprogramación de su deuda tenían como parámetro el logro de condiciones similares a las obtenidas por México en la restructuración de sus obligaciones financieras con el exterior, llevada a cabo en 1986. En esa oportunidad México obtuvo una reducción del margen sobre la tasa Libor de 1.13 a 0.81, amplió el plazo de vencimiento en cinco años y ató las condiciones de financiación al logro de una tasa de crecimiento económico de 3%. Aunque los prestamistas enfatizaron que

[4] CEPAL, *Notas sobre la economía y el desarrollo,* diciembre de 1987.

[5] Ocampo, J.A. y Lora, E. *Colombia ante la Deuda Externa,* Tercer Mundo - Fedesarrollo, 1988.

este acuerdo era una excepción, que no se extendería al resto de países de la región, gran parte de las negociaciones que se llevaron a cabo durante 1987 giraron en torno a dicho paquete. En segundo lugar, la declaración de moratoria del Brasil, llevó a los bancos acreedores, entre otras acciones, a ablandar su posición con respecto a las peticiones de otros deudores con el fin de evitar que se generalizara la solución brasileña.

Dentro de este marco, durante 1987 se llevó a cabo la reprogramación de la deuda de Argentina, Chile, Ecuador, Uruguay y Venezuela, lográndose avances importantes para los deudores en las condiciones pactadas. Así, al iniciar el año, el gobierno brasileño logró que le fuesen aliviadas las condiciones de reembolso de US$3.300 millones de pagos en mora, acumulados durante 1985 y 1986, y que el Club de París le permitiese renegociar la deuda sin tener que someterse a las condiciones del FMI. Sin embargo, el deterioro que desde mediados de 1986 venía experimentando el balance comercial de este país, se tornó crítico a principios del año siguiente, obligando a las autoridades a cubrir las obligaciones financieras con el exterior a costa de una rápida disminución de las reservas internacionales. Este hecho, y la gran renuencia de los bancos comerciales a otorgarle nuevos créditos confluyeron en la suspensión unilateral del servicio de la deuda privada de mediano y largo plazo a finales de febrero. No obstante, al poco tiempo las autoridades brasileñas expresaron su deseo de entrar en una etapa de renegociación de estas obligaciones. La reacción de los bancos comerciales frente a estas circunstancias fue, en primer lugar, aumentar las reservas para cubrir posibles pérdidas por préstamos a América Latina, lo cual incrementó su poder de negociación frente a este gran deudor. Brasil por su parte, a mediados de año comenzó a realizar nuevas propuestas a los bancos para manejar el problema de su deuda, expresando la necesidad de nuevas ayudas financieras así como el deseo de transformar una parte de ella en bonos de largo plazo.

Aunque estos planteamientos no estaban teniendo buena acogida entre los acreedores, dos elementos fundamentales suavizaron su posición, permitiendo que en noviembre se lograra un acuerdo entre las partes. En primer lugar, de haberse prolongado la moratoria, los bancos hubieran tenido que incrementar aún más sus provisiones para cartera de dudoso recaudo. Adicionalmente, dado que la magnitud de la deuda brasileña era capaz de desestabilizar algunos de los bancos comprometidos, el gobierno estadounidense presionó por el logro de una solución de consenso con el fin de evitar agudizar la crisis en que ya se encontraba sumido el mercado financiero internacional. Así, el nuevo contrato incluyó la concesión de un crédito de corto plazo de US$3 mil millones para cubrir una fracción de las obligaciones acumuladas; la otra parte de las obligaciones saldrían de las reservas internacionales del Brasil. Sin embargo, las condiciones definitivas del crédito están sujetas a una renegociación que se dará posteriormente.

Estas acciones unilaterales de Brasil llevaron consigo tanto un ablandamiento de la rígida posición adoptada por los bancos acreedores frente a los otros países deudores como una serie de amenazas por parte de estos últimos de seguir la misma estrategia del Brasil. Este fue el caso de Argentina, que para principios de año tenía suspendidas las negociaciones con los bancos debido a que éstos se habían negado rotundamente a concederle condiciones similares a las del paquete mexicano. Después de estos impasses se llegó a un acuerdo entre las partes en torno a unas condiciones bastante favorables para el deudor. En efecto, se estableció un margen promedio sobre Libor de 0.81 (igual al concedido a México) y un plazo de casi 18 años, lo cual representó un avance muy importante con respecto a lo reglamentado en la anterior ronda de negociaciones (Cuadro 4).

El caso chileno, por su parte, se resolvió poco antes de que Brasil declarara su moratoria. Se pactaron nuevas condiciones para un monto de US$12.490, las cuales reduje-

CUADRO 4

CONDICIONES PACTADAS EN LAS DIFERENTES RONDAS DE RENEGOCIACION DE LA DEUDA EXTERNA LATINOAMERICANA

	PRIMERA RONDA 1982/1983				SEGUNDA RONDA 1983/1984				TERCERA RONDA 1984/1985				CUARTA RONDA 1986/1987		
	Monto	Margen	Plazo	Comisiones	Monto	Margen	Plazo	Comisiones	Monto	Margen	Plazo	Comisiones	Monto	Margen	Plazo
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3
Argentina	13000	2.16	6.80	1.25					13500	1.44	11.50	0.15	29500	0.81	17.60
Brasil	4800	2.32	8.00	1.50	5400	2.00	9.00	1.00	15500	1.13	12.00				
Costa Rica	650	2.25	8.00	1.00					280	1.66	9.40	1.00			
Cuba	130	2.25	7.00	1.25	103	1.88	9.00	0.88	82	1.50	10.00	0.38			
Chile	3424	2.16	7.00	1.25		1.75	9.00	0.63	5700	1.42	12.00	0.08	12490	1.00	15.00
Ecuador	1970	2.28	6.70	1.25	900	1.75	9.00	0.88	4800	1.38	12.00		4930	0.95	18.00
Honduras	121	2.38	7.00	1.38					220	1.58	11.00	0.88			
México	23700	1.95	7.60	1.05	12000	1.50	10.00	0.63	48700	1.13	14.00		43700	0.81	19.00
Panamá	180	2.25	6.00	1.50					603	1.40	11.70	0.05			
Perú	400	2.25	8.00	1.25	662	1.75	9.00	0.75							
Rep. Dominicana	568	2.25	6.00	1.25					790	1.38	13.00				
Uruguay	630	2.25	6.00	1.41					2130	1.38	12.00		1780	0.88	17.00
Venezuela									21200	1.13	12.50		26450	0.88	14.00
PROMEDIO SIMPLE		2.23	7.01	1.28		1.77	9.17	0.80		1.28	10.72	0.21		0.89	16.77
PROMEDIO PONDERADO[5]		2.09	7.31	1.18		1.66	9.63	0.75		1.20	12.89	0.03		0.85	17.05
PROMEDIO PONDERADO SIN MEXICO		2.20	7.05	1.30		1.94	9.00	0.96		1.26	12.05	0.05		0.88	15.91

1 Valor de los vencimientos reprogramados. En millones de dólares.
2. Margen sobre la tasa libre. En porcentaje.
3. En años.
4. Calculadas como porcentaje del monto total de la transacción, pagados sólo una vez al firmarse los contratos crediticios.
5. Promedio ponderado por el monto renegociado.

Fuente: CEPAL, cálculos de FEDESARROLLO

ron el margen sobre Libor de 1.42 a 1.00 punto porcentual y ampliaron el plazo de vencimiento en tres años. Adicionalmente, se cambió la periodicidad del pago de intereses de semestral a anual, con lo cual el país podrá ahorrar alrededor de US$450 millones durante 1988. Esta medida evitó que los bancos tuvieran que concederle un nuevo préstamos forzoso para cubrir sus necesidades financieras.

Tras la moratoria brasileña los acreedores cedieron en su posición con respecto a las peticiones venezolanas que, tal como las argentinas, buscaban obtener un paquete similar al mexicano. Así, el país vecino vio aliviadas las condiciones pactadas durante la anterior ronda de negociaciones, para un mondo adeudado de US$26.450 millones. El margen se redujo de 1.13 a 0.88, mientras el plazo se incrementó en 12.5 años a 14. Aún así, este país continuó obteniendo, conjuntamente con Chile, las condiciones menos ventajosas de toda la ronda.

Después de suspender unilateralmente los pagos de la deuda en enero de 1987, Ecuador llegó a un acuerdo con los bancos acreedores para la restructuración de un monto cercano a los US$5.000 millones. Se convino un plazo de 18 años (el más alto después del mexicano) y el margen se redujo de 1.38 a 0.95. Adicionalmente, se aprobaron US$350 millones para cubrir los pagos acumulados a lo largo del año. Sin embargo, estos acuerdos quedaron sin vigencia al finalizar el año, con la declaración de las autoridades ecuatorianas sobre su intención de continuar en estado de moratoria. Uruguay, por su parte, logró la restructuración de US$1.800 millones. Se le concedió un margen sobre la tasa Libor de 0.88 y un plazo de vencimiento de 17 años.

En términos generales, las condiciones obtenidas por los países deudores durante la cuarta ronda de reprogramación de la deuda mejoraron sustancialmente. Para ilustrar este punto, en el Cuadro 4 se presenta un promedio ponderado de las condiciones obtenidas por los países que renegociaron las diferentes rondas. El factor de ponderación utilizado fue el monto renegociado. Así, el margen promedio sobre Libor pasó de 1.20 a 0.85 entre la tercera y la cuarta ronda. Excluyendo a México —dado que la magnitud de los montos reprogramados introducen un sesgo en el indicador debido a las excepcionalmente buenas condiciones obtenidas por este país— este promedio se redujo de 1.26 a 0.88 en el mismo lapso. Así mismo, el plazo promedio se amplió de cerca de 13 años a más de 17. Al sacar a México del indicador, el período de vencimiento se amplía en algo menos de 4 años, situándose en cerca de 16 años.

Por su parte, Costa Rica y Perú, aunque no renegociaron su deuda sí lograron cambios importantes en algunas características del manejo de la misma. El primero de ellos logró independizar el programa de ajuste del FMI del problema de la cartera con los bancos comerciales. El egundo pudo incluir a la banca privada en el programa de cancelar una fracción de sus obligaciones con exportaciones. Entre tanto, en muchos otros países se realizaron operaciones para facilitar la conversión de parte de la deuda en inversiones.

Como una consecuencia natural de todo este agitado panorama que en materia de deuda externa latinoamericana se vivió durante 1987, los precios a que se transan los pagarés de estas obligaciones en el mercado secundario descendieron notablemente. La mayoría de ellos se negociaron con descuentos iguales o superiores al 50% de su valor nominal. La deuda peor cotizada de todas fue la boliviana, que obtuvo descuentos mayores al 90%, en tanto que la colombiana fue una de las mejor avaluadas, al transarse por cerca de un 80% de su valor nominal.

Otro hecho de particular importancia fue la novedosa respuesta diseñada por el Morgan Guaranty Trust para solucionar parcialmente el problema de la deuda mexicana[6]. Este país compraría parte de sus

[6] Este análisis fue tomado de *Memorando Económico*, enero de 1988.

obligaciones obteniendo un descuento aproximado del 40o/o, el cual es inferior al que prevalece en el mercado. El pago se realizaría con bonos del gobierno mexicano a 20 años y un rendimiento de 1.625 sobre la tasa Libor a seis meses. Se espera que la emisión de estos bonos alcance un valor de US$10.000 millones lo que le permitiría comprar deudas nominales por unos US$ 16.600 millones, de obtenerse el descuento promedio mencionado. A su vez, el país deudor compraría bonos del Tesoro norteamericano, también a 20 años pero sin pagos periódicos de intereses, con un valor al momento de su maduración de US$10.000 millones, igual al de la amortización final de los bonos mexicanos. Ellos servirían para garantizar el capital de los bonos emitidos por el gobierno del país latinoamericano. Esta compra costaría alrededor de US$ 1.900 millones —valor actualizado de los US$10.000 millones en el año 2008 con un rendimiento anual de 8.38o/o— y sería cubierta con reservas internacionales de México. El pago de los intereses de los bonos estaría garantizado únicamente por el gobierno mexicano.

Desde el punto de vista de los bancos, los beneficios de la propuesta —no evidentes por lo demás— radican en el hecho de que ellos podrían efectuar la venta de la deuda con un descuento menor al de mercado y a la vez obtendrían rendimientos superiores a los recibidos directamente del servicio de la deuda. De esta manera ellos se estarían cubriendo, al menos parcialmente, del riesgo de que México deje en algún momento de pagar los intereses de estos bonos. Además, aunque sólo una parte del crédito otorgado estaría garantizado por el gobierno norteamericano, la legislación existente les permitiría considerar la totalidad de la transacción como garantizada, lo cual mejoraría el estado de sus balances, una vez reconocida la pérdida inicial.

México, por su parte, estaría comprando parte de su deuda por una proporción bastante baja de su valor nominal, aunque para realizar esta transacción tendría que incurrir en una deuda bastante costosa, comparada con los términos en que ha renegociado buena parte de sus obligaciones con el exterior.

III. COMERCIO EXTERIOR COLOMBIANO

A. Balanza comercial

Según las cifras de manifiestos de aduana del DANE, durante 1987 el balance comercial registró un superávit de US$1042 millones, el cual representa una disminución del 39o/o respecto al obtenido en 1986. En este resultado confluyeron la disminución del 3o/o en las exportaciones, la caída del 17o/o en las compras de oro y el aumento del 11o/o en las importaciones totales (Cuadro 5).

El negativo comportamiento de las exportaciones fue causado por la caída del 45o/o en el valor de las ventas externas de café, hecho atribuíble exclusivamente al deterioro de las cotizaciones externas de este producto. Sin embargo, el buen desempeño de las exportaciones mineras y también de las menores, contrarrestaron casi en su totalidad lo sucedido en el plano cafetero.

En efecto, el sector minero jugó un papel fundamental en el comercio exterior de Colombia durante el año pasado, al aportar a la balanza comercial US$965 millones más que en 1986. Este resultado fue posible gracias al gran incremento registrado en la producción de crudo y al repunte en la cotización internacional de este combustible, los cuales permitieron casi triplicar el valor de las exportaciones del sector y, a la vez, disminuir en un 22o/o el valor de las importaciones de gasolina. Además, la mayor producción de carbón se reflejó en un aumento del 35o/o en las ventas externas de este mineral. Sin embargo, las menores compras de combustibles fueron totalmente contrarrestadas por un incremento del 12o/o en el resto de importaciones de otros bienes.

CUADRO 5
BALANZA COMERCIAL
(Millones de dólares)

	1986	1987	1987/86 %
I. Exportaciones totales	5108.0	4940.4	– 3.3
Café	2988.3	1646.9	– 44.9
Carbón	170.6	229.5	34.5
Petróleo y derivados	461.8	1336.4	189.4
Otros	1487.3	1727.6	16.2
II. Compras de oro	460.3	383.9	– 16.6
III. Importaciones totales	3852.1	4282.0	11.2
Combustibles	151.4	118.6	– 21.7
Otros	3700.7	4163.4	12.5
IV. Balanza comercial	1716.2	1042.3	– 39.3

Fuente: Importaciones y exportaciones según manifiestos de aduana del DANE. Compras de oro según Balanza Cambiaria del Banco de la República.

Por otra parte, las compras de oro del Banco de la República, las cuales pueden asimilarse a exportaciones, cayeron en US$76 millones, debido a la eliminación de los subsidios que antes se daban a dichas compras y a la agudización de los problemas de seguridad en las zonas productoras. Adicionalmente, el establecimiento de un sobreprecio a las compras de este metal en Brasil y Costa Rica pudo haber desviado parte de la oferta hacia dichos mercados.

Al comparar los resultados anteriores con los resultados de importación y exportación aprobados por INCOMEX (Cuadro 6) se encuentra una gran coincidencia en las tasas de variación de los diferentes rubros, aunque no entre las magnitudes de los mismos. La única diferencia significativa en los cambios porcentuales entre 1987 y 1986 registrados por las dos fuentes se presenta en las exportaciones de carbón, que aparecen según INCOMEX con mayor dinamismo del que revelan las cifras del DANE. En cuanto a las magnitudes de los rubros sí se presentan diferencias importantes entre las dos fuentes, siendo sistemáticamente superiores las cifras del INCOMEX. Esta divergencia es especialmente marcada en el caso de las importaciones, ya que asciende a US$1.000 millones en 1986 y a US$1.200 millones en 1987. Como puede observarse en el Gráfico 4, históricamente ha existido una discrepancia importante, aunque bastante fluctuante, entre las dos series, la cual para el promedio entre el primer trimestre de 1985 y el tercero de 1987 ascendió a US$200 millones. Ella obedece tanto al rezago natural existente entre el momento en que se otorga el permiso de importación y aquél en el que la compra entra al país, como al hecho de que algunas de las licencias, o parte de ellas, nunca se hacen efectivas. Las fluctuaciones de esta diferencia surgen a raíz de las fuertes y frecuentes variaciones que se presentan en el valor de los registros aprobados, las cuales se reflejan posteriormente sobre los manifiestos, aunque en forma más suave. Es por ello que la gran discrepancia que existe entre las dos cifras de importaciones para 1987 responde a la política de liberación de las mismas que estuvo vigente durante este año y que se materializó en un incremento del cupo de US$150 millones en junio y de US$450 adicionales en el último trimestre, los cuales se reflejaron muy claramente en el valor de las licencias aprobadas. Algo similar su-

CUADRO 6

BALANZA COMERCIAL SEGUN REGISTROS DEL INCOMEX
(Millones de dólares)

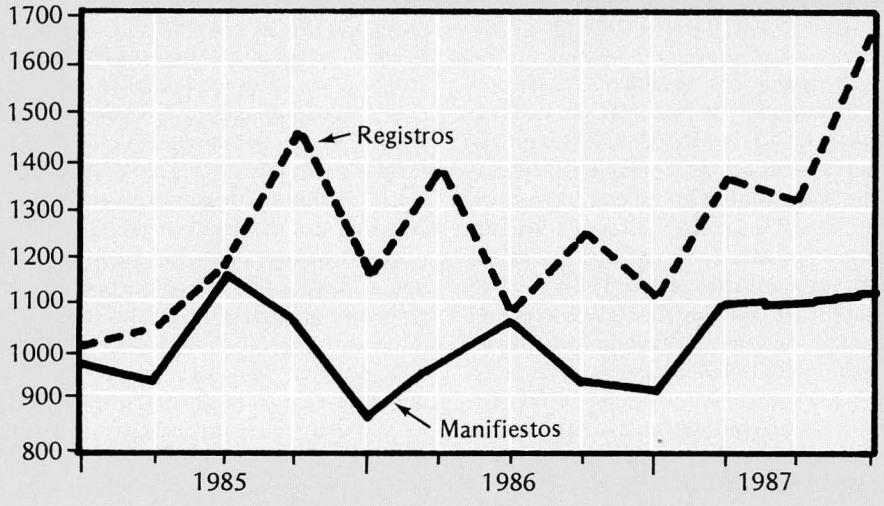
	1986	1987	1987/86 %
I. Exportaciones totales	5247.4	5214.1	– 0.6
Café	3038.8	1713.7	– 43.6
Carbón	224.2	351.9	57.0
Petróleo y derivados	461.8	1336.4	189.4
Otros	1522.6	1812.1	19.0
II. Importaciones totales	4874.3	5466.3	12.1
III. Balanza comercial	373.1	–252.2	–167.6

Fuente: INCOMEX y ECOPETROL.

cedió entre 1985 y 1986, momento en que también se amplió notoriamente dicha diferencia.

Según estas cifras, durante el presente año se dará una fuerte alza en las importaciones efectivas. En este sentido es muy importante que INCOMEX ajuste su política de aprobación de licencias a este hecho, para evitar que se produzca un incremento excesivo en los giros al exterior.

GRAFICO 4
IMPORTACIONES TRIMESTRALES SEGUN MANIFIESTOS DE ADUANA Y REGISTROS DE INCOMEX
(Millones de dólares)



Fuente: DANE e INCOMEX.

B. Exportaciones

1. Café

a) Evolución del precio internacional

Durante 1987 el precio promedio del café otros suaves se situó en US$1.14 la libra, nivel inferior en un 42% al registrado en 1986. Sin embargo, como ilustra el Gráfico 5, las cotizaciones no sufrieron fuertes fluctuaciones durante 1987 ya que la mator parte de su erosión se dió a lo largo de 1986. No obstante, sí es posible ubicar dos fases en el comportamiento de esta variable durante 1987, las cuales están estrechamente relacionadas con la evolución del Pacto de Cuotas. Durante la primera de ellas, que comprende desde el principio del año hasta julio, la cotización decreció continuamente, reflejando la existencia de un claro exceso de oferta en el mercado. A partir de agosto el precio comenzó a recuperarse, proceso que se extendió hasta febrero del presente año, mes en que la cotización se situó un 39% por encima del nivel registrado en julio pasado. En esta etapa, los hechos determinantes en la evolución de las cotizaciones fueron el incremento en las compras por parte de los tostadores en los meses anteriores al restablecimiento del acuerdo y este último hecho en sí mismo[7].

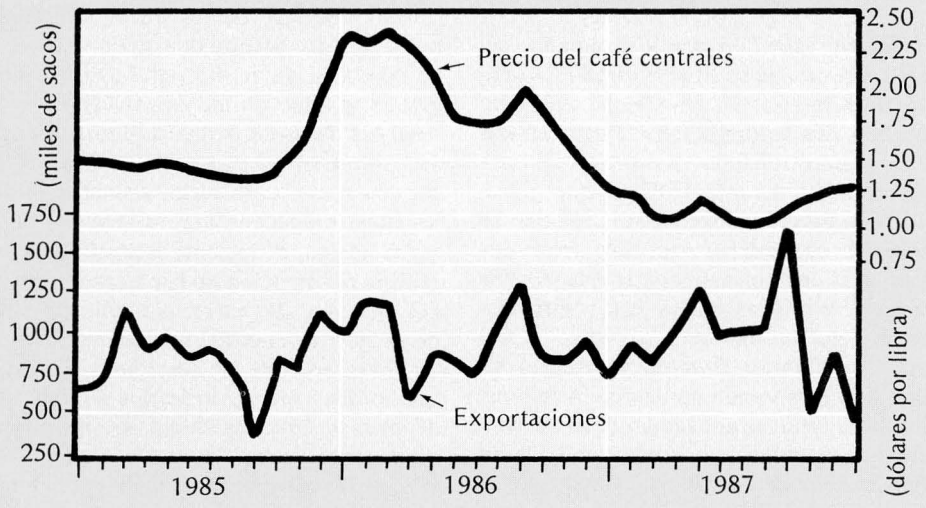
A pesar de que para el final del año ya el mercado estaba regido por el Pacto de Cuotas, en razón de que una parte de las necesidades de abastecimiento de los tostadores habían sido satisfechas previamente, en el cuarto trimestre del año las transacciones de café disminuyeron, hecho que impidió que el incremento observado en las cotizaciones fuera lo suficientemente fuerte como para ubicar el precio indicativo compuesto al interior de la franja. Así las cosas, al final de 1987 tuvo lugar el primer recorte de la cuota global de un millón de sacos y a principios de este año se dieron otras dos reducciones, que en conjunto con la primera totalizan 3.5 millones de sacos.

Sin embargo, en los últimos meses la tendencia decreciente de las cotizaciones se ha revertido en forma significativa y además se ha dado un incremento en los diferenciales de precio entre las diferentes calidades de grano. En el primero de estos hechos han confluido varios elementos entre los que se encuentran, los recortes de la cuota global, el reciente anuncio sobre la posible disminución de la cosecha brasileña del próximo año cafetero a sólo un 60% de la última obtenida, y la disminución de los inventarios de los tostadores. La explicación del incremento en los diferenciales de precios entre calidades, hecho que ha sido especialmente favorable para Colombia, se encuentra, principalmente, en la gran reducción que ha sufrido la oferta de los granos de mejores calidades con respecto a la que prevaleció durante los dos años de libre mercado, la cual está asociada a la reintroducción de las cuotas. En el caso concreto de Colombia, el Acuerdo ha implicado una disminución de las ventas a países miembros cercana a 2 millones de sacos, hecho que ha creado una escasez relativa de esta clase de café, la cual se ha reflejado sobre las cotizaciones. Algo similar ha sucedido con la oferta de cafés centrales. Muy probablemente, estas condiciones provocarán la restitución de al menos uno de los recortes de que ha sido objeto la cuota.

Por otra parte, la pérdida de poder adquisitivo de los países exportadores del grano como producto de la caída en las cotizaciones nominales se ha visto reforzada por la continua depreciación del dólar con respecto a las monedas del resto de países industrializados. Así, utilizando un índice de tasa de cambio efectiva del dólar, calculado por la OCDE, se obtiene que entre 1986 y 1987 los países productores de café sufrieron una pérdida del 52% en su capacidad real de compra en los mercados diferentes al estadounidense, por efecto de los dos elementos adversos antes mencionados.

[7] En la entrega anterior de esta revista se encuentra una descripción completa de la evolución del mercado internacional del café durante 1987 y de la negociación del Acuerdo Internacional. Por esta razón, aquí no trataremos en detalle este tema.

GRAFICO 5
PRECIO INTERNACIONAL Y EXPORTACIONES COLOMBIANAS DE CAFE



Fuente: FEDECAFE.

b) Exportaciones

A lo largo de 1987 Colombia exportó 11.3 millones de sacos, 100 mil menos que en 1986. Sin embargo, comparados con los volúmenes vendidos en los años anteriores, los registrados en 1986 y 1987 son aproximadamente un 13% superiores, incremento que avaluado a los moderados precios de 1987 constituye un aporte adicional de divisas al país cercano a los US$200 millones.

Como puede observase en el Gráfico 5, los niveles más altos de ventas se registraron entre el segundo y el tercer trimestre del año, siendo septiembre un mes particularmente dinámico en este sentido, ya que durante él se realizaron el 15% de las ventas del año. La causa de este fenómeno se encuentra en la ya mencionada agilización de las compras por parte de los tostadores en los momentos previos al restablecimiento del Pacto de Cuotas.

Los altos niveles de las ventas externas, combinados con la disminución que sufrió la producción, particularmente durante 1986, dieron lugar a una rápida caída de las existencias, sobre todo en los tres primeros trimestres del año. Así, entre enero y octubre de 1987 los inventarios de Almacafé se redujeron en 2.4 millones de sacos. A partir de noviembre comenzaron a aumentar debido tanto a la disminución de las exportaciones como al aumento en la producción registrada durante esos meses.

En cuanto al destino de las exportaciones del café colombiano se refiere, el 92% de ellas se dirigieron a los países miembros de la OIC y el 8% restante a los no miembros. Las ventas a los países miembros disminuyeron en casi 200 mil sacos con respecto a 1986 aunque siguieron siendo muy superiores a los niveles registrados antes de ese año, principalmente en Europa y Japón. Con la caída del precio, las compras por parte de Estados Unidos crecieron

6% en 1987, después de haber caída un 12% en 1986. Sin embargo, los mercados más dinámicos durante el último año fueron los canadienses (crecimiento del 121%) y el japonés (13%). Los países europeos miembros redujeron sus compras en 450 mil sacos, después de haberlas incrementado en 1.6 millones de sacos en 1986. Por su parte, los países no miembros incrementaron sus compras de café colombiano en un 11%.

El panorama de exportaciones para este año es menos favorable que los anteriores ya que la cuota correspondiente a Colombia asciende a 8.7 millones de sacos, monto equivalente a un 83% del volumen exportado a los países miembros durante el año pasado. No obstante, si se mantienen los recortes realizados a la cuota, este volumen de exportaciones se disminuiría en más de 500 mil sacos. En este caso, y suponiendo que las ventas a los países no miembros ascenderán a 850 mil sacos (promedio de los últimos años), el total de café que Colombia colocaría en el mercado sería de 9 millones de sacos aproximadamente.

c) Reintegros

Durante 1987 se reintegraron al país US$1.518 millones por concepto de exportaciones de café, un 35% menos que en 1987. El 45% de estos recursos fue entregado por la Federación, quien realizó el 53% de las exportaciones.

La relación entre el monto reintegrado por libra exportada (definido como reintegros totales sobre exportaciones totales) y el precio del café colombiano (precio de otros suaves más dos centavos de dólar) se incrementó del 79% en 1986 al 89% en 1987. Esto significa que una mayor proporción de las divisas obtenidas por la venta de café en el exteiror fue reintegrada al Banco de la República en 1987, comparado con lo sucedido un año atrás. Haciendo abstracción de los rezagos existentes entre exportaciones y reintegros —los cuales pueden distorsionar un poco el indicador— la principal causa de este incremento en la proporción de divisas recibidas se encuentra en el hecho de que durante 1986 la Federación canceló deuda externa por un valor superior a los US$300 millones, pagos que no tuvieron lugar durante 1987. Así, mientras en 1986 este gremio entregó al Banco Emisor alrededor de un 67% del valor de sus exportaciones, en 1987 este coeficiente ascendió al 74% (Cuadro 7). Asi mismo, el comportamiento de esta relación para los años anteriores se explica por la evolución de la deuda externa del Fondo Nacional del Café. En efecto, en 1983 se contrataron créditos por un valor cercano a los US$200 millones, hecho que incrementó el porcentaje reintegrado, en tanto que en los años posteriores se realizaron amortizaciones netas, disminuyéndose el coeficiente mencionado. Sin embargo, también los exportadores privados reintegraron en 1987 una proporción sensiblemente superior del valor de sus exportaciones, ya que ésta pasó del 74% al 104% entre 1986 y 1987. El hecho de que este último porcentaje sea superior a 100 debe ser consecuencia de las devoluciones por diferencial que tuvo que realizar la Federación a los exportadores particulares, por intermedio de los tostadores internacionales, en las épocas en que el reintegro mínimo estuvo por encima de la cotización internacional. Lo mismo sucedió en 1983, año en que los gastos de la Federación por concepto del diferencial fueron especialmente altos[8]. No obstante, el gran incremento experimentado por esta relación entre 1987 y 1986 puede ser también consecuencia de que la reciente política de atar el reintegro mínimo a las cotizaciones inernacionales ha obligado a los exportadores particulares a entregar al Banco de la República una mayor proporción de las divisas recibidas en el exterior.

Sobre este último tema vale la pena mencionar que, no obstante las grandes ventajas que tiene el nuevo sistema de fija-

---

[8] José Leibovich y José Antonio Ocampo, "La comercialización externa del café colombiano" en *Coyuntura Económica,* octubre de 1985.

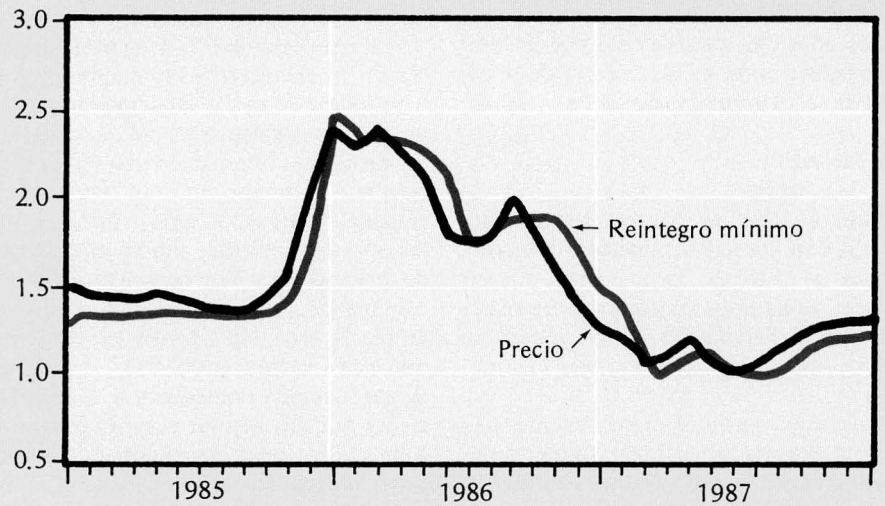
CUADRO 7

RELACION ENTRE LOS REINTEGROS Y EL VALOR DE LAS EXPORTACIONES

	Reintegros (millones de dólares)		Valor Exportaciones (millones de dólares)		Reinteg./Valor Export.	
	Federación	Particulares	Federación	Particulares	Federación	Particulares
1983	820.3	770.9	911.69	720.95	0.90	1.07
1984	715.4	709.7	1164.47	813.09	0.61	0.87
1985	783.3	792.4	1130.64	827.18	0.69	0.96
1986	1161.0	1175.6	1737.64	1248.33	0.67	0.94
1987	677.9	840.1	915.39	809.89	0.74	1.04

Fuente: FEDECAFE, Banco de la República. Cálculos de FEDESARROLLO.

GRAFICO 6
REINTEGRO MINIMO Y PRECIO DE LOS CAFES CENTRALES MAS DOS CENTAVOS
(En dólares por libra)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

ción del reintegro mínimo con respecto al anterior[9], al parecer, la fórmula con que éste es calculado diariamente va a ser objeto de algunos cambios ya que se está quedando sistemáticamente por debajo de la cotización internacional (ver Gráfico 6).

[9] Para un análisis completo de estas ventajas, véase la anterior entrega de *Coyuntura Económica.*

2. Exportaciones mineras

a) Petróleo y derivados

El valor de las exportaciones de hidrocarburos durante 1987 casi triplicó el registrado un año atrás, al registrado un año atrás, al ascender a US$1.336 millones. Este resultado es la conjunción de las me-

jores cotizaciones internacionales de estos productos y del incremento en las cantidades vendidas.

En efecto, después de la estrepitosa caída que sufrieron los precios internacionales del crudo y sus derivados durante 1986, volvieron a recuperarse parcialmente durante el año pasado (ver Gráfico 7). Así, se calcula que el precio de venta promedio del crudo colombiano durante 1987 fue de US$17.3 por barril, mientras en 1986 ascendió tan sólo a US$11.5. Este gran incremento en el precio de venta por barril de crudo colombiano no es sólo atribuíble al comportamiento del mercado externo sino también a la mayor eficiencia lograda por ECOPETROL en la comercialización de este producto.

Sin embargo, a partir del segundo semestre del año los precios internacionales retomaron una tendencia decreciente que se ha extendido hasta el primer trimestre de este año. Las causas de este fenómeno, muy desfavorable para Colombia, se encuentran en el permanente incumplimiento de las cuotas individuales de venta fijadas por la OPEP, por parte de muchos de sus miembros. Así, afirman los analistas que para el final del año los países miembros estaban vendiendo alrededor de 18.5 millones de barriles diarios, volumen que excedía en casi dos millones de barriles la cuota global fijada por esta organización. A este hecho se sumaban los grandes descuentos sobre el precio de US$18 por barril, fijado por la OPEP, que estaban otorgando la mayoría de estos países, pero en particular Irán.

Todos estos hechos han generado actitudes contrapuestas entre los miembros de la OPEP, que han debilitado sustancialmente el poder de esta organización para ejercer control sobre el mercado. Así, Irak afirma que no acatará la cuota que se le ha asignado en tanto ésta no se iguale con la de Irán. Este último, por su parte, tiene una gran necesidad de recibir divisas para financiar sus gastos de guerra, razón por la cual requiere colocar las mayores cantidades posibles en el mercado. Kuwat y Arabia Saudita, los más importantes productores de petróleo, cansados de limitar sus ventas para defender los precios, sin obtener el apoyo de los demás países, adoptaron la posición contraria y ahora dicen preferir ver caer el precio con tal de no reducir las ventas. Así las cosas, el escenario de precio más probable para este año se sitúa alrededor de US$15 por barril, con altas posibilidades de que sitúe en un nivel aún más bajo.

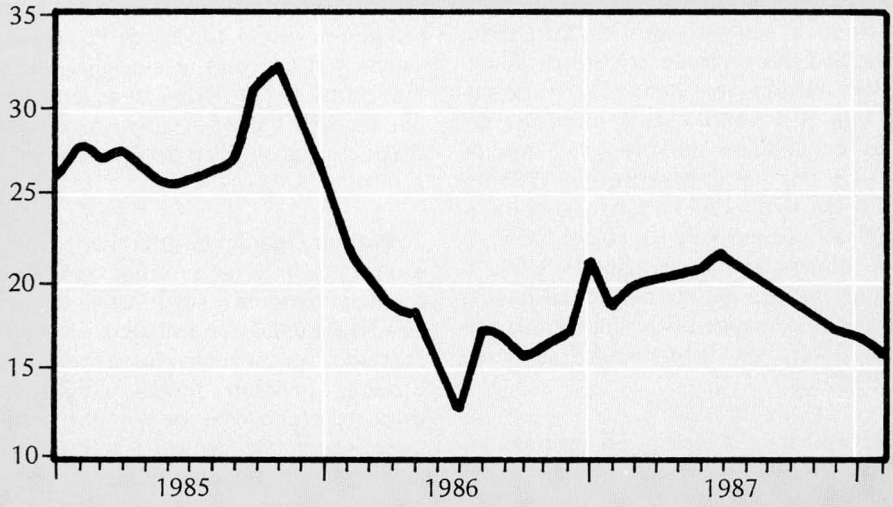
Por otra parte, el gran aumento en la producción interna de crudo se reflejó en un incremento muy significativo de las cantidades vendidas. Sin embargo, los recientes atentados contra el oleoducto Caño Limón-Coveñas tuvieron fuertes consecuencias sobre la producción de los dos primeros meses de 1988, cuando al parecer las exportaciones se vieron reducidas a niveles cercanos a cero. De continuar así la situación, la entrada de divisas al país por concepto de exportaciones de hidrocarburos podría verse muy reducida durante este año.

b) Carbón

Según los manifiestos de aduana del DANE, el valor de las ventas de carbón al exterior ascendió durante el último año a US$230 millones, un 35% más que en 1986. Este resultado es atribuíble al incremento del 54% en el volumen exportado, el cual fue parcialmente contrarrestado por una caída en el precio promedio de venta del carbón colombiano de US$27.5 la tonelada en 1986 a US$23.9 durante el año pasado.

En 1988 se espera exportar alrededor de 11.5 millones de toneladas —20% más que el año pasado— de las cuales 10.8 millones provendrán de Cerrejón Norte. Aunque inicialmente se había previsto una leve recuperación del precio externo, las inciertas perspectivas del mercado petrolero pueden llegar a afectar negativamente estas proyecciones. Sin embargo, es probable que los ingresos de exportación de este mineral as-

GRAFICO 7
PRECIO INTERNACIONAL DEL PETROLEO
(Dólares por barril)



Fuente: OECD, octubre 1987 - febrero 1988: The Economist.

ciendan durante 1988 a US$260 millones de dólares, un 13% superiores a los registrados durante el año pasado según manifiestos de aduana.

3. Exportaciones menores

Por dos años consecutivos, las exportaciones menores han registrado un crecimiento muy satisfactorio. En efecto, después de pasar por un grave período de estancamiento, comprendido entre 1980 y 1985, se recuperaron en 1986, al crecer más de un 15%, y luego en 1987, cuando se incrementaron en 16% según las cifras del DANE. Este favorable resultado tuvo como causa no sólo el mejor desempeño de los precios de muchos de estos productos sino también la colocación de mayores cantidades en los mercados externos.

a) Exportaciones menores según sector y productos

Al analizar la composición de las exportaciones menores por sectores económicos se encuentra que el 61% de ellas fueron de origen industrial (incluyendo ferroníquel), el 35% de origen agrícola, en tanto que las exportaciones mineras distintas al carbón y a los hidrocarburos participaron con el 4% de estos ingresos. Sin embargo, fueron estas últimas las que mayor dinamismo experimentaron durante el último año, al crecer un 35%, mientras las de sector industrial lo hicieron en un 20%. Las agrícolas, por su parte, aumentaron 11% después de haber sufrido una leve reducción en 1986 (Cuadro 8).

El favorable desempeño de las exportaciones mineras se explica básicamente por un incremento del 75% en el valor de las ventas de piedras preciosas, el cual fue causado fundamentalmente por un alza del 40% en los precios. Por su parte, el valor de las exportaciones de platino y de coques y semicoques sufrió una fuerte caída, la cual, sin embargo, fue contrarrestada por el mejor desempeño del resto de productos minerales, cuyas exportaciones crecieron en un 51%.

CUADRO 8

EXPORTACIONES MENORES POR SECTORES Y PRINCIPALES PRODUCTOS

	1986			1987			Variación 87/86		
	Volumen (Miles kgs.)	Valor (Miles US$)	Precio Implícito	Volumen (Miles kgs.)	Valor (Miles US$)	Precio Implicito	Volumen	Valor	Precio Implícito
I. SECTOR AGROPECUARIO		567664			630626			11.09	
Plátanos frescos o secos	955290	196231	0.2	1050494	222529	0.2	9.97	13.40	3.12
Flores	69897	154738	2.2	77904	174074	2.2	11.46	12.50	0.93
Crustáceos y moluscos congelados	4099	32844	8.0	4585	39650	8.6	11.87	20.72	7.92
Carnes de bovinos sin deshuesar	11647	19315	1.7	15030	31277	2.1	29.04	61.93	25.48
Algodón de fibra larga	12558	11698	0.9	15304	26221	1.7	21.87	124.15	83.93
Algodón de fibra corta	34472	29456	0.9	18364	25872	1.4	−46.73	−12.17	64.88
Azúcares crudos	190656	34839	0.2	78372	17716	0.2	−58.89	−49.15	23.70
Cacao crudo	2624	5298	2.0	8849	16511	1.9	237.29	211.68	−7.59
Tabaco	10922	19229	1.8	8911	15790	1.8	−18.41	−17.78	0.64
II. SECTOR MINERO		61535			82739			34.46	
Piedras preciosas y semipreciosas	1	34264	42830.0	1	60039	60038.8	25.00	75.22	40.18
III. SECTOR INDUSTRIAL		912304			1098672			20.43	
Alimentos y bebidas		59613			69743			16.99	
Extractos y esencias de café	6152	57245	9.3	6062	39077	6.4	−1.47	−31.74	−30.72
Hilados y tejidos		93884			104712			11.53	
Tejidos de algodón y alg. crudo	6291	23384	3.7	7451	34285	4.6	18.45	46.62	23.78
Tejidos recubiertos de mat. plásticas	8034	18607	2.3	8444	20526	2.4	5.11	10.31	4.95
Hilados de algodón	3374	10496	3.1	3348	12039	3.6	−0.75	14.70	15.56
Confecciones		114961			134208			16.74	
Ropa de mujer y niña, sintética	998	20988	21.0	780	21518	27.6	−21.82	2.52	31.14
Ropa de mujer y niña, de algodón	537	12670	23.6	1219	19982	16.4	127.07	57.71	−30.54
Ropa de hombre y niño, de algodón	761	15843	20.8	674	16885	25.1	−11.49	6.58	20.42
Madera y sus manufacturas		30211			25639			−15.13	
Cuero y sus manufacturas		98211			111296			13.32	
Calzado	688	20032	29.1	815	15811	19.4	18.43	−21.07	−33.35
Artículos de viaje, de cuero	203	11466	56.6	267	13642	51.0	31.98	18.98	−9.85
Artes gráficas		80760			114021			41.18	
Libros, folletos y similares	4908	41458	8.4	5298	76560	14.5	7.95	84.67	71.07
Industria química		181812			213801			17.59	
Epsilon - Caprolactama	9420	14342	1.5	9752	16063	1.6	3.52	12.00	8.19
Cloruro polivinílico	46017	30430	0.7	52697	42928	0.8	14.52	41.07	23.19
Poliestirenos	22832	20092	0.9	12553	14383	1.1	−45.02	−28.41	30.20
Demás fungicidas	6329	15180	2.4	8514	18947	2.2	34.52	24.81	−7.22
Minerales no metálicos		63722			87584			37.45	
Cemento clinkers	672600	15852	0.0	1078278	31202	0.0	60.31	96.84	22.78
Cemento portland	951513	27088	0.0	1124462	30747	0.0	18.18	13.51	−3.95
Metalmecánico		161077			188538			17.05	
Otras industrias manufactureras		28053			49126			75.12	

Fuente: INCOMEX, cálculos de FEDESARROLLO.

Al buen comportamiento de las exportaciones industriales contribuyó con fuerza el gran dinamismo de las cantidades vendidas de cemento. La creciente demanda ejercida por República Dominicana y Haití fue determinante en este resultado. Asi mismo, las artes gráficas mostraron un aumento excepcionalmente bueno de sus exportaciones (41%). Dentro de este rubro, las ventas de libros, folletos y similares jugaron un papel muy importante, al aumentar un 85% en términos de valor, debido principalmente a un fuerte incremento en el precio. Sin embargo, otros factores tales como los avances tenológicos introducidos por esta industria, la campaña de promoción de los productos de artes gráficas en Estados Unidos y la reducción del arancel en Venezuela para países miembros de la ALADI, contribuyeron en forma muy importante en este resultado.

La industria química, por su parte, dió origen a unas exportaciones por valor de US$214 millones, monto superior en un 18% al registrado un año atrás. El cloruro de polivinilo, los fungicidas y el epsilon-caprolactamana fueron algunos de los rubros más dinámicos de este grupo. En contraste, una disminución del 45% en la cantidad de poliestirenos colocados en el mercado generó una caída del 25% en el valor de sus exportaciones.

Por otra parte, el sector metalmecánico vio incrementado el valor de sus registros de exportación en un 17%, gracias al crecimiento del 23% en el valor de las exportaciones de ferroníquel, debido a la evolución favorable tanto de precios como de cantidades.

Asi mismo, el valor de las ventas externas de confecciones creció en un 17%. Aunque en la mayoría de estos productos fue el alza en el precio el factor generador del incremento en los ingresos, en el caso de las ventas de ropa de mujer y de niña de algodón se dió un gran aumento en las ventas físicas. El haber puesto fin a un convenio que existía con Estados Unidos, el cual limitaba el volumen de textiles que era posible exportar a dicho país, permitió una gran expansión de las ventas de estos productos. También las confecciones de cuero registraron un dinamismo aceptable.

Igualmente, las exportaciones de la industria de alimentos y bebidas tuvieron un desmpeño favorable. Sin embargo, las ventas externas de origen industrial que mayor dinamismo mostraron fueron aquellas agrupadas bajo el rubro de "otras industrias manufactureras", las cuales crecieron en un 75%. Este puede ser un buen indicio de nuevas fuentes de divisas para Colombia en el futuro.

Por otra parte, al interior del sector agropecuario siguieron estando los más importantes productos de exportación no tradicional. Se trata del banano y las flores, los cuales continuaron ganando mercado en el exterior, razón por la cual el valor de cada una de estas ventas se vió incrementado en cerca del 13%. El valor de las exportaciones de langostas, crustáceos y moluscos congelados fue más que triplicado durante 1987 en tanto que el de carne de bovino aumentó en un 63%. La demanda ejercida por Perú jugó un importante papel en este último resultado.

A pesar del marcado incremento en el precio del algodón, la gran disminución de las exportaciones de la variedad de fibra corta dió lugar a una caída del 12% en el valor de las mismas. En el caso de la variedad de fibra larga, por el contrario, las mayores cantidades vendidas reforzaron el efecto del mejor precio. También las exportaciones de cacao crecieron excepcionalmente (212%) debido exclusivamente a los mayores volúmenes vendidos. Lo contrario sucedió con las ventas de azúcar crudo (debido a la reducción de la cuota azucarera fijada a Colombia por Estados Unidos), caña de azúcar y tabaco negro, cuya demanda por parte de España y Alemania Occidental sufrió una apreciable caída.

b) Exportaciones menores según destino

De los US$1.735 millones de exportacions menores aprobadas por INCOMEX,

las cuales no incluyen café, petróleo, carbón ni ferroníquel, un 40% tuvo como destino el mercado estadounidense, una cuarta parte la ALADI, un 14% la Comunidad Económica Europea, en tanto que el 5% de ellas se dirigió al Japón y el 15% al resto de países (Cuadro 9).

Las compras japonesas de productos colombianos fueron unas de las más dinámicas, al crecer durante 1987 en un 33%, hecho que se explica fundamentalmente por un incremento de US$18 millones en las exportaciones registradas de piedras preciosas. También las ventas a Estados Unidos tuvieron un desempeño muy favorable al con mejor evolución fueron los libros y folletos (incremento del 200%), los tejidos de algodón (60%) y las flores (13%).

Las ventas a la Comunidad Europea crecieron en un 8%, por efecto del extraordinario aumento de las compras italianas de confecciones de algodón, tejidos de este mismo material y plátanos.

Por su parte, las exportaciones a Alemania, Holanda y Reino Unido experimenta-

CUADRO 9

EXPORTACIONES MENORES SEGUN DESTINO[1]
(miles de dólares)

	1986	1987	Participaciones 1986 %	Participaciones 1987 %	Variación 87/86 %
1. Estados Unidos	617306.2	711474.4	42.3	41.0	15.3
2. Japón	65464.2	87347.2	4.5	5.0	33.4
3. Comunidad Económica Europea	215936.7	233946.6	14.8	13.5	8.3
Alemania Occidental	60127.3	65631.3	4.1	3.8	9.2
Holanda	14938.3	16219.6	1.0	0.9	8.6
Italia	19448.2	30755.4	1.3	1.8	58.1
Reino Unido	28823.4	30469.1	2.0	1.8	5.7
España	21656.1	18587.6	1.5	1.1	−14.2
Francia	38952.9	32227.7	2.7	1.9	−17.3
Demás países	31990.5	40055.9	2.2	2.3	25.2
4. ALADI	407946.7	435316.0	27.9	25.1	6.7
Grupo Andino	341252.9	371175.5	23.4	21.4	8.8
Venezuela	181000.4	178230.3	12.4	10.3	− 1.5
Ecuador	67906.0	63608.2	4.7	3.7	− 6.3
Perú	90817.5	127007.0	6.2	7.3	39.8
Bolivia	1529.0	2330.0	0.1	0.1	52.4
Resto ALADI	66693.8	64140.5	4.6	3.7	− 3.8
5. Otros países	153449.6	266923.0	10.5	15.4	73.9
TOTAL	1460103.4	1735007.2	100.0	100.0	18.8

[1] Excluye ventas de café, hidrocarburos, carbón y ferroníquel.

Fuente: INCOMEX.

ron dinamismo aceptables, en tanto que las de Francia y España disminuyeron sensiblemente. Sin embargo, fueron el resto de países europeos los que más aumentaron sus compras de productos colombianos (25%).

Las exportaciones a la ALADI crecieron sensiblemente menos que el promedio de las exportaciones menores colombianas, debido fundamentalmente a la caída en las ventas a Venezuela y Ecuador. En el primero de estos países se dió una recomposición bastante interesante de las importaciones de productos colombianos, ya que los libros y folletos y el cloruro de polivinilo ganaron varios puntos en su participación en el valor de las compras de bienes colombianos, mientras que con las confecciones de algodón para hombre, los artículos de cuero para viaje y los coques y semicoques sucedió lo contrario, siendo estas reducciones levemente superiores a los incrementos antes mencionados. En el caso ecuatoriano el pobre desempeño de la economía se reflejó especialmente en las importaciones de algodón, papel, libros y folletos y cloruro de polivinilo. También el resto de países de la ALADI disminuyeron sus compras de productos colombianos.

Sin embargo, las exportaciones que tuvieron la mejor evolución fueron aquellas dirigidas a otros países distintos a los mencionados previamente, ya que crecieron en más de US$100 millones y pasaron a representar un 15% de las ventas de productos colombianos en el exterior, participación superior a la registrada por la Comunidad Económica Europea. Las mayores compras por parte de Haití, República Dominicana y Costa Rica explican parcialmente este resultado.

La evolución favorable de las exportaciones menores fue el resultado de una combinación de elementos, entre los que se encuentran la devaluación real del peso con respecto a las monedas de los países desarrollados, los aumentos en la producción de algunos bienes agrícolas, el gran dinamismo industrial, la flexibilización del Plan Vallejo, la ampliación de las líneas de crédito, el crecimiento económico de algunos de los países compradores y los convenios de intercambio comercial firmados con algunos de ellos.

En efecto, el intercambio con los países desarrollados se vió favorecido por la depreciación real del peso con respecto a estas monedas, producto tanto de la reciente devaluación del dólar como del efecto acumulado del incremento de la tasa de cambio del peso de los últimos años. De igual forma, la ausencia de devaluación real de la moneda colombiana respecto a las del resto de Latinoamérica incidió en el menor crecimiento relativo de las exportaciones colombianas a estos países. Sin embargo, no se debe sobrestimar el efecto del manejo cambiario sobre estas exportaciones ya que, por ejemplo, las compras de los países europeos, con respecto a los cuales el peso sufrió la mayor devaluación, no fueron tan dinámicas como las de Estados Unidos o las de algunos países latinoamericanos (Haití y República Dominicana), casos en los que este efecto fue, por lo menos, bastante inferior. Esto no quiere decir que pueda descuidarse el manejo de la tasa de cambio como elemento fundamental para la consolidación del proceso de crecimiento de las exportaciones menores. Por el contrario, en este sentido es muy importante que el ritmo de devaluación del peso durante este año se ubique entre el 25 y el 27%, como lo ha recomendado FEDESARROLLO, para ganar competitividad en los diferentes mercados. Además, es conveniente que se estabilice el ritmo mensual de aumento de la tasa de cambio para evitar que éste se constituya en una fuente de incertidumbre para el negocio exportador.

Por otra parte, los incrementos en la producción de los principales bienes agrícolas de exportación —flores y banano— permitieron aumentar sus ventas externas. En otros casos, la evolución de los acuerdos comerciales de Colombia con otros países fue el elemento determinante del dinamismo de algunas exportaciones. Esto sucedió con las ventas de carne al Perú y con las de

textiles y azúcar a Estados Unidos. También ciertas decisiones tomadas a nivel de la ALADI, como las de disminuir los aranceles a las importaciones frente a las aplicadas a terceros países, contribuyeron a la evolución de algunos de estos rubros, como el del material impreso a Venezuela. Complementariamente, el crecimiento económico de algunos países vecinos, como Ecuador y Perú, está estrechamente relacionado con el dinamismo de sus compras de productos colombianos.

Adicionalmente, durante 1987 las exportaciones realizadas a través del Plan Vallejo ascendieron a US$1.132 millones, cifra superior en un 25% a la registrada un año atrás, la cual, a su vez, ya había experimentado un notable crecimiento, del 19%. Esta evidencia lleva a pensar que las reformas introducidas en 1985 a este mecanismo de comercio exterior lo han convertido en un importante instrumento de promoción de las exportaciones menores. Dichas medidas facilitaron el acceso de los exportadores a los beneficios de este Plan gracias a la adopción de un mecanismo automático de importación de materias primas e insumos y a la flexibilización de los compromisos de exportación por la adquisición de bienes de capital. Estas medidas permitieron que se vincularan al plan Vallejo exportadores que antes operaban a través de los canales tradicionales, al igual que nuevas firmas que no habían incursionado en los mercados internacionales[10].

Las poco favorables perspectivas de la economía mundial para este año pueden constituirse en un factor que limite el crecimiento de las exportaciones menores. Además, el menor ritmo esperado de devaluación del dólar frente a as monedas europeas hará que una mayor parte de la labor de promoción de estas exportaciones recaiga en manos de las autoridades colombianas.

[10] Incomex, *Comercio Exterior*, Volumen 21, No. 1, enero de 1988.

C. Importaciones

Durante 1987 las importaciones efectivas tuvieron un valor total de US$4.282 millones, un 11% superior al registrado un año atrás. El 3% de este monto correspondió a las compras de gasolina, las cuales experimentaron una disminución del 22%, en tanto que el resto crecieron en un 13%. Como se mencionó con anterioridad, las cifras de registros aprobados por INCOMEX arrojan una tasa de crecimiento de las importaciones muy similar a la obtenida con los datos del DANE.

El incremento en el valor total de las importaciones se enmarca en un contexto de profundización del proceso de liberación de las mismas, el cual se ha venido dando desde 1985. En primer lugar, después del gran traslado de posiciones de licencia previa a libre llevado a cabo en 1986 —el cual incrementó la participación del régimen de libre en el universo arancelario del 27 al 36%—, en 1987 se liberaron 79 posiciones más. Esta medida aumentó ligeramente la proporción mencionada, que se ubicó en el 38%, en tanto que el número de posiciones bajo licencia previa pasó a representar el 61% del total. Aparte de esto, durante 1987 se produjo un incremento del 13% en el presupuesto de divisas para importación. Así, al principio del año se fijó un cupo básico de US$4.140, monto muy similar al total de las importaciones durante 1986. Sin embargo, en respuesta al proceso de liberación que se había dado en el año anterior, se asignaron US$200 millones más que en 1986 al régimen de libre, a la vez que los recursos disponibles para previa se redujeron en el mismo monto. Esta disminución del presupuesto de previa generó un exceso de demanda por este tipo de importaciones, el cual dió lugar a que en la primera mitad del año fuera negada una proporción atípicamente alta de estas licencias, especialmente si se tiene en cuenta el contexto de mayor liberación en que esto sucedía. Este hecho propició un aumento especulativo en las solicitudes, bajo la creencia por parte de los importadores de que entre mayor número de ellas radicaran,

más alta sería la probabilidad de que les aprobaran alguna. Esta situación condujo a las autoridades a ampliar el presupuesto total en US$600 millones, de los cuales US$ 521 millones fueron asignados al régimen de licencia previa. Estas adiciones fueron realizadas en montos iguales de US$150 millones, repartidos entre junio y cada uno de los tres últimos meses del año. Sin embargo, a pesar de este gran incremento del cupo —15% del inicial— la proporción de solicitudes negadas para el año completo fue muy alta. Así, mientras en 1986 se rechazaron licencias —o parte de ellas— por un valor equivalente al 37% del total solicitado, en 1987 esta proporción se incrementó al 42%. Como se observa en el Cuadro 10, ello obedeció a un aumento del 15% en el valor de las licencias solicitadas, por las razones ya mencionadas. Por una parte, estas adiciones dieron lugar a un gran aumento en los registros aprobados durante los tres últimos meses, el cual, al no alcanzar a reflejarse sobre las importaciones efectivas, amplió la diferencia tradicionalmente existente entre las cifras de registros y de manifiestos de aduana, hecho comentado en una sección anterior de este trabajo.

Dentro del mismo esquema de liberación, en noviembre fueron reducidos los gravámenes arancelarios para 418 posiciones de bienes de capital y materias primas.

CUADRO No. 10

PRESION POR IMPORTACIONES BAJO EL REGIMEN DE LICENCIA PREVIA
(Miles de dólares)

	1986	1987
Valor solicitado	3963,9	4575,1
Valor aprobado	2508,4	2644,2
Porcentaje sin aprobar	36,7	42,2

Fuente: INCOMEX

Por otra parte, según ilustra el Cuadro 11, el 94% de las importaciones de 1987 fueron reembolsables, en tanto que el 6% restante (US$349 millones) no implicaron salida de divisas oficiales. Las reembolsables crecieron un 12% y estuvieron constituidas en un 93% por las importaciones con cargo al presupuesto, mientras que las de Ecopetrol, en conjunto con aquellas realizadas a través de sistemas especiales, participaron sólo con el 7% del total de este grupo. El rubro más dinámico de este conjunto fue el de Plan Vallejo y SEIX, con un crecimiento del 23% asociado a la mayor apertura y fuerza que han ido adquiriendo estos sistemas como mecanismos de promoción de exportaciones. Las importaciones con cargo al presupuesto se incrementaron un 13%, variación equivalente a la ampliación del cupo mismo durante el último año. Dentro de estas, y como consecuencia del proceso de liberación ya comentado, las importaciones libres crecieron en un 25%, en tanto que las de previa lo hicieron tan sólo en 5%. Por su parte, las compras de Ecopetrol cayeron en 38% —US$75 millones— debido fundamentalmente a las menores importaciones de gasolina.

Las no reembolsables, por su parte, a pesar de haber crecido más del 20% entre 1986 y 1987, siguieron siendo sustancialmente inferiores a las registradas en la primera mitad de esta década. La causa principal de este hecho está en la reducción de las compras de equipos para los proyectos petroleros, la cual fue posible gracias a la culminación de muchos de ellos. Sin embargo, en 1987 este rubro experimentó un sensible aumento (62%), adquiriendo así una participación del 41% en el total de importaciones no reembolsables. Las temporales (alquiler de equipos, fundamentalmente) tuvieron un valor de US$120 millones, equivalentes al 34% del total de este grupo, mientras el 25% restante estuvo conformado principalmente por Plan Vallejo, donaciones y otros.

Después de disminuir durante 5 años consecutivos, las licencias oficiales se esta-

CUADRO 11

IMPORTACIONES TOTALES SEGUN REEMBOLSO Y REGIMEN
(millones de dólares)

	1985	1986	1987	Variación 1987/86 %
I. REEMBOLSABLES	3722.8	4586.1	5117.4	11.6
1. Con cargo al presupuesto	3297.8	4196.0	4758.7	13.4
Libre	526.9	1687.6	2114.5	25.3
Previa	2812.9	2508.4	2644.2	5.4
2. Ecopetrol	280.7	200.7	124.9	– 37.8
3. Plan Vallejo y Seix	144.3	189.4	233.8	23.4
II. NO REEMBOLSABLES	966.1	288.2	348.9	21.1
1. Petroleras	503.6	88.0	142.4	61.8
2. Temporales	296.0	109.4	119.6	9.3
3. Donaciones	16.6	7.9	23.4	196.2
4. Diplomáticas	6.7	6.1	6.1	0.0
5. Capital extranjero	11.6	7.6	3.5	–53.9
6. Plan Vallejo	26.7	24.3	25.4	4.5
7. Otros	104.9	44.9	28.5	–36.5
III. TOTAL	4688,9	4874,3	5644,3	12,1

Fuente: INCOMEX

bilizaron en un monto cercano a los US$ 900 millones en 1987, en tanto que las privadas, en continuación de la tendencia ascendente que vienen mostrando desde 1985, aumentaron 15% (Cuadro 12). Al interior de las importaciones privadas, las compras de materias primas y bienes intermedios para la industria y también para la agricultura fueron las más dinámicas, al crecer ambas entre 15 y 20%. Asi mismo, las importaciones de bienes de capital por parte del sector privado se incrementaron en un 15%, siendo especialmente notorio el crecimiento de las compras de materiales de construcción (53%), aunque también el del equipo de transporte. Estas cifras son consistentes con los recientes hallazgos de FEDESARROLLO, a propósito de la favorable evolución que ha tenido la inversión privada recientemente. También las compras de bienes de consumo duradero de los agentes privados aumentaron de manera significativa. De otro lado, las importaciones oficiales de materias primas fueron las únicas que crecieron entre 1986 y 1987, ya que las de bienes de consumo bajaron sensiblemente (29%) y las de bienes de capital se estabilizaron en un monto cercano a los US$450 millones. El fuerte dinamismo de las compras de materias primas para la industria y la agricultura compensó la disminución de las importaciones de gasolina, dando lugar al resultado mencionado. En cuanto al comportamiento de las importa-

CUADRO 12

IMPORTACIONES TOTALES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y CARACTER DEL IMPORTADOR
(Millones de dólares)

	OFICIALES			PRIVADAS			TOTALES		
	1986	1987	1987/86 %	1986	1987	1987/86 %	1986	1987	1987/86 %
I. BIENES DE CONSUMO	126.49	89.36	— 29.35	515.99	563.62	9.23	642.48	652.98	1.63
1. No duradero	5.08	9.81	93.11	323.36	334.89	3.57	328.44	344.70	4.95
2. Duradero	121.41	79.55	— 34.48	192.62	228.73	18.75	314.03	308.28	— 1.83
II. MATERIAS PRIMAS Y PRODUCTOS PRODUCTOS INTERMEDIOS	297.18	348.44	17.25	1957.47	2278.82	16.42	2254.65	2627.26	16.53
1. Combustibles	133.60	99.18	— 25.76	67.76	24.65	—63.62	201.36	123.83	—38.50
2. Para agricultura	6.47	19.71	204.64	164.23	190.81	16.18	170.70	210.52	23.33
3. Para industria	157.11	229.54	46.10	1725.48	2063.38	19.58	1882.59	2292.92	21.80
III. BIENES DE CAPITAL	452.10	448.03	— 0.90	1490.51	1713.71	14.97	1942.61	2161.74	11.28
1. Materiales de construcción	10.28	34.05	231.23	39.23	59.81	52.46	49.51	93.86	89.58
2. Para agricultura	6.49	2.20	— 66.10	68.89	69.47	0.84	75.38	71.67	— 4.92
3. Para industria	366.31	311.74	— 14.90	948.16	1065.72	12.40	1314.47	1377.46	4.79
4. Equipo de transporte	69.02	100.04	44.94	434.23	518.71	19.46	503.25	618.75	22.95
IV. DIVERSOS	13.10	10.15	— 22.52	21.66	14.12	—34.81	34.76	24.27	—30.18
TOTAL IMPORTACIONES	888.87	895.97	0.80	3985.63	4570.28	14.67	4874.50	5466.25	12.14

Fuente: INCOMEX

ciones oficiales de bienes de capital, las altas tasas de crecimiento de las compras de materiales de construcción y de equipo de transporte neutralizaron la disminución de las de maquinaria para la agricultura y para la industria. A nivel agregado se encuentra que las compras de materias primas para la agricultura y la industria, las importaciones de equipo de transporte y las de materiales de contrucción fueron las más beneficiadas por el aumento de las importaciones totales colombianas.

En relación con la forma de pago de las importaciones, como se menciona en el capítulo de Análisis Coyuntural de esta revista, las de giro ordinario registraron en 1987 un comportamiento semejante al total, en tanto que las efectuadas con créditos de largo plazo y a través de regímenes especiales tuvieron una disminución consistente con la pérdida de importancia de estos mecanismos, gracias a la solidez de la actual situación colombiana.

Para el año en curso se espera un fuerte incremento en el valor de las importaciones efectivas, en virtud del gran aumento de las licencias aprobadas al final del año pasado, la gran mayoría de las cuales no alcanzó a ser utilizada en el mismo año. Por su parte, el presupuesto básico fijado para 1988 asciende US$4.750 millones, monto equivalente al cupo total de 1987. Esta suma corresponde a un cupo mensual de US$375 millones, más una adición de US$250 que será distribuida en montos iguales de US$ 42 millones entre los 6 primeros meses. Estos recursos adicionales fueron liberados del régimen de libre en 1987, como resultado de la política adoptada por el Consejo Directivo de Comercio Exterior de incentivar las cancelaciones totales y parciales de licencias no utilizadas.



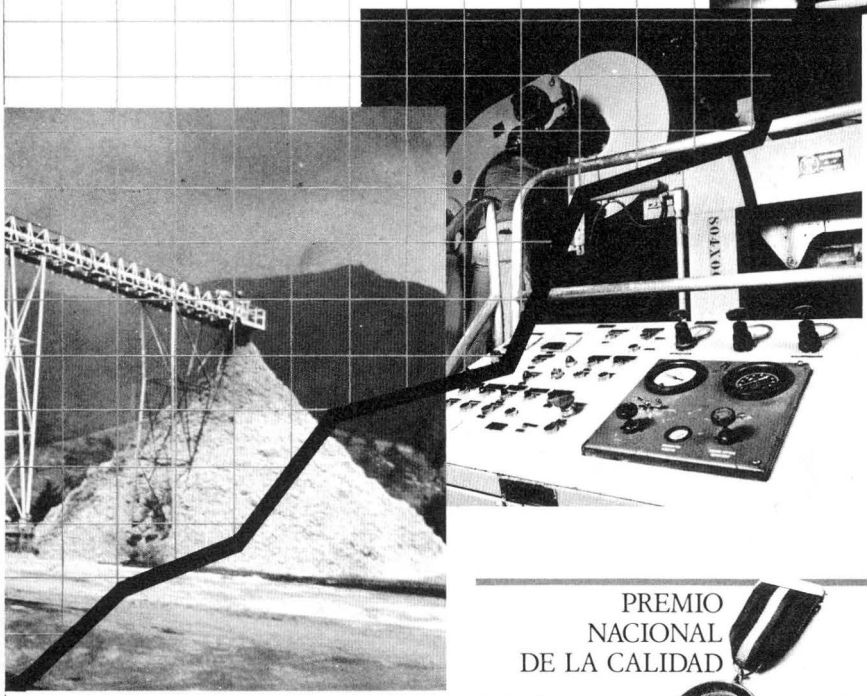
El mejor café suave del mundo

Federación Nacional d

Informes de Investigación

El papel de Propal en la economía nacional.





PREMIO
NACIONAL
DE LA CALIDAD

PROPAL 25 años

En veinticinco años, PROPAL ha desempeñado un papel significativo en el desarrollo del país, utilizando materia prima nacional, aportando tecnología, sustituyendo importaciones y generando divisas, además de proporcionar miles de empleos directos e indirectos.

Las políticas de calidad de PROPAL en todos los campos, productivo, administrativo, comercial y de servicio al cliente, han merecido un reconocimiento nacional: "El Premio Nacional de la Calidad".

Apoyar la economía ha sido y es también un papel de PROPAL.

Garantizados con Sello de Calidad ICONTEC

PROPAL
Productora de
Papeles S.A.

EL PAPEL DE LOS COLOMBIA
PREMIO NACIONAL DE LA CAL

Meza/Bates-87

La Experiencia de Tres Bancos Colombianos en Panamá

*Carlos Caballero Argáez**

I. INTRODUCCION

A raíz del estallido de la crisis de la deuda externa latinoamericana en 1982, y de sus desarrollos iniciales en 1983, surgió la inquietud entre los analistas de si el caso de Colombia en su acceso a los mercados internacionales de crédito había sido realmente diferente al del resto de los países de la región. De hecho, las autoridades económicas colombianas utilizaron durante 1983 y parte de 1984 la expresión de una "casa buena en un barrio malo" para caracterizar la situación de endeudamiento del país y resaltar, de esta manera, la peculiaridad del desempeño y los indicadores de Colombia frente a los de otras economías de América Latina.

A pesar de lo anterior, fue claro hacia mediados de 1984 que Colombia registraba dificultades para mantener un abastecimiento adecuado de recursos financieros externos, razón por la cual se planteó en FEDESARROLLO la necesidad de analizar diferentes aspectos de la relación entre la banca colombiana y la banca extranjera. Esa investigación debía forzosamente referirse a la expansión de los bancos nacionales hacia el exterior, como quiera que, desde el punto de vista del capital aportado, las inversiones de los bancos colombianos por fuera del país constituían, en 1984, algo así como un 80% del capital y la reserva legal de la totalidad de los mismos bancos nacionales. A un sistema bancario pequeño operando en Colombia había que sumar, necesariamente, un sistema adicional que funcionaba en Panamá, en Estados Unidos y en algunas islas del Caribe. Se buscó, entonces, conocer la importancia verdadera de esta banca filial —considerada para todos los efectos como internacional— así como el impacto de su manejo sobre la relación de Colombia con sus acreedores del exterior y sobre la misma operación de los bancos matrices dentro del país.

En este documento se reseña el proceso de expansión y contracción del Centro Financiero de Panamá entre 1965 y 1985, se estudia la inserción de las filiales de los bancos en este mercado, y se describe la forma muy diferente en la cual tres bancos

* Este documento es una versión revisada del Capítulo III del informe de investigación titulado "La Banca Colombiana y la Banca Internacional", preparado en FEDESARROLLO en 1986 por Carlos Caballero Argáez y Mauricio Avella Gómez, con financiación del Programa de Economía Internacional de la Fundación Ford. Se agradece la colaboración recibida de un gran número de personas vinculadas en una u otra forma, y en uno u otro momento, a la banca colombiana, sin cuya ayuda hubiera sido imposible realizar este trabajo.

colombianos —el de Colombia, el de Bogotá y el Cafetero— se establecieron en Panamá y condujeron sus operaciones en ese centro.

En una primera sección se revisa la evolución del Centro Financiero de Panamá desde 1976 y la participación en él de las filiales de los bancos colombianos. Se anota cómo los activos de estas filiales llegaron a constituir un 7% de los totales del Centro en 1982 para comenzar a reducirse a partir de este último año, representando en 1985 un 5% de ellos. Posteriormente, en una segunda sección, se reseñan los antecedentes del establecimiento de las filiales en Panamá desde los años sesenta, cuando algunos bancos se extendieron a este país a través de sucursales, y se comentan las razones para su conversión en filiales, en un caso, y para que bancos que no extendieron su actividad hacia Panamá en la década anterior procedieran a hacerlo en la de los setentas. De esa descripción se desprende la racionalidad del comportamiento de los administradores de los bancos, en términos estratégicos, en vista de la conjunción de factores que hacían atractiva esa expansión. Finalmente, las tres últimas secciones analizan los tres casos específicos ya mencionados, los cuales, como podrá comprobarse, presentan características tan propias que es bien difícil extraer de dicho análisis conclusiones de comportamiento de tipo general. Sin embargo, si bien las actuaciones de las autoridades colombianas se sustentaron sobre la premisa de que los desequilibrios financieros de las filiales de los bancos colombianos en el exterior se resolverían automáticamente, ello no ocurrió, por lo cual, en primer lugar, los bancos matrices terminaron apoyando sus filiales, y, en segundo, las autoridades se vieron forzadas a diseñar mecanismos para facilitar dicho apoyo. Adicionalmente, la experiencia del Banco de Colombia señala que las dificultades de su filial en Panamá afectaron la consecución de crédito externo por parte del gobierno colombiano, en una coyuntura cambiaria crítica, y dieron lugar a una compleja negociación internacional a la cual no fue siquiera ajeno al señor Volcker, Presidente en esa época de la Junta de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

II. EL CENTRO BANCARIO INTERNACIONAL DE PANAMA

A. El marco institucional

Panamá surgió como plataforma de servicios financieros internacionales dentro del Caribe en los primeros años setentas. Sin la tradición histórica de otras plazas llamadas naturales, como Londres, Zurich, Francfort y New York, Panamá se ganó el título de mercado "no natural" debido a su localización geográfica, a sus reglamentaciones y a su organización financiera, factores, todos éstos, que le permitían extender sus servicios no sólo dentro del marco caribeño sino a centros bancarios distantes como Singapur y Hong Kong.

En 1970, se expidió la carta básica del Centro Bancario de Panamá. Mediante el Decreto-Ley 238 del 2 de julio de 1970, comúnmente conocido como Ley Bancaria panameña, se creó el marco legal dentro del cual la plaza se convertiría en una plataforma de servicios financieros internacionales.

Varios elementos de orden institucional se conjugaron para propiciar el desarrollo del Centro con una activa vinculación de instituciones bancarias internacionales. El primero, y fundamental, el esquema monetario y cambiario sustentado completamente en el dólar de los Estados Unidos dentro del cual coexisten dos monedas de curso legal —el Balboa y el dólar—, que son sustitutos perfectos, aunque en la práctica el Balboa cumple más el papel de moneda fraccionaria. La adopción del dólar americano convirtió a la plaza en un escenario ideal para el libre mercado y para la transferencia de las monedas internacionales. A diferencia de la mayoría de las economías, Panamá no dispone de un sistema monetario con un banco central que tenga capacidad relativa para influir en el mercado de divisas y para regular la oferta de circulante. En su defecto, una Comisión Bancaria Na-

cional hace las veces de autoridad monetaria con un instrumento general de regulación que permite afectar las reservas monetarias de los bancos (encaje legal) y orientar el crédito selectivamente.

Además del régimen monetario, se tuvo el cuidado de instaurar un sistema legal que resguardara el "secreto" bancario en las cuentas de depósitos y préstamos. Este ha sido un elemento "consustancial y *sine qua non*" para el desarrollo del Centro, incentivando la vinculación de capitales foráneos que en sus países originales están sometidos a restricciones tributarias y cambiarias. Un punto básico es el de que la confidencialidad no abarca solamente el sigilo del banco sobre sus clientes frente a terceros sino inclusive ante las propias autoridades panameñas[1].

Dentro de los marcos señalados, el Centro se puso en marcha con tres tipos de instituciones: los bancos de licencia general con capacidad para adelantar transacciones en el país y fuera de él; los de licencia internacional facultados exclusivamente para efectuar operaciones fuera de Panamá; y las agencias bancarias, capacitadas para ofrecer los servicios tradicionales de esta clase de instituciones. Al cerrarse los balances en 1985, el sistema contaba con 69 bancos de licencia general, y 35 de licencia internacional.

Con la infraestructura institucional señalada se modeló una organización capaz de realizar operaciones interbancarias a una escala apreciable y competitiva con otros centros de la región caribeña. La idea fue crear un sistema de intermediación internacional capaz de trasladar recursos superavitarios de las áreas desarrolladas, a los países que buscaban entrar al mercado financiero internacional. De hecho, la gran masa de préstamos del Centro —aproximadamente un 90%—, se concentró en los países latinoamericanos[2].

[1] Dudley, Antonio. "El llamado secreto bancario" *Centro Financiero.* Revista de la Asociación Bancaria de Panamá, julio de 1986.

B. El centro bancario panameño. Magnitudes y tendencias

A mediados de 1982, cuando ya se cernía la crisis financiera internacional sobre América Latina, la posición externa (según activos) del Centro, representaba el 15% del total del área del Caribe después de centros muy superiores como el de Bahamas, con el 45%, y el de las islas Cayman, con el 30%[3].

Los activos bancarios del Centro crecieron permanentemente a lo largo de los setentas, llegando a su más alto valor en 1982. Entre 1976 y 1982 la tasa promedio de crecimiento por año fue del 25%; los depósitos crecieron al 23%; la cartera lo hizo al 27%. A partir de 1982, cuando los activos totalizaron US$48.900 millones, el Centro experimentó una reducción de su tamaño; a finales de 1984 el volumen de activos significó un 22% menos del nivel alcanzado en el año pico. Desde 1985, el valor de los activos se ha elevado lentamente llegando a ser, al finalizar 1986, de US$40.351 millones, o un 6% superior al de diciembre de 1984 (Cuadro No. 1).

Por la característica de centro financiero internacional, los recursos externos dominaron las principales cuentas activas y pasivas. De los depósitos, alrededor del 90% se originó en captaciones del exterior. A su vez, otro tanto de las captaciones externas se obtuvieron mediante la emisión de certificados a plazo. Tal conformación de los depósitos comprometió el crecimiento y la estabilidad del Centro al hacerlo depender de la evolución del mercado financiero internacional. Por su parte, la cartera llegó a constituir un 66% de los activos totales del Centro en 1982, cayendo a 57% en 1986. Del total de la cartera en 1982, cerca

[2] Castro Erasmo. "Nuestro Centro Bancario Internacional" *Centro Financiero.* Revista de la Asociación Bancaria de Panamá, julio de 1986.

[3] *Bank for international settlements.* Monetary and economic department. Second Quarter, 1982, Tabla 4.

CUADRO 1

PANAMA

CENTRO BANCARIO INTERNACIONAL
(Miles de millones de Balboas)
Saldos al final del año

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986 (P)
A. Activos											
1. Líquidos	4.6	5.9	7.8	15.0	12.4	11.8	12.4	12.7	10.5	11.5	12.8
2. Cartera	7.7	9.9	13.5	18.9	22.9	30.6	32.6	26.4	23.8	23.7	22.9
3. Inversiones	0.1	0.2	0.2	0.3	1.6	1.7	1.7	1.5	1.4	1.6	2.6
4. Otros	0.3	0.5	0.6	1.1	1.4	2.2	2.2	1.9	2.3	2.1	2.0
TOTAL	12.7	16.5	22.1	35.3	38.3	46.3	48.9	42.5	38.0	38.9	40.3
B. Pasivos											
1. Depósitos	11.4	15.2	20.7	32.2	33.9	39.7	40.3	34.1	29.8	32.0	33.2
2. Obligaciones	0.8	0.4	0.4	1.5	2.1	2.9	4.1	4.2	4.1	2.8	2.9
3. Otros pasivos	0.2	0.5	0.5	1.0	1.4	2.6	3.0	2.7	2.4	2.4	2.4
4. Capital y reservas	0.3	0.4	0.5	0.6	0.9	1.1	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8
TOTAL	12.7	16.5	22.1	35.3	38.3	46.3	48.9	42.5	38.0	38.9	40.3

(P) Cifras Provisionales.

Fuente: *Centro Financiero,* Panamá. Varios números.
Revista de la Asociación Bancaria de Panamá. *Informe Estadístico Trimestral,* Comisión Bancaria Nacional, Diciembre de 1986

de un 90% se colocó en el exterior, lo mismo que ocurrió con los activos líquidos. (Cuadro 2).

La corrida de depósitos y la correspondiente crisis crediticia del Centro se reflejó rápidamente en sus operaciones externas. El valor nominal de los depósitos cayó algo más de 25% entre 1982 y 1984, y el de la cartera internacional en un 33% en el mismo lapso. Los depósitos a plazo de origen interno también se vieron afectados por la corrida, aunque en una proporción menos significativa (17%) y, en todo caso, muy inferior en términos absolutos.

La succión de depósitos tocó fondo a finales de 1984, y el Centro entró en una fase estacionaria, probablemente con un mayor énfasis en las operaciones internas. La corrida fue interpretada no sólo como un efecto inevitable de la crisis financiera internacional sino como el resultado de medidas institucionales adoptadas por los Estados Unidos para repatriar recursos financieros a través de las IBF (International Banking Facilities)[4].

La corrida de depósitos afectó a la tercera parte de los bancos registrados en el sistema de licencia general. Los movimientos significativos se presentaron, sin embargo, en los bancos clasificados en 1982 como de mayor tamaño (con activos superiores a US$2.000 millones). Una institución como el Bank of America, catalogada como la número uno en activos antes de la crisis, redujo su tamaño en 93% en el curso de sólo

[4] Creadas a finales de 1981, las IBF fueron autorizadas para captar fondos de fuentes externas y otorgar créditos, sin sujeción a las normas sobre encajes o tasas de interés impuestas por las autoridades federales.

CUADRO 2
BALANCE DE SITUACION DEL CENTRO BANCARIO INTERNACIONAL DE PANAMA
(En millones de Balboas)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983(*)	1984	1985	1986 (P)
I. Activos líquidos	4.589.7	5.862.8	7.820.5	15.013.7	12.444.0	11.840.6	12.401.3	11.437.5	10.496	11.527	12.837
Internos	444.0	491.6	516.0	1.100.6	1.163.9	1.514.9	1.587.0	1.395.9	1.171.4	1.476	1.674
Externos	4.145.7	5.371.2	7.304.5	13.913.1	11.280.1	10.325.7	10.814.3	10.041.6	9.324.7	10.051.2	11.163
II. Cartera crediticia	7.679.1	9.958.1	13.504.9	18.939.9	22.956.5	30.579.2	32.639.1	31.299.8	23.754.0	23.752.0	22.890
Interna	1.628.3	1.765.5	1.843.3	2.133.2	2.530.6	3.146.0	3.350.9	3.521.9	3.381.2	3.923.0	4.189
Externa	6.050.8	8.192.6	11.661.6	16.806.7	20.425.9	27.433.2	29.288.2	27.777.9	20.372.8	19.829.0	18.701
III. Inversiones en valores	140.9	244.2	206.1	345.0	1.625.7	1.708.3	1.731.6	1.737.7	1.445.0	1.583	2.604
Internos	33.4	33.6	34.5	48.9	49.8	58.4	61.5	89.2		72	133
Externos	107.5	210.6	171.6	296.1	1.575.9	1.649.9	1.670.1	1.648.5		1.511	2.471
IV. Otros activos	294.1	518.6	634.5	1.115.5	1.413.4	2.231.8	2.230.6	1.853.7	2.317	2.108	2.020
Internos	127.0	166.3	193.1	257.5	331.8	379.6	396.9	370.4		400	572
Externos	167.1	352.3	441.4	858.0	1.081.6	1.852.2	1.833.7	1.483.3		1.708	1.448
Activo Total	12.703.8	16.583.7	22.166.0	35.414.1	38.439.6	46.359.9	49.002.6	46.328.7	37.493.2	38.970.0	40.351
I. Depósitos	11.345.2	15.212.2	20.708.2	32.179.6	33.899.2	39.683.1	40.331.8	38.295.0	29.772.0	32.027.0	33.222
Internos	994.8	1.199.4	1.553.0	1.802.4	2.406.0	3.201.5	3.526.8	3.272.3	2.067.1	3.711.0	4.275
A la vista	265.0	354.3	496.5	456.3	513.9	644.1	705.7	624.8	610.0	740.0	816
A plazo	729.8	845.1	1.056.5	1.346.1	1.892.1	2.557.4	2.821.1	2.647.5	1.457.1	2.981.0	3.459
Externos	10.350.4	14.012.8	19.155.2	30.377.2	31.493.2	36.481.6	36.805.0	35.022.7	27.704.9	316.0	28.947
A la vista	406.0	412.9	445.8	842.6	820.8	952.2	888.5	1.213.6	1.372.0	145.0	1.514
A plazo	9.944.4	13.599.9	18.709.4	29.534.6	30.672.4	35.529.4	35.916.5	33.809.1	26.332.9	27.171.0	27.433
II. Obligaciones	768.5	390.3	404.2	1.524.8	2.147.8	2.918.4	4.076.1	4.090.6	4.153.0	2.868	2.878
Internas	3.7	2.0	2.3	1.8	3.7	14.3	13.9	25.9		38	64
Externas	764.8	388.3	401.9	1.523.0	2.144.1	2.904.1	4.062.2	4.064.7		2.830	2.814
III. Otros pasivos	286.3	565.5	567.1	1.078.2	1.469.5	2.626.0	3.052.1	2.292.0	2.425.0	2.386.0	2.433
Internos	118.5	145.2	163.3	237.9	299.2	364.3	402.8	311.9		344	363
Externos	167.8	420.3	403.8	840.3	1.170.3	2.261.7	2.649.3	1.980.1		2.042	2.070
Capital y reservas	303.8	415.7	486.5	631.5	923.1	1.132.4	1.542.6	1.651.1	1.662.0	1.689.0	1.818
Total Pasivo y Capital	12.703.8	16.583.7	22.166.0	35.414.1	38.439.6	46.359.9	49.002.6	46.328.7	38.012	38.970.0	40.351

* Balance a junio, cifras preliminares
(P) Provisional
Fuente: Departamento de Análisis Económico, Sección de Estadística, Comisión Bancaria Nacional de Panamá e *Informe Estadístico Trimestral*, Comisión Bancaria Nacional, Diciembre de 1986.

dos años; el City Bank, ubicado en la cuarta posición, redujo sus activos en Panamá en 63%. En fin, la banca de mayor tamaño disminuyó muy rápidamente sus activos en más de un 60%. Concluido el fenómeno de la corrida, los bancos de mayor tamaño en 1982 pasaron a representar el 37% al 18% de los activos totales del sistema de licencia general. Los bancos grandes (con activos entre US$1.000 y US$ 2.000 millones), redujeron el volumen de sus activos en un 18%, pero su participación no varió significativamente. Finalmente, los bancos medianos sostuvieron su participación y los de menor tamaño ganaron varios puntos en el proceso de reajuste (Cuadro 3).

C. La posición relativa de la banca colombiana en Panamá

En el año pico (1982), las filiales con mayores activos en Panamá fueron las de los bancos de Colombia, Cafetero y de Bogotá. El de Colombia logró el puesto 13 entre los de mayores activos, con el 2% del total de los activos del sistema de licencia general, y el 9.25% entre los bancos considerados como de tamaño intermedio. El Cafetero alcanzó la posición 17, con un 1.8% del total de activos del grupo de licencia general, y el 7.9% de los activos de los bancos medianos. El Bogotá ocupó el puesto 26 con el 0.8% del total de activos y el 4.4% de los activos de la banca de menor tamaño. Otros bancos, de origen colombiano, como el del Comercio, el Bancoquia, el Industrial Colombiano, el Anval y el Ganadero, ocuparon posiciones posteriores, con medio punto porcentual en los activos totales y menos del 3% cada uno dentro de los activos de la banca de menor tamaño dedicada a operaciones de licencia general (Cuadro 3).

Otros indicadores de la posición relativa de la banca colombiana en Panamá son los relacionados con la cartera, los depósitos y el capital en 1985. En cuanto a la cartera,

CUADRO 3

UBICACION RELATIVA DE LOS BANCOS COLOMBIANOS ENTRE LOS BANCOS CON LICENCIA GENERAL EN PANAMA SEGUN ACTIVOS TOTALES

	Ubicación relativa 1982	Participación en los activos totales del sistema (%) 1982	1985
A. Bancos de mayor tamaño (4 bancos)		36.9	18.4
B. Bancos grandes (5 bancos)		20.9	22.4
C. Bancos medianos (11 bancos)		23.0	29.3
— Banco de Colombia	13	2.1	1.9
— Banco Cafetero	17	1.8	1.8
D. Bancos Pequeños (45 bancos)		19.2	29.9
— Banco de Bogotá	26	0.8	0.7
— Banco del Comercio	33	0.6	0.3
— Banco Comercial Antioqueño	40	0.4	0.4
— Banco Industrial Colombiano	41	0.4	0.6
— Banque Anval	45	0.3	0.3
— Banco Ganadero	48	0.3	0.3

Fuente: *Centro Financiero Panameño,* Revista de la Asociación Bancaria Panamá, varios números.

el Colombia y el Cafetero alcanzaron el 2% del sistema de licencia general, el Bogotá cerca del 1%, y los demás bancos cifras menores del medio por ciento. En relación con los depósitos, el Colombia y el Cafetero se acercaron al 2% en 1985, al tiempo que los demás bancos no llegaron al 0.5%. En cuanto al capital, se repiten aproximadamente las relaciones para otros rubros: el Colombia y el Cafetero con porcentajes superiores al 2%, el Bogotá con el 1.5%, y los demás bancos con cifras muy bajas del orden del 0.1%.

En conclusión, los bancos colombianos alcanzaron a ubicar dos entidades entre las de tamaño intermedio, pero la mayoría quedó ubicada en el intervalo de las de menor tamaño. En 1982, la participación de la banca filial en los activos de los bancos de licencia general fue del 6.7%; a finales de 1985, tal participación se había reducido al 5.2%.

III. LAS FILIALES DE LOS BANCOS COLOMBIANOS EN PANAMA

A. Antecedentes

A mediados de los años sesenta los principales establecimientos bancarios que operaban en Colombia habían concluido el proceso de extensión de sus servicios a una buena parte del territorio nacional. El sistema financiero estaba conformado básicamente por los bancos; las corporaciones financieras apenas iniciaban su vida. El Banco Central Hipotecario canalizaba hacia la adquisición de vivienda los recursos que obtenía por la vía de colocar cédulas hipotecarias. El Banco de la República cumplía la doble función de banco central y de promotor de la actividad productiva, a través de crédito redescontado en condiciones favorables con destino a la agricultura y, en menor grado, a la industria.

A nivel de la economía en su conjunto se enfrentaban dificultades en el sector externo y en el fiscal. Continuaba la mala situación de los precios de café, que venía desde el fin de la bonanza cafetera de principios de los años cincuenta. Esta etapa de bajos precios de café, durante la primera mitad de los sesenta, coincidió con la época de oro de la Alianza para el Progreso, con la creación del Banco Interamericano de Desarrollo y con el incremento de la inversión extranjera directa. Coincidió también, con una economía mundial en proceso de expansión. A mediados de los sesenta, de otro lado, hacía su aparición el mercado de eurodólares.

Es en la década de los sesenta cuando los bancos nacionales empiezan a ampliar sus relaciones económicas con el exterior. De una parte, se incrementó la financiación de los bancos corresponsales, estancada con posterioridad a la crisis de principios de los años treinta. De otra, la banca comercial inició la apertura hacia áreas geográficas diferentes —Panamá principalmente— buscando, en un primer momento, participar en la captación de recursos excedentes en ese centro financiero para colocarlos internamente en Panamá, o en el exterior, y así aprovechar las ventajas de tipo financiero y tributario ofrecidas en el exterior. Adicionalmente, los esfuerzos de integración económica entre los distintos países despertaron el interés de los banqueros nacionales por estrechar relaciones con los países de América Latina. Un año definitivo es 1970 cuando Panamá expidió una nueva ley bancaria haciendo aún más atractiva la presencia de bancos internacionales en su Centro Financiero. Más tarde, en 1974 sobrevino el auge petrolero y la consecuente inundación de eurodólares en las principales plazas bancarias del mundo, fenómeno que reforzó el interés de los bancos colombianos por establecerse en Panamá e intermediar recursos de crédito bien hacia Colombia o hacia otros países de la región.

Complementariamente a las ventajas que ofrecía para los bancos colombianos invertir en una filial en Panamá o en las islas del Caribe, las entidades bancarias del país estuvieron sujetas —especialmente a partir de la segunda mitad de los años setenta— a un conjunto de restricciones para el desarrollo de sus actividades en moneda extranjera,

dentro del marco legal del Decreto-Ley 444 de 1967[5]. Así por ejemplo, desde 1973, cuando se expidió la Ley 5a. de ese año, los bancos quedaron obligados a efectuar una inversión forzosa, de entre 15 y 25% sobre el valor de sus colocaciones, en bonos emitidos por el Banco de la República, con destino a la financiación de fomento de actividades agropecuarias. En 1976 se incluyeron como parte de dichas colocaciones los préstamos en moneda extranjera otorgados por los bancos nacionales a sus clientes para financiar importaciones o prefinanciar exportaciones. (Resolución 79 de 1976 de la Junta Monetaria). Hasta finales de 1986 el porcentaje aplicable para cumplir con la norma en cuestión era del 16.5%; al modificarse la reglamentación de este tipo de inversión por parte de la Junta Monetaria a finales de 1987, las colocaciones en moneda extranjera de los bancos quedaron exentas de la inversión a partir de 1988. Es de observar que esta compra forzosa de títulos encarecía la operación de crédito para el establecimiento financiero y elevaba el costo para el cliente por lo cual muchas veces estos últimos preferían obtener los recursos en la forma de líneas directas de crédito de bancos extranjeros[6].

Adicionalmente a lo anterior, las autoridades monetarias y cambiarias nacionales han recurrido frecuentemente al uso de diferentes instrumentos con el fin de estimular o de desestimular la financiación en moneda extranjera de los bancos, reduciendo o incrementando su costo frente al de créditos ejecutados con recursos domésticos. De esta manera, durante la década de los setenta fueron numerosas las medidas en ambos sentidos, especialmente aquellas tendientes a desestimularlo o a agilizar el repago de deuda externa, en razón de la acumulación de reservas internacionales generada por la bonanza cafetera de la segunda mitad de los años setenta.

Así las cosas, si durante los años sesenta algunos bancos nacionales empezaron a abrirse al exterior con el fin de extender sus mercados, en la segunda mitad de los años setenta se hizo atractivo para entidades que no habían invertido en la constitución de filiales en el exterior proceder a hacerlo y, para las ya existentes, incrementar sus operaciones en préstamos a Colombia. De esta manera se maximizaba la conjunción de varios elementos benéficos para la banca nacional:

1. Las ventajas de tipo tributario que ofrecía la legislación bancaria en Panamá.
2. La gran liquidez en los mercados internacionales de capitales, como consecuencia de la elevación de los precios de petróleo.
3. Las restricciones existentes en Colombia para la operación en moneda extranjera

[5] El endeudamiento en moneda extranjera de los establecimientos de crédito se rige, en lo fundamental, por el artículo 14 del Decreto Ley 444 de 1967, que dice:

"Además de las operaciones en moneda extranjera autorizadas por otras disposiciones de este Decreto, los establecimientos de crédito podrán celebrar las siguientes, siempre con sujeción a las normas en él previstas:

a) Recibir depósitos en moneda extranjera.
b) Obtener financiación externa y utilizar el producto de ésta para los fines propios de su actividad.
c) Otorgar préstamos en moneda extranjera para la prefinanciación de exportaciones colombianas.
d) Abrir cartas de crédito sobre el exterior y conceder créditos para el pago de mercancías importadas y para cubrir en forma directa por cuenta del cliente a las empresas marítimas y aéreas, los fletes causados por la importación de ellas.
e) Otorgar garantías o avales de obligaciones en moneda extranjera para operaciones de cambio internacional celebradas de conformidad con las normas de esta estatuto y,
f) Hacer inversiones y préstamos en el exterior".

A su vez, en la sección cuarta del Capítulo VIII del mismo Decreto, se autoriza la inversión de capitales colombianos en el exterior y se establece el procedimiento y las condiciones para su realización.

[6] Esta operación está autorizada en el Artículo 132 del Estatuto Cambiario (Decreto-Ley 444 de 1967).

frente a las facilidades en Panamá, o en las islas del Caribe, para prestar, no solamente para financiación de importaciones sino para inversiones y gastos locales en Colombia (Artículo 128 del Decreto Ley 444 de 1967).

4. El interés de algunos bancos de eliminar intermediarios y de tener acceso directo a recursos en dólares para transferirlos directamente a sus clientes en Colombia a menor costo.

5. La abundancia de reservas internacionales, que facilitó la aprobación de solicitudes de inversión de entidades financieras de Colombia en el extranjero por parte de las autoridades respectivas.

6. La posibilidad de captar depósitos en divisas de colombianos, al amparo de las normas sobre reserva bancaria en Panamá.

A continuación se presenta información general sobre las filiales de los bancos colombianos en el exterior, antes de pasar a describir en mayor detalle las estrategias y el comportamiento de las filiales de tres bancos colombianos (Colombia, Bogotá y Cafetero) haciendo énfasis en la operación de sus subsidiarias en Panamá.

B. Las filiales en el exterior de los bancos colombianos

Como ya se comentó, a mediados de los años sesenta los principales bancos colombianos iniciaron un proceso de extensión extraterritorial de sus actividades[7]. Ese proceso habría de continuarse y de consolidarse en la segunda mitad de la década de los setenta.

De acuerdo con la información suministrada por la Superintendencia Bancaria de Colombia, a principios de 1986 se encontraban las siguientes entidades bancarias establecidas en Panamá a través de filiales:

Bancos	Fecha de la Inversión Inicial
1. Bogotá	1971
2. Colombia	1972
3. Cafetero	1976
4. Colombo-Americano	1980
5. Comercial Antioqueño	1977
6. Occidente	1982
7. Comercio	1972
8. Ganadero	1980
9. Industrial Colombiano	1973
10. Banque Anval (Santander)	1981

Cabe anotar que las fechas que se presentan se refieren a la constitución de la filial, que es cuando se efectúa una inversión colombiana en el exterior, y no a la operación como sucursal, la cual pudo haberse llevado a cabo con anterioridad.

Además de las filiales en Panamá hay entidades bancarias afiliadas a bancos colombianos en otros centros extranjeros. El Banco de Bogotá, como se verá más adelante, incorporó filiales en New York y en

[7] A mediados de 1963, ante la solicitud del Banco de Colombia a la Superintendencia Bancaria para abrir una sucursal en Panamá, esta entidad comisionó a uno de los abogados para visitar ese país y allegar alguna información que pudiera servir para evaluar dicha solicitud. Resultado de esa visita fue un memorando interno en el cual se menciona que "en el sistema bancario panameño los bancos gozan de un régimen muy amplio en materia de inversiones, crédito y manejo de depósitos, que se diferencia sustancialmente del que consagra la legislación colombiana" y que, en estas circunstancias, "el establecimiento de una sucursal bajo un régimen distinto, tendría que estar condicionado a que ella funcionara de acuerdo con las normas consagradas en nuestra legislación, por lo menos en aquellas cuestiones fundamentales que pudieran afectar la situación general del Banco". Igualmente se decía que, para efectos de la calificación sobre la conveniencia de aprobar o no la sucursal, debía considerarse "el control que pudiera ejercer la Superintendencia Bancaria sobre las operaciones realizadas por la sucursal, bien a través de la Casa Principal o en otra forma más directa y efectiva, que no implique desconocimiento de las autoridades panameñas". Superintendencia Bancaria, *Memorando Interno*, julio 24 de 1963.

Nassau; el Banco Cafetero, en New York; el Banco Internacional de Colombia, en Nassau; el Banco Tequendama, en Curazao; el Banco de Crédito, en Gran Cayman; el Banco Anglo Colombiano, en Nassau.

La información del balance y de pérdidas y ganancias de las filiales de los bancos colombianos en el exterior es muy fragmentaria. La Superintendencia Bancaria de Colombia, por ejemplo, no había completado, a mediados de 1986, la totalidad de los balances y cuentas de resultados de los bancos colombianos en Panamá. En el Cuadro 4 se incluyen los datos de balance a disposición de la Superintendencia. Como puede observarse no aparecen dos bancos, el Anval (Santander) y el Colombo Americano, además de que la información correspondiente al Banco Ganadero (un banco con participación del Estado en su capital) se encontraba desactualizada.

De acuerdo con las cifras del Cuadro 4, el capital y las reservas del conjunto de las ocho filiales consideradas se habría elevado al concluir 1985, a US$106.7 millones, monto que correspondía, aproximadamente, a la mitad del capital y las reservas legal y eventual de los bancos colombianos en su totalidad[8]. De otra parte, la relación entre pasivos totales y capital era de 13.4, más alta que la permitida en Colombia que es de 10. Sin embargo, este índice muestra diferencias apreciables entre entidades; por ejemplo, los bancos Occidente y Comercial Antioqueño estaban captando más de 20 veces su capital y sus reservas, el Cafetero e Industrial Colombiano más de 18 veces y el Colombia 14 veces y media, mientras el Bogotá y el Comercio lo hacían de tal forma que, para el conjunto, el capital sólo financiaba un 7% de los activos registrándose, también, variaciones importantes entre bancos. Por último, la proporción de los activos que constituían "préstamos" era del orden del 74% para el conjunto. Con respecto a este último indicador sobresale la participación muy alta de los préstamos en los activos en el caso del Banco de Colombia y la muy baja que se observa en el Banco de Occidente.

Para complementar los datos de balance que se presentan en el Cuadro 4 y se comentan en el párrafo anterior, en el Cuadro 5 se consigna información sobre rentabilidad para siete de los bancos considerados. Como puede observarse las pérdidas en 1985 de un banco, el Colombia, superaron en algo más de US$2.0 millones las utilidades de los otros seis bancos. La rentabilidad sobre activos llegó en el mejor de los casos al 1% y la patrimonial al 25%. La más alta rentabilidad correspondió a la entidad más joven, aquella fundada en 1982 o sea, a la filial del Banco de Occidente que era, a su vez, la de menores préstamos dentro de su total de activos y que, por lo mismo, posiblemente no se veía afectada por los problemas de calidad de cartera que enfrentaban las otras. De lo cual podría desprenderse que la inversión de los bancos colombianos en Panamá habría dejado de ser rentable, si es que lo había sido en el pasado, en especial a finales de los años setenta y principios de los ochenta.

No se encuentra disponible una información confiable sobre la composición de la cartera por países ni sobre su calidad. Sin embargo, con base en el análisis de una muestra de seis bancos, llevado a cabo por la Superintendencia Bancaria, se detectó que las filiales "pequeñas" (Colombo Americano, Occidente y Comercial Antioqueño) habían dirigido prácticamente la totalidad de sus préstamos hacia Colombia mientras las "grandes" (Cafetero) colocaban cerca de un 50% de sus préstamos en otros países de América Latina. El porcentaje promedio de los préstamos concedidos a Colombia, a nivel de la muestra en mención, era del 80.6%[9]. De otra parte, datos

[8] En diciembre de 1985 el capital y la reserva legal de los bancos colombianos (privados, mixtos y oficiales) era de $38.380 millones que convertido en dólares, a la tasa de cambio vigente en ese momento ($172.20 por US$), arrojaría un capital de US$220.9 millones.

[9] Memorando Interno, Superintendencia Bancaria, República de Colombia, noviembre 14 de 1985.

CUADRO 4

INFORMACION FINANCIERA FILIALES BANCOS COLOMBIANOS EN PANAMA
(Cifras a Diciembre 31/85, millones de US$)

Banco	Pasivos			Activos		Depósitos	Pasivos	Capital	Préstamos
	Capital y reservas	Depósito 1/	Otros	Préstamos 2/	Otros	Capital	Capital	Activos (%)	Activos (%)
Bogotá	19.1	140.0	2.2	134.4	26.9	7.3	7.4	11.8	83.3
Cafetero	22.7	408.7	10.0	380.7	60.7	18.0	18.4	5.1	86.2
Colombia	29.3	399.1	24.9	345.7	107.6	13.6	14.5	6.4	93.7
Comercial Antioqueño	4.3	86.3	2.3	77.6	15.3	20.1	20.6	4.6	83.5
Comercio	14.3	54.9	1.2	43.3	27.1	3.8	3.9	20.3	61.5
Industrial Colombiano	6.8	121.0	5.9	72.2	61.5	17.8	18.7	5.0	54.0
Ganadero 3/	6.1	68.3	3.1	53.1	24.4	11.2	11.7	8.8	68.5
Occidente	4.1	98.7	1.1	26.3	77.6	24.1	24.4	3.9	25.3
Total	106.7	1377.0	50.7	1.133.3	401.1	12.9	13.4	6.9	73.9

1/ Depósitos a la vista, Depósitos de Ahorro y pasivos con corresponsales
2/ Préstamos locales y externos netos de reservas para protección de cartera
3/ Datos a Mayo 31/84
Fuente: Superintendencia Bancaria.

CUADRO 5

INFORMACION SOBRE RENTABILIDAD DE FILIALES DE LOS BANCOS COLOMBIANOS EN PANAMA
(Cifras a Diciembre 31/85 millones de US$)

Banco	Utilidad	Rentabilidad sobre activos (%)	Rentabilidad sobre patrimonio (%)	Utilidad ingresos (%)
Bogotá	119.003	0.07	0.6	0.7
Cafetero	2.370.000	0.54	10.4	5.1
Colombia	(2.274.385)	−13.8	−21.4	−18.2
Comercial Antioqueño	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Comercio	208.919	0.30	1.5	2.5
Industrial Colombiano	841.126	0.63	12.4	13.8
Ganadero*	433.000	0.56	7.5	15.2
Occidente	1.052.752	1.0	25.9	11.4

* Datos a Mayo 31/84
Fuente: Superintendencia Bancaria.

específicos del Banco de Bogotá y del Banco Cafetero señalan que al fin de diciembre de 1985 los préstamos canalizados a Colombia desde sus filiales en Panamá, constituían respectivamente el 49.6% y el 45.3% de los totales, de tal manera que más del 50% de su cartera se encontraba colocada en otros países de América Latina. En ambos casos, además, los créditos al sector privado eran superiores, en su monto, a aquellos extendidos al sector público[10].

Por último, al análisis de la Superintendencia para seis bancos muestra que, con excepción del Banco Cafetero y del Banco Comercial Antioqueño, las filiales no reintegraron utilidades a Colombia de manera significativa en el período 1982-1984.

En síntesis, las filiales de los bancos colombianos en Panamá contrajeron sus operaciones a partir de 1983, lo cual se reflejó en una caída en sus utilidades y en su rentabilidad. Adicionalmente, estas entidades presentaban un alto grado de endeudamiento lo cual, por sí solo, y sin tener en cuenta pasivos contingentes, hacía que su situación de solvencia fuera delicada en 1985. Para la Superintendencia Bancaria era preocupante el hecho de que, "en un momento dado la filial pueda comprometer todo el patrimonio de su casa matriz, lo que se agrava aún más al tener en cuenta que no sólo la Superintendencia Bancaria no tiene injerencia alguna sobre las operaciones efectuadas por la filial en Panamá sino que la misma Comisión Bancaria Panameña tampoco controla la parte correspondiente a los créditos ni a los depósitos"[11]. Para el Banco de la República, de otro lado, la experiencia de la banca colombiana al extenderse al campo de la banca internacional, no había dado resultados positivos por lo

[10] Información suministrada directamente por el Banco de Bogotá y por el Banco Cafetero.

[11] Memorando Interno, Superintendencia Bancaria, República de Colombia, noviembre 14 de 1985, op. cit.

cual el país debería evaluar la función de esas filiales porque "pese a que no existe en la letra ninguna responsabilidad por parte de Colombia con los acreedores externos, las fuerzas económicas participantes en el mercado internacional obligaron a que la economía tuviese que asumir costos de operaciones para con terceros países o en favor de nacionales ilegalmente constituidos"[12].

IV. EL BANCO DE COLOMBIA Y SU FILIAL EN PANAMA: UNA EXPERIENCIA TRAUMATICA

Hacia 1965, el Banco de Colombia abrió una sucursal en Ciudad de Panamá la cual estuvo manejada, desde un principio, por un gerente panameño y centró sus actividades en el mercado doméstico, especialmente en financiación hipotecaria. La sucursal operó en el mercado al detal, en segmentos altos y medios y, en los primeros cinco años, según información de un exfuncionario del Banco en Colombia, se abrieron once oficinas en la plaza. El negocio de comercio exterior no ocupó un lugar prioritario en los primeros cinco años de operación del banco de tal forma que, hacia 1975-1976, el banco se ubicaba en un lugar de vanguardia entre los bancos que prestaban servicios en Panamá, primordialmente en banca al consumidor. Debe mencionarse que en 1970 la sucursal se convirtió en filial, al promulgarse la nueva legislación bancaria que creó el Centro Financiero de Panamá[13].

El crecimiento del Banco de Colombia –Panamá fue rápido. Sus activos se multiplicaron por seis en el curso de cuatro años, a partir de 1970, siendo su principal fuente de financiación la captación de depósitos a plazo de extranjeros. Aunque se enfrentaron problemas a principios de los años setenta, debido a la difícil recuperación de la cartera hipotecaria, la entidad pudo, sin ningún problema, obtener recursos en el mercado internacional para cubrir las descompensaciones que se le presentaron. El control y la regulación del negocio en Panamá no era estricto. En la Comisión Bancaria de Panamá tenían asiento los banqueros, entre ellos el gerente del Banco de Colombia - Panamá.

La trayectoria del banco, tanto en Colombia como en Panamá, dio lugar a una "excelente imagen" frente a los corresponsales extranjeros de tal forma que su acceso a fondos en moneda extranjera fue ilimitado hasta principios de los años ochenta y, por lo mismo, no se vio condicionado por restricción alguna. En teoría, la Superintendencia Bancaria de Colombia en Colombia recibía los balances de las filiales de los bancos colombianos en el exterior. Pero, ni en el caso del Banco de Colombia, ni en ningún otro, la Superintendencia ejerció revisión alguna de dichas cuentas.

La evolución del balance del Banco de Colombia - Panamá entre 1975 y 1985 se presenta en los Cuadro 6 y 7. Del lado de sus pasivos puede detectarse un crecimiento muy acelerado desde 1976 y hasta 1982, período en el cual se multiplicaron por cuatro veces, mientras la relación patrimonio-pasivos se mantenía alrededor de 1/21. El aumento en el endeudamiento fue especialmente acentuado entre 1978 y 1981 cuando pasó de US$264.4 a US$593.4 millones o sea que, en tres años, se elevó en más de dos veces. La principal forma de obtener esa deuda fue a través de depósitos a plazo efectuados por "extranjeros" rubro en el cual se incluyen los bancos corresponsales. Es de gran interés observar, en el Cuadro 7, el cambio que se produce en la composición del pasivo en 1984 al bajar drásticamente las obligaciones a plazo (US$345 millones) y subir, también en forma notable, los depósitos a la vista de ex-

---

[12] *Notas Editoriales* Banco de la República, abril de 1986.

[13] De acuerdo con el comentario de quien como Presidente del Banco de Colombia tuvo bajo su responsabilidad establecer la sucursal, la conversión en filial tuvo poco que ver con la nueva legislación sino, más bien, con el deseo de los directivos del Banco, en Colombia, de independizar la operación de Panamá para ganar agilidad de manejo.

CUADRO 6

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS DEL BANCO DE COLOMBIA S.A. PANAMA

(Millones de Balboas)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A. **Activos Líquidos**	**14.8**	**10.3**	**13.5**	**21.9**	**34.8**	**38.0**	**45.1**	**40.7**	**34.4**	**31.9**	**29.9**
1. Caja y Bancos	2.6	2.5	4.1	4.4	7.3	5.3	7.0	7.0	7.9	7.8	9.8
2. Depósitos en Bancos	12.2	7.8	9.4	17.5	27.5	32.7	38.1	33.7	26.5	24.1	20.1
B. **Activos Productivos**	**124.3**	**141.2**	**231.8**	**245.2**	**334.8**	**510.2**	**554.9**	**594.9**	**499.2**	**383.9**	**357.2**
1. Préstamos domésticos	66.6	65.2	71.7	80.6	84.0	92.2	101.2	112.4	103.0	91.9	83.8
2. Préstamos externos	55.3	73.6	157.7	162.5	248.7	415.4	451.1	471.8	385.5	281.0	262.7
3. Inversión en valores	2.4	2.4	2.4	2.1	2.1	2.6	2.6	10.7	10.7	11.0	10.7
C. **Otros Activos**	**10.2**	**9.2**	**12.5**	**16.6**	**26.3**	**37.3**	**41.6**	**44.0**	**37.6**	**55.0**	**66.4**
1. Muebles y equipos	3.7	4.0	3.3	3.1	2.8	2.4	1.7	2.0	1.7	0.8	0.7
2. Deudores varios	2.0	4.8	8.4	13.1	23.1	34.6	39.3	41.5	35.3	6.7	8.1
3. Otros	4.4	.9	.8	.4	.4	0.3	.6	.5	.6	.8	5.1
4. Intereses por cobrar	—	—	—	—	—	—	—	—	—	46.7	52.5
D. Total Activo	149.3	161.2	257.8	283.7	395.9	585.5	641.6	679.7	571.1	470.8	453.3

Fuente: Banco de Colombia S.A. — Panamá.

CUADRO 7

EVOLUCION DE LOS PASIVOS DEL BANCO DE COLOMBIA S.A. PANAMA
(Millones de Balboas)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A. Pasivos Líquidos	**138.8**	**149.5**	**240.5**	**264.4**	**367.1**	**526.6**	**593.4**	**630.3**	**519.8**	**417.3**	**403.5**
1. Depósitos a la vista	15.2	15.3	16.4	20.2	24.9	27.3	33.2	32.3	27.7	273.1	272.7
a. Locales	(11.5)	(11.7)	(13.4)	(16.8)	(19.9)	(21.7)	(23.4)	(22.8)	(18.0)	(14.0)	(15.6)
b. Extranjeros	(3.7)	(3.6)	(3.0)	(3.4)	(5.0)	(5.6)	(9.8)	(9.5)	(9.7)	(259.1)	(257.1)
2. Depósitos de ahorro	5.5	6.5	7.7	9.4	10.0	10.6	11.5	11.9	10.8	9.8	10.1
3. Depósito a plazo	116.2	126.1	208.3	231.4	329.1	486.3	545.3	584.5	478.8	133.8	116.2
a. Locales	(43.9)	(44.7)	(50.4)	(66.3)	(78.2)	(101.8)	(122.7)	(141.1)	(131.5)	(73.9)	(67.3)
b. Extranjeros	(72.3)	(81.4)	(157.9)	(165.1)	(250.9)	(384.5)	(422.6)	(443.4)	(347.3)	(59.9)	(48.9)
4. Otros (restringidos)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.1	–	0.1	–	–	–	–
5. Aceptación y avances	1.4	0.1	7.7	3.0	3.0	2.4	3.3	1.6	2.5	0.5	4.5
6. Corresponsales	0.3	1.2	–	–	–	–	–	–	–	–	–
B. Otros Pasivos	**3.5**	**4.3**	**9.1**	**10.2**	**17.3**	**34.0**	**21.0**	**19.1**	**16.5**	**18.0**	**20.5**
1. Acreedores varios	3.3	3.4	6.8	9.2	16.1	32.8	20.4	17.8	9.2	3.4	3.6
2. Intereses por pagar	–	–	–	–	–	–	–	–	4.0	4.3	10.3
3. Otros	0.2	0.9	2.3	1.0	1.2	1.2	1.6	1.3	3.3	10.3	6.6
C. Total Pasivos	**142.3**	**153.7**	**249.6**	**274.6**	**384.4**	**560.6**	**615.4**	**649.4**	**536.3**	**435.3**	**424.0**
D. Patrimonio	**7.0**	**7.5**	**8.2**	**9.1**	**11.5**	**24.9**	**26.2**	**30.3**	**34.8**	**35.5**	**29.3**
1. Capital Pagado	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	12.1	12.1	12.1	12.1	20.3	20.3
2. Reserva de capital	1.2	1.2	1.2	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
3. Otras reservas	1.5	2.0	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	5.1
4. Utilidades no distribuidas	1.3	1.3	1.6	1.0	3.4	7.7	9.0	13.1	17.6	10.1	1.2
E. Total Pasivos y Patrimonio	**149.3**	**161.2**	**257.8**	**283.7**	**395.9**	**585.5**	**641.6**	**679.7**	**571.1**	**470.8**	**453.3**

Fuente: Banco de Colombia S.A. Panamá.

tranjeros (US$249.4 millones). Al concluir 1985 se mantenía una estructura de pasivos prácticamente igual a la del fin de 1984. A su turno, la evolución de los activos productivos, en especial de los "préstamos externos", es consistente con la de las captaciones. Así, los préstamos externos, que en 1975 eran inferiores a los domésticos —como lo habían sido, en promedio, durante la primera parte de la década del setenta—, empiezan a crecer aceleradamente a partir de 1977 hasta alcanzar un monto de US$471.8 millones, en 1982.

De acuerdo con un alto exfuncionario del Banco de Colombia, la buena imagen del banco con sus corresponsales facilitó el incremento del endeudamiento en 1979, 1980 y 1981, cuando se presentó en Colombia la caída en el precio de las unidades de los fondos de inversión Grancolombiano y Bolivariano y se produjo un retiro masivo de dineros de los mismos. Utilizando recursos captados a través de la filial panameña del Banco de Colombia, para cuya contratación la casa matriz expidió cartas de garantía ("confort letters") —que la comprometían a responder en caso de incumplimiento de la filial— el Banco de Colombia Panamá efectuó préstamos por una suma cercana a los US$170 millones a empresas del Grupo Grancolombiano, en Colombia. Estas, a su vez, transfirieron estos dineros a los fondos de inversión mencionados para solventarlos y facilitarles la devolución de recursos a sus ahorradores. Sin embargo, en diciembre de 1985 la deuda registrada de entidades colombianas con el Banco de Colombia-Panamá, según la información de la Oficina de Cambios, era de US$22 millones[14].

Al sobrevenir la crisis de la deuda externa de México, en agosto de 1982, y la crisis del sistema financiero en Colombia, en junio de 1982, la actividad de la banca extranjera con respecto a la financiación a América Latina, y específicamente la de entidades bancarias, sufrió una modificación abrupta. El Centro Financiero de Panamá se vio afectado rápidamente; entre septiembre de 1982 y septiembre de 1984 las filiales de los bancos colombianos en Panamá vieron caer sus pasivos con corresponsales en US$766.1 millones, o algo más de un 60%.

La filial del Banco de Colombia en Panamá sufrió, naturalmente, las consecuencias de esta evolución. Sin embargo, el Banco de Colombia en Colombia procedió rápidamente a apoyar su filial elevando los depósitos constituidos en ella de US$52 millones en septiembre de 1983 a US$260 millones en abril de 1984. Para hacerlo, el Banco de Colombia incrementó apreciablemente su endeudamiento externo a través de "financiaciones por aceptaciones o avances", en un momento en el cual se reducía el de la mayoría de los bancos colombianos ante el endurecimiento de la voluntad de prestar de los bancos internacionales y de las condiciones financieras impuestas para hacerlo. Esa financiación por avances se desvió al colocarse en depósitos en Panamá y dejar de utilizarse para financiar operaciones de comercio exterior, contraviniéndose claramente las normas legales contempladas en el Decreto Ley 444 de 1967, también conocido en Colombia como Estatuto Cambiario.

Las consecuencias del manejo que se dio a partir de 1980 a la filial del Banco de Colombia en Panamá demoraron en conocerse públicamente en Colombia[15]. El problema en moneda extranjera del Banco de Colombia en su conjunto (matriz más filiales) solamente se conoció en Colombia cuando el banco puso a consideración de sus acreedo-

[14] Ver "La Nacionalización del Banco de Colombia y el Grupo Grancolombiano", separata No. 7 *Economía Colombiana,* Revista de la Contraloría General de la República, enero-febrero 1986. Debe aclararse que, para apoyar su filial en Pananá, el Banco de Colombia realizó depósitos en ella, a partir de septiembre de 1983, por un valor que llegaba a US$248 millones el 31 de diciembre de 1985.

[15] Por ejemplo, en diciembre de 1983, al producirse la renuncia del Presidente del Banco, no se mencionaron como razones para ello las dificultades que venía sobrellevando la filial en Panamá del Banco de Colombia.

res extranjeros, en reunión celebrada el 29 de marzo de 1984 en Bogotá, un plan para mantener el servicio de los intereses y restructurar la totalidad de la deuda. En esta reunión se obtuvo una moratoria sobre el total de la deuda externa del Banco hasta el día 30 de junio de 1984 que desde esa fecha, hasta enero de 1987 se prorrogó trimestralmente.

Simultáneamente con la moratoria, la nueva administración del Banco de Colombia inició en 1984 un proceso de reconciliación de sus libros con los corresponsales extranjeros viéndose "obligada a registrar en sus pasivos US$148 millones en créditos que habían sido originalmente otorgados al Banco de Colombia S.A., Panamá, que se habían vencido en el año de 1983 y estaban pendientes de reconciliación, o que, correspondiendo a operaciones realizadas con anterioridad a enero 1 de 1984, vinieron a registrarse en el primer semestre de 1984"[16]. En opinión de la Junta Directiva del Banco de Colombia (Colombia), de no haberse procedido de esta manera "se había podido producir una crisis de proporciones incalculables en esa importante filial del exterior, con resultados negativos para el resto del sistema financiero colombiano"[17]. Como resultado de estas conciliaciones, y del registro de la nueva deuda, el monto total de los depósitos que el Banco de Colombia reconoció en su filial panameña quedó en US$248 millones al cierre de junio de 1984, y el saldo de la deuda externa del Banco —en proceso de renegociación— en US$690 millones, de los cuales aproximadamente US$150 millones correspondían a obligaciones del IDEMA[18].

El tipo de apoyo prestado por la casa matriz a la filial panameña, y la incorporación de los nuevos pasivos al balance del Banco de Colombia, solamente vino a ser conocido por las autoridades nacionales en julio de 1984 cuando la Presidencia de la institución hizo llegar a la Junta Monetaria una solicitud para que se facultara a la Oficina de Cambios del Banco de la República, por la vía general, "para registrar préstamos externos que contraten los establecimientos bancarios del país con los bancos del exterior, destinados a restructurar sus pasivos externos a junio 30 de 1984 y hasta por la cuantía de éstos"[19]. La Junta Monetaria encontró contraria a la filosofía y a las normas contempladas en el Estatuto Cambiario la propuesta del Banco y no la aceptó.

Para esta época —mediados de 1984— las dificultades externas del Banco de Colombia se habían convertido en un obstáculo en la relación financiera del país con el exterior; se habían afectado la imagen y la credibilidad del sistema financiero colombiano y de sus filiales panameñas en los círculos bancarios y gubernamentales internacionales. Era claro que el Gobierno de Colombia no podía continuar separando la responsabilidad de las filiales de los bancos colombianos en Panamá de la de las casas matrices, y que las autoridades colombianas tenían que actuar para recuperar la confianza de la banca extranjera. Así se comprueba en el relato que hizo el señor Ministro de Hacienda al señor Presidente de la República después de asistir a las Asambleas del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial entre el 20 y el 28 de septiembre de 1984[20].

---

[16] Documeno preparado por el Banco y enviado al Señor Superintendente Bancario el día 9 de mayo de 1985.

[17] Banco de Colombia *Informe de la Junta Directiva a la Asamblea General de Accionistas,* Primer Semestre de 1984, pág. 16.

[18] Para tener una idea de la magnitud de la deuda externa del Banco de Colombia dentro de la total del sistema bancario colombiano vale recordar que a 30 de junio de 1984 esta última era de US$1.533 millones. O sea que un 45% de la deuda bancaria de Colombia estaba constituida por la correspondiente al Banco de Colombia.

[19] Carta del Prsidente del Banco de Colombia a la Junta Monetaria del 6 de junio de 1984.

[20] Memorando del Ministro de Hacienda, Roberto Junguito Bonnet, al señor Presidente de la República sobre las reuniones FMI y Banco Mundial *El Tiempo,* octubre 2 de 1984.

"Las autoridades norteamericanas se mostraron especialmente preocupadas con la situación del sector financiero colombiano y con la deuda externa de los bancos nacionales con la banca internacional, no sólo a través de Colombia sino de las filiales de los bancos colombianos en Panamá.

En particular se explicó a los representantes del Federal Reserve lo relacionado con la situación financiera del Banco de Colombia y los problemas que han confrontado para registrar como parte de la deuda colombiana los antiguos créditos suscritos por el Banco de Colombia en Panamá. En tal sentido se informó no sólo de los problemas jurídicos sino de los inconvenientes políticos y económicos que traería consigo la transferencia de dicho endeudamiento a Colombia y, en particular, la carga que ello representa sobre las reservas internacionales del país. Por ello, se explicó que Colombia solamente estaría dispuesta a adoptar medidas de ese tipo siempre que fueran generales para los bancos colombianos en Panamá y siempre que, como resultado de ello, se obtuviera una compensación de la banca comercial internacional en forma de recursos adicionales de crédito externo que permitieran atender adecuadamente las obligaciones surgidas por dichos registros.

Sobre la situación general del sector financiero colombiano se explicaron las medidas adoptadas por el gobierno orientadas a capitalizar los bancos nacionales. En particular, se explicaron las conversaciones adelantadas con respecto al fortalecimiento financiero del Banco de Colombia. El señor Volcker se mostró de acuerdo con la política oficial de fortalecimiento del sector financiero".

Unos días después de publicado en la prensa el memorando del cual se extractan los tres párrafos anteriores visitó a Colombia el Presidente del Comité de Acreedores del Banco de Colombia para conversar con las autoridades sobre la capitalización de la entidad y el registro de la deuda panameña.

En esta reunión se convinieron, entre otros aspectos, los siguientes[21]:

1) Que el capital del Banco de Colombia se elevaría en $10.000 millones o, aproximadamente, US$100 millones.

2) Que debido a los costos fiscales y monetarios en los cuales incurría el país como consecuencia de la capitalización del Banco, y de la incorporación en Colombia de la deuda contratada por el Banco de Colombia S.A. de Panamá, el gobierno de Colombia solicitaría a los bancos comerciales acreedores del Banco de Colombia un crédito con destino al Banco de la República por la suma de US$100 millones que se extendería bajo las siguiente condiciones:

   Plazo: 10 años.

   Forma de pago: 13 cuotas semestrales a partir de los 48 meses siguientes a la firma del contrato de préstamo.

   Tasa de interés: 1-1/8% por año sobre LIBOR.

   Propósito: Fortalecer el sistema financiero colombiano.

3) Que el gobierno de Colombia encontraría una vía "estrictamente legal" para registrar en la Oficina de Cambios del Banco de la República una suma equivalente a aquellas obligaciones del Banco de Colombia sin derecho a giro al exterior con cargo a las reservas internacionales del país. Este proceso podría implicar un nuevo préstamo por parte de los acreedores del Banco, en condiciones idénticas a las de la restructuración de la deuda del Banco de Colombia, y la cancelación de una cuantía equivalente de las obligaciones existentes. Un depósito

[21] Tomado del "Aide Memoire" Reunión Octubre 9 de 1984 entre funcionarios del Gobierno Colombiano y representantes del Comité de Acreedores Externos del Banco de Colombia.

temporal en el Banco Nacional de Panamá podría ser requerido para el mismo propósito.

4) Que las deudas del Banco de Colombia con sus acreedores del exterior que restaran después de efectuarse la operación descrita en el literal anterior, se refinanciarían en condiciones a negociar por el Banco de Colombia con sus acreedores.

De esta forma las autoridades colombianas aceptaban diseñar un mecanismo que permitiera "normalizar cambiariamente" las operaciones efectuadas por el Banco de Colombia (Colombia) para apoyar la filial de Panamá lo cual, a la hora de la verdad, implicaba comprometer las reservas internacionales del Banco de la República en el pago de las obligaciones externas incurridas por el Banco de Colombia, Panamá. Adicionalmente, el gobierno colombiano asumía la responsabilidad de velar por la capitalización oportuna del Banco de Colombia. Los bancos extranjeros acreedores del Banco de Colombia se comprometían a su turno, a otorgar un crédito al Banco de la República por US$100 millones, destinado a facilitar la capitalización de los bancos colombianos lo cual constituía una forma de compensar al país por el hecho de responder por la deuda externa del Banco de Colombia en Panamá.

Durante 1985 el Banco de Colombia negoció un contrato de restructuración de su deuda externa, contrato que, a su vez, fue sometido por la Presidencia del Banco para su registro ante la Oficina de Cambios en octubre de dicho año. Las autoridades tenían claridad con respecto al esquema para efectuar la normalización cambiaria, que consistía en que los bancos extranjeros otorgarían un crédito a la filial panameña del Banco de Colombia con cuyo producto ésta devolvería a la casa matriz los depósitos constituidos por el Banco de Colombia (Colombia) en su filial de Panamá; simultáneamente la Junta Monetaria autorizaría al Banco de Colombia (Colombia) para extender un aval a la filial para afianzar el crédito inicialmente contraído por ella en Panamá, el cual se haría efectivo a medida que así lo exigieran las condiciones de la restructuración de la deuda del Banco de Colombia. Hacerlo, sin embargo, requería introducir algunas modificaciones en las normas sobre avales en moneda extranjera, por lo cual "deshacer" o "normalizar" las operaciones ilegales llevadas a cabo en 1983 y 1984 tomaría, todavía, un tiempo más largo.

De manera similar, en la negociación y firma del crédito de US$1.000 millones llevada a cabo a lo largo de 1985 entre el gobierno de Colombia y todos los bancos comerciales acreedores del país (crédito "Jumbo") se incorporó la suma de US$100 millones para el Banco de la República con destino al fortalecimiento del sistema financiero, que había tenido origen en el traslado de la deuda de la filial panameña del Banco de Colombia a su matriz. Sin embargo, las condiciones de este crédito no fueron las establecidas a tiempo de las conversaciones entre funcionarios del gobierno colombiano y los representantes del Comité de Acreedores del Banco de Colombia en octubre de 1984, sino las del crédito "Jumbo", por el hecho de que no solamente los acreedores del Banco de Colombia facilitarían los fondos, sino todos los bancos con acreencias en el país.

El 10 de enero de 1986 el Banco de Colombia fue nacionalizado. Unos meses más tarde se conoció el balance ajustado de la entidad, que mostraba una pérdida de $61.611 millones, reflejando así su crítica posición financiera, producto, en buena parte, de la anómala situación de la filial panameña, que había obligado a constituir provisiones por valor de $42.600 millones. Esta enorme pérdida condujo a que la nueva administración del Banco solicitara al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras —que acababa de ser creado mediante la Ley 117 de 1985 del Congreso Nacional— el desembolso de $15.000 millones con destino a la capitalización de la institución; un crédito a cinco años también por $15.000 millones con tasa de interés subsidiada; y la aprobación de un

"capital garantía" por la suma de $63.787 millones.

A lo largo de 1986 el Banco de Colombia y las autoridades cambiarias perfeccionaron una fórmula que permitiera legalizar la deuda externa del Banco. Para ello fue decisiva la expedición de la Resolución 47 de 1986 de la Junta Monetaria, en abril de 1986, que facilitó a los bancos colombianos avalar obligaciones de sus filiales, al hacer menos restrictivas las condiciones que regían anteriormente para tal fin. Como resultado de este proceso, el 21 de enero de 1987 se firmó un convenio entre el Banco de Colombia-Panamá y el Banco de Colombia-Colombia para cancelar las obligaciones del primero con el segundo. De esta manera, la filial asumió formalmente la deuda con los acreedores del exterior, quedando la matriz comprometida a pagar, por cuenta de la filial, en caso de que ésta no pudiera hacerlo. Dos días más tarde el Banco de Colombia en Panamá solicitó al Banco de Colombia en Colombia que actuara como garante solidario de la obligación externa, aceptando en pago la cartera a favor de la filial. Esta, por su parte, continuaría realizando los trámites judiciales de cobro de las acreencias traspasadas a la casa matriz.

Los trámites anteriores despejaron el camino para la firma del contrato de refinanciación de la deuda externa del Banco de Colombia y de su filial panameña con la banca corresponsal extranjera, evento que tuvo lugar el día 30 de enero de 1987. La suma reprogramada fue, finalmente, de US$241.6 millones por haber efectuado el Banco prepagos por un valor cercano a los US$80 millones y acordado con sus acreedores la obtención de crédito voluntario para financiar operaciones de comercio exterior de sus clientes colombianos, en vez de prefijar un cupo de crédito para este propósito dentro del convenio de restructuración. Las condiciones del contrato fueron las siguientes:

Plazo: 6 años.

Vencimiento: Trimestral a partir del segundo trimestre de 1988 por la suma de US$13.0 millones con una cuota final por US$8.0 millones.

Intereses: Prime más 1-1/4% o Libor más 1-1/2%.

Adicionalmente, el Banco de Colombia se comprometió a mantener un capital requerido neto de $3.500 millones y una relación activos-capital no inferior a 50:1.

El 25 de febrero de 1988 la administración del Banco de Colombia solicitó al Ministerio de Hacienda el desembolso del capital garantía ante la inminencia de incumplir el contrato de refinanciación celebrado por el Banco y su filial en Panamá por cuanto, como se comentó atrás, el pago de las cuotas de amortización fue fijado para iniciarse en el mes de abril de 1988. Además, el Banco corría el riesgo, de no ser apoyado por el gobierno, de incumplir los compromisos financieros adquiridos con la banca extranjera.

A su turno, el 7 de marzo de 1988 el gobierno, a través de la Junta Monetaria (Resolución 17 de 1988) hizo público el mecanismo diseñado para asegurar la cancelación oportuna de la deuda del Banco de Colombia y de su filial. El esquema "sustituye y evita el desembolso del capital garantía en moneda nacional" y consiste en venderle a plazos al Banco un Título Canjeable por Certificados de Cambio "por el equivalente al monto de su deuda externa representado en cartera irrecuperable... con un interés del 0.5% anual, tres años de gracia y ocho de plazo". El Título otorgará el primer año un interés igual al de la deuda externa; este interés bajará a razón de dos puntos por año hasta alcanzar un mínimo del 4%. De acuerdo con un comunicado del Banco, esta operación, "que representa una transferencia a favor del Banco de Colombia de $45.000 millones (contra $63.800 del desembolso del capital garantía), resuelve definitivamente el problema financiero al Banco, y le devuelve la res-

ponsabilidad por sus resultados y su desempeño a la administración actual"[22].

Con la adopción de esta última resolución de la Junta Monetaria se materializó el respaldo del Estado a una de las entidades bancarias más importantes de Colombia, quebrantada por el manejo dado a su filial en Panamá al finalizar la década del setenta. Concluyó así uno de los episodios más traumáticos del sistema financiero nacional a lo largo de su historia. Su final coincide con el cierre temporal de los bancos en Panamá, en una muy agitada coyuntura política, y con el bloqueo económico impuesto por Estados Unidos al vecino país, eventos ambos que parecían anticipar, en marzo de 1988, la muerte del Centro Financiero de Panamá.

V. LA ESTRATEGIA EXTERNA DEL BANCO DE BOGOTA: ¿UN BANCO INTERNACIONAL?

En 1966 el Banco de Bogotá abrió una oficina de representación en Madrid (España) con la idea de ampliar operaciones de comercio exterior con Europa y de servir de contacto entre inversionistas colombianos y europeos[23]. Los resultados de esta primera experiencia de apertura al exterior fueron limitados, restringiéndose a un intercambio accionario entre el Banco de Bogotá y el Banco Urquijo de España[24].

Un año después, en agosto de 1967, se constituyó la sucursal del Banco de Bogotá en Panamá, con un capital asignado de US$ 250.000, un gerente panameño, un subgerente colombiano con carrera anterior en el Banco en Colombia en las áreas de administración y en contabilidad, y una planta de ocho empleados[25]. Al igual que en el caso del Banco de Colombia la apertura hacia Panamá del Banco de Bogotá tuvo, en un primer momento, un carácter marcadamente doméstico. No se había dado todavía la expansión del Centro Financiero de Panamá, con su énfasis en operaciones internacionales. El número reducido de bancos que se había establecido hasta entonces en el Istmo había concentrado su actividad en captar recursos externos para colocarlos internamente en Panamá con una "mentalidad total y absolutamente doméstica"[26]. Así, todos los bancos, inclusive los grandes bancos de los Estados Unidos (Chase Manhattan o Citibank, por ejemplo), llevaban a cabo préstamos de índole hipotecaria; era la única posibilidad de negocios a disposición de los nuevos bancos en Panamá. De ahí que también los bancos colombianos canalizaron su actividad hacia este sector con la desventaja de que en Colombia no tenían experiencia para este tipo de negocios por cuanto en este país había sido clara, desde los años treinta, la separación entre la banca comercial y la banca hipotecaria.

En 1970 se introdujeron las reformas en la legislación bancaria de Panamá mediante Decreto de Gabinete No. 270. Las reformas incentivaron la operación de los bancos en Panamá al no fijar relaciones entre capital y pasivos, de una parte, o cupos individuales de crédito relacionados con el capital y las reservas de las instituciones, de otra. Se dio prioridad a la noción de liquidez bancaria sobre la de solvencia. Por ello, convenía a los bancos matrices convertir sus sucursales panameñas en filiales; se ganaba en flexibilidad para operar desde todo punto de vista: no se vinculaban ahora las captaciones en Panamá con el capital del banco en su conjunto y se evitaba cualquier pro-

---

[22] "45 mil millones del Estado para pagar deudas de Ban-Colombia", EL ESPECTADOR, miércoles 9 de marzo de 1988, pág. 10A.

[23] En unión con el Banco Cafetero y con la Corporación Financiera Colombiana el Banco de Bogotá estableció, también por esa época, una oficina de representación en París.

[24] En enero de 1974 el Banco de Bogotá vendió las acciones del Banco Urquijo y, con el producto de la venta elevó el capital de la filial en Panamá (US$501.500).

[25] La autorización de apertura de la sucursal fue otorgada por la Junta Directiva en su sesión del 14 de septiembre de 1966.

[26] Entrevista con Juan Manuel Medina, ex-vicepresidente internacional del Banco de Bogotá entre 1978 y 1984.

blema que pudiera presentarse con las autoridades colombianas por el hecho de captar depósitos de colombianos a través de la filial. Podía así la nueva entidad ampliar sus actividades con muy pocos controles de tipo económico-administrativo y con las ventajas de tipo tributario que preveía, también, la legislación panameña.

De acuerdo con información suministrada por el Banco de Bogotá, a mediados de 1971 la Sucursal en Panamá, con depósitos cercanos a US$42 millones, enfrentaba una situación de desequilibrio entre su capital y sus reservas y sus exigibilidades para con el público. De esta situación tenía conocimiento la Superintendencia Bancaria de Colombia por lo cual no se contemplaban sino dos opciones de manejo: aumentar el capital del Banco en Colombia, o convertir la sucursal en Panamá en una sociedad anónima, filial del Banco, regida por las leyes panameñas. En la Junta Directiva del 13 de junio de 1971 se optó por la segunda alternativa y se autorizó a la administración del Banco para solicitar a las autoridades respectivas los permisos necesarios y para proceder a invertir su capital de US$1.0 millón en la nueva filial. Cabe anotar que los problemas de la sucursal tenían su origen en créditos hipotecarios de difícil recuperación que empezaron, desde esos años, a afectar la evolución financiera de la filial y por consiguiente, a exigir apoyos, de una u otra índole, de la casa matriz en Colombia.

De otra parte, en 1971, después de gestiones con las autoridades ecuatorianas, el Banco de Bogotá, recibió autorización para efectuar, junto con un grupo de inversionistas ecuatorianos, una inversión en una entidad bancaria que tendría sede en Quito. Se trataba de un tercer paso en la extensión de la operación internacional del Banco de Bogotá que buscaba aprovechar las oportunidades que se abrían en el vecino país a raíz de los descubrimientos de petróleo y —no menos importante— de participar en la expansión de comercio entre los países del recién conformado Grupo Andino. El Banco de los Andes C.A., de propiedad de 59 accionistas ecuatorianos y del Banco de Bogotá en un 40%, inició operaciones en abril de 1973, con un capital pagado de 25 millones de sucres, correspondiendo al Banco de Bogotá 10 millones o, en ese momento, US$404.000[27].

A lo largo de la primera mitad de la década de los setenta el Banco de Bogotá llevó a cabo estudios y consultas con banqueros del exterior con miras a diseñar una estrategia clara de expansión internacional. Parte clave de dicha estrategia fue la de constituir, en una primera instancia, una sucursal en New York, idea que contó con el beneplácito de las autoridades colombianas de esa época y de los mismos corresponsales extranjeros del Banco. La administración consideraba que, obrando por este camino, se podrían captar recursos en moneda extranjera más baratos para pasarlos a Colombia y que, de esta manera, "se evitaría la constitución de encajes sobre las sumas que utilizan tales líneas"[28]. Adicionalmente los directivos del Banco de Bogotá visualizaban la posibilidad de obtener recursos de los países árabes a raíz de los desarrollos recientes del mercado del petróleo. El propósito de abrir la sucursal en New York vino a concretarse en 1974 después de que en el mes de junio de este año la Superintendencia Bancaria del Estado de New York impartiera su aprobación a la solicitud del Banco de Bogotá y otorgara una licencia de funcionamiento que debía prorrogarse anualmente. El 30 de julio de 1974 se inauguraba esta entidad bajo la gerencia de un ciudadano de los Estados Unidos y una planta de 12 personas[29].

---

27 Eslava Flechas Carlos, *El Banco de Bogotá — 114 años en la Historia de Colombia,* Bogotá, 1984.

28 Acta de la Junta Directiva del 19 de junio de 1973, en la cual se autorizó asignar US$200.000 para la apertura de una sucursal en Nueva York del Banco de Bogotá previos los trámites ante las autoridades. Se preveía que en los primeros tres años la sucursal no arrojaría utilidades.

29 Eslava Flechas Carlos, *El Banco de Bogotá — 114 años en la Historia de Colombia,* op. cit. p. 355.

La operación de la sucursal del Banco de Bogotá en New York transcurrió sin problemas hasta junio de 1976. Hacia esta época, cuando el Banco presentó la solicitud para renovar su licencia de funcionamiento por un año adicional, sus directivos fueron informados sobre la imposibilidad de las autoridades del Estado de New York de concederla en razón de la puesta en vigencia en Colombia de la Ley 55 de 1975 que había obligado a las sucursales de bancos extranjeros a convertirse en sociedades colombianas, con participación mayoritaria de nacionales. Después de una rápida negociación se obtuvo la renovación temporal de la licencia así como el permiso para abrir una agencia-filial que remplazara a la sucursal, con la ventaja de que su apertura no requeriría reciprocidad en Colombia pero con el enorme inconveniente de que la nueva entidad no quedaba facultada para captar depósitos. De las conversaciones con las autoridades emergió entonces la idea de "incorporar" un banco independiente en New York a lo cual las autoridades accedieron en vista de la necesidad de servir los depósitos colocados en la sucursal. Este fue el origen tanto de la agencia del Banco de Bogotá en New York como del "Banco de Bogotá Trust Co.".

Con posterioridad a los incidentes de New York, la administración del Banco de Bogotá se dirigió al Departamento Nacional de Planeación y a la Superintendencia Bancaria con el fin de obtener los permisos para transformar la sucursal en agencia. El concepto del Superintendente de la época fue el que debía efectuarse una inversión de US$60 millones, "cifra que equivaldría al capital vinculado de toda la banca extranjera en sus sucursales colombianas"[30]. El Banco, por su lado, argumentó que esta suma no guardaba proporción con el tamaño del Banco ni con la prospección de la filial que se proponía establecer, por lo cual se sugirió una inversión de capital de US$ 25 millones. El 27 de octubre de 1976 el Departamento Nacional de Planeación aprobó la solicitud de inversión en el exterior y la condicionó a que la exportación de divisas para la suscripción y el pago del capital se hiciera en forma gradual durante los primeros años de la operación. El 3 de diciembre de 1976 el Superintendente Bancario concedió la autorización para establecer la filial con un capital de US$25.1 millones. Ambos organismos aprobaron, igualmente, la transformación de la sucursal en agencia con el capital ya asignado de US$200.000. El 28 de julio de 1977 se inauguró el Banco de Bogotá Trust Company; al día siguiente inició formalmente la prestación de servicios al público como lo hizo la agencia del Banco de Bogotá S.A. Colombia[31].

La decisión de ampliar las actividades internacionales del Banco de Bogotá respondió, según exfuncionarios de la entidad, a la ejecución de una estrategia deliberada del Banco de convertirse en una institución "internacional". Aparentemente, hacia 1975 los directivos del Banco habían puesto en tela de juicio el papel que jugaban su filial de Panamá, su sucursal de New York y el Banco de los Andes en Quito. Naturalmente, las condiciones internacionales empezaban a cambiar después del choque petrolero de 1973-1974.

Parte de la nueva estrategia, además de reforzar la actividad en Estados Unidos, fue la de desmontar operaciones de tipo doméstico en Panamá y centrar los negocios de la filial en la financiación a clientes en Colombia y en otros países de América Latina. Para tal efecto, sin embargo, fue necesario elevar el capital de la filial panameña, en US$15 millones, incremento que autorizó la Junta Directiva del Banco de Bogotá, Colombia, a finales de 1978 y que buscaba fortalecer la filial, afectada todavía en 1978 por la congelación de parte considerable de su cartera por los créditos para

[30] Eslava Flechas Carlos, *El Banco de Bogotá — 114 años en la Historia de Colombia,* op. cit. p. 363.

[31] Una agencia bancaria en el Estado de Nueva York puede realizar todo tipo de operaciones con excepción de la captación de depósitos a la vista.

finca raíz de finales de los años sesenta y principios de los años setenta. La misma Comisión Bancaria de Panamá había solicitado al Banco de Bogotá corregir esta situación, mediante el aumento en el capital y el apoyo suministrado por la matriz al avalar un crédito de US$10 millones otorgado por bancos extranjeros a la filial panameña con un plazo de 10 años[32]. Adicionalmente, las autoridades de Panamá exigieron al banco castigar la cartera no productiva en un término de 10 años. El Banco de Bogotá informó de las dificultades de la filial panameña a la Superintendencia Bancaria de Colombia, al Banco de la República y a la Junta Monetaria, y obtuvo los permisos correspondientes para efectuar el aumento de capital y para extender el aval sobre el crédito de los US$ 10.0 millones.

---

[32] En carta a la Superintendencia Bancaria de fecha 6 de noviembre de 1978 dirigida por el Presidente del Banco de Bogotá para solicitar la aprobación al otorgamiento de esta garantía se exponía la situación de la filial así: "La Junta Directiva del Banco de Bogotá ha estudiado detenidamente diversas alternativas para solucionar la situación de iliquidez que viene afectando nuestra filial en Panamá como consecuencia de la congelación de un volumen apreciable de su cartera local, representada en parte por inmuebles y empresas recibidas en dación de pago, cuya realización no ha sido posible lograr, dada la recesión de negocios que ha venido sufriendo la economía panameña en los últimos años, como resultado de mayores precios del petróleo y de la situación fiscal del país". Por otra parte, para justificar la solicitud se destacaba "la importancia que hoy en día tienen para el Banco nuestras inversiones en el exterior, a saber, New York, Ecuador, Panamá y el Banco Arabe Latinoamericano. Ellas nos han permitido el acceso directo, en las mismas condiciones que los bancos más importantes del mundo, a los principales mercados financieros de Europa y de los Estados Unidos y a los de los países árabes, a través del Banco Arabe Latinoamericano. Igualmente, en el caso concreto de Panamá, aparte de consolidar la presencia de los bancos colombianos en dicho país, nuestra filial, al igual que la que constituimos en Nueva York, ha servido para suministrar recursos financieros no sólo al Banco de Bogotá Colombia sino también a numerosos bancos comerciales en toda Latinoamérica".

No solamente se produjo un cambio en las condiciones internacionales en 1974 sino que Colombia experimentó una bonanza externa sin precedentes a partir de 1975 como consecuencia de la elevación de los precios del café en los mercados mundiales. El ajuste macroeconómico a la nueva situación se efectuó en una primera etapa, 1976-1978, por la vía de la acumulación de reservas y, en una segunda, entre 1978 y 1982, mediante una mayor inversión en capital fijo que trajo consigo un incremento en la importación de bienes de capital. La nueva inversión estuvo representada fundamentalmente, en la actividad privada, por expansiones de las principales industrias del país (textiles, cemento, siderúrgica) y, en la pública, por incremento en las inversiones en infraestructura física, especialmente en el sector eléctrico y en el minero. Para llevar a cabo este impulso a la inversión se aumentó el endeudamiento público, especialmente a partir de 1979 (cuando el saldo de la deuda externa pública en términos nominales creció en cerca de un 20%), y se abrió la posibilidad a las empresas privadas de finanzar sus expansiones con créditos externos lo cual llevó, también, a un notable incremento de la deuda privada directa (aquella obtenida con la banca comercial internacional) cuyo saldo se multiplicó por 2.3 entre 1978 y 1982.

Las circunstancias internacionales y las domésticas llevaron al Banco de Bogotá a expandir sus créditos a los países de América Latina y a Colombia. Para ello extendió aún más su red de entidades en el exterior con miras a ampliar sus captaciones y a reducir el costo de las mismas. En junio de 1978 se abrió el "Banco de Bogotá Nassau Ltd.", en las Islas Bahamas, como subsidiaria del Banco de Bogotá de Panamá, con un capital de US$1.0 millón y, a finales de 1979, el "Banco de Bogotá Finance Corporation", con sede en las Islas Cayman, con el objetivo único de emitir Títulos de Interés Flotante, con la garantía del Banco de Bogotá, Colombia, por valor de US$25.0 millones, operación que se formalizó en Londres en febrero de 1980[33].

En septiembre de 1980, por otra parte, el Banco inauguró una filial del Banco de Bogotá Trust Co. (New York) en la ciudad de Miami, el "Banco de Bogotá International Corporation, con un capital de US$3.0 millones, como "Edge Act Corporation", y con el único fin de realizar negocios internacionales puesto que las normas de los Estados Unidos impiden a este tipo de entidades financiar y tramitar operaciones domésticas en ese país. Por último, en noviembre de 1980, el Banco de Bogotá abrió una oficina de representación en Londres y obtuvo, en 1981 y 1982, autorizaciones del gobierno colombiano y del Banco de Inglaterra para iniciar los trámites para constituir una sucursal en Londres[34].

La ampliación de los negocios internacionales y la extensión de la red de entidades bancarias a diversas partes del mundo no dejó de causar algunas preocupaciones a la Administración del Banco a partir de 1981. En este sentido, cabe comentar que desde ese año hay un interés para no depender exclusivamente de captación de corto plazo así las colocaciones en países de América Latina se percibieran como riesgos "seguros", en razón de haberse efectuado directamente a gobiernos o a empresas públicas en distintos países. Además, los funcionarios del Banco fueron conscientes de que el éxito del negocio internacional se encontraba relacionado con la solidez de la casa matriz y del conjunto de la entidad[35]. A su turno, en junio de 1982, se revisó la estructura de la operación internacional y, aun cuando en opinión de los directores extranjeros del Banco de Bogotá Trust Co. (New York) se venía actuando de manera "conservadora", se adoptó la decisión de establecer unas normas claras para el otorgamiento de los créditos y de controlar la "exposición" por cliente, relacionándola con el capital del Banco en su conjunto. De igual forma, se buscó financiar los activos con pasivos por igual monto y plazo y, sobre todo, "asegurar" pasivos para financiar los activos existentes, así como incrementar colocaciones vinculadas con negocios de comercio exterior. En ese momento —dos meses antes de que México informara a la Comunidad Financiera Internacional su incapacidad para cumplir con sus obligaciones crediticias— empezaban a visualizarse problemas de índole macroeconómica en los países de América Latina y, específicamente, en Colombia[36].

La evolución del balance del Banco de Bogotá S.A. - Panamá se presenta en los Cuadros 8 y 9. En el primero se incluye la trayectoria de los activos. Se puede observar que la actividad doméstica de la filial representó un porcentaje considerable de la total, como quiera que entre 1975 y 1980 los préstamos internos constituyeron, en promedio, un 47% de los totales. En los últimos cuatro años esta situación se modificó, de tal forma que, al concluir 1985 los préstamos domésticos representaban un 33%. Sin embargo, el crecimiento de los activos se revirtió en 1983, cuando los préstamos externos se re-

---

[33] El plazo de los Títulos fue de cinco años y los intereses de 1/4% sobre la tasa LIBOR.

[34] Además de las filiales, sucursales y oficinas en el exterior que se han reseñado, el Banco participaba en un 2.14% en "Arlabank" (Banco Arabe Latinoamericano de Exportaciones), y el Banco de Bogotá Trust Co. había constituido en 1983, el "Banbogotá Leasing Corporation".

[35] En la reunión de la Junta Directiva del Banco de Bogotá, de febrero 24 de 1981 se hizo una presentación integral del negocio internacional y se comentó sobre la importancia de obtener recursos de mediano plazo. En la de agosto de 1981 se afirmó que el banco no podía dar como garantizado ningún recurso "y que la simple reducción de costo no es argumento para establecerse en un mercado". En esta misma reunión se hizo explícito que un banco internacional "requiere una base firme a nivel nacional ya que los corresponsales extranjeros, y las autoridades bancarias de los diferentes países, otorgan importancia primordial a la solidez de la casa matriz". Actas de la Junta Directiva de febrero 24 de 1981 y de agosto 2 de 1981 respectivamente.

[36] Acta de la Junta Directiva del Banco de Bogotá Trust Co. llevada a cabo en Bocaraton, Florida, entre el 26 y el 28 de junio de 1982.

CUADRO 8

EVOLUCION ACTIVOS BANCO DE BOGOTA, S.A.

31 de Diciembre

(Millones de Balboas)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A. Activos líquidos	**12.9**	**4.3**	**1.9**	**1.9**	**5.0**	**7.7**	**21.7**	**42.0**	**26.1**	**27.8**	**9.5**	**10.9**
1. Caja y Bancos	2.5	0.5	0.2	0.4	0.5	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
2. Depósitos en Bancos	10.4	3.8	1.7	1.5	4.5	7.4	21.3	41.4	25.7	27.4	9.1	10.5
B. Activos Productivos	**85.1**	**84.5**	**105.1**	**122.5**	**143.2**	**165.6**	**185.1**	**172.5**	**230.6**	**186.0**	**151.6**	**137.5**
1. Préstamos Domésticos	49.7	53.8	53.8	57.2	56.8	75.1	71.8	59.0	58.9	59.1	52.4	45.6
2. Préstamos Externos	34.2	30.4	50.9	65.1	85.3	89.3	112.1	111.0	169.2	124.6	96.1	91.7
3. Inversión en Valores	1.2	0.3	0.4	0.2	1.1	1.2	1.2	2.5	2.5	2.3	3.3	3.2
Provisión Préstamos Incobrables											−0.2	−3.0
C. Otros Activos	**10.2**	**7.6**	**6.6**	**6.1**	**6.4**	**11.1**	**11.3**	**11.9**	**10.2**	**20.2**	**15.1**	**12.9**
1. Muebles y Equipos	0.6	1.4	2.1	1.5	0.4	0.1	0.1	—	0.1	0.2	1.1	4.6
2. Deudores Varios	8.8[1]	6.1	4.5	4.6		8.8	9.9	11.1		19.0	12.8	7.5
3. Otros	0.8	0.1	—	—		2.2	1.3	0.8		1.0	1.2	0.8
4. Intereses por cobrar					6.0*[2/]				10.1*			
D. TOTAL ACTIVO	**108.2**	**96.4**	**113.6**	**130.5**	**154.6**	**184.4**	**218.1**	**226.4**	**266.9**	**234.0**	**176.2**	**161.3**

* Intereses acumulados por cobrar.

1/ Deudores varios+ Avales cubierto (2.6)

2/ Intereses por cobrar - Inter. Descont. no pagados (−0.2).

CUADRO 9

EVOLUCION PASIVOS BANCOS DE BOGOTA S.A. – PANAMA
31 de Diciembre
(Millones de Balboas)

	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
A. Pasivos Líquidos	**97.7**	**88.4**	**106.6**	N.D.	**146.5**	**149.8**	**179.4**	**184.9**	**231.2**	**191.5**	**102.2**	**94.0**
1. Depósitos a la vista	4.3	8.5	7.4	N.D.	11.2	13.2	18.6	11.8	13.4	51.3	18.2	15.8
a. Locales	(3.7)	(1.1)	(2.2)	N.D.	(1.3)	(1.1)	(1.8)	(0.9)	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.6)
b. Extranjeros	(0.6)	(7.4)	(5.2)	N.D.	(9.9)	(12.1)	(16.8)	(10.9)	(17.7)	(50.8)	(17.8)	(15.2)
2. Depósitos de Ahorro	0.6	0.6	0.5	N.D.	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2
3. Depósitos a Plazo	92.8	79.3	98.7	N.D.	135.0	136.4	160.6	172.8	212.6	140.0	83.9	78.0
a. Locales	(14.9)	(17.2)	(9.1)	N.D.	(10.2)	(26.4)	(32.7)	(31.6)	(56.3)	(35.5)	(19.0)	(15.3)
b. Extranjeros	(77.9)	(62.1)	(89.6)	N.D.	(124.8)	(110.0)	(127.9)	(141.2)	(156.3)	(104.5)	(64.9)	(62.7)
4. Otros (restringidos)												
5. Aceptación Avances												
6. Corresponsales												
B. Otros Pasivos	**6.0**	**3.4**	**2.6**	N.D.	**3.8**	**15.0**	**18.0**	**20.1**	**13.3**	**21.2**	**54.6**	**48.2**
1. Acreedores varios	5.9	2.4	1.9	N.D.	0.2	4.9	8.0	10.0	0.7	0.7	3.5	2.1
2. Intereses por pagar				N.D.	3.1				5.2	3.1		
3. Otros	0.1	1.0	0.7	N.D.	0.5	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4		
4. Financiamiento Recibido						10.	9.9	9.7	7.0	17.0	51.1	46.1
C. Total Pasivos	103.7	91.7	109.2	N.D.	150.3	164.8	197.4	205.0	244.5	212.7	156.8	142.2
D. Patrimonio	**4.5**	**4.6**	**4.4**	N.D.	**4.3**	**19.6**	**20.7**	**21.5**	**22.4**	**21.4**	**19.3**	**19.1**
1. Capital pagado	2.3	2.3	2.3	N.D.	2.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
2. Reservas de Capital	0.5		0.1	N.D.	1.7	1.8	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.7
3. Otras reservas									0.1	0.1		
4. Utilidad. no distribuidas	1.7	2.3	2.0	N.D.	0.3	0.5	1.5	2.3	3.3	2.3	0.3	0.1
E. Total Pasivos y Patrimonio	**108.2**	**96.4**	**113.6**	**130.5**	**154.6**	**184.4**	**218.1**	**226.5**	**266.9**	**234.1**	**176.1**	**161.3**

dujeron en un 26%; al término de 1985 los activos productivos totales eran apenas un 60% de lo que habían sido en 1982. Como en otros casos, la financiación para expandir la operación del banco provino, en muy buena parte, de los depósitos a plazo de los extranjeros, los cuales en 1981 constituyeron un 69% de los pasivos totales. Pero, de otro lado, la relación capital-pasivos, que era de 23 en 1974, se redujo a 8.4 en 1979 como consecuencia de la capitalización de US$15.0 millones efectuada en este año y a 7.4 en 1985, en vista de la caída de los pasivos. El recorte de la captación de depósitos a plazo, del orden de US$100 millones en tres años, o un 60%, se compensó a través del incremento en "otros pasivos", en donde se incluyen colocaciones del Banco de Bogotá (Colombia) y del Banco de Bogotá (Nassau) en una suma cercana a US$36.0 millones.

La cartera y las contingencias de las filiales del Banco de Bogotá y de su agencia en Nueva York se elevaban al finalizar diciembre de 1985, a US$521.7 millones después de haberse elevado tres años atrás a US$749 millones[37]. Dos años más tarde, al concluir 1987, la cartera se había reducido a US$441.4 millones que se repartían así:

Banco	Préstamos (US$ millones)
Bogotá Trust Co. (N.Y.)	148.9
Bogotá (Agencia - N.Y.)	104.5
Bogotá (Panamá)	101.4
Bogotá (Nassau)	86.6
Total	441.4

La distribución por países de los préstamos vigentes en diciembre de 1987 de las filiales del Banco de Bogotá se presenta en el Cuadro 10. Puede comprobarse que un 58.3% de la cartera se encontraba colocada en Colombia, equivalente a US$257 millones (un 54%) en empresas privadas, un 38% en préstamos al sector público y el resto, 8%, en créditos a entidades financieras), un 4% en Panamá, un 8% en préstamos a clientes del Brasil, un 7% en México, un 6% en Argentina, un 41% en Chile y un 5% en Perú.

En el caso específico del otorgamiento de créditos en Colombia del Banco de Bogotá, en su conjunto, un estudio llevado a cabo en el segundo semestre de 1984 ubicó a esta institución como el quinto banco comercial acreedor del país (sector público, sector financiero y sector privado), después del Chase Manhattan Bank, el Chemical Bank, el Manufacturers Hannover y el Bank of America. El sector público debía al Banco de Bogotá, en junio de 1984, un 1.9% de su deuda total, el privado un 9.2% de la deuda registrada bajo los artículos 128 y 131 del Decreto Ley 444 de 1967 (inversiones o gastos en pesos en el país, en el primer caso, y préstamos destinados al montaje de fábricas u otros proyectos que pueden utilizarse para adquirir bienes en el exterior, en el segundo), y un 4.8% de la deuda obtenida a través de líneas de crédito directas otorgadas por los bancos del exterior a empresas colombianas para financiar importaciones (artículo 132 del Decreto-Ley 44 de 1967); y, el financiero, un 0.8% de sus acreencias con bancos del exterior[38].

En razón de su exposición en Colombia y en otros países de América Latina, las filiales del Banco de Bogotá han estado sujetas, a partir de 1982, al impacto de la crisis de la deuda externa latinoamericana. Este

[37] El saldo de la deuda externa del Banco de Bogotá —Colombia— el 31 de diciembre de 1985 era de US$147.9 millones (un 12% del endeudamiento externo de los bancos colombianos). De esta suma el 45.4% (US$67.2 millones) estaban colocados en préstamos, el 39.7% (US$58.7 millones) en la forma de activos líquidos, y el 14.9% (US$22 millones) correspondían a otros activos, incluyendo deudas de dudoso recaudo y deudas oficiales con más de un año de vencidas. Los activos líquidos se encontraban colocados como depósitos, tanto en la filial panameña como en bancos corresponsales.

[38] Garay Luis J., *Estructura de la Deuda Externa Colombiana,* mimeo, septiembre de 1984.

CUADRO 10

BANCO DE BOGOTA
CARTERA Y CONTINGENCIAS POR PAISES
DICIEMBRE 31/87
(US$ Miles)

País	Trust & Miami	Agency	Panamá	Nassau	Total	Partici-pación o/o
Colombia						
Sector público	32.140	31.971	19.513	13.611	97.235	22.03
Sector privado	27.051	12.608	37.595	60.914	138.168	31.30
Sector financiero	8.866	7.264	5.566	0	21.696	4.92
Subtotal Colombia	68.057	51.843	62.674	74.525	257.099	58.25
Argentina	15.111	9.961	3.141	0	28.213	6.39
Brasil	18.717	11.387	4.950	0	35.054	7.94
Chile	9.947	4.903	1.074	3.055	18.979	4.30
Ecuador	6.423	1.600	60	0	8.083	1.83
México	7.922	18.069	4.988	0	30.979	7.02
Perú	0	5.789	7.333	9.012	22.134	5.01
Uruguay	625	125	0	0	750	0.17
Venezuela	6.408	478	0	0	6.886	1.56
Subtotal	65.153	52.312	21.546	12.067	151.078	34.23
Panamá	3.503	325	14.832	0	18.660	4.23
Bahamas	0	0	450	0	450	0.10
Bolivia	396	0	0	0	396	0.09
Costa Rica	784	0	497	0	1.281	0.29
Curacao	3.400	0	0	0	3.400	0.77
Estados Unidos	4.444	0	1.425	0	5.869	1.33
Nicaragua	70	0	0	0	70	0.02
Venezuela	3.060	0	0	0	3.060	0.69
Subtotal otros	12.154	0	1.922	0	14.076*	3.19
TOTAL	148.867	104.480	101.424	86.592	441.363	100.00

Nota: No incluye garantías Res. 33 ni "Sucretización".
Fuente: Informe anual 1987, Banco de Bogotá.

fenómeno se reflejó en los estados financieros consolidados: descompensación entre activos colocados a largo plazo y a bajas tasas de interés, frente a pasivos de corto plazo y tasas de interés al alza; caída en ingresos sobre la cartera; y mala calidad de la cartera.

Las utilidades de las cuatro filiales registraron una caída fuerte en 1984, al bajar de US$8.9 millones en 1983 a US$2.0 millones en 1984, y una recuperación en 1985 cuando subieron a US$3.6 millones, gracias a los arreglos de restructuración de deuda privada que se autorizaron en Colombia dentro del marco del esquema de la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria[39]. De hecho, los principales beneficiarios de la Resolución 33 de 1984 fueron las filiales de los bancos colombianos y, específicamente, las del Banco de Bogotá, que utilizaron rápidamente el mecanismo para regularizar los pagos de sus clientes al exterior, con el apoyo de sus bancos matrices los cuales estuvieron dispuestos a prestar pesos a dichos clientes con el fin de que pudieran cumplir sus obligaciones externas. De esta manera, las empresas endeudadas con filiales de los bancos colombianos sustituyeron parte de su deuda en moneda extranjera por deuda en pesos lo cual contribuyó a aliviar la situación de liquidez de las filiales.

En el caso de las subsidiarias del Banco de Bogotá, con un alto porcentaje de sus créditos extendidos a empresas colombianas, el esquema de restructuración tenía una importancia crítica en su evolución, en particular la de Panamá, la cual venía arrastrando, como se comentó atrás, problemas de cartera hipotecaria desde principios de los años setenta.

Desde finales de 1982 el Banco de Bogotá adoptó la decisión de disminuir sus colocaciones en los países de América Latina diferentes a Colombia, limitándolas a aquellas sumas que forzosamente tuvo que prestar por haber participado anteriormente en préstamos sindicados liderados por algunos de sus principales corresponsales en el exterior. En marzo de 1984 la administración del Banco de Bogotá expresó a la Junta Directiva de la Institución su preocupación por los problemas de cartera en moneda extranjera al detectar dificultades para la obtención de nuevos recursos externos como consecuencia de la abrupta caída de las reservas internacionales del país y de la desconfianza existente en la banca comercial extranjera con respecto a la evolución de la economía colombiana, reforzada, además, por la crisis del Banco de Colombia y algunos problemas de pagos que se detectaban en el Banco Cafetero. Desde ese momento fue visible el interés de los funcionarios del Banco por buscar el apoyo del gobierno colombiano y de organismos como el Fondo Monetario Internacional y el Federal Reserve System con el fin de que los bancos colombianos mejoraran su capacidad negociadora frente a la banca extranjera[40].

De otra parte, a finales de 1985, una vez el gobierno de Colombia concluyó sus propias negociaciones con la Banca Internacional, el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional para obtener recursos frescos de crédito por la suma de US$1.000 millones, el Banco de Bogotá inició conversaciones con un grupo de once bancos extranjeros acreedores del 66% de su deuda bancaria externa, coordinado por el Citibank y el Bankers Trust, con el propósito de refinanciar a mediano término pasivos de corto plazo, de asegurar recursos para la financiación del comercio exterior colombiano, y de mejorar el perfil de pasivos del Banco de Bogotá, Panamá. Estas conversaciones se orientaron a obtener dos líneas de crédito, una a mediano plazo y otra rotatoria de comercio exterior. La base

[39] Datos suministrados por el Banco de Bogotá, Colombia. El mecanismo de la Resolución 33 permitió a las empresas privadas colombianas reestructurar sus deudas externas con bancos comerciales y fijar la tasa de cambio para la compra de las divisas para efectuar los pagos al exterior sustituyendo el riesgo de cambio por el de la tasa de interés en pesos colombianos.

[40] Acta de la Junta Directiva del Banco de Bogotá (Colombia), marzo 5 de 1984.

para esta negociación fue el monto de obligaciones en moneda extranjera, cortadas en octubre de 1985, del Banco de Bogotá- Colombia, el Banco de Bogotá, Agencia de New York, el Banco de Bogotá S.A. Panamá y el Banco de Bogotá Nassau Ltd.

El proceso de reprogramación de la deuda externa del Banco de Bogotá y de sus afiliadas ya mencionadas se prolongó durante todo el año de 1986 y concluyó en la firma de los contratos en marzo de 1987 y en su ejecución a partir del 20 de enero de 1988. La suma restructurada terminó siendo de US$211 millones, que se distribuyeron entre los dos créditos de la siguiente manera: US$142.7 millones como préstamo a mediano plazo y US$68.3 millones como crédito rotatorio de comercio exterior[41]. A este total se llegó después de que los acreedores recibieran un pago en efectivo por valor de US$21 millones, un pago efectuado con cartera del gobierno de Colombia por US$56.3 millones, y de que se redujera el cupo inicial previsto para operaciones de comercio exterior en cerca de US$16 millones.

Los términos y las condiciones financieras de los dos créditos obtenidos por el Banco de Bogotá se resumen en el Cuadro 11. Como puede observarse, US$45 millones incluidos en la operación a mediano plazo están destinados a la capitalización, por parte del Banco de Bogotá - Colombia, de sus filiales en Panamá y en New York. Con respecto a la primera, debe mencionarse que, siguiendo instrucciones de la Superintendencia Bancaria de Colombia, el Banco de Bogotá efectuó provisión por el total de la inversión en la filial panameña —contemplando ajustes de cambios y valorizaciones—, modificación que quedó consignada en el Balance correspondiente al ejercicio de 1985, aprobado por la Asamblea General de Accionistas en sus reuniones del 31 de marzo y el 2 de abril de 1986. Con respecto a la segunda cabe comentar que, con el fin de cumplir con las normas del Federal Deposit Insurance Corporation de los Estados Unidos, el Banco de Bogotá Trust Co. convino en efectuar una provisión de US$4.0 millones antes de la nueva capitalización y otra, por US$1.0 millones, antes de concluir 1988.

Realizados todos los ajustes contables en el Banco de Bogotá-Panamá, y obtenidas las autorizaciones requeridas del gobierno de Colombia, el Banco de Bogotá-Colombia hizo efectivo el aumento de capital en su filial de Panamá por la suma de US$10.0 millones el 15 de diciembre de 1987, mediante giro directo, y esperaba comprar, en marzo de 1988, bonos por la suma de US$ 25.0 millones, con recursos del crédito externo, para incrementar su inversión en esa entidad en un total de US$35 millones.

La reprogramación de las deudas externas del Banco de Bogotá en Colombia, de su agencia en New York, y de dos de sus filiales, debería mejorar notablemente la estructura financiera del Banco, facilitar la continuación de la política seguida por la institución de disminuir la cartera latinoamericana y permitir la capitalización de la filial de New York.

Además, con la reprogramación de la deuda, llegaba a su fin un ciclo en el proceso de inserción del Banco de Bogotá dentro del mercado financiero internacional, iniciado en 1966, y que se vio signado, prácticamente desde un principio, por las dificultades experimentadas en la filial de Panamá. A ellas habría de sobreponerse el impacto de la crisis de la deuda externa latinoamericana que condujo como bien se conoce, a que la mayoría de los países de la región renegociaran sus deudas, extendiéndolas en el tiempo y rebajando los intereses. Como institución que había seguido una estrategia clara de apertura al exterior el Banco de Bogotá no podía ser ajeno a la

[41] La información sobre la reprogramación de la deuda del Banco, así como los datos más recientes de la evolución del mismo en su operación internacional están tomados del Informe Anual del Banco de Bogotá correspondiente a 1987, presentado a la Asamblea de Accionistas el 24 de marzo de 1988, suministrado oportunamente al autor por gentileza del Vicepresidente Ejecutivo del Banco.

CUADRO 11

TERMINOS Y CONDICIONES DE LA REPROGRAMACION DE LA DEUDA EXTERNA DEL BANCO DE BOGOTA

	Operación a Mediano plazo	Crédito Rotatorio Comercio Exterior
Deudores y montos (US$ millones)	Banco de Bogotá Colombia 93.2 Agencia New York 7.6 Panamá 32.9 Nassau 9.0	Banco de Bogotá Colombia 31.7 Agencia New York 11.4 Saldo de US$25.2 millones a utilizar indistintamente por Banco de Bogotá (Colombia) o Banco de Bogotá (Panamá).
Propósito	Los fondos destinados a las subordinadas para financiar cartera a mediano plazo. Los créditos para el Banco de Bogotá - Colombia para financiar nueva inversión en Panamá (US$ 25 millones) y en Banco de Bogotá Trust Co. New York (US$20 millones). El saldo debe utilizarse en refinanciación de préstamos (US$73 millones), en compra de cartera a las subordinadas (US$20.2 millones) y en operaciones de comercio exterior (US$20.7 millones).	Financiación de operaciones de comercio exterior de Colombia.
Amortización	21 cuotas trimestrales, a partir de julio de 1987. Las primeras 17 de US$6.0 millones, las tres siguientes de US$6.5 millones y la última por el saldo.	
Tasa de interés	La tasa doméstica de los Estados Unidos más 1.3/8o/o anual o la tasa LIBOR más 1.5/8o/o anual, a elección de los acreedores y pagadores por trimestre vencido.	La tasa doméstica de Estados Unidos más un margen máximo de 1.1/4o/o anual, o la tasa LIBOR más 1.5o/o anual, a opción de los acreedores, o su equivalente para financiaciones en otras monedas.
Garantías	Banco de Bogotá - Colombia otorga garantías por cuenta de Banco de Bogotá - Panamá por US$32.9 millones, del Banco de Bogotá - Nassau por US$9.0 millones, y del Banco de Bogotá, Agencia N.Y. por US$7.6 millones.	El Banco de Bogotá - Colombia garantizará los montos utilizados bajo los cupos asignados específicamente a cada una de las filiales.

Fuente: *Informe Anual,* Banco de Bogotá, 1987.

crisis. De esta manera, las demoras en el pago de intereses, o su suspensión —como en los casos de Brasil, Ecuador y Perú— tenían que afectar el desempeño del Banco de Bogotá. Algo que podría continuar sucediendo, con todo y el saneamiento realizado a través de la restructuración, si, como lo reconocía la misma administración del Banco a principios de 1988, se producen disminuciones adicionales en la cancelación de intereses sobre la cartera no colombiana, o si no se cuenta con liquidez en moneda extranjera suficiente para seguir reduciendo el monto de dicha cartera a través de su canje por deuda de la República de Colombia.

VI. EL CASO DEL BANCO CAFETERO: "MEJOR JUNTO AL CAFE"

El Banco Cafetero se organizó en el país en 1953 como una empresa industrial y comercial del Estado con la función de servir de instrumento financiero de la actividad cafetera doméstica. Como tal, la totalidad del capital del Banco fue suministrado por el Fondo Nacional del Café, una entidad pública administrada por la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia. El Banco, adscrito al Ministerio de Agricultura, contempla en sus estatutos desarrollar todas las operaciones, los negocios y los servicios que puede llevar a cabo un establecimiento bancario en la República de Colombia. De ahí que funcione como cualquier otro banco comercial y que sea, de hecho, uno de los más importantes establecimientos de crédito colombianos.

En noviembre de 1966 el Banco Cafetero abrió una sucursal en la zona libre de Colón, en la República de Panamá, a través de la cual se buscaba, fundamentalmente, financiar operaciones de comercio exterior que tuvieran origen o destino en esta zona económica. Muy rápidamente esta sucursal comenzó a prestar servicios a la Federación Nacional de Cafeteros, en especial en el manejo de la financiación de las exportaciones de café llevadas a cabo por esta entidad. De esta manera, según la información del Banco, a partir de 1969 la sucursal generó utilidades que se remesaron a la casa matriz en Bogotá.

En 1975 la sucursal del Banco en la zona libre de Colón se convirtió en una filial en la República de Panamá con oficina en Ciudad de Panamá. Para esa época (Cuadros 12 y 13) el capital y las reservas llegaban a US$4.7 millones, los activos productivos a US$42.4 millones y los depósitos a US $46.5 millones. Es de interés observar que la conversión de la sucursal en filial fue posterior a la del Banco de Colombia y a la del Banco de Bogotá. Este desfase tuvo que ver, aparentemente, con el hecho de que un banco como el Cafetero no estaba sujeto en Colombia al requisito de inversión forzosa para financiar el Fondo Financiero Agropecuario en vista de que, por su naturaleza y por la norma legal debe colocar el 50% de su cartera en préstamos en el sector agropecuario. En estas circunstancias el Banco podía llevar a cabo su operación internacional —financiación de comercio exterior— a un costo inferior al de los bancos privados o mixtos en Colombia, lo cual restaba incentivo para convertir la sucursal en filial. Sin embargo, y como se anota en documentos del Banco, hubo necesidad de establecer la filial para permitir el crecimiento de las operaciones que se llevaban a cabo desde la sucursal, evitando con ello que la existencia en Colombia de la norma sobre relación entre el capital y las reservas del Banco, y los pasivos, constituyera un freno para este propósito.

Debe recordarse que en 1975 se produjo la helada en los cafetales brasileños y que era previsible, en ese momento, que las exportaciones de café de Colombia aumentaran sustancialmente, como en efecto ocurrió. Además, iba a generarse un incremento muy grande de la liquidez en la economía colombiana, por lo cual podía también preverse que la base de capital del Banco no fuera suficiente para soportar la elevación en los depósitos en Colombia. De esta forma, convertir la sucursal en filial se justificaba plenamente por razones económicas —vinculadas con la perspectiva cafete-

ra— y financieras —vinculadas con el manejo del Banco.

La naturaleza de la filial del Banco Cafetero en Panamá es, por lo tanto, diferente a la de otras filiales de los bancos colombianos en razón del origen cafetero de la entidad. Este aspecto habría de marcar profundamente la evolución de la filial desde su nacimiento. De hecho, como puede observarse en los balances del Banco Cafetero S.A. - Panamá, que se presentan en los Cuadros 12 y 13, el desempeño de la filial sigue hasta 1980, el ciclo de los precios internacionales del café: los activos productivos se triplican entre 1976 y 1977 como consecuencia de la bonanza cafetera, se mantienen en 1978, y se elevan sustancialmente en 1979, pasando de US$130 millones a US$400 millones cuando, a través del Banco, un grupo de países productores operó en el mercado de futuros de café con el fin de sostener los precios internacionales del grano, en lo que se conoció en su momento como operación PANCAFE. Para financiar esta actividad el Banco incrementa sus depósitos interbancarios (Véase el rubro de Depósitos de Ahorro — extranjeros en el Cuadro 13), mientras su base de capital subía a US$10.0 millones.

Con la caída de los precios del café en la primera mitad de los años ochenta debería haberse reducido de manera apreciable la actividad de la filial, lo cual había ya empezado a tener lugar en 1980, cuando los activos totales del Banco descendieron de US$ 470 millones a US$410 millones y el saldo de los préstamos externos se rebajó en más de US$50 millones. Sin embargo, en 1981 y 1982, esta tendencia, en vez de mantenerse, se modificó: los préstamos volvieron a incrementarse, especialmente en 1982, así como los depósitos interbancarios. Sólo que ahora los nuevos créditos no se encontraban vinculados al comercio del café sino que se canalizaban a la financiación de empresas privadas, de bancos y de gobiernos internacionales.

Coincidencialmente, es en estos años cuando el Banco Cafetero (Colombia) se expande internacionalmente y obtiene la autorización del Federal Reserve de los Estados Unidos para establecer un banco, dentro de las normas de "Edge Act" —mencionadas atrás— en New York, con una sucursal en Miami— y un capital de US$7.5 millones que se incrementa, en el año siguiente, a US$10 millones[42]. De acuerdo con funcionarios del Banco esta decisión de la administración de la entidad respondió básicamente a razones de "imagen" y "prestigio", además de que la nueva entidad serviría para efectuar operaciones relacionadas con el comercio del café colombiano.

Debe recordarse, así mismo, que en 1980 el Banco Cafetero participó como socio en la creación del "Banco Exterior de los Andes y de España - Extebandes" con sede en Bogotá, aportando un 19.9% del capital (US$10.7 millones)[43].

De esta manera, las inversiones en el exterior del Banco Cafetero alcanzaban US$ 44.4 millones el 31 de diciembre de 1985, repartidas así:

Entidad	Capital total (US$ millones)	Participación del Banco Cafetero (US$ millones)
Banco Cafetero Panamá	19.00	19.00
Banco Cafetero (New York)	10.00	10.00
Extebandes	54.00	10.75
Arlabank	212.50	4.60
Cafetero Finance (Cayman)	0.05	0.05
Total		44.40

CUADRO 12

EVOLUCION DE LOS ACTIVOS DEL BANCO CAFETERO S.A. (PANAMA)
(Millones de dólares – Cifras de fin de año)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983[1]	1984	1985
I. Activos Líquidos	**9.2**	**4.8**	**5.5**	**31.6**	**55.0**	**40.5**	**50.4**	**24.6**	**19.5**	**28.0**	**33.5**
1. Caja	0.6	0.5	0.4	1.2	0.8	0.7	0.4	0.4	–	2.4	1.0
2. Depósitos a la vista	1.6	2.1	2.5	3.2	4.0	5.1	5.3	3.7	4.4	3.7	6.8
3. Depósitos a plazo	7.0	2.2	2.6	27.2	50.2	34.7	44.7	20.5	15.1	21.9	25.7
II. Activos productivos	**42.4**	**49.2**	**153.3**	**130.2**	**403.0**	**354.3**	**365.7**	**539.0**	**497.0**	**429.2**	**394.8**
1. Préstamos domésticos	14.2	18.4	20.2	21.0	24.3	34.1	29.5	40.3	–	39.3	26.9
2. Préstamos externos	24.3	27.7	129.8	110.4	380.2	325.6	335.2	491.4	476.9	374.5	360.8
3. Reservas para protección cartera	–	–	–	0.7	0.8	1.2	1.2	1.4	*	3.7	6.4
4. Intereses descontados no ganados	–	–	–	1.4	1.7	5.3	0.5	1.3	*	0	0.5
5. Inversiones	3.9	3.1	3.3	1.1	1.2	1.4	3.1	10.7	20.1	20.2	15.2
6. Protección de inversiones	–	–	–	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	*	1.1	1.2
III. Otros Activos	**2.0**	**3.2**	**7.0**	**11.0**	**11.7**	**15.1**	**22.6**	**20.6**	**17.3**	**19.0**	**13.2**
1. Muebles y equipo	0.3	0.4	0.4	0.8	1.4	1.5	1.5	1.8	2.0	2.4	2.1
2. Deudores varios	0.6	1.6	3.9	3.9	2.1	1.2	0.9	0.4	–	2.2	0.2
3. Otros	1.1	1.2	2.7	6.3	8.2	12.4	20.2	18.4	15.3	14.4	10.9
IV. Total Activo	**53.6**	**57.2**	**165.8**	**172.8**	**469.7**	**409.9**	**438.7**	**584.2**	**533.8**	**476.2**	**441.5**

[1] La información disponible para este año es agregada.
* Préstamos a inversiones netos de reservas para protección de cartera e inversiones.
Fuente: Balances fin de año Banco Cafetero, Panamá.

CUADRO 13

EVOLUCION DE LOS PASIVOS DEL BANCO CAFETERO S.A. (PANAMA)
(Millones de dólares – Cifras de fin de año)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983[1]	1984	1985
I. Depósitos	**46.5**	**47.0**	**152.7**	**156.9**	**431.3**	**366.5**	**393.2**	**552.9**	**499.6**	**439.3**	**377.9**
1. A la vista	6.4	5.9	10.0	14.6	38.6	95.3	15.6	26.9	20.7	32.9	46.5
a) Locales	(3.1)	(4.1)	(4.4)	(4.7)	(7.5)	(8.9)	(7.9)	(8.6)	–	(8.9)	(14.1)
b) Extranjeros	(3.3)	(1.8)	(5.6)	(9.9)	(31.1)	(86.4)	(7.7)	(18.3)	–	(24.0)	(32.4)
2. Ahorros	40.1	41.1	142.7	142.3	392.7	271.2	377.6	526.0	478.9	406.4	331.4
a) Locales	(9.2)	(11.8)	(18.6)	(8.7)	(55.8)	(38.8)	(127.4)	(146.7)	(477.5)	(79.6)	(40.4)
b) Extranjeros	(29.8)	(25.3)	(123.4)	(133.2)	(336.3)	(232.2)	(250.0)	(379.0)	–	(326.2)	(290.6)
c) Restringidos	(1.1)	(4.0)	(0.7)	(0.4)	(0.6)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(1.4)	(0.6)	(0.4)
II. Obligaciones bancarias	**1.1**	**0.6**	**1.7**	**0.1**	**1.7**	**0.7**	**2.7**	**0.1**	**n.d.**	**0.6**	**30.6**
III. Otros Pasivos	**1.3**	**5.0**	**5.1**	**7.3**	**26.7**	**27.6**	**27.8**	**13.7**	**13.3**	**13.3**	**10.0**
IV. Capital y reservas	**4.7**	**4.5**	**6.5**	**8.5**	**10.0**	**15.1**	**15.0**	**17.5**	**20.9**	**23.0**	**23.0**
V. Total Pasivos y Capital	**53.6**	**57.1**	**166.0**	**172.8**	**469.7**	**409.9**	**438.7**	**584.2**	**533.8**	**476.2**	**441.5**

[1] La información para este año es agregada.
n.d. no disponible.
Fuente: Balances fin de año Banco Cafetero - Panamá.

A su vez, los préstamos del Banco Cafetero - Panamá y el Banco Cafetero International Corporation –New York y Miami– alcanzaban la suma de US$538.6 millones el 31 de diciembre de 1985, habiéndose colocado un 79% de los mismos a través de la filial de Panamá y el 21% restante vía la de New York[44]. En el Cuadro 14 se presenta la discriminación de estos préstamos por país. Como puede constatarse, se efectuaron créditos a clientes en 19 países, incluyendo a Estados Unidos, Italia, España, Portugal y Cuba. El país, con la mayor participación en la cartera era Colombia (38.7%), seguido de Panamá (21.1%), Chile (10.3%), Brasil (6.3%) y México (2.9%). La participación del resto de países que recibieron préstamos de las filiales del Banco Cafetero era inferior al 2%. En cuanto al tipo de sectores receptores de los créditos, el sector público concentró el 43.7% de la cartera total (un 54% de la de Panamá), seguido del privado y del financiero (un 84.2% de la cartera de New York).

Los estados de pérdidas y ganancias del Banco Cafetero - Panamá, muestran una caída en los ingresos entre diciembre de 1982 y diciembre de 1985 del orden de US$12.0 millones que se vio acompañada, simultáneamente, de un menor nivel de gastos financieros y de operación, por lo cual el Banco estuvo en capacidad de mantener la generación de utilidades en el rango entre US$6.0 y US$7.0 millones. En New York la situación fue diferente, en razón de requerimientos específicos del Federal Reserve Bank of New York en cuanto a la observación de estrictas normas para el manejo de operaciones de crédito y de transacciones con la filial de Panamá, lo cual implicó una pérdida en 1985 de US$231.000, después de obtenerse utilidades en 1984 por valor de US$600.000. Es bastante claro que las dificultades de las filiales del Banco Cafetero tuvieron su origen en la capacidad de pago de sus clientes en América Latina y en el impacto de la restructuración de la deuda de algunos países del área sobre los ingresos de los dos bancos.

Así las cosas, después de aumentar sus operaciones de crédito con base en una activa utilización de los depósitos interbancarios en Panamá, el Banco comenzó un proceso de ajuste en 1984, que se profundizó en 1985, de manera tal que sus activos descendieron, en tres años, en US$142.7 millones, equivalente a un 25% del nivel alcanzado en 1982. Como resultado de este proceso el Banco canceló deuda a sus acreedores bancarios por más de US$100 millones en 1985 y elevó los depósitos de sus clientes del exterior en cerca de US$70 millones.

La opinión de funcionarios del Banco entrevistados para fines de este trabajo era la de que el regreso de la entidad a una operación "normal" tomaría un tiempo largo en razón de la muy elevada exposición latinoamericana. La cartera que a finales de 1985 no generaba rendimientos alcanzaba un monto de US$22.0 millones, un 5.2% de la total (incluyendo toda la de Bolivia). Cabía esperar, sin embargo, que esta suma se elevara en el futuro cercano. Además, restructuraciones de deuda como las de México, o suspensiones de pago como las de Brasil, no sólo redujeron los ingresos del Banco sino que condujeron a aumentos en la exposición en algunos países por cuanto en la mayoría de los casos ellas se vieron acompañadas de un aporte de nuevos recursos.

Por el motivo anterior, funcionarios del Banco consultados en 1986 consideraban

[42] En 1980 el Banco Cafetero había creado la "Cafetero Finance Corporation" en Grand Cayman para que sirviera de vehículo para emitir Títulos de Tasa Flotante y Certificados de Depósito, con garantía del Banco Cafetero de Colombia, cuyo monto ascendió a US$ 70.0 millones. El Banco Cafetero mantiene desde ese año, además, una oficina de representación en Londres.

[43] Desde 1977 el Banco Cafetero es, además, socio del Banco Arabe Latinoamericano, Arlabank, con una participación del 2.16% de su capital.

[44] La cartera en moneda extranjera del Banco Cafetero (Colombia) se elevaba, el 31 de diciembre de 1985, a US$89.2 millones.

CUADRO 14

COMPOSICION DE LOS PRESTAMOS DEL BANCO CAFETERO – PANAMA Y NEW YORK
(Miles de US$)

País	Panamá			New York			Total	o/o
	Sector Público	Sector Privado	Sector Financiero	Sector Público	Sector Privado	Sector Financiero		
EE.UU.			6.427		47	11.500	17.974	3.3
Argentina	29.177	1.475				1.000	31.652	5.9
Brasil	23.177		7.497	1.000		4.092	33.980	6.3
Chile	16.621	2.000	33.675			3.306	55.602	10.3
Colombia	91.936	97.661	2.897	2.256	11.538	2.306	208.594	38.7
Cuba	1.000						1.000	0.2
Italia						3.000	3.000	0.6
México	11.343			2.000		2.000	15.343	2.9
Panamá	11.975	29.226	12.378	1.000	109	58.913	113.601	21.1
Perú	7.624						7.624	1.4
Portugal						3.500	3.500	0.6
España						3.000	3.000	0.6
Venezuela	7.000					2.000	9.000	1.7
Bolivia	17.283						17.283	3.2
Costa Rica	1.378	843				2.221	2.221	0.4
R. Dominicana	4.000						4.000	0.4
Ecuador	3.174	2.095					5.269	1.0
El Salvador			4				4	–
Bermudas		200					200	–
TOTAL	228.838	133.500	62.878	6.256	11.694	95.427	538.593	
o/o	42.5	24.8	11.6	1.2	2.2	17.7	100	

Fuente: Banco Cafetero.

de utilidad contar con el apoyo del Banco de la República y de las autoridades colombianas con el fin de que, a través del "manejo de las contingencias", la casa matriz en Colombia pudiera estar preparada para apoyar la filial en Panamá en caso de que ello fuere necesario. La evolución del sistema bancario de los Estados Unidos y la progresiva pérdida de valor de los créditos (pagarés) de empresas, bancos y gobiernos de América Latina en los mercados internacionales conducían, inexorablemente, a que dicho respaldo tuviera una alta posibilidad de requerirse por cuanto, en último término, el Banco Cafetero en Panamá tendría que absorber, forzosamente, una parte apreciable de la pérdida en la cual incurrió al colocar recursos en países y entidades sin capacidad de repago.

VII. COMENTARIOS FINALES

La experiencia de la expansión hacia Panamá de la banca colombiana deja en claro la necesidad de que el entorno financiero internacional sea incorporado ampliamente en las decisiones de política frente al sector financiero y, desde luego, en la función de vigilancia, seguimiento y control de la actividad bancaria por parte de las autoridades,

en especial, del Departamento Nacional de Planeación, de la Superintendencia Bancaria y el Banco de la República. Como lo muestra lo ocurrido en el caso del Banco de Colombia, el hecho es que la evolución de algunas entidades financieras rebasó los marcos jurídicos colombianos y la capacidad de control de las autoridades. A su vez, la apertura al exterior estuvo en buena parte determinada por medidas de política económica de corto plazo que fueron adoptándose en Colombia y que no se previó pudieran repercutir sobre la operación de las entidades financieras dentro y fuera del país.

Debe quedar en claro, también, que los banqueros colombianos, al igual que los extranjeros, evaluaron equivocadamente los riesgos de las colocaciones internacionales, así estos créditos se extendieran a estados soberanos o a empresas públicas en otras latitudes. El lema de que "los países no se quiebran", que sirviera de pauta a los grandes bancos estadounidenses, resultó falso.

Así las cosas, el ambiente financiero internacional y las medidas de política económica internas confluyeron durante los años setentas y en la primera mitad de los ochenta para generar situaciones de equilibrio inestable en las filiales de los principales bancos colombianos en Panamá que, con la crisis financiera interna y con la de la deuda externa latinoamericana, redundaron en el apoyo forzoso de parte de sus matrices contribuyendo, de esta forma, a deteriorar su desempeño. El caso extremo fue, obviamente, el del Banco de Colombia, detrás de cuya nacionalización estuvo presente, en toda su magnitud, la deuda de la filial panameña y la orientación poco ortodoxa de sus créditos a empresas colombianas.

Es posible que los acontecimientos políticos de Panamá a lo largo de 1987 y del primer trimestre de 1988 hubieran asestado un golpe mortal al Centro Financiero de Panamá. Con todo, la banca colombiana en el exterior continuará existiendo, por lo cual las autoridades deben seguir con pragmatismo su evolución y su futura expansión. La tendencia mundial es hacia la "globalización" en la prestación de servicios financieros. Sería un enorme error poner un dique artificial a la extensión hacia afuera de la banca colombiana en vez de encauzarla mediante un proceso de diálogo y concertación entre las autoridades nacionales y extranjeras, de un lado, y entre el gobierno y el sector bancario en Colombia, de otro. Es de esperar, entonces, que este documento contribuya al propósito de diseñar políticas realistas que enmarquen y orienten el desarrollo futuro de la actividad internacional de los bancos colombianos, en un entorno que muy posiblemente no se caracterizará en el futuro por la presencia de condiciones de estabilidad.



ESTA ES LA CLAVE.

La Clave para hacer compras.
Para hacer mercado.
Para ponerle gasolina al carro.
Sin efectivo.
Y por supuesto, también para manejar el Cajero Clave, el cajero automático del B.C.H.
Su tarjeta LA CLAVE es bien recibida en todos los puntos de pago de la Red Multicolor.

BCH
BANCO CENTRAL HIPOTECARIO
Donde está su futuro

UPAC
B.C.H.
Ahorros que dan intereses y dan servicios.

El Ingreso y la Demanda de Energía y Nutrientes en Colombia

*Tomás Uribe Mosquera**

I. REVISION DE LA LITERATURA Y MARCO TEORICO

A. Antecedentes

Esta investigación analiza y modela el comportamiento del consumo per cápita de energía y nutrientes en función del ingreso, a lo largo de la escala socioeconómica de Colombia, con base en la Encuesta Nacional de Alimentación, Nutrición y Vivienda del DANE (1981). El correspondiente análisis presume la existencia de funciones de demanda *nocional* (o demanda "latente") de energía y nutrientes, a la manera de las características que demanda el consumidor según la "Nueva Teoría del Consumo" de Lancaster (1961)[1]. Este tratamiento se contrapone al procedimiento tradicional, consistente en considerar el consumo de estos agentes dietéticos como una demanda *derivada* de la demanda de alimentos, y equivale a incluir un componente nutricional en la función de utilidad del consumidor.

Aun si se acepta la hipótesis "nocional", no resulta clara la forma de dicha función. En teoría, cabría tener en cuenta sucesivamente la transacción ("trade-off") entre consumo y ahorro —o sea entre el beneficio de consumir ahora y el de consumir mayormente en el futuro, habiendo renunciado a un disfrute inmediato— así como entre los gastos en alimentos y no alimentos, antes de contraponer entre sí la utilidad nutricional y no nutricional del consumo alimentario propiamente dicho. La primera transacción reviste considerable interés teórico pero desborda ampliamente el marco de esta reseña— y llevaría sin duda a introducir la utilidad de generaciones futuras en la función de preferencia del hogar, dentro de un modelo de optimización intertemporal (cf. Diamond, 1965; Sidrausky, 1967). En cuanto a la segunda y a la tercera, las limitaciones conceptuales y prácticas existentes conducen a tratarlas en forma analíticamente congruente pero, en cambio, de restringido interés teórico. Así es como la dificultad de medir los beneficios

* Este artículo ha contado con la colaboración de Rosario Córdoba, de FEDESARROLLO, además del respaldo de dicha institución y del International Kellogg Fellowship Program in Food Systems (KIFP/Fs). La investigación correspondiente se benefició del apoyo del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), del Programa Takemi de Salud Internacional de la Universidad de Harvard, y de la Universidad de las Naciones Unidas (UNU).

[1] Para referencias más recientes, véanse Pitt (1981), Lee y Pitt (1983), Edirisinghe y Poleman (1983), Pitt y Rosenzweig (1984), Silberberg (1985) y Behrman y Deolalikar (1985a).

comparados del gasto en alimentos y en no alimentos conduce generalmente, tal como lo anota Pitt (1971), a la utilización de una función de utilidad separable. De allí, se procede a examinar las condiciones de maximización de cada componente individual, tomando el otro como dado o, por inferencia de la Ley de Engel (1857)[2], suponiendo que la utilidad del consumo de alimentos ha de perder continuamente terreno ante la satisfacción derivada del consumo de no alimentos, cuando aumenta el ingreso.

Ha sido más estudiada la transacción entre los componentes nutricional y no nutricional de la utilidad de consumir alimentos. El enfoque más frecuente consiste en comparar el gasto *observado* en alimentos con el de una *dieta de costo mínimo* que satisfaga las respectivas recomendaciones de energía y nutrientes. No sólo el gasto derivado supera casi siempre el costo mínimo sino que la diferencia entre ambos crece invariablemente con el ingreso (cf. Silberberg (1985) para el caso de los Estados Unidos, Shah (1983) para el de la India, Pitt (1981) para el Bangladesh rural y Florencio Smith (1970) para la Colombia urbana)[3]. Para preservar la hipótesis de racionalidad del consumidor, precisa postular que dicha diferencia refleja la importancia creciente de una utilidad no nutricional, asociada con el "gusto", el "sabor", la "apetecibilidad", la imagen social o calidad industrial del producto, etc.[4]. Como en el caso anterior, sin embargo, la formulación teórica se ajusta mecánicamente a la realidad en lugar de iluminarla y ayudar a entenderla mejor.

B. Marco de la investigación

La motivación propiamente nutricional del consumidor, a la cual responde al demandar energía y nutrientes, ha sido muy poco estudiada con base en un patrón de comportamiento microeconómico. De ello es sintomático el que las pocas referencias de interés en la literatura casi siempre se refieren al ingreso y al consumo en general antes que a la demanda de energía y nutrientes. El presente estudio apunta a llenar este vacío.

En la medida en la cual todos los alimentos contienen energía, la combinación de las leyes de Engel y de Bennet implica la existencia de una función de demanda energética cóncava. De hecho, una función de este tipo es congruente con las elasticidades ingreso positivas pero decrecientes para la demanda de energía de las cuales dan cuenta los trabajos de Timmer 1978, Timmer y Alderman (1979), Pinstrup-Andersen y Caicedo (1980), Behrman y Wolfe (1984) y Alderman (1984)[5]. Este fenómeno, a su vez, conduce matemáticamente a la existencia de un límite superior asintótico, eventualmente susceptible de ser considerado como un punto de saciedad de acuerdo con la teoría microeconómica, es

---

2 Sobre la universalidad de esta "ley" véase la evidencia empírica de la cual dan cuenta Houtthaker (1957) y Weisskopf (1971).

3 En el caso de la energía, esta observación empírica es congruente con la Ley de Bennet (1954).

4 Desde el punto de vista de la ciencia nutricional —y salvo por la proporción, significativa pero aún bastante minoritaria, de casos de sobrealimentación— la hipótesis de racionalidad es relativamente robusta en un país como los Estados Unidos, en el cual, con muy contadas excepciones (ácido fólico y magnesio), el consumo dietético en todos los estratos de ingreso excede ampliamente los niveles recomendados (Silberberg, *Op. cit.)*. Es mucho más vulnerable, en cambio, en el caso del Bangladesh rural, donde se halló que ni el grupo de mayores ingresos ni, mucho menos, el más pobre satisfacía el conjunto de sus recomendaciones dietéticas (Pitt, *Op. cit.)*. Tampoco resulta claro si los patrones de distribución intra-hogareña responden o no a la premisa de racionalidad (para una discusión al respecto, véase Uribe, 1986). No es de sorprendernos, entonces, el cuestionamiento de dicha premisa por parte de Shah y de Florencio y Smith (*Op. cit.*).

5 Nótese sin embargo que, en contraposición con los resultados anteriores, Behrman y Deolikar (1985b) hallaron una elasticidad ingreso *creciente* de la demanda por energía.

decir como la *máxima aspiración dietética a término* de toda una sociedad en una determinada fase de su desarrollo[6]. De ser extensible la Ley de Bennet a los nutrientes, las respectivas funciones también se caracterizarían por ser cóncavas y por tender asintóticamente hacia un límite superior.

En el *corto plazo*, es relevante para el estudio tanto la teoría del Ingreso Relativo de Duesenberry (1949) como el modelo de "gastos comprometidos" de Stone y Geary (of. Stone, 1953). En ambas hipótesis, el consumidor es renuente a modificar sus patrones de consumo cuando disminuye su ingreso, sea para no desmejorar su estilo de vida (Duesenberry), sea porque su presupuesto se halla atado a determinados usos para una serie de compromisos previos de gasto (Stone y Geary). La inercia resultante conduce a que, en cualquier punto en el tiempo, el consumidor se esfuerza por mantener el consumo del período anterior, mientras ello sea posible, frente a una evolución adversa en su ingreso o en los precios[7]. Si, al consumir alimentos, está realmente demandando energía y nutrientes, entonces dicha inercia se manifestará en términos de estos agentes antes que de rubros de alimentos específicos. De hecho, el correspondiente comportamiento es mucho más probable en un plano dietético que en un plano alimentario en vista de las frecuentemente altas elasticidades ingreso, directas e indirectas, de la demanda de alimentos individuales[8]. Es de anticipar entonces que los resultantes ajustes y sustituciones tengan como fin la preservación, al menos parcial y transitoria, de los respectivos mínimos de energía y nutrientes.

Ajustes de esta naturaleza, es decir de corto plazo, cuando ocurren en el contexto de una tendencia de largo plazo hacia un límite superior, conforme a una función cóncava, provocan forzosamente la aparición de *un punto de inflexión*. A la izquierda de éste, en efecto, la elasticidad tiende a crecer a medida que aumenta el ingreso —o sea a decrecer cuando éste disminuye, con miras a reducir el consumo de energía y nutrientes en grado cada vez menor— y la curva, anteriormente cóncava, se torna convexa. Se trata en cierta forma de un mecanismo de defensa de los hogares más pobres ante una inseguridad alimentaria creciente. A la derecha, en cambio, el correspondiente dilema no alcanza a afectar a los hogares más holgados y la función conserva su concavidad. En cuanto al punto mismo, constituye la frontera, necesariamente móvil, entre ambas situaciones. Este fenómeno se ilustra en la Gráfica 1.

De ser ésta su causa, los puntos de inflexión en el consumo de dicho agentes a lo largo de la escala de ingresos sólo deberían ser observables en determinados países y períodos, particularmente críticos. Así acontece de hecho. Ello explica porqué sólo han sido detectados excepcionalmente, por ejemplo durante los períodos 1969-72 y 1974-76 en los cuatro países estudiados por Ediriginghe y Poleman (1983)[9]. La época en la cual se desarrolló la encuesta del DANE base de este estudio —noviembre de 1981— también pudo ser para Colombia un período de crisis. En efecto, el PIB disminuyó en 0.6% durante el cuarto trimestre de 1981, después de un aumento margi-

---

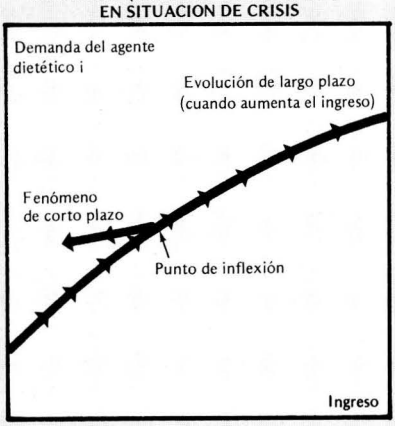
[6] Hay mucha duda, hoy en día, respecto al significado que pueda revestir la "saciedad". En el presente contexto, ésta debe probablemente entenderse en relación con la definición "social" del hambre ofrecida por Timmer *et al* (1983).

[7] El modelo de Stone y Geary también define niveles mínimos de subsistencia para cada bien consumido al estipular que la utilidad marginal del respectivo bien tiende hacia el infinito en el vecindario de aquellos (Ibid).

[8] Cf. Pinstrup-Andersen (1980).

[9] Sri Lanka (1969-70), Perú (1971-72), Brasil (1974-75) e Indonesia (1976). Difiere sin embargo, la interpretación de los autores, en este caso, respecto al punto de inflexión, ya que lo atribuyen a un "umbral del comportamiento", arriba del cual un criterio de calidad (y ya no la maximización del consumo calórico por unidad de gasto) tiende a imperar en la dieta de los consumidores. Ello se manifiesta, en particular, por la sustitución de alimentos "burdos" y "menos preferidos", v.g. yuca y maíz, a manos de productos más "finos" como el arroz y el pan de trigo, hacia los cuales se orienta la preferencia del consumidor.

GRAFICO 1
FENOMENO DE CORTO PLAZO: PUNTO DE INFLEXION EN LA DEMANDA DE UN AGENTE DIETETICO (ENERGIA Y NUTRIENTES) EN SITUACION DE CRISIS



nal de 0.5% en los nueve primeros meses del año, para una reducción de 0.1% frente al cuarto trimestre de 1980. La variación en el ingreso real per cápita fue asimismo de −1.1% (III/81 a IV/81), −1.0% (IV/80 a III/81) y −2.1% (IV/80 a IV/81)[10]. El impacto resultante sobre el consumo de alimentos, energía y nutrientes de los hogares más pobres en noviembre de 1981 pudo ser muy superior a lo sugerido por estas cifras si se tiene en cuenta que los precios *reales* de los alimentos para obreros aumentaron a una tasa anual del 3.9% durante dicho mes (DANE, citado por Banco Mundial, 1983). Concretamente, y de acuerdo con las estimaciones de Uribe (1987a), debería esperarse que esta variación en los precios, a falta de aumento compensatorio en el ingreso, condujera a extender la inseguridad alimentaria hasta el tercer o cuatro decil más bajo de la escala de ingresos, dependiendo del hábitat.

C. Limitaciones teóricas

El uso del ingreso como variable independiente en modelos de demanda debe tener en cuenta tres objeciones posibles. En primer lugar, el ingreso no debe ser la única variable explicativa. Como mínimo deberían tenerse en cuenta los precios relativos y los hábitos del consumidor. Por otra parte, cuando se usan bases de datos transversales, por naturaleza estáticas, resulta discutible su aplicación para fines de inferencia dinámica. Finalmente, el ingreso debe considerarse realmente como una variable endógena antes que exógena, al depender, entre otras cosas, de la dotación inicial del hogar, de su composición demográfica, de la oferta de trabajo y del correspondiente capital humano, dentro del respectivo mercado laboral y hábitat. Por lo tanto, puede ser entonces equívoco el emplearlo como variable independiente, como si se pudiera actuar discrecionalmente y a ciencia cierta sobre él "desde arriba".

Dentro de ciertos límites, las tres objeciones son válidas. En cuanto a la primera, sin embargo, la brevedad de la encuesta utilizada en este trabajo (un mes) reduce la probabilidad de que se presente una dispersión temporal de los precios. Por otra parte, Perfetti (1986) encontró una dispersión espacial significativa de los precios *entre* hábitats mas no *dentro* de un mismo hábitat. Esta limitación debe asimismo tenerse en cuenta al discriminar espacialmente el análisis. La existencia de una dispersión socioeconómica (entre los distintos estratos de la escala de ingresos) fue estudiada por Uribe (1987b), quien, con excepción de un rubro de alimentos (tubérculos), la halló bastante inferior a la esperada y tanto menos significativa cuanto más desagregado era el rubro alimentario objeto del análisis. Dicho en otros términos, la dispersión nominal observada parecía deberse ante todo a cambios en la composición y calidad del respectivo rubro de consumo antes que a una dispersión real en el precio de sus componentes individuales. Cabe mencionar que el precio del arroz, el alimento más consumido en todo el territorio colombiano y en todas las clases sociales, no presentaba virtualmente ninguna dispersión a los largo de la escala.

Además, es de esperar que la sensibilidad del consumo de energía y nutrientes

[10] Cálculos basados en estadísticas del PIB trimetral según el Departamento Nacional de Planeación.

al precio de los alimentos también sea inferior a la elasticidad de estos últimos, dada la secuencia de sustituciones asociadas con el mantenimiento de un determinado nivel de consumo dietético. De hecho, lo que ello puede implicar en cuanto al comportamiento del consumidor constituye uno de los aspectos más interesantes del presente análisis. Por otra parte, el ingreso *no* es la única variable independiente. En cada modelo, también se permite que la *composición dietética* del consumo (amén del hábitat) dé cuenta, indirectamente de los hábitos dentro de un sistema de ecuaciones simultáneas.

Timmer y Alderman (1979), Zuhair y Johnston (1979), Timmer *et al.* (1983), y Dower y Ok Seo (1985), entre otros[11], han defendido convincentemente el uso de bases de datos estáticas para fines de inferencia dinámica. La modalidad alternativa, o sea el seguimiento longitudinal de una muestra representativa de consumidores durante un tiempo largo, sería sumamente costosa y, por lo general, *no* está disponible. En efecto, el período de observación tendría que ser suficiente para permitir observar cambios en su ingreso de magnitud similar a los que muestra la distribución de ingresos de una sociedad en un momento dado. Aun si fuera dable remediar ambas limitaciones, sería virtualmente imposible controlar los efectos de los cambios en los precios relativos, en las condiciones estructurales, en las políticas, en los procedimientos de medición estadística, etc. Por el contrario, estos factores de confusión quedan neutralizados cuando se hace uso de una base transversal, la cual puede en efecto entenderse, para fines de análisis, como el reflejo de la evolución que ocurriría a lo largo del tiempo —y de la escala— si el conjunto de las correspondientes variables se mantuviera sin cambio.

Finalmente, la endogeneidad del ingreso, si bien limita en algún grado el alcance de las conclusiones eventuales del estudio, no le resta interés a la discusión del papel del ingreso como factor determinante del consumo de energía y nutrientes. Aparte de que existe una larga tradición al respecto en la literatura internacional (Berg, 1970; Behrman y Wolfe, 1984; Strauss, 1984, Alderman, 1984), el tema de la correlación entre la distribución de ingresos y el acceso a los alimentos o a su contenido dietético reviste enorme interés en sí. Finalmente, no sobra subrayar que la endogeneidad aludida sigue siendo más probable en el medio rural que en el medio urbano, donde, particularmente en el sector formal, el nivel salarial rara vez equilibra la oferta y la demanda de trabajo. Esta es una razón más para no dejar de analizar el papel del ingreso en la determinación del consumo dietético, al ser Colombia un país predominantemente urbano[12].

II. UN MODELO DE LARGO PLAZO

A. Modelo Univariado

En cada hábitat, el componente de la utilidad nutricional del hogar asociado con el consumo del agente dietético i (energía o nutriente) es de la forma

$$U_i = u[N^e_i - N_i(Y, \mathbf{P}, \mathbf{A})] \qquad (1)$$

con $N^e_i > N_i > 0$, donde Y es el ingreso per cápita, **P** es el vector de precios[13], **A** es el vector de las demás características del medio circundante y del hogar, N_i es la demanda per cápita del agente i y N^e_i es una constante que representa el límite superior hacia el cual tiende N_i cuando Y aumenta[14].

---

[11] Cf. también Strauss (1982), Deaton y Irish (1982), Pitt (1983 a y b), Edirisinghe y Poleman (1983), y Pitt y Rosenzweig (1985) sobre el uso de datos transversales de hogares.

[12] La tasa de urbanización es del 72o/o en la actualidad y ya era cercana a los dos tercios en 1981.

[13] El uso de caracteres resaltados, en las ecuaciones de este artículo denota la presencia de *vectores* o de *matrices*.

[14] N^e_i constituye, dentro del modelo, la meta o máxima aspiración dietética a término del cuerpo social.

En la medida en la cual es válido suponer que $\mathbf{P} = \overline{\mathbf{P}}$ y $\mathbf{A} = \overline{\mathbf{A}}$, o sea permanecen invariados cuando no se modifica ni el hábitat ni el nivel de ingreso[15], la expresión (1) se reduce a

$$U_i = u[N^e{}_i - N_i(Y)] \qquad (2)$$

De acuerdo con el marco teórico, cabe suponer adicionalmente que $u' > 0$, $N_i' > 0$, y $u'' < 0$ y $N_i'' < 0$. Se presume además que u es definida, continua, diferenciable y estrictamente monotónica (o sea que define un ordenamiento estricto) sobre todo el campo de variación de N_i, por lo cual u es también invertible. Estas características llevan, a su vez[16], a que N_i pueda expresarse como

$$N_i = N^e{}_i - f_i(Y) \qquad (3)$$

con $f_i' < 0$ y $f_i'' > 0$. Si cambia la fase de desarrollo de la respectiva sociedad y $N^e{}_i$ aumenta, se dará la situación ilustrada en la Gráfica 2.

La formulación más general de (3) dentro de ciertas condiciones razonables[17], es del tipo:

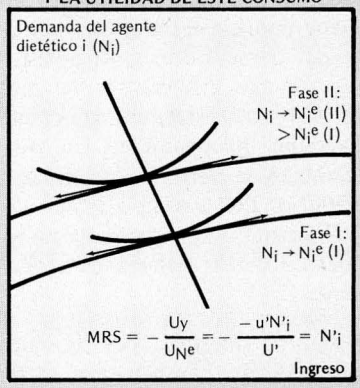
$$N_i = N^e{}_i + c_i \cdot e^{-G_i(Y)} \qquad (4)$$

donde es de esperar que la constante $c_i < 0$ y, por otra parte, la función creciente $G_i(Y)$ es cualquier integral de

$$g_i(Y) = m_i \cdot \left(1 + \frac{Y}{v_i}\right)^{w_i}$$

donde m_i, v_i y $w_i \in R^1$; $m_i > 0$; $w_i \geqslant 0$. La forma funcional más sencilla de convergencia asintótica es entonces $w_i = 0 \Rightarrow g_i(Y) = m_i$

GRAFICO 2
FENOMENO DE LARGO PLAZO: IMPACTO DE LA FASE DE DESARROLLO DE UNA SOCIEDAD SOBRE EL CONSUMO DIETETICO Y LA UTILIDAD DE ESTE CONSUMO



y

$$N_i = N^e{}_i + \text{constante} \cdot e^{a_i Y} \qquad (5)$$

con $a_i = -m_i$ $(a_i < 0)$.

B. Modelo Multivariado

La utilidad nutricional del hogar está asociada con el consumo per cápita de un *conjunto* de n agentes dietéticos (energía y nutrientes) antes que de cualquiera de ellos, individualmente. Las ecuaciones (1), (2) y (3) se convierten entonces sin dificultad en

$$U = u[\mathbf{N^e} - \mathbf{N}(Y,\mathbf{P},\mathbf{A})] \qquad (1')$$

con $\mathbf{N^e} > \mathbf{N} > \mathbf{0}$, donde $\mathbf{N}$ es el vector de los n agentes dietéticos, $\mathbf{N^e}$ es su límite asintótico cuando Y aumenta, $\mathbf{0}$ es el vector cero y todos los elementos de $\mathbf{N}$ son positivos e inferiores a los correspondientes elementos de $\mathbf{N^e}$;

$$U = u[\mathbf{N^e} - \mathbf{N}(Y)] \qquad (2')$$

y

$$\mathbf{N} = \mathbf{N^e} - \mathbf{f}(Y) \qquad (3')$$

---

[15] Véase la discusión sobre el particular en la sección anterior (Parte C, "Limitaciones Teóricas").

[16] $N_i = N^e{}_i - u^{-1}(U)$, $N_i = N_i(Y)$ y $N^e{}_i$ = constante $\Rightarrow u^{-1}(U)$ debe ser función de Y.

[17] El que N_i' pueda ser función de la "brecha" $[N^e{}_i - N_i(Y)]$.

con $u' > 0$, $N' > 0$, $u'' < 0$, $N'' < 0$, $f' < 0$ y $f'' > 0$. De igual manera que en el caso univariado, (4) y (5) se transforman en:

$$N = N^e + C.[(e^{G_j(Y)})] \quad (4')$$

y

$$N = N^e + C.[(e^{a_j Y})] \quad (5')$$

donde la matriz cuadrada $C = [(c_{ij})]$. Puede anotarse además que (5') es la solución de un sistema de ecuaciones simultáneas en Y y (N_i), por lo cual la *composición dietética* del consumo, y ya no solamente el ingreso, figura implícitamente como variable independiente en el consumo de cada agente. Esta circunstancia reviste especial interés en vista del uso que se ha hecho en algunas ocasiones de dicha composición como indicador de los hábitos del hogar (cf., entre otros, Bouis, 1987) e, inclusive, de su composición biodemográfica.

III. ESTIMACION Y RESULTADOS DEL MODELO DE LARGO PLAZO

A. Método de estimación[18]

En el caso univariado,

$$(5) \quad \Longrightarrow \frac{dN_i}{dY} = a_i(c_i e^{a_i Y}) =$$

$$a_i(N_i - N^e{}_i) \quad (6)$$

$$\Longrightarrow \frac{\hat{dN_i}}{dY} = \hat{a}_i \cdot N_i + \hat{\text{Constante}}$$

(regresión de $\frac{dN_i}{dY}$[19] contra N_i)

$$\Longrightarrow \hat{N}_i = \hat{c}_i \cdot e^{\hat{a}_i Y} + \hat{N^e}_i$$

(regresión de N_i contra $e^{\hat{a}_i Y}$)

Un procedimiento similar de estimación por mínimos cuadrados en dos etapas (aplicado a una forma funcional no lineal) distingue el caso multivariado;

$$\frac{dN}{dY} = C.[a_j e^{a_j Y}] = C.D\,(a_j).[(e^{a_j Y})]$$

donde $D(a_j)$ es la matriz diagonal de dimensión nxn cuyo elemento j es a_j. Mediante transformaciones sencillas, se llega a

$$\frac{dN}{dY} = A \cdot (N - N^e), \text{ con } A =$$

$$C.D\,(a_j)\,.\,C^{-1}\ ^{20} \quad (6')$$

$$\Longrightarrow \frac{\hat{dN}}{dY} = \hat{A} \cdot N + \hat{\text{Constante}}$$

(regresión de $\frac{dN}{dY}$ contra N, con A =

$$Q.D\,(a_k)\ .\,Q^{-1})^{21}$$

[18] Todas las regresiones expuestas a continuación han sido llevadas a cabo con base en dos grupos de muestras reducidas, de 100 percentiles de ingreso permanente cada una, respectivamente obtenidas a partir de la muestra principal y submuestra (nacional, urbana y rural) de 1981 (para más información, véase el Anexo en Uribe, 1987a). Sólo los resultados del primer grupo se enseñan en este artículo. Los del segundo están a la disposición de los interesados en FEDESARROLLO. Los análisis del nivel nacional forman parte del texto principal; los correspondientes a los sectores urbano y rural se hallan en el Anexo 1.

[19] Tanto en este caso como en todos los que siguen, los valores de las derivadas se computan sin acudir a ningún modelo, o sea como la pendiente entre las dos observaciones más extremas dentro de cada percentil.

[20] Toda matriz es invertible en un universo *complejo*. Es factible mostrar que las raíces complejas halladas en las estimaciones multivariadas tan sólo introducen una mayor variabilidad en el comportamiento de las respectivas raíces *reales*. Por ello éstas son las únicas que figuran *explícitamente* en los resultados.

[21] Q es una matriz regular nxn cuyas columnas son los vectores característicos de A. Los a_k son los valores característicos de A y, por ende, sus valores estimados también son estimaciones de los a_j. Sin embargo, al no estar definido en forma única ni su ordenamiento ni, asimismo, el número de soluciones Q, no es posible equiparar estrictamente $Q.D(a_k).Q^{-1}$ con $A = C.D.(a_j).C^{-1}$, si bien distintos procedimientos pueden ser empleados para maximizar la correspondiente probabilidad.

CUADRO 1

CONSUMO DE ENERGIA Y NUTRIENTES EN FUNCION DEL INGRESO
MODELO UNIVARIADO DE LARGO PLAZO
– NIVEL NACIONAL –

Agente	Estadística		Parámetros estimados		
			$\hat{N}^e$	$\hat{N}$	$\hat{}$
N_i	R^2	F	N_i	c_i	a_i
Energía	0.7084	238.03	3534.93	−1686.18	−0.1162
(KCal.)		****	(43.07)****	(−15.43)****	(−4.50)****
Proteína	0.7950	380.13	1204.27	− 801.54	−0.0912
(Decigr.)		****	(36.87)****	(−19.50)****	(−6.28)****
Calcio	0.8790	712.25	116.51	−87.26	−0.1094
(Centigr.)		****	(46.74)****	(−26.69)****	(7.70)****
Vitamina A	0.8962	846.82	1278.50	−1053.73	−0.0936
(Micra de ER)		****	(44.69)****	(−2910)****	(−6.67)****
Hierro	0.7756	338.71	261.19	−153.99	−0.1187
(Decimiligr.)		****	(41.77)****	(−18.40)****	(−0.05)****
Tiamina	0.7584	307.74	150.22	−74.91	−0.1686
(Centimiligr.)		****	(52.36)****	(−17.54)****	(−6.05)****
Riboflavina	0.8719	666.98	241.58	−170.75	−0.1147
(Centimiligr.)		****	(48.48)****	(−25.83)****	(−8.73)****
Niacina	0.8412	518.97	192.78	−111.18	−0.1456
(Decimiligr.)		****	(56.03)****	(−22.78)****	(−7.40)****
Acido Ascórbico	0.8150	431.68	224.09	−136.38	−0.1650
(Miligr.)		****	(50.43)****	(−20.78)****	(−6.48)****
Promedio	0.8156	261.25			−0.1247
Desviación Típica	0.0588	****			0.0269

Nivel de significancia Estadística: *: 10o/o, **: 5o/o, ***: 1o/o, ****: 1o/oo.
Nota: Para la estimación de los parámetros N^e_i y c_i, se procedió en dos etapas. El parámetro estimado a_i corresponde a la primera etapa.
Fuente Cálculos basados en la Encuesta de Hogares de 1981 del DANE y en el indicador de ingreso permanente de Uribe (1987a).

$$\Rightarrow \hat{N} = \hat{N}^e + \hat{C} \cdot [(e^{\hat{a}_k Y})]$$

(regresión de **N** contra $[e^{\hat{a}_k Y}]$)

Resultados

El Cuadro 1 presenta los resultados finales de la estimación del modelo *univariado*, a nivel nacional. Resalta tanto el valor del coeficiente de regresión, cualquiera que sea el agente dietético (desde 0.71 en el caso de la energía hasta 0.90 en el de la vitamina A, para un promedio de 0.82), como el alto nivel de significancia de las estadísticas t y F para todos los agentes y parámetros estimados. En el curso del ejercicio, también se obtuvieron los resultados por hábitat (urbano y rural). Su calidad es tan sólo ligeramente menos buena, con coeficientes de regresión entre 0.77 y 0.66, respectivamente, y sin pérdida alguna de significancia estadística.

El Cuadro 2 presenta el campo de variación del modelo a nivel nacional, urbano y

CUADRO 2

META DIETETICA Y CONSUMO EXOGENO DE LARGO PLAZO* FRENTE AL CONSUMO DIETETICO DE LOS PERCENTILES 100 Y 1

	Nacional				Urbano				Rural			
	Meta de Largo Plazo	Percentil 100	Consumo Exógeno	Percentil 1	Meta de Largo Plazo	Percentil 100	Consumo Exógeno	Percentil 1	Meta de Largo Plazo	Percentil 100	Consumo Exógeno	Percentil 1
Energía (KCal.)	3545	2975	1859	1715	4271	3003	1822	1510	7299	3494	1584	1837
Proteína (g)	120.4	84.4	40.3	37.6	139.3	86.5	43.9	34.3	217.4	83.9	32.1	37.3
Calcio (mg)	1165.1	851.3	337.5	309.2	1550.4	837.3	334.4	260.4	1426.9	834.3	246.9	387.2
Vitamina A (**)	1278.5	890.0	224.8	276.2	1554.4	875.9	267.2	231.9	1086.5	615.7	210.0	295.4
Hierro (mg)	26.1	21.1	10.7	9.9	32.2	20.9	11.5	9.2	40.6	21.2	8.4	11.3
Tiamina (mg)	1.50	1.35	0.77	0.72	1.92	1.37	0.74	0.58	2.43	1.41	0.70	0.87
Riboflavina (mg)	2.42	1.85	0.71	0.70	3.33	1.87	0.81	0.62	2.68	1.52	0.64	0.88
Niacina (mg)	19.3	16.8	8.2	8.2	25.0	17.3	8.5	7.4	27.0	15.5	7.8	9.1
Acido Ascórbico (mg)	224.1	191.0	87.7	88.6	296.0	187.9	86.9	78.4	348.3	159.5	98.4	95.5

* Dentro del modelo de largo plazo, la meta dietética N^e_i se logra cuando cesa toda limitación de ingreso (o sea para un ingreso permanente infinito) y el consumidor puede hacer efectivas sus preferencias dietéticas. El componente exógeno corresponde a un ingreso permanente igual a cero.

** Micra de equivalente-retinol (ER).

Fuentes: Encuesta Nacional de Alimentación, Nutrición y Vivienda del DANE (1981) y Cuadro 1.

rural, y lo compara con la distribución real del consumo dietético, entre el primer y el centésimo percentil. El máximo (N^e_i) tan sólo se alcanza cuando cesa toda limitación de ingreso (o sea para un ingreso permanente infinito) y el consumidor puede hacer efectivas sus preferencias dietéticas. Representa asimismo una meta implícita del cuerpo social en su conjunto, íntimamente ligada a una determinada fase de desarrollo económico, político, cultural y social. Como es de prever, excede ampliamente el consumo dietético del nivel de ingreso más alto registrado por la encuesta de 1981, o sea el percentil 100, sin que las dos cifras dejen, sin embargo, de ser plenamente congruentes. La misma congruencia caracteriza la aplicación del modelo a la mayor parte de la escala de ingresos, como resulta claro de la comparación de los valores observados con los predichos. Unos y otros son virtualmente idénticos, en particular, en la mitad superior de la escala.

No es tan clara, en cambio, su aplicación a los últimos estratos. Así es como el consumo exógeno ($N_i \mid Y = 0$) se acerca al consumo dietético del percentil 1 dentro de un grado de aproximación aún aceptable en el nivel nacional[22] pero lo excede significativamente en el medio urbano y le es sustancialmente inferior, por el contrario, en el medio rural. Por ello, antes que en el plano de la previsión, la importancia del consumo exógeno reside en un plano teórico. Se trata, en efecto, de un componente independiente del ingreso y que, sin embargo, representa una proporción elevada del consumo dietético, por ejemplo el 25% para la vitamina A, el 40% para el calcio, el 62% para la energía y aproximadamente la mitad para los demás nutrientes, a nivel nacional.

De la ecuación (6), se desprende:

$$\epsilon_{I'} = \frac{d(N_i - N^e_i)/(N_i - N^e_i)}{dY/Y} = a_i Y \qquad (7)$$

$$\epsilon_I = \frac{dN_i/N_i}{dY/Y} = \epsilon_{I'} \frac{(N_i - N^e_i)}{N_i} = a_i Y \cdot \left(1 - \frac{N^e_i}{N_i}\right) \qquad (7')$$

La expresión (7') define la elasticidad ingreso del consumo dietético, es manifiestamente positiva y su derivada es negativa, tal como es de esperar. Por su parte, la ecuación (7) define una "seudo-derivada", donde la brecha dietética ($N^e_i - N_i$) entre la meta a término y el consumo actual sustituye este último. Finalmente, a_i constituye la reducción porcentual en dicha brecha que resulta de un incremento unitario en el ingreso permanente en 1981, o sea de $1000/mes adicionales[23]. El Cuadro 3 indica los valores correspondientes para el nivel nacional, urbano y rural. En estos resultados se destaca la sorprendente similitud de los a_i en cada hábitat. A nivel tanto nacional como urbano, oscilan todos en torno al mismo promedio (−11% y −6%, respectivamente), salvo por tres agentes (tiamina, niacina y ácido ascórbico), cuyos promedios respectivos se sitúan entre −16% y −7%. También reviste particular interés la poca diferencia entre todos los a_i en el medio urbano. En el sector rural, los a_i de seis de los agentes[24] son muy cercanos a −12%, mientras los otros tres (energía, proteína y ácido ascórbico) giran aproximadamente en torno a −8%.

Se advierten nuevamente importantes implicaciones teóricas. Para igual transferencia de ingreso permanente, cabe esperar *igual o muy similar efecto relativo* en el consumo de la *gran mayoría* de los agentes dietéticos, siempre que dicho efecto se mida en términos de la brecha existente entre

[22] O sea significativamente inferior al 10% —salvo en el caso de la Vitamina A— e inclusive del orden del 1% en el caso de tres nutrientes (riboflavina, niacina y ácido ascórbico).

[23] Uribe (1987a) halló una subestimación probable del orden del 40% en los ingresos registrados por la encuesta en 1981. Esta subestimación también afecta el ingreso permanente, por la misma forma en que se construyó el correspondiente indicador (Ibid.).

[24] Calcio, vitamina A, hierro, tiamina, riboflavina y niacina.

CUADRO 3

REDUCCION PORCENTUAL EN LA BRECHA DE CONSUMO DIETETICO DE LARGO PLAZO* POR CADA $1000 ADICIONALES DE INGRESO PERMANENTE MENSUAL EN 1981

	Nacional	Urbano	Rural
1. Energía	−11.6	−6.1	− 8.1
2. Proteína	− 9.1	−5.7	− 6.6
3. Calcio	−10.9	−5.6	−11.3
4. Vitamina A	− 9.4	−6.0	−12.4
5. Hierro	−11.9	−5.9	−11.2
6. Tiamina	−16.9	−7.5	−12.7
7. Riboflavina	−11.5	−5.3	−12.4
8. Niacina	−14.6	−6.8	−11.7
9. Acido Ascórbico	−16.5	−7.9	− 9.2
PROMEDIOS Y DESVIACIONES TIPICAS (Entre paréntesis)			
Todos	−12.5	−6.3	−10.6
	(2.7)	(0.8)	(2.0)
1 a 5, 7	−10.7	−5.8	NA
	(0.2)	(0.3)	NA
6, 8 y 9	−16.0	−7.4	NA
	(1.0)	(0.5)	NA
1, 2 y 9	NA	NA	− 8.0
	NA	NA	(1.1)
3 a 8	NA	NA	−11.5
	NA	NA	(0.6)

* Frente a la meta a término N_i^e del modelo de largo plazo (Cuadro 3).

Fuentes: Parámetros a_j, Cuadro 1 y DANE (1981).

el nivel de consumo vigente y una meta dietética percibida por el consumidor —y no con base en la totalidad del consumo ni en la llamada "adecuación nutricional"[25]. El criterio anotado puede ser visto asi mismo como el más prioritario desde un punto de vista *social* — en la medida en la cual es lícito interpretar la meta aludida como la expresión de las preferencias reales del consumidor, una vez libre de toda limitación de ingreso — e inclusive admitirse en un plano dietético-biológico, desde cuando se confía en su "racionalidad nutricional" (Véase Uribe, 1986).

Del examen de los resultados de la estimación del modelo *multivariado* a nivel nacional, urbano y rural, emergen dos conclusiones de importancia[26]. En primer lugar, es a la vez sustancialmente superior y más uniforme su "poder explicativo" al de la versión univariada, con coeficientes de regresión promedio de 0.90, 0.92 y 0.71, respectivamente, e intervalos de variación moderados en torno a los mismos (desde 0.83 para el ácido ascórbico hasta 0.94 para la proteína, en el caso nacional). Sigue siendo muy alta la significancia estadística general (F) del modelo, aun si no son igualmente significativas las estadísticas t de todos los parámetros individuales. Hay mayor bondad global de ajuste, entonces —y por ende, probablemente, mayor valor predictivo— pero, al tiempo, es menos clara la significación paramétrica del modelo. El conocimiento de los valores estimados refuerza esta noción. Así es como no todos los a_j son negativos y, por otra parte, los nuevos N^e_i pierden generalmente relación con la distribución del consumo dietético[27]. En

[25] Esta es otra "brecha", igual a la diferencia entre el consumo real y la respectiva recomendación dietética. El correspondiente enfoque ha sido utilizado en particular por Ochoa (1980) —y retomado por Pinstrup-Andersen (1984)— para introducir un criterio dietético en la calificación de la estrategia de transferencia de ingreso del antiguo PAN de Colombia.

[26] Tanto estos resultados como la discriminación rural-urbana de la estimación univariada están a la disposición de los interesados en FEDESARROLLO.

[27] El detalle referente a los a_j también se halla a la disposición de los interesados en FEDESARROLLO. Cabe anotar que, al sustituir en el ejercicio el consumo dietético *per cápita* del hogar por el consumo *total* hogareño, se lograron resultados finales (multivariados) para los a_j y N^e_i mucho más congruentes con sus homólogos univariados, mejorando, al tiempo, la aplicabilidad de estos últimos a los estratos inferiores de la escala de ingresos, así como el poder explicativo de la primera etapa del modelo multivariado. Estas circunstancias pueden indicar que, tal como lo modela Kennedy (1987) para el caso de algunos niños en Ciudad de México, los beneficios dietéticos del consumo de alimentos para miembros individuales del hogar son mediados por éste.

estas circunstancias, asignar alguna interpretación teórica a estos resultados tendría aparentemente poco sentido.

Cabe, con todo, matizar el juicio anterior. El modelo multivariado difiere del univariado en un solo aspecto de partida: la interdependencia de los agentes dietéticos entre sí. Esta interdependencia no sólo ya viene sugerida por los Cuadros 1 y 3 sino que cuenta con bases sólidas en el campo de la ciencia nutricional e, inclusive, en el de la teoría del comportamiento (cf. la sección I-A de este artículo y Uribe, 1986). Dicha teoría supone en efecto una interdependencia paralela en la utilidad y el consumo de todos los principales agentes. Al efecto *directo* producido individualmente por cualquiera de ellos se suma entonces aquel que es *mediado* por todos los demás. Este postulado tiene importantes implicaciones en el plano de las políticas sociales, alimentarias y nutricionales. Por todo ello, es muy relevante proceder a la respectiva prueba de hipótesis. La contundente imposibilidad de rechazar la hipótesis de interdependencia (para un nivel de significancia del 1°/ooo) es uno de los resultados de mayor alcance potencial del presente ejercicio.

IV. UN MODELO DE CORTO PLAZO

A. Modelo Univariado

En cada hábitat, el componente de la utilidad nutricional del hogar asociado con el consumo del agente dietético i (energía o nutriente) en el período t es de la forma:

$$U_i = u[N_{i,t}(Y, \mathbf{P},\mathbf{A}) - N_{i,\,t-1}] \qquad (8)$$

donde Y es el ingreso per cápita, **P** es el vector de precios, **A** es el vector de las demás características del medio circundante y del hogar, $N_{i,\,t}$ es la demanda per cápita del agente i en el período t y $N_{i,\,t-1}$ es la demanda en el período inmediatamente anterior.

En la medida en la cual es dable suponer que **P** y **A** permanecen invariados cuando no se modifica ni el hábitat ni el nivel de ingreso[28], la ecuación (8) se reduce a

$$U_i = u[N_{i,\,t}(Y) - N_{i,\,t-1}] \qquad (9)$$

Como en el caso anterior, se presume que u es definida, continua, diferenciable y, asimismo, invertible sobre todo el campo de variación de N_i, además de ser estrictamente monotónica. En el evento de que ocurra un punto de inflexión para un determinado valor N^e_i del consumo dietético, es lícito definir convencionalmente (y sin pérdida de generalidad) $N_{i,\,t-1} = N^e_i$. Dentro del marco teórico empleado, si este punto existe, es el único observable (a lo largo de la escala de ingresos), en tanto que Y determina plenamente la ubicación en la escala y en el tiempo. Sobra entonces el índice t, de suerte que la expresión (9) puede escribirse

$$U_i = u[N_i(Y) - N^e_i] \qquad (9^*)$$

donde $u' \text{ y } N_i' > 0$; $u'' \text{ y } N_i'' < 0$ si $N_i > N^e_i$; $u'' \text{ y } N_i'' > 0$ si $N_i < N^e_i$. Las características anotadas[29] llevan, a su vez, a que N_i pueda expresarse como

$$N_i = N^e_i + f_i(Y) \qquad (10)$$

donde $f_i' > 0$; $f_i'' < 0$ si $N_i > N^e_i$; y $f_i'' > 0$ si $N_i < N^e_i$. La formulación más general de (10) dentro de ciertas condiciones razonables[30], es del tipo

$$N_i = N^e_i + c_i \cdot e^{-G_i(Y)} \qquad (11)$$

donde la constante c_i puede ser superior o inferior a 0 y, por otra parte, $G_i(Y)$ es cualquier integral de

---

[28] Véase la discusión sobre el particular en la sección anterior (Parte I, "Limitaciones Teóricas").

[29] $N_i = N^e_i + u^{-1}(U)$, $N_i = N_i(Y)$ y N^e_i = constante $\Rightarrow u^{-1}(U)$ debe ser función de Y.

[30] El que N_i' pueda ser función de la "brecha" $[N_i(Y) - N^e_i]$.

$$g_i(Y) = m_i \cdot \left[1 + \frac{Y}{v_i}\right]^{w_i}$$

donde m_i, v_i y $w_i \in R^1$; $m_i > 0$; $v_i < 0$ y $w_i < 0$. La forma funcional más sencilla de convergencia asintótica se obtiene entonces con $w_i = -1$, de lo cual se desprende

$$g_i(Y) = \frac{m_i}{\left[1 + \frac{Y}{v_i}\right]}, \text{ y}$$

$$N_i = Ne_i + \text{constante.} \left[1 - \frac{Y}{Ye_i}\right]^{b_i} \qquad (12)$$

con $Ye_i = -v_i$ y $b_i = -m_i v_i = m_i Ye_i$. Puede anotarse que, si el punto de inflexión ocurre *dentro* de la escala de ingresos, se dará para un nivel de ingreso igual a Ye_i.

B. Modelo Multivariado

La utilidad nutricional del hogar está asociada con el consumo per cápita de un *conjunto* de n agentes dietéticos (energía y nutrientes) antes que de cualquiera de ellos, individualmente. Las ecuaciones (8) a (10) se convierten entonces sin dificultad en

$$U = u[\mathbf{N_t}(Y, \mathbf{P}, \mathbf{A}) - \mathbf{N_{t-1}}] \qquad (8')$$

con $\mathbf{N_t}$ y $\mathbf{N_{t-1}} > 0$, donde $\mathbf{N_t}$ es el vector de los n agentes dietéticos en el período t, $\mathbf{N_{t-1}}$ es el vector correspondiente al período (t-1), $\mathbf{0}$ es el vector cero, todos los elementos de $\mathbf{N_t}$ y $\mathbf{N_{t-1}}$ son positivos y se mantiene el significado de las demás variables;

$$U = u[\mathbf{N_t}(Y) - \mathbf{N_{t-1}}] \qquad (9')$$

o

$$U = u[\mathbf{N}(Y) - \mathbf{N^e}] \qquad (9^{*\prime})$$

donde $u' > 0$; $\mathbf{N'} > \mathbf{0}$; $u'' < 0$ y $\mathbf{N''} < \mathbf{0}$ si $\mathbf{N} > \mathbf{N^e}$; $u'' > 0$ y $\mathbf{N''} > \mathbf{0}$ si $\mathbf{N} < \mathbf{N^e}$;

y

$$\mathbf{N} = \mathbf{N^e} + \mathbf{f}(Y) \qquad (10')$$

con $\mathbf{f'} > \mathbf{0}$; $\mathbf{f''} < \mathbf{0}$ si $\mathbf{N} > \mathbf{N^e}$; y $\mathbf{f''} > \mathbf{0}$ si $\mathbf{N} < \mathbf{N^e}$. De igual manera, las expresiones (11) y (12) se transforman en

$$\mathbf{N} = \mathbf{N^e} + \mathbf{C}.[(e^{G_j(Y)})] \qquad (11')$$

y

$$\mathbf{N} = \mathbf{N^e} + \mathbf{C}.\left[\left(1 - \frac{Y}{Ye_j}\right)^{b_j}\right] \qquad (12')$$

donde la matriz cuadrada $\mathbf{C} = [(c_{ij})]$. Puede anotarse nuevamente que la expresión (10') es la solución de un sistema de ecuaciones simultáneas en Y y (N_i), por lo cual la *composición dietética* del consumo figura implícitamente, junto con el ingreso, como variable independiente en el consumo de cada agente.

V. ESTIMACION Y RESULTADOS DEL MODELO DE CORTO PLAZO

A. Método de estimación

En el caso univariado, y tanto para $Y < Y^e$ como para $Y > Y^e$, la expresión (12) conduce a

$$Y \frac{dN_i}{dY} = Y^{ei} \frac{dN_i}{dY} + b_i \cdot (N_i - N^{e}_i) \qquad (13)$$

$$\Longrightarrow Y \frac{\widehat{dN_i}}{dY} = \widehat{Ye_i} \frac{\widehat{dN_i}}{dY} + \widehat{b_i} \cdot \widehat{N_i} + \widehat{\text{Cons tante}}$$

(regresión de $Y \frac{dN_i}{dY}$ contra N_i y $\frac{dN_i}{dY}$)

$$\Longrightarrow \widehat{N_i} = \widehat{c_i} \cdot \left[1 - \frac{Y}{\widehat{Ye_i}}\right]^{\widehat{b_i}} + \widehat{Ne_i}$$

(regresión de N_i contra $\left[\cdot\right]^{\widehat{b_i}}$)

[De acuerdo con el marco teórico, en la regresión anterior se introduce un 'dummy' multiplicativo como factor de c_i para permitir dos estimativos distintos de este parámetro según que $Y > Y^e_i$ o $Y < Y^e_i$.].

Nuevamente, para el caso multivariado se aplica un procedimiento similar de estimación por mínimos cuadrados en dos etapas, el cual se deduce de la expresión (12'):

$$\frac{dN}{dY} = M \cdot \frac{dN}{dY} + B \cdot (N - N^e) \qquad (13')$$

$$\Longrightarrow Y \frac{\widehat{dN}}{dY} = \widehat{M} \cdot \frac{dN}{dY} + \widehat{B} \cdot N + \widehat{\text{Constante}}$$

$$\left(\text{regresión de } Y \frac{dN}{dY} \text{ contra } N \text{ y } \frac{dN}{dY}\right)$$

con $\mathbf{M} = \mathbf{Q}.\mathbf{D}(Y^e_k).\mathbf{Q}^{-1}$ y $\mathbf{B} = \mathbf{R}.\mathbf{D}(b_k).\mathbf{R}^{-1}$, donde las matrices $\mathbf{Q}$ y $\mathbf{R}$ son de la misma naturaleza que la matriz $\mathbf{Q}$ en el modelo multivariado de largo plazo, y la diferencia entre los Y^e_k y los Y^e_j, así como entre los b_k y los b_j, es la misma que ya se señaló en la llamada 21 para el caso de los a_k y los a_j. Por consiguiente

$$\widehat{\mathbf{N}} = \widehat{\mathbf{N}^e} + \widehat{\mathbf{C}} \cdot \left[\left(1 - \frac{Y}{\widehat{Y^e_k}}\right)\widehat{b_k}\right]$$

$$\left(\text{regresión de } \mathbf{N} \text{ contra } \left[\left(\cdot\right)\widehat{b_k}\right]\right.$$

$$\text{para } Y > Y^e_i \text{ y } Y < Y^e_i)$$

Resultados

El Cuadro 4 presenta los resultados finales de la estimación del modelo *univariado*, a nivel nacional. Resalta nuevamente el valor del coeficiente de regresión, cualquiera que sea el agente dietético (desde 0.74 en el caso del ácido ascórbico hasta 0.85 en el del hierro, para un promedio de 0.82, o sea el mismo que con el modelo de largo plazo), así como el alto nivel de significancia de las estadísticas t y F para casi todos los agentes y parámetros estimados. Nuevamente, también se obtuvieron los resultados discriminados por hábitat (urbano y rural). Son a la vez algo menos buenos que en el modelo de largo plazo, y más diferenciados. El coeficiente de regresión del medio urbano (0.62) es inferior al que regía antes (0.77), mientras que el correspondiente al sector rural (0.80) es superior, en cambio, al que se tenía anteriormente (0.66). En ambos casos, sólo se advierte alguna pérdida de significancia estadística en relación con determinados $\hat{c}_i$ en la parte baja de la escala ('< INF').

El Cuadro 5 destaca los dos puntos de mayor interés del modelo a nivel nacional, urbano y rural. El primero es el consumo dietético en el punto de inflexión (N^e_i), el cual va asociado con el ingreso permanente Y^e_i y, por ende, con un determinado percentil. Coincide tan sólo muy aproximadamente (y no siempre) con el consumo dietético realmente observado para dicho nivel de ingreso[31]. El segundo es el componente exógeno del consumo, independiente del ingreso ($N_i \mid Y = 0$). Este componente supera, nuevamente, el nivel de consumo de los estratos más bajos y lo hace inclusive con mayor margen que su homólogo de largo plazo. Por consiguiente, salvo en algunos intervalos de variación (alejados tanto de Y^e_i como de los valores extremos de Y), el modelo de corto plazo no parece superior al anterior desde un punto de vista predictivo, especialmente a nivel nacional y urbano.

Sin embargo, el modelo reviste un enorme interés en un contexto teórico. En primer lugar, el componente exógeno de corto plazo excede sistemáticamente el de largo plazo, cualquiera que sea el agente dietético o el hábitat. El margen correspondiente

[31] V. g., a nivel nacional, hay coincidencia aproximada o buena en el caso de la energía, la proteína, el hierro, la tiamina y la niacina. No la hay, en cambio, para el calcio, la vitamina A, la riboflavina (salvo en medio urbano) y el ácido ascórbico.

CUADRO 4

CONSUMO DE ENERGIA Y NUTRIENTES EN FUNCION DEL INGRESO MODELO DE CORTO PLAZO – NIVEL NACIONAL –

Agente	Estadísticas		Parámetros estimados				
N_i	R^2	F	$\hat{N}_i^e$	$\hat{Y}_i^e$	$\hat{b}_i.10^3$		c_i
Energía	0.8170	216.90	2147.34	1892.60	259.21	<INF	−225.71
(KCal)		****	(48.31)	(21.93)	(10.69)		(−3.26)***
i = 1			****	****	****	>INF	381.31
							(7.83)****
Proteína	0.8330	241.98	436.65	1974.54	161.73	<INF	34.92
(Decigr.)		****	(17.04)	(22.66)	(10.90)		(1.05)NS
i = 2			****	****	****	>INF	242.52
							(8.69)****
Calcio	0.8227	225.05	18.37	1818.24	142.69	<INF	25.04
(Centigr.)		****	(5.43)	(17.06)	(7.51)		(5.76)****
i =3			****	****	****	>INF	43.31
							(12.01)****
Vitamina A	0.8321	240.39	176.39	2032.77	154.96	<INF	195.37
(Micra de ER)		****	(5.14)	(18.78)	(8.54)		(4.45)
i = 4			****	****	****	>INF	420.33
							(11.27)****
Hierro	0.8480	270.55	131.09	1938.29	228.42	<INF	12.22
(Decimiligr.)		****	(32.02)	(22.00)	(11.41)		(−2.05)**
i = 5			****	****	****	>INF	39.46
							(8.78)****
Tiamina	0.7966	189.91	87.48	1745.65	250.12	<INF	−2.86
(Centimiligr.)		****	(35.92)	(19.95)	(8.84)		(−0.74)NS
i = 6			****	****	****	>INF	24.40
							9.36)****
Riboflavina	0.8354	246.24	57.18	1848.63	153.32	<INF	40.91
(Centimiligr.)		****	(9.22)	(16.36)	(7.82)		(5.06)****
i = 7			****	****	****	>INF	80.06
							(12.05) ****
Niacina	0.8223	224.54	87.61	1835.47	198.38	<INF	12.39
(Decimiligr.)		****	(23.45)	(19.48)	(8.66)		(2.95)**
i = 8			****	****	****	>INF	44.54
							(11.02) ****
Acido Ascórbico	0.7390	137.33	82.33	1661.46	196.57	<INF	37.22
(Miligr.)		****	(14.03)	(15.46)	(6.07)		(4.35)****
i = 9			****	****	****	>INF	68.33
							(10.99)****
Promedio	0.8162	117.23		1860.85	193.93		
Desviación Típica	0.0304	****		108.08	41.45		

Nivel de Significancia Estadística: *: 10o/o, **: 5o/o; ***: 1o/o; ***: 1o/oo.

Nota: Para la estimación de los parámetros N_i y c_i, se procedió en dos etapas. Los parámetros estimados Y_i y b_i corresponden a la primera etapa.

Fuente: Cálculos basados en la Encuesta de Hogares de 1981 del DANE y en el indicador de ingreso permanente de Uribe (1987a).

CUADRO 5 CONSUMO DIETETICO EN EL PUNTO DE INFLEXION Y CONSUMO EXOGENO DE CORTO PLAZO*

	Nacional					Urbano					Rural				
	Punto de inflexión**			Consumo Exógeno		Punto de Inflexión**			Consumo Exógeno		Punto de Inflexión**			Consumo Exógeno	
	Consumo .Mod. .Obs.	Percentil	Ingreso	Corto Plazo	Corto o/o — Largo	Consumo .Mod. .Obs.	Percentil	Ingreso	Corto Plazo	Corto o/o — Largo	Consumo .Mod. .Obs.	Percentil	Ingreso	Corto Plazo	Corto o/o — Largo
1. Energía (KCal.)	2147 2168	40	1893	1922	103.4	2102 2082 –	36	2122	2046	112.3	1905 2347	48	1615	1882	118.8
2. Proteína (g)	43.7 52.8	43	1975	47.2	117.0	46.9 56.3	41	2303	44.7	101.8	46.6 51.8	50	1642	49.4	154.0
3. Calcio (mg)	183.7 404.4	37	1818	434.1	128.6	248.1 476.9	37	2152	415.8	124.3	189.5 414.4	35	1428	418.2	169.4
4. Vitamina A (***)	176.4 438.0	45	2033	371.8	165.4	268.1 427.6	34	2076	337.6	126.4	54.4 317.0	40	1493	380.4	181.1
5. Hierro (mg)	13.1 14.4	42	1938	14.3	133.9	11.9 15.3	49	2553	12.3	107.0	13.3 12.2	53	1696	12.3	146.7
6. Tiamina (mg)	0.87 0.95	34	1746	0.85	109.9	0.78 1.00	33	2059	0.95	128.6	0.78 0.89	40	1499	0.80	114.0
7. Riboflavina (mg)	0.57 1.00	38	1849	0.98	138.2	0.82 1.02	38	2185	0.93	114.7	0.59 1.11	44	1554	0.96	150.4
8. Niacina (mg)	8.8 9.0	38	1835	10.0	122.0	9.8 9.8	39	2241	10.0	116.2	8.7 11.5	44	1560	9.7	123.9
9. Acido Ascórbico (mg)	82.3 121.3	31	1661	119.6	136.3	107.8 123.3	38	2180	120.3	138.5	85.5 129.7	33	1401	106.7	108.5
PROMEDIOS															
Todos		38	1861		128		38	2208		119		43	1543		141
Desviación Típica		4	108		17		4	142		11		6	92		24
Grupo I		43	1960		NA		37	2165		NA		48	1613		NA
Desviación Típica		2	51		NA		2	76		NA		3	53		NA
Grupo II		35	1782		NA		49	2553		NA		37	1455		NA
Desviación Típica		3	70		NA		NA	NA		NA		3	42		NA

Grupo I: 1, 2, 4, 5 (N), todos menos 5 (U) y 1, 2, 5, 7, 8 (R). Grupo II: 3, 6-9 (N), 5 (U) y 3, 4, 6, 9 (R).

* Dentro del modelo de largo plazo, se produce un punto de inflexión cuando, al disminuir el ingreso y como respuesta a dicho cambio, la función de demanda dietética pierde su concavidad. El consumo exógeno corresponde a un ingreso permanente igual a cero.

** Ingreso: ingreso permanente/mes en pesos de 1981. "Obs.": Consumo observado para dicho ingreso. "Mod.": Consumo según modelo.

*** Micras de equivalente retinol (ER).

alcanza en promedio 28% a nivel nacional, 19% en medio urbano y 41% para el sector rural. En otros términos, frente a una limitación de ingreso (o de precios), el consumidor está en capacidad de efectuar una serie de ajustes sustitutivos en su consumo de alimentos, los cuales le permiten asegurar un importante nivel mínimo de consumo dietético. Dicho mínimo siempre representa una proporción elevada del consumo total[32] pero *es mayor aun en el corto plazo que en el largo plazo.* Esta mayor capacidad de respuesta "mientras se pueda aguantar" es el verdadero significado del punto de inflexión. Tiende a confirmar en un plano dietético, pero como un fenómeno transitorio, tanto la teoría de Duesenberry (1949) como la de Stone y Geary (Stone, 1954).

En segundo lugar, de la ecuación (13), se desprende:

$$\epsilon_{II}' = \frac{dN_i/(N_i - N^e_i)}{dY(Y - Y^e_i)} = b_i \qquad (15)$$

y

$$\epsilon_{II} = \epsilon_{II}' \frac{(N_i - N^e_i)/N_i}{(Y - Y^e_i)/Y}$$

$$= b_i \cdot \frac{1 - \frac{N^e_i}{N_i}}{1 - \frac{Y}{Y^e_i}} \qquad (14')$$

La expresión (14') define la elasticidad de corto plazo en el *exceso del consumo dietético* ($N_i - N^e_i$) frente al *exceso de ingreso permanente* ($Y - Y^e_i$), donde ambas cantidades son algebráicas y se miden en relación con el punto de inflexión (N^e_i, Y^e_i). Todo sucede como si este último sustituyera el punto (0,0) como origen del marco de referencia (N_i, Y). Solamente en el punto de inflexión se da la igualdad $\epsilon_{II} = \epsilon_{II}' = b_i$. En el resto del campo de variación, el comportamiento de ϵ_{II} determina si $\epsilon_{II} > b_i$ o $< b_i$. Si, por ejemplo, conforme a la Gráfica 1, ϵ_{II} es positiva sobre todo el campo de variación de Y, creciente para $Y < Y^e_i$ ('<INF') y decreciente para $Y > Y^e_i$ ('> INF'), entonces $\epsilon_{II} > b_i$ sobre el primer intervalo y $\epsilon_{II} < b_i$ sobre el segundo.

De la inspección de los respectivos estimativos de c_i (<INF) (Cuadro 4), puede deducirse que así se comporta la energía en cualquier hábitat, así como la proteína "urbana", el hierro "rural" y la tiamina "nacional". Para los demás agentes, la elasticidad, si bien sigue siendo positiva y decreciente por encima del punto de inflexión, así como creciente por debajo del mismo, no obstante se torna negativa sobre este último intervalo[33]. Pese a ser compatible con la inflexión, se trata de un comportamiento baste extremo. Supone, en efecto, que el consumidor se halla *mejor,* desde un punto de vista dietético, *después* de ajustar sus hábitos de consumo como respuesta a la limitación de ingreso (Gráfica 3). En otros términos, el ajuste no conduce tanto a minimizar el costo dietético como a lograr un mejoramiento en la calidad de la dieta.

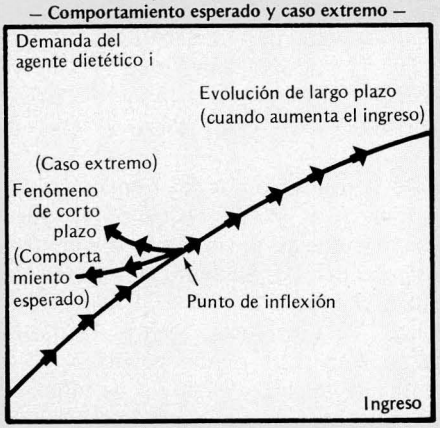
Finalmente, resalta la cercanía entre sí de los niveles de ingreso en los cuales ocurre la inflexión, para los distintos agentes. Para el conjunto de éstos, a nivel nacional, la inflexión se produce para un ingreso permanente mensual promedio[34] de $1.861 (pesos de 1981), o sea en torno al percentil 38. Este último también rige en el medio urbano, pero para un ingreso mensual, más alto, de $2.186. Finalmente, la función de demanda rural se tuerce en un nivel de ingreso promedio menor en valor absoluto ($1.543) pero mayor en términos relativos

[32] Cf. la discusión sobre el particular en relación con el modelo de largo plazo (C. "Resultados").

[33] Cabe anotar que, en dos casos (proteína y tiamina), los parámetros estimados no son estadísticamente significativos.

[34] Sobre el ingreso permanente, véase la llamada 23.

GRAFICO 3
FENOMENO DE CORTO PLAZO: PUNTO DE INFLEXION EN LA DEMANDA DE UN AGENTE DIETETICO (ENERGIA O NUTRIENTES) EN SITUACION DE CRISIS
– Comportamiento esperado y caso extremo –



(percentil 43). Más aún, se advierte en cada caso la presencia de dos subgrupos dietéticos relativamente compactos. Así es como, en el nivel nacional, la demanda de energía, proteína, hierro y vitamina A –o sea la de los cuatro agentes dietéticos más importantes– pasa virtualmente al tiempo por un punto de inflexión, en torno al percentil 43 (± 2). Así sucede también para el consumo de los demás agentes[35] pero a un menor nivel de ingreso (percentil 35 ± 3). Esta congruencia refuerza la presunción de la existencia de funciones de demanda *nocionales* por energía y nutrientes, contradiciendo por lo tanto el escepticismo manifestado por Ochoa *(Op. Cit.)* y otros respecto a la posibilidad de un comportamiento coincidente entre los respectivos agentes a medida que aumenta el ingreso.

Las elasticidades "exceso de ingreso" del "exceso de consumo", de las cuales da cuenta el Cuadro 6, confirman el anterior planteamiento. En efecto, son bastante afines entre sí, con promedios de 0.194 (± 0.041), 0.114 (± 0.026) y 0.182 (± 0.021) a nivel nacional, urbano y rural, respectivamente. Al diferenciar los distintos agentes entre sí, se encuentran, nuevamente, dos subgrupos compactos en cada hábitat, si bien no son los mismos de los subgrupos anteriores. Así es como, a nivel nacional, se concentran, por una parte, energía, hierro, tiamina, niacina y ácido ascórbico (0.027 ± 0.026) y, por otra, proteína, calcio, vitamina A y riboflavina (0.153 ± 0.007). Tanto en el corto como en el largo plazo, las disparidades encontradas en otras investigaciones en el comportamiento de los principales agentes dietéticos parecen responder a una definición inadecuada de su campo de variación y al desconocimien-

CUADRO 6

ELASTICIDAD DE CORTO PLAZO DEL EXCESO DE CONSUMO DIETETICO FRENTE AL EXCESO DE INGRESO PERMANENTE EN 1981*

	Nacional	Urbano	Rural
1. Energía	0.2592	0.1671	0.1703
2. Proteína	0.1617	0.1298	0.1570
3. Calcio	0.1427	0.1109	0.1471
4. Vitamina A	0.1550	0.1123	0.2065
5. Hierro	0.2284	0.1813	0.1874
6. Tiamina	0.2501	0.1586	0.1776
7. Riboflavina	0.1533	0.1182	0.1771
8. Niacina	0.1984	0.1482	0.2047
9. Acido Asc.	0.1966	0.1723	0.2076
PROMEDIOS Y DESVIACIONES TIPICAS (Entre paréntesis)			
Todos	0.1939	0.1443	0.1817
	(0.0415)	(0.0257)	(0.0206)
Grupo I	0.2265	0.1655	0.2062
	(0.0258)	(0.0114)	(0.0012)
Grupo II	0.1532	0.1178	0.1694
	(0.0068)	(0.0074)	(0.0135)

Grupo I: 1, 5, 6, 8, 9 (N,U) y 3, 8, 9 (R).
Grupo II: 2, 3, 4, 7 (N,U) y 1-3, 5-7 (R).
* El "exceso" de consumo es ($N_i - N_i^e$); el de ingreso, ($Y_i - Y_i^e$); ⇔ ambos son algebraicos y se miden en relación con el punto de inflexión.
Fuentes: Parámetros b_i, Cuadro 4 y DANE (1981).

[35] Calcio, tiamina, riboflavina, niacina y ácido ascórbico.

to de ciertos niveles de consumo cuyo mantenimiento o logro influye poderosamente sobre la utilidad del consumidor.

La estimación del modelo *multivariado* a nivel nacional (Cuadro 9), urbano y rural arroja resultados interesantes[36]. A nivel nacional y en medio urbano, el poder explicativo del modelo es, como antes, bastante superior al de la versión univariada a la vez que más estable, con coeficientes de regresión promedio de 0.85 y 0.84, respectivamente, e intervalos de variación reducidos en torno a los mismos. Así es como, en el caso nacional, los coeficientes de regresión van desde 0.80 para el ácido ascórbico hasta 0.89 para la vitamina A. Disminuye en cambio el coeficiente de regresión promedio para sector rural (de 0.80 a 0.75). Finalmente, sigue siendo muy alta la significancia estadística general (F) del modelo, aun si, nuevamente, no todos los parámetros individuales alcanzan a ser igualmente significativos. Por lo tanto, también en este caso, a pesar de la relativa bondad global del ajuste y de su mayor poder predictivo, el modelo presenta una menor significación paramétrica. Es mucho más extensa la gama de los valores que toman tanto los b_j (algunos de los cuales superan ocasionalmente 1) como los nuevos N^e_i. Estos, en particular, asumen valores que siempre exceden el límite superior de la distribución dietética[37]. Interpretar teóricamente estos resultados tendría entonces, de nuevo, poco sentido.

Como antes, sin embargo, cabe destacar la interdependencia de los agentes dietéticos. Dicho fenómeno se refleja en los cuadros 6, 7 y 8 y aparece sustentado en las respectivas pruebas de hipótesis. De acuerdo con estas pruebas, no es posible rechazar la hipótesis de interdependencia en *ninguno* de los hábitats[38]. Estos resultados refuerzan más aun la noción de que los estudios encaminados a cuantificar el rol del in ingreso en la determinación del consumo de energía y nutrientes (o más bien, de sus variaciones) tienden a *subestimar* dicho papel al limitarlo al efecto *directo* del ingreso sobre *un* agente individual (generalmente, la energía). En realidad, sin embargo, el ingreso actúa sobre el consumo de cada agente dietético en forma a la vez directa e *indirecta,* o sea a través de su interacción con todos los demás.

IV. UN MODELO TRANSACCIONAL ENTRE CORTO Y LARGO PLAZO

A. Modelo Univariado

En cada hábitat, el componente de la utilidad nutricional del consumidor asociado con el consumo del agente dietético i (energía o nutriente) puede satisfacer tanto las relaciones (1) a (3) como (8) a (10), en la medida en la cual **P** y **A** permanecen sin cambio. En otros términos, el consumo está sujeto a dos efectos en competencia, uno de largo plazo y, otro, de corto plazo. El resultado final es incierto y no puede ser conocido a priori. En cualquier caso, sin embargo, son aplicables las expresiones:

$$U_i = u[N_i(Y) - N^e_i] \qquad (15)$$

$$N_i = N^e_i + f_i(Y) \qquad (16)$$

[36] Cuyo detalle está disponible en FEDESARROLLO, junto con los resultados del modelo univariado, urbano y rural.

[37] El detalle referente a los b_j no se consigna en los cuadros pero queda a la disposición de los interesados en FEDESARROLLO. Cabe anotar nuevamente que, al sustituir en el ejercicio el consumo dietético *per cápita* del hogar por el consumo *total* hogareño, se logran resultados finales (multivariados) para los b_j y N^e_i mucho más congruentes con sus homólogos univariados. También mejora la aplicabilidad de estos últimos a los estratos inferiores de la escala de ingresos, así como el "poder explicativo" de la primera etapa del modelo multivariado. [Para las respectivas implicaciones teóricas, véase la llamada 27] .

[38] Con un nivel de significancia estadística casi siempre del 1o/oo pero sólo del 5o/o para algunos agentes en el medio urbano (energía, proteína, calcio, vitamina A y tiamina).

con u', $N_i' > 0$ y $f_i' > 0$, por ser a la vez compatibles con (2) y (9*), y con (3) y (10), respectivamente. Si prevalece el efecto de largo plazo, u", N_i'' y $f_i'' < 0$. Si predomina el de corto plazo, se mantiene la misma desigualdad para todos los valores de Y tales que $N_i > N^e_i$. En el resto del campo de variación de Y, en cambio, u", N_i'' y $f_i'' > 0$. Si a la función f_i de (3) se da el nombre de f_{i1} y, a la de (10), el de f_{i2}, se puede observar que la función compuesta $f_{i3} = f_{i1} \cdot f_{i2}$ está en capacidad de emular tanto el comportamiento de la primera como el de la segunda[39], dependiendo de cuál se ajuste mejor al mundo real.

Así las cosas, se introduce una tercera forma funcional, susceptible de representar el corto *o* el largo plazo:

$$(17) \qquad N_i = N^e_i + \text{constante.} \left[1 - \frac{Y}{Y^e_i}\right]^{b_i} . e^{a_i Y}$$

Si, al prevalecer el corto plazo, ocurre un punto de inflexión dentro de la escala de ingresos, este punto se dará, nuevamente, para un nivel de ingreso igual a Y^e_i.

B. Modelo multivariado

La utilidad nutricional del hogar está asociada con el consumo per cápita de un *conjunto* de agentes dietéticos (energía y nutrientes) antes que de cualquiera de ellos, individualmente. Las ecuaciones (16) y (17) se convierten entonces sin dificultad en:

$$(16') \qquad U = u[\mathbf{N}(Y) - \mathbf{N^e}]$$

$$(17') \qquad \mathbf{N} = \mathbf{N^e} + \mathbf{f}(Y)$$

con $u' > 0$, $\mathbf{N'} > \mathbf{0}$ y $\mathbf{f'} > 0$. Si el patrón predominante es de largo plazo, $u'' < 0$ mientras que $\mathbf{N''}$ y $\mathbf{f''} < \mathbf{0}$. Si es el de corto plazo, $u'' < 0$ y $\mathbf{N''}$ y $\mathbf{f''} < \mathbf{0}$ cuando $\mathbf{N} > \mathbf{N^e}$ y, por el contrario, $u'' > 0$ y $\mathbf{N''}$ y $\mathbf{f''} > 0$ cuando $\mathbf{N} < \mathbf{N^e}$. Similarmente, la expresión (18) se transforma en

$$(17') \qquad \mathbf{N} = \mathbf{N^e} + \mathbf{C}.\left[\left(1 - \frac{Y}{Y^e_j}\right)^{b_j} . e^{a_j Y}\right]$$

donde $\mathbf{C} = [(c_{ij})]$. Nuevamente, la expresión (17') es la solución de un sistema de ecuaciones simultáneas en Y y (N_i), por lo cual la *composición dietética* del consumo figura implícitamente, junto con el ingreso, como variable independiente en el consumo de cada agente.

VII. ESTIMACION Y RESULTADOS DEL MODELO TRANSACCIONAL

A. Método de Estimación

En el caso univariado, y tanto para $Y > Y^e$ como para $Y < Y^e$, se deduce de (17) que

$$(20) \qquad Y \frac{dN_i}{dY} = Y^e_i \frac{dN_i}{dY} + b_i . (N_i - N^e_i) + a_i (Y - Y^e_i) . (N_i - N^e_i)$$

$$\Longrightarrow Y \frac{\widehat{dN_i}}{dY} = \widehat{Y^e_i} \frac{dN_i}{dY} + \hat{d}_i . N_i + \hat{a}_i . (YN_i) + \hat{\text{Constante}}$$ [40]

(regresión de $Y \dfrac{dN_i}{dY}$ vs. N_i (YN_i) y

$$\frac{dN_i}{dY} \text{ con } d_i = b_i - a_i Y^e_i)$$

$$\Longrightarrow \widehat{N_i} = \hat{c}_i . \left[1 - \frac{Y}{\hat{Y}^e_i}\right]^{\hat{b}_i} . e^{\hat{a}_i Y} + \widehat{N^e_i}$$

[39] Como se observa más adelante, $f'_{i3} = f'_{i1} + f'_{i2}$ y es muy similar la relación entre las respectivas elasticidades (véase (6), (13), (18), (7'), (14') y (20')).

[40] El término en Y se suprime con miras a evitar un doble sesgo de multicolinearidad.

$$\text{(regresión de } N_i \text{ contra } \left| \cdot \right|^{\hat{b}_i} \cdot e^{\hat{a}_i Y},$$

$$\text{con } \hat{b}_i = \hat{d}_i + \hat{a}_i \cdot Y^e{}_i, \text{ para } Y > Y^e{}_i \text{ y}$$

$$Y > Y^e{}_i)$$

Nuevamente, en el caso multivariado se aplica un procedimiento similar de estimación por mínimos cuadrados en dos etapas, el cual se deduce de la expresión (17'):

(18')

$$Y \frac{dN}{dY} = M \cdot \frac{dN}{dY} + B \cdot (N - N^e) +$$

$$(YA - P) \cdot (N - N^e)$$

donde $M = C.D(Y^e{}_j).C^{-1}$, $B = C.D(b_j).C^{-1}$, $A = C.D(a_j).C^{-1}$ y $P = D(a_j Y^e{}_j)$.

$$\Longrightarrow Y \frac{\hat{dN}}{dY} = \hat{M} \cdot \frac{dN}{dY} + \hat{E} \cdot N + \hat{A} \cdot$$

$$(YN) + \hat{\text{Constante}}^{40}$$

$$\text{(regresión de } Y \frac{dN}{dY} \text{ contra } N, (YN) \text{ y } \frac{dN}{dY})$$

con $M = Q.D(Y^e{}_k) \cdot Q^{-1}$ y $E = R.D(d_k).R^{-1}$, $d_k = b_k - a_k Y^e{}_{jk}$ y $A = S.D(a_k).S^{-1}$ donde las matrices **Q**, **R** y **S** son del mismo tipo que la matriz **Q** en el modelo multivariado de largo plazo, y la diferencia entre los $Y^e{}_k$, d_k, b_k o a_k y los $Y^e{}_j$, d_j, b_j, o a_j es la misma que ya se señaló entonces (entre los a_k y los a_j) en la llamada 21. Por lo tanto

$$\hat{N} = \hat{N^e} + \hat{C} \cdot [(\left| 1 - \frac{Y}{\hat{Y^e}_k} \right|^{\hat{b}_k} \cdot e^{\hat{a}_k Y})]$$

$$\text{(regresión de N vs. } [(\left| \cdot \right|^{\hat{b}_k}) \cdot e^{\hat{a}_k Y})],$$

$$\text{con } \hat{b}_k = \hat{d}_k + \hat{a}_k \cdot Y^e{}_k, \text{ para } Y > Y^e{}_i)$$

$$\text{o } Y < Y^e{}_i)$$

Resultados

Se obtuvieron los resultados finales de la estimación del modelo *univariado* para el nivel nacional (Cuadro 7) y los sectores urbano y rural. Decepciona en parte el valor de los coeficientes de regresión promedio hallados para el nivel nacional (0.65) y el sector rural (0.52). El coeficiente de regresión en el medio urbano (0.73) es, en cambio, significativamente mayor que el correspondiente al modelo de corto plazo (0.62) y sólo algo inferior al del modelo de largo plazo (0.80). A nivel nacional —mas no en los demás hábitats— se advierte un mayor campo de variación en los valores de este coeficiente entre los distintos agentes dietéticos. Al tiempo, sin embargo, permanece muy alta la significancia estadística general (F) del modelo así como, en su gran mayoría, la solidez de los parámetros estimados (t). Con todo, constituyen excepción la mitad, aproximadamente, de los estimativos $\hat{c}_i$, especialmente en los medios rural y urbano.

De los estimativos tanto de lo c_i como de $Y^e{}_i$ y $N^e{}_i$, ubicados al *interior* de la distribución de ingresos, resulta claro que estos últimos representan respectivamente el ingreso y el consumo dietético en un punto de inflexión. Este resultado no era obvio ya que, de acuerdo con la ecuación (17), $N^e{}_i$ bien habría posido ser, con igual propiedad, una meta dietética a término, así como acontecía con el modelo de largo plazo. Es mayor, entonces, la semejanza del modelo transaccional con el de corto plazo. El Cuadro 8 presenta los puntos de inflexión del consumo ($N^e{}_i$ y $Y^e{}_i$), junto con el respectivo percentil de ingreso, así como el componente exógeno del consumo ($N_i|Y = 0$), a nivel nacional, urbano y rural. $N^e{}_i$ coincide tan sólo aproximadamente (y no siempre) con el consumo dietético realmente observado para dicho nivel de ingreso[41]. En cuanto a $N_i \mid Y = 0$, supera

[41] Vg., *no* hay coincidencia, siquiera aproximada, en el caso del calcio y de la Vitamina A a nivel nacional y en medio urbano ni, en este último, de la riboflavina. Siempre la hay aproximadamente, en cambio, en medio rural.

CUADRO 7

CONSUMO DE ENERGIA Y NUTRIENTES EN FUNCION DEL INGRESO
MODELO TRANSNACIONAL
– NIVEL NACIONAL–

Agente	Estadísticas		Parámetros estimados						
N_i	R^2	F	$\hat{N}_i^e$	$\hat{Y}_i^e$	$\hat{a}_i$	$\hat{b}_i.10^3$	$\hat{d}_i$		$\hat{c}_i$
Energía	0.7853	177.43	2058.17	1721.24	−0.0064	338.23	349.25	< INF	−138.55
(KCal.)		****	(38.08)	(16.36)	(−4.29)		(11.40)		(−1.53)*
i = 1			****	****	****		****	> INF	530.70
									(7.62)****
Proteína	0.7369	135.83	400.48	1895.94	−0.0006	233.94	235.026	< INF	73.03
(Decigr.)		****	(8.95)	(22.65)	(−5.80)		(13.03)		(1.23)NS
i = 2			****	****	****		****	> INF	306.45
									(5.49)****
Calcio	0.5063	49.75	62.36	1682.00	−0.0101	237.53	254.52	< INF	−29.73
(Centigr.)		****	(5.98)	(18.29)	(−6.44)		(10.80)		−2.27)**
i = 3			****	****	****		****	> INF	−6.35
									(−0.47)NS
Vitamina A	0.6516	90.72	239.70	1906.00	−0.0123	265.34	288.78	< INF	118.04
(Micra de ER)		****	(3.77)	(21.46)	(−7.33)		(12.35)		(1.41)*
i = 4			****	****	****		****	> INF	396.25
									(4.86)****
Hierro	0.8160	215.11	121.85	1760.54	−0.0081	309.58	323.84	< INF	−2.86
(Decimiligr.)		****	24.73)	(21.70)	(−6.00)		(13.04)		(−0.37)NS
i = 5			****	****	****		****	> INF	54.35
									(8.63)****
Tiamina	0.7265	128.88	83.90	1574.31	−0.0089	351.02	365.03	< INF	0.81
(Centimiligr.)		****	(24.02)	(18.80)	−5.32)		(11.05)		(0.14)NS
i = 6			****	****	****		****	> INF	34.46
									(7.19)
Ribofravina	0.5658	289.99	91.39	1729.48	−0.0092	245.66	261.57	< INF	−2.75
(Centimiligr.)		****	(5.43)	(18.02)	(−6.59)		(11.28)		(−0.13)NS
i = 7			****	****	****		****	> INF	48.33
									(2.23)**
Niacina	0.6601	94.21	91.43	1707.84	−0.0084	297.19	311.54	< INF	6.95
(Decimiligr.)		****	(12.53)	(20.30)	(−5.86)		(11.27)		(0.66)NS
i = 8			****	****	****		****	> INF	47.32
									(4.90)****
Acido Ascórbico	0.4253	35.90	120.65	1504.97	−0.0118	324.43	342.11	< INF	−16.75
(Miligr.)		****	(9.81)	(14.60)	(−4.68)		(8.08)		(−0.88)NS
i = 9			****	****	****		****	> INF	35.39
									(1.94)**
Promedio	0.6526	71.64		1696.49	−0.0084	289.21			
Desviación Típica	0.1236	****		106.38	0.0033	42.34			

Nivel de Significancia Estadística: *: 10o/o; **: 5o/o; ***: 1o/o; ****: 1o/oo.
Nota: Para la estimación de los parámetros N_i y c_i se procedió en dos etapas. Los parámetros estimados a_i, c_i y d_i corresponden a la primera etapa, $b_i = d_i + Y_i^e * a_i$.
Fuente: Cálculos basados en la Encuesta de Hogares de 1981 del DANE y en el indicador de ingreso permanente de Uribe (1987a)

CUADRO 8

CONSUMO DIETETICO EN EL PUNTO DE INFLEXION Y CONSUMO EXOGENO TRANSACCIONALES*

	Nacional					Urbano					Rural				
	Punto de Inflexión**			Consumo Exógeno***		Punto de Inflexión**			Consumo Exógeno***		Punto de Inflexión**			Consumo Exógeno***	
	Consumo .Mod. .Obs.	Per-centil	In-greso	Tran-sac-cional	Trans. o/o Largo	Consumo .Mod. .Obs.	Per-centil	In-greso	Tran-sac-cional	Trans. o/o Largo	Consumo .Mod. .Obs.	Per-centil	In-greso	Tran-sac-cional	Trans. o/o Largo
1. Energía	2058	33	1721	1920	103.3	1912	32	2028	2085	114.4	2213	46	1578	1988	125.5
(KCal.)	2218					2179					2049				
2. Proteína	40.0	37	1682	47.4	117.5	42.4	36	2144	48.2	109.8	51.6	46	1584	−47.4	−147.8
(g)	50.1					56.1					57.4				
3. Calcio	623.6	32	1682	326.3	96.7	235.4	32	2014	400.4	119.7	373.9	31	1371	378.6	153.3
(mg)	441.9					427.0					422.5				
4. Vitamina A	239.7	40	1906	357.7	159.1	88.8	31	1988	386.9	144.8	344.5	34	1416	300.1	142.9
(****)	367.1					376.8					378.3				
5. Hierro	12.2	35	1761	11.9	111.2	13.7	38	2195	12.0	104.2	12.6	51	1670	11.9	141.9
(mg)	13.8					13.4					12.7				
6. Tiamina	0.84	27	1574	0.85	110.0	0.81	28	1887	0.77	103.9	0.80	42	1519	0.81	116.1
(mg)	0.92					0.91					1.11				
7. Riboflavina	0.91	34	1729	0.89	124.8	0.63	33	2033	0.93	115.3	1.00	42	1521	0.85	133.1
(mg)	1.01					1.13					1.06				
8. Niacina	9.1	33	1708	9.8	120.0	8.5	34	2081	9.5	112.2	10.2	44	1650	9.8	125.9
(mg)	11.4					10.5					11.7				
9. Acido Ascórbico	120.7	24	1505	103.9	118.5	121.9	33	2053	91.9	105.8	105.1	35	1432	123.1	125.1
(mg)	104.4					124.9					118.3				
						PROMEDIO									
Todos		32	1696		118		33	2047		114		41	1516		102
Desviación Típica		5	106		17		3	84		12		6	89		89
Grupo I:		35	1741		NA		NA	NA		NA		45	1570		NA
Desviación Típica		3	72		NA		NA	NA		NA		3	51		NA
Grupo II:		26	1540		NA		NA	NA		NA		36	1406		NA
Desviación Típica		2	35		NA		NA	NA		NA		4	26		NA

Grupo I: 1-5, 7, 8 (N), y 1, 2, 5-8 (R). Grupo II: 6-9 (N) y 3, 4, 9 (R).

* Dentro del modelo transaccional, se puede producir un punto de inflexión cuando, al disminuir el ingreso. Como respuesta a dicho cambio, la función de demanda dietética pierde su concavidad. El consumo exógeno corresponde a un ingreso permanente igual a cero.

** Ingreso: ingreso permanente/mes en pesos de 1981. "Obs.": Consumo observado para dicho ingreso. "Mod.": Consumo según modelo.

*** "Trans./Largo": Componente exógeno transaccional/Componente exógeno de largo plazo.

**** Micras de equivalente reinol (ER)

nuevamente el nivel de consumo de los estratos más bajos y lo hace con mayor margen que su homólogo de largo plazo. Su relación promedio con éste es en cambio inferior a la del modelo de corto plazo (Cuadro 5): 118% contra 128% a nivel nacional, 114% contra 119% en el medio urbano y 102% contra 141% en el medio rural[42]. En resumen, frente al anterior modelo, hay un ajuste mejor en los puntos más relevantes de la muestra pero no un mejor ajuste global, salvo en el medio urbano. Desde un punto de vista predictivo, el modelo transaccional univariado no parece convincentemente superior a ninguno de sus predecesores.

Su interés reside, más bien, en el plano teórico. La disminución ya anotada en la relación entre componentes exógenos bien puede reflejar la naturaleza transaccional del modelo, puesto que puede deberse a una "transacción" entre corto y largo plazo. De los nueve agentes dietéticos, cinco en promedio (5 a nivel nacional, 4 en el área urbana y 6 en la rural) configuran el tipo de forma funcional representada en la Gráfica 1, mientras que la minoría se ciñe al patrón de comportamiento "extremo" ilustrado en la Gráfica 3[43]. Sin embargo, cabe señalar que la poca significancia estadística de la mayoría de los $\hat{c}_i$ le resta confiabilidad a esta conclusión. Por otra parte, también se advierte la coincidencia notable de los niveles de ingreso en los que ocurre el punto de inflexión, por ejemplo para un ingreso permanente mensual promedio de $1.696 per cápita a nivel nacional, o sea en torno al percentil 32 (± 5). Para los medios urbano y rural, las cifras respectivas son $2.047 (percentil 33 ± 3) y $1.516 (percentil 41 ± 6). En el nivel nacional y el sector rural, es posible reforzar la cercanía de los respectivos puntos de punto de inflexión mediante la discriminación de los agentes dietéticos en dos grupos (Cuadro 8). En cada caso, es evidente la pertenencia de la energía y de la proteína al mismo grupo. Esta subdivisión no es necesaria para el sector urbano, cuyos Y^e_i estimados conforman una gama de variación de por sí compacta.

Finalmente, de la ecuación (18) se desprende que

$$\epsilon_{III} = \frac{dN_i / (N_i - N^e_i)}{dY / (Y - Y^e_i)} \qquad (20')$$

$$= b_i + a_i (Y - Y^e_i)$$

y la elasticidad es

$$\epsilon_{III} = \epsilon_{III} \cdot \frac{(N_i - N^e_i) / N_i}{(Y - Y^e_i) / Y}$$

$$= b_i \cdot \frac{1 - \frac{N^e_i}{N_i}}{1 - \frac{Y}{Y^e_i}} + a_i Y \cdot \left(1 - \frac{N^e_i}{N_i}\right)$$

$$= \epsilon_I + \epsilon_{II}$$

En otros términos, la elasticidad del modelo transaccional no es otra cosa que la suma de dos componentes —uno, de largo plazo y, otro, de corto plazo— respectivamente provenientes de los modelos así denominados. El punto es más fácil de entender con base en la ecuación (20). En la medida en la cual $b_i > 0$ y $a_i < 0$[44], con $|a_i|$

[42] En dos casos, la relación es inclusive inferior a la unidad: para el calcio "nacional" (96.7%) y la proteína "rural" (—147.6%) ¡cuyo componente exógeno se torna negativo!

[43] En medio rural, dos agentes tienen un comportamiento que, para valores altos de Y, se desvía, inclusive, del que muestra la Gráfica 3 (cf. la siguiente llamada y la discusión más adelante).

[44] La primera desigualdad siempre se satisface y, la segunda, casi siempre (salvo para la tiamina y el ácido ascórbico "rurales", cuya elasticidad de consumo sigue así creciendo —marginalmente— por encima del punto de inflexión).

muy pequeño, al aumentar Y, se dará un *crecimiento lineal* de ϵ_{III} (la elasticidad 'exceso de ingreso' del 'exceso de consumo dietético') hasta cuando alcance el valor b_i (para $Y = Y^e{}_i$) y, de allí en adelante, una *disminución lineal* progresiva, no suficiente sin embargo para cambiar el signo de b_i dentro del campo de variación real de Y. El valor absoluto de ambos cambios es igual a a_i por unidad adicional de ingreso ($1000/mes de ingreso permanente de 1981). El pasar de (20) a (20') mantiene esta evolución, reforzándola y levantando la restricción de linearidad.

Los resultados del Cuadro 9 confirman esta presunción. Además, subrayan la coincidencia entre sí de los coeficientes b_i y, salvo en el medio rural, de los a_i. Los primeros alcanzan promedios de 0.289 (± 0.042), 0.211 (± 0.027) y 0.201 (± 0.029), a nivel nacional, urbano y rural, respectivamente. Los segundos giran en torno a −0.008 (± 0.003), −0.006 (± 0.001) y −0.005 (± 0.006). Se destaca particularmente el comportamiento congruente, tanto a nivel nacional como en el medio urbano, de dos grupos de agentes: energía, hierro, tiamina, niacina y ácido ascórbico, por una parte; y proteína, calcio, vitamina A y riboflavina, por otra. Se sustenta así una vez más, entonces, un patrón de comportamiento del consumidor, con base en una función de utilidad que responde al tiempo a dos tipos de objetivos dietéticos con estrecha relación entre sí: conservadores en el corto plazo y optimizadores, aunque en forma cada vez más gradual, en el largo plazo.

El grado de correlación de los respectivos agentes dietéticos se puede deducir de los resultados del modelo *multivariado*[45]. En este modelo, aumenta notablemente el poder explicativo de todos los agentes individuales en todos los hábitats y así acontece también con los respectivos promedios, nacional (de 0.65 a 0.84), urbano (de 0.73 a 0.91) y rural (de 0.52 a 0.75)[46]. No por ello deja de presentarse el fenómeno que ya fue advertido en el caso de los modelos multivariados de largo y corto plazo, o sea la no significancia estadística de un gran número de estimaciones paramétricas —en contraste con una estadística general F altamente significativa— y, ante todo, la ampliación de su rango de variación hasta límites muy grandes, los cuales no guardan relación con la realidad observada ni son fácilmente susceptibles de interpretación teórica.

El interés del modelo multivariado reside, nuevamente en su mayor confiabilidad para fines predictivos y, desde un punto de vista teórico, en las implicaciones que tiene la interdependencia de los agentes dietéticos respecto al efecto directo e indirecto del ingreso sobre su consumo. La imposibilidad de rechazar esta hipótesis queda claramente establecida a través de las correspondiente pruebas[47].

[45] Cuyo detalle está disponible en FEDESARROLLO, junto con la discriminación rural-urbana del modelo univariado.

[47] Dentro de un nivel de significancia estadística del 1°/oo para todos los hábitats y agentes, pero sólo del 5°/o en el caso de cinco agentes en medio urbano (energía, proteína, calcio, vitamina A y tiamina).

[46] Así quedan, en resumen, los distintos valores de R^2, según los modelos:

	Largo Plazo		Corrto Plazo		Transaccional	
	Univariado	Multivariado	Univariado	Multivariado	Univariado	Multivariado
Nacional	0.82	0.90	0.82	0.85	0.65	0.84
Urbano	0.77	0.92	0.62	0.84	0.73	0.91
Rural	0.66	0.71	0.80	0.75	0.52	0.75

En cada caso, la estadística F es significativa dentro de un nivel de significancia de 1°/oo. El modelo de largo plazo es el que mejor representa el universo nacional y, seguido muy de cerca por el transaccional, el medio urbano. El de corto plazo, en cambio, modela el sector rural más exitosamente que cualquiera de los otros dos.

CUADRO 9

ELASTICIDAD TRANSACCIONAL: VALOR EN EL PUNTO DE INFLEXION Y REDUCCION ABSOLUTA POR CADA $1000/MES DE INGRESO PERMANENTE ADICIONAL*

	Nacional		Urbano		Rural	
	Elast.**	Reducción	Elast.**	Reducción	Elast.**	Reducción
1. Energía	0.3382	−0.0064	0.2332	−0.0043	0.1933	−0.0049
2. Proteína	0.2339	−0.0006	0.1796	−0.0043	0.1893	−0.0071
3. Calcio	0.2375	−0.0101	0.1757	−0.0063	0.1792	−0.0106
4. Vitamina A	0.2653	−0.0123	0.1974	−0.0084	0.2754	−0.0170
5. Hierro	0.3096	−0.0081	0.2348	−0.0044	0.2051	−0.0049
6. Tiamina	0.3510	−0.0089	0.2286	−0.0058	0.1653	0.0035
7. Riboflavina	0.2457	−0.0092	0.1805	−0.0057	0.2003	−0.0058
8. Niacina	0.2972	−0.0084	0.2172	−0.0054	0.2058	−0.0050
9. Acido Ascórbico	0.3244	−0.0118	0.2555	−0.0077	0.1877	0.0055
PROMEDIO Y DESVIACIONES TIPICAS (Entre paréntesis)						
Todos	0.2892	−0.0084	0.2114	−0.0058	0.2013	−0.0051
	(0.0423)	(0.0033)	(0.0274)	(0.0014)	(0.0286)	(0.0063)
1, 5, 6, 8, 9	0.3241	−0.0087	0.2339	−0.0055	NA	NA
	(0.0193)	(0.0018)	(0.0124)	(0.0012)	NA	NA
2, 3, 4, 7	0.2456	−0.0081	0.1833	−0.0062	NA	NA
	(0.0122)	(0.0044)	(0.0083)	(0.0015)	NA	NA
1-3, 5-9	NA	NA	NA	NA	0.1903	−0.0023
	NA	NA	NA	NA	(0.0128)	(0.0049)

* Del "exceso" de consumo (N_i-N_i^e) con el "exceso" de ingreso (Y_i-Y_i^e). Ambos son algebráicos y se miden en relación con el punto de inflexión.
** Elasticidad en el punto de inflexión.
Fuentes: Parámetros a_i y b_i, Cuadro 7 y DANE (1981).

VIII. CONCLUSION Y RESUMEN

Este estudio hace uso de los datos de la Encuesta Nacional de Alimentación Nutrición y Vivienda del DANE (1981) para investigar el papel del ingreso y de la composición dietética del consumo de alimentos en la demanda per cápita de energía y de ocho nutrientes[48] a lo largo de la escala de ingresos, a nivel nacional, urbano y rural. El mismo tema de la investigación trae consigo ciertas premisas, a la vez que ciertas limitaciones, de orden teórico. En particular, se presume la existencia de una demanda *nocional* (o latente) de los correspondientes agentes dietéticos (a la manera de Lancaster, 1964), se hace caso omiso de la eventual dispersión de los precios relativos y se supone que es posible realizar inferencias dinámicas a partir de bases de datos estáticas. Adicionalmente, se reconoce la endogeneidad probable del ingreso, particularmente en medio rural. Todos estos supuestos y limitaciones se advierten y se discuten con base en elementos complementarios de información y de juicio.

Para el desarrollo del estudio, se emplean tres modelos en un contexto tanto univa-

[48] Proteína, calcio, Vitamina A, hierro, tiamina, riboflavina, niacina, ácido ascórbico.

riado como multivariado. Cada uno es el caso particular más sencillo de una familia de funciones de demanda nocional de energía y nutrientes en función del ingreso. Todos presuponen, por consiguiente, la inclusión de dicho consumo en la función de utilidad del consumidor, a través de un componente 'dietético' analíticamente separable. Al permitir que cada modelo tenga una versión multivariada con ecuaciones simultáneas, en la cual el consumo de cada agente dietético es función de todos los demás, amén del ingreso, se introducen indirectamente otras variables 'independientes' de las cuales la composición dietética puede ser el reflejo, como los hábitos, el habitat, etc.

El primer modelo simula una aprobación asintótica hacia una *meta dietética de largo plazo.* Implica una elasticidad positiva y decreciente sobre toda la escala y, en el caso de la energía, es un simple corolario de las Leyes de Engel (1857) y de Bennet (1954). El correspondiente proceso de convergencia puede ser compatible con la optimización del componente dietético de la utilidad. El segundo modelo procura representar la decidida preferencia del consumidor por *conservar* su nivel de consumo dietético existente frente a una creciente limitación de ingreso (o de precios), a la manera del modelo de 'gastos comprometidos' de Stone y Geary (Stone, 1953) o de la Hipótesis del Ingreso Relativo de Duesenberry (1949). Refleja entonces, un comportamiento de *corto plazo.* Cuando éste se da a partir de una tendencia de largo plazo, la función de demanda pierde su concavidad y se produce un punto de inflexión. Se espera entonces que la elasticidad crezca por debajo de este punto y decline arriba del mismo. El tercer modelo, finalmente, es de tipo *transaccional* y, en mayor o menor grado, pretende reflejar tanto la evolución de largo plazo como, eventualmente, el fenómeno aludido de corto plazo.

El período de la encuesta (noviembre de 1981) es particularmente propicio para la ocurrencia de dicho fenómeno ya que, en el último trimestre de 1981, el ingreso real per cápita disminuyó en 1.1%, luego de declinar en 1.0% durante los nueve primeros meses del año, para una baja acumulada de 2.1% frente al cuarto trimestre de 1980. Además, en ese mismo mes, el precio real de los alimentos también se elevó a una tasa real del 3.9%; De esta alza de precios sin compensación de ingreso, puede esperarse, según Uribe (1987a), un incremento en la población afectada por la inseguridad alimentaria, desde el segundo decil más bajo de la escala hasta el tercero o el cuarto.

Al supuesto papel del ingreso en la determinación de las variaciones del consumo dietético se contrapone el hallazgo de un importante componente exógeno, el cual representa una proporción elevada de aquel: el 25% en el caso de la vitamina A, el 40% para el calcio, más del 60% para la energía y aproximadamente la mitad, tratándose de los demás nutrientes, en el nivel nacional. Es mayor aun la importancia relativa del consumo exógeno dentro del modelo de corto plazo, ya que supera su homólogo de largo plazo en alrededor de un 20% a un 40%. Tanto este hecho como la detección de un punto de inflexión en torno al percentil 38 (nivel nacional y medio urbano) ó 40 (medio rural) es compatible con las premisas originales sobre el comportamiento del consumidor y sus motivaciones: ante una limitación económica creciente, su margen de autonomía de gasto es evidentemente mayor en el corto que en el largo plazo. El modelo transaccional presenta una situación intermedia en cuanto al consumo exógeno, como era de esperarse por su misma naturaleza, pero tiende a asimilarse mayormente al modelo de corto plazo que al de largo plazo, con puntos de inflexión en los percentiles 32, 33 y 41 a nivel nacional y en los sectores urbano y rural, respectivamente.

No obstante lo anterior, los tres modelos muestran que el ingreso tiene un alto poder explicativo en las *variaciones* del consumo de energía y de los ocho nutrientes a partir del componente exógeno. En un contexto univariado, los modelos de corto y de largo plazo explican igualmente

bien las variaciones dietéticas a nivel nacional (R^2 = 0.82 en ambos casos). En el medio urbano, es superior el modelo de largo plazo (R^2 = 0.77), seguido por el modelo transaccional (R^2 = 0.73). En cambio en el sector rural, el de corto plazo posee el mayor poder explicativo en términos estadísticos (R^2 = 0.80). Al pasar a un contexto multivariado, aumenta notablemente, por lo general, el papel imputable al ingreso. Se destaca particularmente el modelo de largo plazo, a nivel nacional (R^2 = 0.90) y urbano (R^2 = 0.92), así como, en este último caso, el modelo transaccional (R^2 = 0.91). En el sector rural, en cambio, el correspondiente coeficiente no pasa de 0.75 (modelos transaccional y de corto plazo).

De lo anterior se desprenden dos conclusiones centrales. En primer lugar, las acciones de redistribución, transferencia o fomento del ingreso, en la medida en la cual logren un aumento efectivo y medible en el ingreso disponible del consumidor, han de conducir a un mayor consumo dietético en cantidades conocidas o estimables. En segundo lugar, este mayor consumo está llamado a darse conjuntamente para todos los agentes dietéticos, dada su interacción, ya que se agrega un efecto indirecto al producido directamente sobre cada agente. Las pruebas realizadas para cada uno de los agentes en cada hábitat concluyen en efecto que no puede rechazarse la hipótesis de interdependencia, con un nivel de significancia estadística de al menos 5% y, casi siempre, de 1‰. De no tenerse en cuenta dicha interrelación, es probable que se subestime el impacto real del ingreso.

La interdependencia de los agentes dietéticos, además de desprenderse de las respectivas pruebas de hipótesis entre versiones univariadas y multivariadas, también se refleja en los resultados univariados. Es notable la coincidencia de los puntos de inflexión entre agentes distintos, dentro de un mismo hábitat. En el modelo de largo plazo, también es muy similar la reducción porcentual en la brecha dietética de cada agente por unidad adicional de ingreso[49]: gira en torno a −11 ó −12% para el nivel nacional y el sector rural, y a −6% para el urbano. Dicha brecha, sin embargo, no está definida en relación con una recomendación normativa de ingesta sino, antes bien, como la diferencia entre el consumo efectivo y la meta de largo plazo que figura en la utilidad del consumidor para cada agente.

El modelo de corto plazo también involucra una brecha pero se trata de la diferencia entre la demanda efectiva y el consumo en el punto de inflexión, o sea el punto de la escala en el cual la creciente limitación de ingreso provoca una respuesta de corto plazo de parte de los hogares consumidores afectados, consistente en defender, en lo posible, su consumo preexistente. Si se toma como referencia el consumo dietético y el ingreso en el punto de inflexión, la correspondiente elasticidad (del respectivo 'exceso de consumo' en relación con el respectivo 'exceso de ingreso') es del orden de 0.18 − 0.19 a nivel nacional y en el medio rural, y de 0.14 en el urbano, aproximadamente, para todos los agentes. Esta 'seudo-elasticidad' sólo coincide con la elasticidad en el punto de inflexión. Las disparidades encontradas por quienes han investigado el comportamiento de distintos agentes y lo han hallado incongruente puede deberse entonces a su desconocimiento de los límites —meta dietética y consumo en el punto de inflexión— en función de los cuales se definen las preferencias del consumidor.

El modelo transaccional, finalmente, muestra una elasticidad del 'exceso de consumo dietético' con respecto al 'exceso de ingreso' algo mayor en el punto de inflexión (alrededor de 0.29 a nivel nacional y de 0.20 − 0.21 en los sectores urbano y rural), pero esta nueva seudo-elasticidad sufre una disminución lineal por encima del punto de inflexión (y un incremento lineal por debajo) del orden de −0.8% o de −0.5 a −0.6%, respectivamente, por unidad de ingreso. La afinidad analítica de estos parámetros con aquellos de los dos modelos anteriores da pie para la interpretación intui-

[49] $1000/mes de ingreso permanente en 1981.

tiva de que la seudo-elasticidad transaccional resulta de la combinación de dos componentes: el primero, 'conservador' y de corto plazo y, el segundo, optimizador —pero en forma cada vez más gradual— y de largo plazo. De hecho, la verdadera elasticidad transaccional es igual a la suma de las respectivas elasticidades de corto y de largo plazo. Para cada modelo, la verdadera elasticidad se deduce fácilmente de la seudo-elasticidad correspondiente mediante procedimientos de cálculos sencillos. Dicha conversión también elimina algunas restricciones teóricas, como la linearidad o la constancia.

REFERENCIAS

ALDERMAN, Harold (1984), "The Effect of Income and Food Price Changes on the Acquisition of Food by Low-Income Households", Informe IFPRI presentado a la Agencia para el Desarrollo Internacional (AID), Washington, D.C., EE.UU.

BANCO MUNDIAL (1983), *Colombia: Economic Development and Policy under Changing Conditions', Vol. II: Statistical Appendix,* Washington, D.C., EE.UU.

BEHRMAN, Jere R. y DEOLALIKAR, Anil B. (1985a), "Determinants of Health and Nutritional Status of Different Family Members in Rural India: A Latent Variable Approach", University of Pennsylvania, Philadelphia, PA., EE.UU., Mimeo.

BEHRMAN, Jere R. y DEOLALIKAR, Anil B. (1985b), "Will Developing Country Nutrition improve with Income? A Case Study for Rural South India", University of Pennsylvania, Philadelphia, PA., EE.UU., Mimeo.

BEHRMAN, Jere R. y WOLFF, Barbara L. (1984), "More Evidence on Nutrition Demand: Income seems Overrated and Women's Schooling Underemphasized". *Journal of Development Economics* vol. 14, p. 1 and vol. 2, pp. 105-128.

BENNET, M. (1954), *The World's Food,* Harper and Row, New York, NY., EE.UU.

BERG, Alan D. (1970), "Increased Income and Improved Nutrition: A Shibboleth Examined", *International Development Review,* Vol. 12, No. 3.

BOUIS, Howarth E. (1986), "Is there a 'curvature' in the Slutsky Matrix, What do the Curves look like and Why?" IFPRI, Washington, D.C., EE.UU., Mimeo.

DANE (1981), Encuesta Nacional de Alimentación, Nutrición y Vivienda, Bogotá, D.E., Colombia.

DEATON, A.S. y IRISH, M. (1982), "A Statistical Model for Zero Expenditures in Household Budgets", University of Bristol, Gran Bretaña, Mimeo.

DIAMOND, P. (1965), "Government Debt in a Neoclassical Growth Model", *American Economic Review,* December Issue, pp. 1126-50.

DOWER, Elizabeth A. y OK SEO, Young (1985), "Assessment of Energy Intake/Estimates of Food Supply vs. Measurement of Food Consumption", *Food Policy,* vol. 10, no. 3.

DUESENBERRY, James S. (1949), *Income, Savings and the Theory of Consumer Behavior,* Cambridge, Harvard University Press, EE.UU.

EDIRISINGHE y POLEMAN, Thomas (1983), "Behavioral Thresholds as Indicators of Perceived Dietary Adequacy or Inadequacy", International Agricultural Economics Study, A.E. Research 83-24, Cornell University, Ithaca, NY., EE.UU.

ENGEL, Ernst (1957), "Die Proluktions-und Consumtionsverhaltnisse des Konigreichs Sachsen", en Engel, E. (1895), *Die Lebenkosten belgischer Arbeiter Familien,* Dresde, Alemania.

FLORENCIO Cecilia A. y Victor E. SMITH (1970), "Toward more Efficient Expediture for Food among Colombian Families", *Nutrition Report International,* April Issue, Vol, 1. No. 4.

HOUTHAKKER, Hendrick, S. (1957), "An International Comparison of Household Expenditure Patterns Commemorating the Centenary of Engel's Law", *Econometrica,* No. 25, pp. 532-551.

KENNEDY, Eileen (1987), "The Nutrition Effects of Subsidized Milk Distribution Schemes: Evidence and Justification", presentado al Taller IFPRI sobre la Economía del Desarrollo de los Lácteos en una Selección de Países y sus Implicaciones de Políticas, Copenhague, Dinamarca, Mimeo.

LANCASTER, Kelvin (1966), "A New Approach to Consumer Theory", *Journal of Political Economy,* vol. 74, pp. 132-157.

LEE, Lung-Fei y PITT, Mark M. (1983), "Specification and Estimation of Demand Systems

with Limited Dependent Variables", University of Minnesota, Minneapolis, MN., EE.UU.

OCHOA, Mario (1984), *Nutrición, Población y Distribución del Ingreso,* Talleres de Edición Avance, Bogotá, D.E., Colombia.

PERFETTI DEL CORRAL, Juan José (1986), "Consumo y Comercialización de Alimentos de Origen Campesino", FEDESARROLLO, Octubre, Bogotá, D.E. Colombia.

PINSTRUP-ANDERSEN, Per y CAICEDO, Elizabeth (1980), "El impacto Potencial de Cambios en la Distribución del Ingreso sobre la Demanda de Alimentos y la Nutrición Humana", *Revista de Planeación y Desarrollo* Volumen XII, Número 3, Septiembre-Diciembre.

PINSTRUP-ANDERSEN, Per (1984), "The Nutritional Impact of the Colombian Food and Nutrition Program in the State of Cauca, Colombia", International Food Policy Research Institute, Washington, D.C., EE.UU.

PITT, Mark M. (1981), "Food Preferences and Nutrition in a Poor Developing Country: An Analysis of a Household Expenditure Survey of Rural Bangladesh", University of Minnesota, Minneapolis, MN., EE.UU.

PITT, Mark M. y ROSENZWEIG, Mark R. (1984), "Health and Nutrient Consumption Across and Within Farm Households", University of Minnesota, Minneapolis, MN., EE.UU.

SHAH, C.H., SAWANT, S.D. y SANGHAWI, B.I. (1983), *Nutrition Gap/An Economic Analysis,* Himalaya Publishing House, Bombay, India.

SIDRAUSKI, M. (1967), "Inflation and Economic Growth", *Journal of Political Economy,* December Issue.

SILBERBERG, Eugene (1985), "Nutrition and the Demand for Tastes", *Journal of Political Economy,* vol. 93, No. 5, p. 881.

STONE, J.R.N. (1953), *The Measurement of Consumer's Expenditure and Behaviour in the United Kingdom, 1820-1938,* vol. I, Cambridge University Press, Cambridge, Gran Bretaña.

STRAUSS, John (1982), "Determinant of Food Consumption in Rural Sierra Leone: Application of the Quadratic Expenditure System to the Consumption-Leisure Component of a Hoysehold-Firm Model", *Journal of Development Economics,* December Issue, pp. 327-354.

STRAUSS, John (1984), "Joint Determination of Food Consumption and Production in Rural Sierra Leone: Estimates of a Household Firm Model", *Journal of Development Economics,* Vl. 14, Nos. 1-2, Enero-Febrero, pp. 77-103.

TIMMER, C. Peter (1978), "The Impact of Price Policy on Protein-Calorie Intake", Harvard University, Boston, MA., EE.UU., Mimeo.

TIMMER, C. Peter y ALDERMAN, Harold (1979), "Estimating Consumption Parameters for Food, Policy Analysis", *American Journal of Agricultural Economics,* vol. 51., no. 5.

TIMMER, C. Peter, FALCON, Walter P. y PEARSON, Scott R. (1983), *Food Policy Analysis,* publicado para el Banco Mundial por The John Hopkins University Press, Baltimore, MD., EE.UU.

URIBE MOSQUERA, Tomás (1986), "Background Information to the Study on Household Food Consumption and Nutritional Rationality in Colombia", Harvard University, Boston, MA, EE.UU., Mimeo.

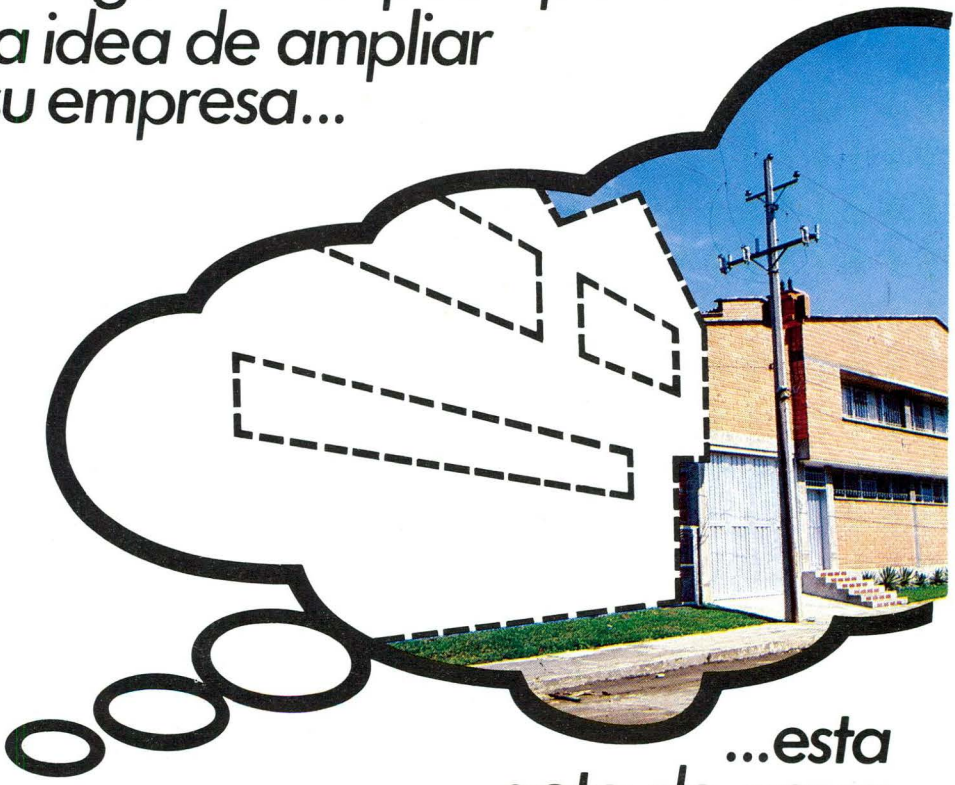
URIBE MOSQUERA, Tomás (1987a), "Revaluación de la Inseguridad Alimentaria en Colombia, en Coyuntura Económica, FEDESARROLLO, Vol. XVII, No. 1, Abril 1987.

URIBE MOSQUERA, Tomás (1987b), "Programas Alimentarios de Corto y Mediano Plazo": Ponencia presentada ante el II Congreso Latinoamericano de Economía Agrícola, Ciudad de México, México.

WEISSKOPF, R. (1971), "Demand Elasticities for a Developing Economy", in *Studies in Development Planning,* Editor: Chenery, Hollis, B., Harvard University Press, Cambridge, MA., EE.UU.

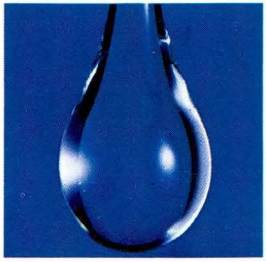
ZUHAIR, Hassan y JOHNSTON, Stanley R. (1979), "The Demand for Meat in Canada: An Application of the Transformation of Variables", *Canadian Journal of Agricultural Economics,* vol. 27, No. 3.

Si alguna vez pasó por su mente la idea de ampliar su empresa...



...esta gota de agua refrescará su memoria.

Esta gota de agua, hace que los deseos de progreso vuelvan a su mente.
Porque le recuerda que la Corporación Financiera Nacional S.A. brinda asesorías, consejos técnicos y le financia la creación o ampliación de su empresa.
Entonces, si ampliar su empresa había pasado por su mente, realícelo!
No lo deje en su mente.



CORPORACION FINANCIERA NACIONAL S.A.
Fuente de progreso.

OFICINAS EN MEDELLIN El Poblado Tel: 266 55 11 - Parque de Berrio Tels: 251 43 00
251 40 82 - 251 38 68 - 251 88 24 Laureles Tels:250 37 35 - 250 34 56 - 250 34 76
OFICINA EN BOGOTA Tel: 217 37 00 – OFICINA EN CALI Tels:81 61 24 - 81 61 67

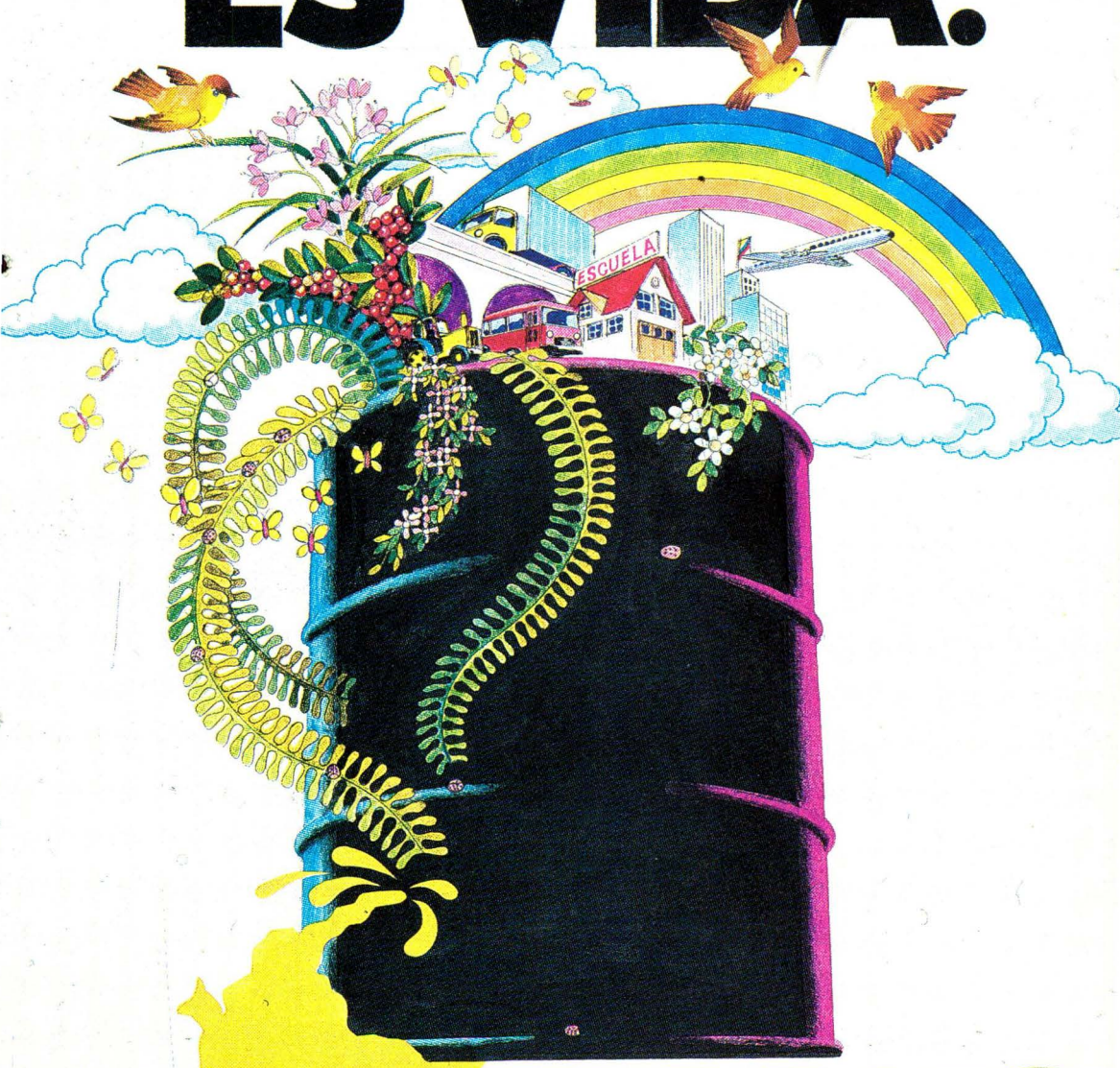
EN EL BANCO DE CALDAS TENEMOS UNA GRAN CAPACIDAD PARA ENTENDERNOS CON LA GENTE!



BANCO DE CALDAS

Patrimonio Cafetero Colombiano

PETROLEO ES VIDA.



PROTEJALO.

ASEGURADORA

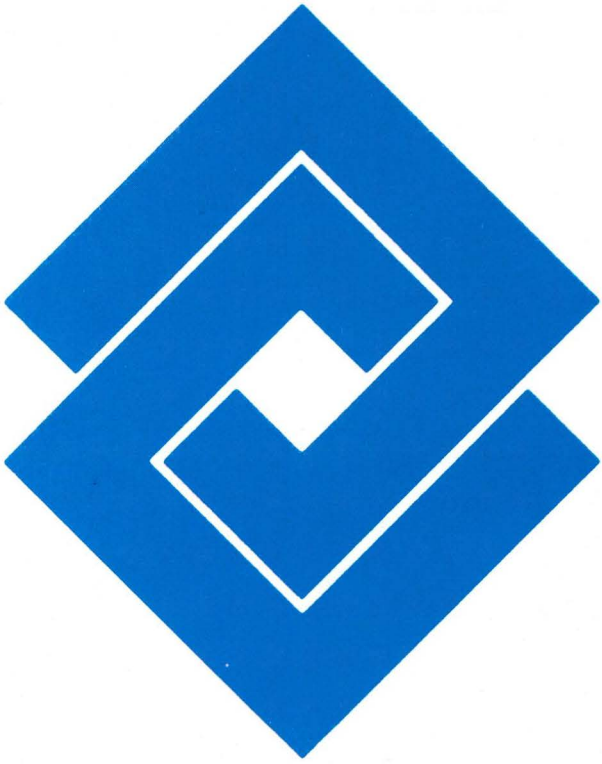
Grancolombiana

Con seguridad... le servimos!

Ahora, puede estar seguro
que lo importante para usted...
está seguro!

ASEGURADORA
Grancolombiana S.A.

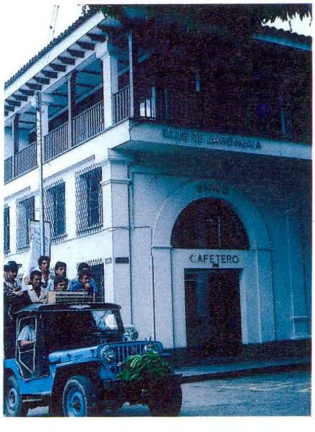
Conmutador: 285 65 20
A.A. 10454 - 029693 - 123
Cables: Granseguros Bogotá, D.E.



Banco de Occidente

Pensamos como usted,
lo que vale es la gente.





CUANDO PARA SER UN GRAN BANCO... HAY QUE SABER SER PEQUEÑO.

Ser un gran banco muchas veces significa saber ser pequeño, para acomodarse a todas las necesidades del cliente; que cada uno sienta la atención cálida, así se trate de la más simple operación.

Servir a todos, desde el más pequeño ahorrador hasta el más grande inversionista y hacer que se sientan cómodos, como en su casa.

Por eso nos tecnificamos sin olvidarlo a Usted.

MUCHOS SERVICIOS PARA MAS GENTE !

Banco Cafetero
Seguridad Servicio Solidez

EL GRAN CONCIERTO BROTHER

MAQUINA DE ESCRIBIR OFICIAL DE LOS JUEGOS OLIMPICOS SEUL - COREA 1988

Manos felices, manos Brother

Manos que todos los días se recrean imprimiendo dinamismo a la empresa moderna. Manos que estampan su firma en cartas y documentos de impecable presentación. Manos que ejecutan un productivo concierto en la mayor gama de máquinas electrónicas del mercado (compactas, estándar y ejecutivas) cubriendo todas las necesidades de procesamiento de textos de la oficina eficiente y con la más avanzada tecnología japonesa de hoy.

Además, cada electrónica Brother tiene incorporado el sólido Servicio Integral a Clientes de la División Máquinas y Equipos de Carvajal S.A., que brinda asesoría en su compra racional, enseñanza en su operación y servicio permanente.



brother®
El récord de la productividad

Representante exclusivo para Colombia
DIVISION MAQUINAS Y EQUIPOS DE CARVAJAL S.A.

CARVAJAL
HACE LAS COSAS BIEN

22

COLECCION

estudios CIEPLAN

REACTIVACION EXTERNA Y POLITICA FISCAL /
M. MARFAN

PAGARES DEUDA EXTERNA /
R. FFRENCH-DAVIS

FUGA DE CAPITALES /
J.P. ARELLANO Y J. RAMOS

DEMANDA POR DINERO /
R. LABAN

NO TRANSICION A LA DEMOCRACIA /
R. CORTAZAR

GESTION DE MUNICIPIOS EN SANTIAGO /
D. RACZYNSKI Y C. SERRANO

CRISIS CIENCIA ECONOMICA /
P. MELLER

Suscripción: 3 números US$ 28 c. Aéreo.
Colección Estudios CIEPLAN aparece los meses de junio y diciembre.
Editado por CIEPLAN, Av. C. Colón 3494, Casilla 16496, Correo 9, Santiago, Chile.

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

Junta de Asesores: Presidente (pendiente la designación de Presidente de la Junta de Asesores por parte de las Instituciones Patrocinadoras a raíz de la muerte de D. Raúl Prebisch), Rodrigo Botero, Fernando H. Cardoso, Aldo Ferrer, Enrique Fuentes Quintana, Celso Furtado, Norberto González, David Ibarra, Enrique V. Iglesias, José Matos Mar, Francisco Orrego Vicuña, Manuel de Prado y Colón de Carvajal, Luis Angel Rojo, Santiago Roldán, Germánico Salgado, José Luis Sampedro, María Manuela Silva, Alfredo de Sousa, Osvaldo Sunkel, María C. Tavares, Edelberto Torres Rivas, Juan Velarde de Fuertes, Luis Yáñez-Barnuevo, Gert Rosenthal y Emilio de la Fuente (Secretarios).

Director: Aníbal Pinto

Consejo de Redacción: Carlos Bazdresch, A. Eric Calcagno, José Luis García Delgado, Adolfo Gurrieri, Augusto Mateus, Juan Muñoz, Luis Rodríguez-Zúñiga y Angel Serrano (Secretario de Redacción).

N.° 11 (páginas) **Enero-Junio 1987**

SUMARIO

EL TEMA CENTRAL: «EL SISTEMA CENTRO-PERIFERIA EN TRANSFORMACION»

- Norberto González, *Vigencia actual del Sistema Centro-Periferia.*
- Osvaldo Sunkel, *Las relaciones centro-periferia y la transnacionalización.*
- Aldo Ferrer, *El sistema centro-periferia y la política económica. Una ilustración sobre el caso argentino.*
- Helio Jaguaribe, *Autonomía y hegemonía no sistema imperial americano.*
- Fernando Fainzylber, *Las economías neoindustriales en el Sistema Centro-Periferia de los ochenta.*
- Jan Kňakal, *El bloque socialista europeo y el sistema centro-periferia.*
- Samir Amín, *El Estado y el desarrollo: ¿Construcción nacional popular o construcción socialista?*
- Mikel Buesa y José Molero, *Centro-Periferia en Europa: la especialización internacional de la industria española (1970-1983).*
- Augusto Mateus, *Economías semiperiféricas e desenvolvimento desigual na Europa (Reflexões a partir do caso português).*
- Mario Murteira, *Do colapso do último império colonial às novas articulaçoes periféricas na Europa e na Africa.*
- Armando Di Filippo, *El deterioro de los términos de intercambio treinta y cinco años después.*
- Víctor Tofman, *Progreso técnico, empleo y desarticulación social.*

Y LAS SECCIONES FIJAS DE:

- **Reseñas Temáticas**: Examen y comentarios —realizados por personalidades y especialistas de los temas en cuestión— de un conjunto de artículos significativos publicados recientemente en los distintos países del área iberoamericana sobre un mismo tema. Se incluyen diez reseñas realizadas por Alfredo Fernando Calcagno, Luis Alberto Gómez de Sousa, etc. (latinoamericanas); Juan Hernández Andreu, Alfonso Rebollo Arévalo, etc. (españolas); Armindo Patricio da Silva (portuguesas).
- **Resúmenes de artículos**: más de 150 resúmenes de artículos relevantes seleccionados entre los publicados por las revistas científico-académicas del área iberoamericana durante 1986-1987.
- **Revista de Revistas Iberoamericanas**: Información periódica del contenido de más de 140 revistas de carácter científico-académico, representativas y de circulación regular en Iberoamérica en el ámbito de la economía política.

- **Suscripción por cuatro números**: España y Portugal, 5.000 pesetas y 40 dólares; Europa, 45 dólares; América y resto del mundo, 50 dólares.

Instituto de Cooperación Iberoamericana
Revista Pensamiento Iberoamericano
Avenida de los Reyes Católicos, 4
28040 Madrid
Teléfono: 244 06 00 (Ext. 300)
Télex: 412 134 CIBC E

LECTURAS DE ECONOMIA

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

No. 22. Enero-abril de 1987

Marc W. Herold y Nicholas Kozlow: *Una nueva división internacional del trabajo en la Cuenca del Caribe: ¿la materialización de un fantasma?.* Marta Luz Henao y Oliva Sierra: *El sector informal en Colombia: realizaciones y posibilidades.* Darío Vélez, Guillermo Pérez y Javier Ramírez: *La medición de la pobreza: una discusión metodológica.* Jean Cartelier: *Teoría del valor o heterodoxia monetaria: los términos de una opción.* Rodney Maddock: *A propósito de la Misión Chenery: la importancia de las medidas de duración del desempleo.* María Teresa Uribe de Hincapié: *El legado intelectual de Antonio Gramsci: a propósito del cincuentenario de su muerte.* Gonzalo Betancur: *Gunnar Myrdal. In Memoriam.* José Alberto Muñoz y Mario Gaviria: *Las políticas para el sector externo colombiano. 1982-1986: el éxito de la heterodoxia.*

Separata. Gonzalo Paredes, Hernán Zambrano, Mariano Arango, Tarcisio Siabato, CEGA, Darío Fajardo y Fernando Bernal: *Economía Campesina: espacio económico y políticas.*

No. 23. Mayo-agosto de 1987

Adolfo Meisel: *Por qué se disipó el dinamismo industrial de Barranquilla en la posguerra.* Jorge Cáceres: *La Teoría General de Keynes y su pertinencia para el caso colombiano.* Alvaro Lobo: *El subsidio al precio del oro en Colombia.* Oliva Sierra: *La tasa natural de desempleo: crítica a la curva de Phillips.* Carlos Esteban Posada: *Lauchlin Currie y la macroeconomía convencional: una interpretación.* Darío Vélez, Guillermo Pérez y Javier Ramírez: *Indices de pobreza y funciones de bienestar.*

Valor de la suscripción anual (tres números). Colombia: Ordinaria. $1.500. Estudiantes (anexar constancia). $1.200. Exterior: US$ 40. Correspondencia, canje y suscripciones: Lecturas de Economía. Universidad de Antioquia. Apartado 1226. Medellín. Colombia.

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 24 DICIEMBRE 1987 Nº 73

Estimación de una demanda dinámica por trabajo.
Patricio Rojas

Salarios mínimos y medios: análisis de la causalidad. Los casos de Argentina, Brasil y Chile.
M. Paldam, Luis Riveros.

Proceso de endeudamiento externo y ajuste de precios.
Hugo E. Albornoz.

Ahorro interno y crecimiento económico: Un enfoque de Cuentas Nacionales.
Mario A. Gutiérrez U.

Modelo de valuación de activos de capital y riesgo financiero.
Rodrigo de la Cuadra G., Victor García O.

Interacción entre la tasa de interés por los depósitos a plazo y la calidad de los servicios en cuenta corriente.
Enrique Marshall F.

El teorema de extracción de señales y la estimación de parámetros variables: una nota.
Raúl Labán.

PRECIO SUSCRIPCION ANUAL (CUATRIMESTRAL). 1987

INSTITUCIONES

Chile	$	2.500
América Latina	US$	36 (incluye envío aéreo)
Europa y U.S.A.	US$	42 (incluye envío aéreo)

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

Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile
Oficina de Publicaciones
Casilla 274-V, Correo 21
Santiago-Chile

SINDICALISMO Y POLITICA ECONOMICA



Hernando Gómez B.
Rocío Londoño B.
Guillermo Perry R.

Este libro reune un conjunto de ensayos sobre la capacidad de acción del movimiento sindical colombiano, para defender el nivel de vida de los trabajadores.

$1.700.00

COEDICION: FEDESARROLLO - FESCOL - CEREC

Adjunto envío cheque No._____del Banco _____ por valor de _____
Correspondiente al pago del libro _____
Nombre_____ (Letras de imprenta)
Dirección_____ Tel.: _____ Ciudad _____

COLOMBIA Y LA ECONOMIA MUNDIAL 1830 – 1910

José Antonio Ocampo



Un análisis de las alternativas de desarrollo de la economía colombiana en el siglo pasado y de su inserción en el capitalismo mundial a través del comercio.

$1.100.00 US$15.00

COEDICION SIGLO VEINTIUNO EDITORES – FEDESARROLLO

Adjunto envío cheque No._____ del Banco _____por valor de _____
correspondiente al pago del libro _____

Nombre _____ (letras de imprenta)
Dirección: _____ Tel.:_____ Ciudad:_____