Análisis Coyuntural

análisis POLITICO

Correspondencia, suscripciones y canje

Apartado Aéreo No. 14490
Fax: 2684489
Bogotá, Colombia

No. 14, septiembre a diciembre de 1991

CONTENIDO

PRESENTACION	Comité Editorial	2
ESTUDIOS		
* Las nuevas ceremonias de la paz	William Ramírez Tobón	8
* El Estado y la educación superior: perspectivas para la década de los noventa	Ricardo Lucio Mariana Serrano	34
DEMOCRACIA		
* La accidentada marcha hacia la democracia participativa en Colombia	Orlando Fals Borda	46
COYUNTURA		
* El sicariato en Medellín: entre la violencia política y el crimen organizado	Carlos Miguel Ortiz	60
* Hacia un nuevo orden mundial	Luis Alberto Restrepo	74
DEBATE		
* ¿Vamos al cine?	Carlos Alvarez Carlos Duplat Sergio Cabrera Camila Loboguerrero	90
RESEÑAS		
* Cuarenta años de desarrollo. Su impacto social, de Miguel Urrutia, editor	Andrés López	98
* Los nuevos retos electorales —Colombia 1990: antesala del cambio—, de Rubén Sánchez David, editor	Gina Paula	100
* ¡Viva Cristo Rey!, de Silvia Galvis	Francisco Leal Buitrago	102
* Germán Martínez y Manuel Romero en la Biblioteca Luis Angel Arango	Estela Vecino Bueno	104
BIBLIOGRAFIA TEMATICA		
* Partidos políticos en América Latina y en Colombia	Juan Pablo Rodríguez Pilar Gaitán	106
AL MARGEN		
* Encapuchados de aquí y allá		115

Análisis Coyuntural

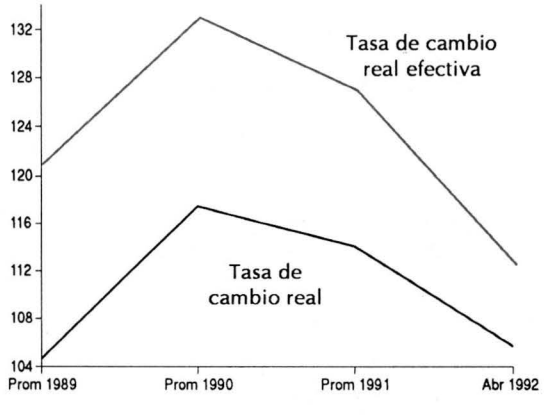
I. LA IMPORTANCIA DE DEFENDER LA TASA DE CAMBIO

El deterioro de la competitividad de las exportaciones a lo largo del año pasado y lo que va corrido de éste, ha alcanzado ya magnitudes preocupantes. La tasa de cambio real que corresponde a las exportaciones menores ha sufrido una revaluación de 13.9% entre su nivel más alto, alcanzado en el último trimestre de 1990, y el primer trimestre de 1992. Esta tendencia revaluacionista de la tasa de cambio real se aceleró en los primeros tres meses de este año, pues la tasa cayó 7.6%, respecto al último trimestre de 1991. El índice de la tasa de real de las exportaciones menores real llegó en los primeros tres meses de 1992 a un nivel muy similar al promedio de 1989.

Sin embargo, las anteriores cifras no muestran el panorama completo de lo que ha sucedido con la rentabilidad de las exportaciones. Las modificaciones en la política de promoción (CERT, tasas de interés y Plan Vallejo) han ido a un ritmo incluso más rápido y han ocasionado un descenso mayor de la tasa de cambio real efectiva para las exportaciones. La tasa de cambio efectiva se ha reducido un 17% desde su nivel promedio de 1990, año en que alcanzó su punto máximo. En abril de este año alcanzó ya niveles inferiores a los de 1989, siendo 9% inferior a la de dicho año (Gráfico 1).

No sorprende, entonces, la evolución de las exportaciones menores. Estas han venido reduciendo su ritmo de crecimiento desde mediados del año pasado. En el primer trimestre de 1992 crecieron a una tasa de 3.3%, inferior a la del último trimestre de 1991 (9.3%), que ya se había reducido frente a la del primer trimestre del año, cuando las exportaciones menores estaban creciendo a un ritmo de

Gráfico 1. TASA DE CAMBIO REAL DE EXPORTACIONES (Indice 1986 = 100)

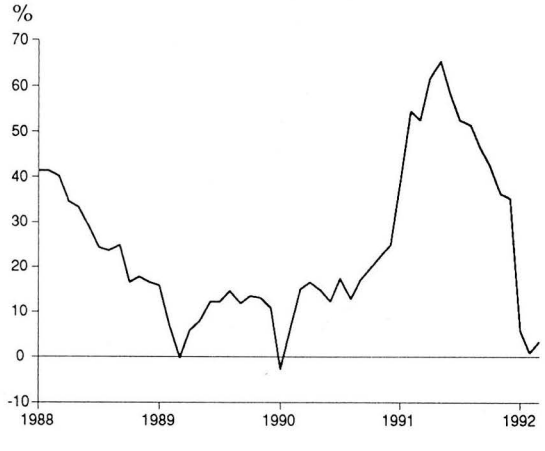


52.6%. El Gráfico 2 muestra claramente que la cifra de crecimiento de las exportaciones en 1991 (35.2%), que parece tan favorable, lo es menos cuando se mira su deterioro a lo largo del año. Este se ha acentuado fuertemente en los primeros meses de 1992.

Aunque una parte del deterioro reciente de las exportaciones menores puede atribuirse a una reducción de las prácticas de sobrefacturación —al haberse reducido significativamente los niveles de CERT, que son un incentivo para este comportamiento— y a un nivel muy desfavorable de los precios de algunos de nuestros principales productos no tradicionales (es el caso de las flores y el banano, el algodón y el azúcar), la reducción de la tasa de cambio tuvo que haber jugado un papel muy importante en la pérdida de su dinamismo, así como explicó también gran parte de su auge a partir de 1986.

Es posible que el nivel de tasa de cambio que se considere conveniente en el mediano y largo plazo, deba ser inferior al actual, o al de 1986, que ha sido considerado comunmente como de "equilibrio", debido a la solidez futura del sector externo. Son muchos los factores que se deben tener en cuenta para determinar cuál debe ser la tasa de equilibrio de una economía y la rentabilidad de las exportaciones es sólo uno de ellos. En Colombia debe buscarse que las empresas exportadoras compensen con aumentos de su productividad la reducción del tipo de cambio, y no dependan de un ritmo de devaluación real alto para establecer su rentabilidad. Sin embargo, es indudable que esta mayor eficiencia no se logra a un ritmo tan rápido como habría sido necesario en el último año y medio para compensar la reducción de la tasa de cambio. Muchas empresas y sus mercados ya conquistados no podrán sobrevivir la pérdida de competitividad a este ritmo. Por consiguiente, sigue siendo prioritario un manejo estable del tipo de cambio real, aunque tenga una tendencia a reducirse en el mediano plazo.

Gráfico 2. VARIACION ANUAL DE LAS EXPORTACIONES MENORES



La situación actual de las exportaciones se agrava, además, por el efecto que sobre la competitividad de las empresas tiene el racionamiento de energía. El aumento de costos que el racionamiento ocasiona en las empresas tiene el mismo efecto sobre su competitividad que una reducción de la tasa de cambio. Además debe tenerse en cuenta los problemas que enfrentan los exportadores para cumplir los cronogramas de pedidos. Su incumplimiento en muchos casos puede cerrar definitivamente un mercado conquistado a lo largo de varios años. Por lo tanto, el manejo de la tasa de cambio debe ser particularmente cuidadoso en esta coyuntura.

La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, es muy concluyente en cuanto a la evolución reciente de las exportaciones industriales. En las últimas encuestas se viene observando una reducción progresiva en el porcentaje de empresarios que reportan incrementos en sus volúmenes de exportación, (32% en abril vs. 47% en julio de 1991), mientras que aumenta el porcentaje de empresas que registran caídas absolutas (27% vs. 23%, en los mismos meses). Las explicaciones que se encuentran en la misma encuesta para este comportamiento son, por un lado, una pérdida de dinamismo de la demanda externa, pero el más evidente es una disminución de la rentabilidad: el

46% de las empresas indican en abril que su rentabilidad ha disminuido (sólo el 16% decían lo mismo en abril del año pasado).

El deterioro de la tasa de cambio real efectiva para las importaciones, por su parte, ha sido incluso mayor en el mismo período, pues las rebajas arancelarias han sido aún más bruscas que las de los incentivos a las exportaciones, lo cual representa una importante pérdida de competitividad para las industrias que compiten con las importaciones. Aunque éstas no han aumentado, e incluso se redujeron más rápidamente después de la última rebaja de aranceles, esta falta de dinamismo se explica porque han intervenido otros factores diferentes al precio en la determinación de las importaciones (la parálisis de la inversión, la incertidumbre frente a la política arancelaria, la debilidad de la demanda, el estancamiento de las importaciones oficiales, entre otros). Sin embargo, las licencias de importación sí han crecido, especialmente en los primeros meses de este año (34.7% en el primer trimestre del año frente a 2.8% en 1991).

En términos generales, la situación de la balanza comercial del país será en el futuro cercano menos sólida de lo que fue en el último año. El deterioro del mercado cafetero contribuye a este resultado y tampoco debe desestimarse el efecto del fracaso de las conversaciones de paz sobre la capacidad exportadora del sector petrolero. Ante una situación menos sólida en la cuenta corriente, el riesgo de fluctuaciones fuertes en la cuenta de capitales se hace mayor. Por consiguiente, un tipo de cambio real determinado estrictamente con base en estos ingresos puede llevarnos a una situación delicada en el sector externo.

Vale la pena hacer aquí una breve digresión sobre la importancia que tiene mantener un nivel adecuado de la tasa de cambio durante un proceso de apertura comercial y cambio estructural. La evidencia internacional muestra que los países que han sido exitosos en estos procesos han logrado mantener niveles adecuados y estables de la tasa de cambio real. Los que no, se han visto obligados a reversar su proceso de apertura. Un trabajo de Edwards[1], presentado aquí en Colombia cuando se iniciaba el proceso de apertura, y que resulta premonitorio en varios aspectos, muestra dicha evidencia empírica y enfatiza enormemente la importancia de la tasa de cambio real como un requisito esencial para el éxito de un proceso de cambio estructural del tipo emprendido por Colombia.

II. EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN Y TASAS DE INTERÉS

Sin embargo, las opciones que se presentan para el manejo cambiario son reducidas. La alternativa de acelerar el ritmo de devaluación de la tasa de cambio oficial no es viable puesto que no sería creíble en la actual coyuntura de abundancia de divisas. Dado el funcionamiento actual del sistema cambiario, una aceleración de la tasa de cambio oficial, que es la única sobre la cual tienen discrecionalidad las autoridades económicas, tendría muy poco efecto sobre la tasa de cambio de mercado que es la relevante para todas las operaciones cambiarias. Esta última continuará reflejando las condiciones de la oferta y la demanda de divisas a través, básicamente, del descuento con que se cotiza el certificado de cambio en el mercado, puesto que éste es el que determina, en gran parte, el nivel de la tasa de cambio representativa del mercado. La tasa de cambio de mercado podría devaluarse a un ritmo superior al oficial —como, de hecho, lo ha venido haciendo en los últimos dos meses— en la medida en que se vaya reduciendo el descuento. Por lo tanto, deben buscarse los mecanismos para afectar este descuento.

---

[1] Sebastián Edwards, "Reformas estructurales y apertura en los países en desarrollo: el problema de la secuencia y la velocidad" en Florángela Gómez Ordóñez, ed., *Apertura económica y sistema financiero*, Asociación Bancaria de Colombia, 1990.

Los determinantes del descuento del certificado de cambio respecto a la tasa de cambio oficial son, por un lado, la rentabilidad de los activos financieros con los cuales compite directamente, y la devaluación esperada durante el plazo del certificado, que es la variable que determina la rentabilidad de mantener este papel. Una reducción en la tasa de interés de los activos financieros domésticos tiende a reducir el descuento del certificado, pues lo hace más atractivo respecto a éstos. Por lo tanto, un descenso de las tasas de interés domésticas, manteniendo todo lo demás igual, puede causar una devaluación de la tasa de mercado superior a la de la oficial. La política de reducción de las tasas de interés domésticas está muy bien encaminada, pues no sólo desincentiva el ingreso de divisas sino que contribuye a mejorar la rentabilidad de las exportaciones y a proteger a las producciones competitivas con importaciones.

Sin embargo, una reducción en el ritmo esperado de devaluación opera en la dirección contraria, pues tiende a aumentar el descuento, al reducir el atractivo de mantener activos denominados en dólares. Además, por esta misma razón, induce la entrada de capitales. Lo que es más crítico es que, a diferencia de las tasas de interés, las autoridades tienen poco control sobre estas expectativas, cuyos determinantes son difíciles de identificar. Sin embargo, cualquier señal que den las autoridades que contribuya a aumentar las expectativas de devaluación —o reducir las expectativas de revaluación— contribuirá a mejorar el nivel de la tasa de cambio y a reducir el ingreso de divisas. Bajo este punto de vista, resulta especialmente criticable el anuncio, deliberado o no, que hicieron las autoridades a principios del año sobre un ritmo de devaluación del 15% para el año. Esto hizo que el público revisara sus expectativas de devaluación hacia abajo, perjudicando el manejo cambiario. Con este objetivo en mente, el de afectar las expectativas, es que Fedesarrollo ha venido enfatizando la necesidad de frenar las entradas de divisas del sector público y de buscar mecanismos de sustitución de deuda externa por deuda interna, pues es un hecho que el alto nivel de las reservas está incidiendo sobre las expectativas de devaluación.

Resulta interesante ver cuál ha sido la evolución de estas dos variables críticas para la política cambiaria en los últimos meses. Si bien la tasa de interés interna es una variable directamente observable, las expectativas de devaluación no lo son. Sin embargo, la determinación del descuento del certificado de cambio tiene implícitas unas expectativas de devaluación, las cuales pueden "aislarse", haciendo unos supuestos muy simples sobre el funcionamiento de este mercado.

En un mercado competitivo la rentabilidad del certificado de cambio y la de los activos financieros que compiten directamente con él como alternativas de inversión tienden a igualarse. Por consiguiente, si el ritmo de devaluación futuro fuera conocido, para igualar las dos rentabilidades el descuento del certificado de cambio debería ser igual a la diferencia entre la tasa de interés doméstica competitiva y el ritmo de devaluación. Como la devaluación futura no se conoce, los agentes calculan la rentabilidad del certificado, es decir, determinan su descuento, con base en la devaluación esperada por ellos. Por consiguiente, la diferencia entre la rentabilidad de los activos domésticos y el descuento del certificado de cambio representa la tasa de devaluación esperada por el público. En el Gráfico 3-A, ésta está representada por el área sombreada. Para hacer este cálculo hemos supuesto que los activos financieros que compiten directamente con el certificado de cambio son los títulos de participación, por lo cual tomamos la tasa de interés de las OMAs como indicador de la rentabilidad doméstica. En cuanto al descuento del certificado de cambio, lo hemos aproximado a través del diferencial que existe entre la tasa de cambio oficial y la tasa de cambio representativa del mercado.

En el gráfico se observa que el ritmo anual de devaluación esperada por el público pasó de 18% a principios de enero a cerca de 8% a fines de

Gráfico 3A. DEVALUACION ESPERADA Enero - Mayo 1992

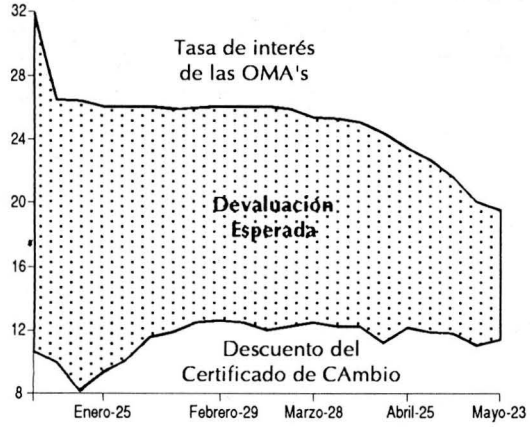
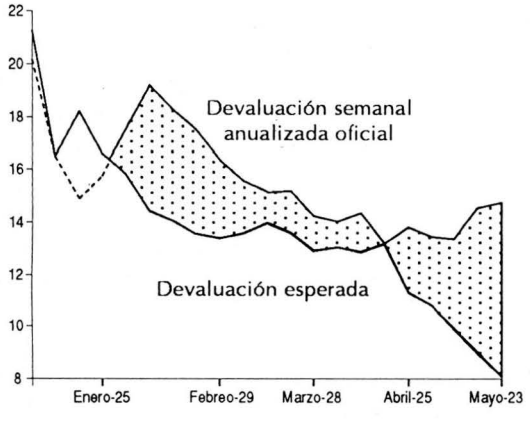


Gráfico 3B. EXPECTATIVAS DE REVALUACION Enero - Mayo 1992



mayo. En febrero se dió una reducción importante en el ritmo esperado de devaluación, cuando pasó a cerca del 13% como consecuencia de los anuncios del gobierno. En abril y mayo, la reducción en las tasas de interés no se tradujo en una reducción paralela del descuento, lo cual refleja que la devaluación esperada se estaba reduciendo simultáneamente.

En el Gráfico 3-B se observa claramente el descenso en la devaluación esperada durante los primeros cinco meses del año. Si ésta se compara con el ritmo de devaluación oficial —calculado como la devaluación semanal anualizada—, que en los últimos meses se ha situado alrededor del 15% (tal como se anunció), encontramos que la diferencia entre las dos se redujo entre febrero y abril, cuando llegaron a igualarse. A partir de entonces se han separado aceleradamente.

Esta brecha entre la devaluación observada —oficial anualizada— y la devaluación esperada representa las "expectativas de revaluación" o, más estrictamente, el monto en el cual se espera que se reduzca la devaluación oficial en los próximos doce meses. El público puede esperar que esto se dé ya sea a través de una revaluación súbita o de una reducción en el ritmo de la devaluación. En adelante, cuando nos refiramos a las "expectativas de revaluación", nos estaremos refiriendo a una devaluación esperada por el público que es inferior a la observada de la tasa de cambio oficial.

Las expectativas de revaluación representan una variable crítica para el manejo económico en este momento. No sólo son causadas, en gran parte, por los flujos de capitales (además del alto nivel de las reservas y las perspectivas de solidez del sector externo colombiano), sino que refuerzan el proceso de entrada de capitales, conduciendo así a que ellas mismas se cumplan. Está, entonces, la economía en un círculo vicioso de expectativas de revaluación - mayores flujos de capitales - mayores expectativas de revaluación.

Los flujos de capitales dependen estrechamente del diferencial entre la rentabilidad externa y la interna (véase *Coyuntura Económica*, Abril 1992), y en el cálculo de la rentabilidad externa están involucradas las expectativas de devaluación. Si incorporamos el cálculo de devaluación esperada efectuado arriba en el cálculo de la rentabilidad externa, encontramos que estas expectativas de revaluación cada vez mayores han impedido que se cierre el diferencial de rentabilidades a pesar de la fuerte reducción en la rentabilidad de los activos domésticos (Gráfico 4-A).

Gráfico 4A. RENTABILIDAD INTERNA Y EXTERNA (Enero 1990 - Mayo 1992)

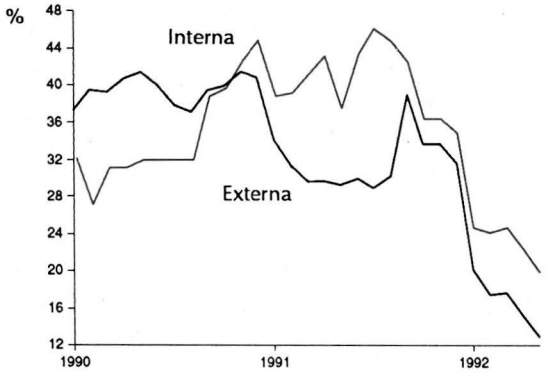


Gráfico 4B. FLUJO DE RESERVAS PRIVADAS Y DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD (Enero 1990 - Mayo 1992)

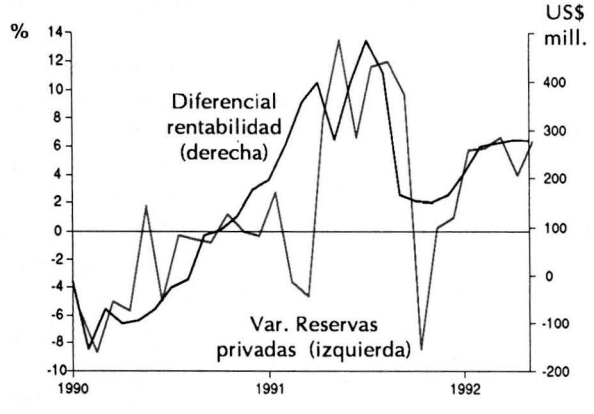
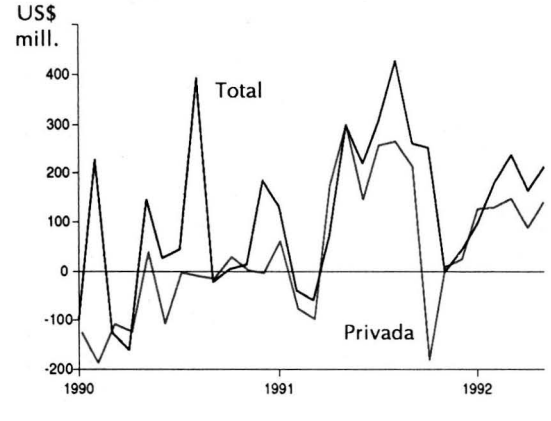


Gráfico 4C. FLUJOS DE RESERVAS TOTAL Y PRIVADA (Enero 1990 - Mayo 1992)



En el Gráfico 4-B se ve claramente la relación entre el diferencial de rentabilidades y los flujos de capitales del sector privado, que pone de presente la importancia de reducir ese diferencial. Esta relación es mucho mejor cuando se incorporan las expectativas de devaluación calculadas con el método descrito arriba, que cuando se aproximan éstas mediante la devaluación anualizada de la tasa de cambio oficial. Esta fuerte correlación entre el diferencial de rentabilidad y los flujos implica que las tasas de interés internas tendrían que bajar aún más para compensar por las expectativas de revaluación.

En el nivel en que están ahora las tasas de interés, estamos teniendo todos los efectos desfavorables de mantener tasas de interés reales negativas, tales como un fuerte desincentivo al ahorro financiero y una tendencia a la desintermediación que, de prolongarse por mucho tiempo pueden ocasionar serias distorsiones al sistema financiero. A pesar de ello no se está logrando el objetivo buscado de revertir o frenar los flujos de divisas. Por lo tanto, sería preferible bajar, por un corto período, las tasas de interés pasivas a niveles aún menores, que compensen las expectativas de revaluación, con la finalidad de detener rápidamente los flujos, lo cual, a su vez, tendrá un efecto positivo sobre estas expectativas.

En cuanto a la medida de imponer controles sobre las tasas de interés activas, que se tomó con el objeto de desestimular el endeudamiento privado en el exterior, posiblemente tendrá un impacto muy reducido en términos de este objetivo, aunque puede tener un impacto importante en otros frentes. Los clientes que tienen la opción de endeudarse en los dos mercados, que generalmente son las grandes empresas, ya estaban obteniendo tasas de interés inferiores a la meta de 35-36.5% que se fijó para el promedio, debido a su alto poder de negociación con los bancos.

Los pequeños clientes, con escaso poder de negociación, sí se verán beneficiados por una rebaja en

el costo de sus recursos lo cual se reflejará en una mayor demanda de bienes de consumo durable y en una reducción en los costos de las pequeñas empresas. Estos dos factores tendrán un impacto positivo sobre la demanda agregada.

Sin embargo, el mayor costo de los controles es el de postergar indefinidamente el proceso de liberalización financiera que se había emprendido, y temporalmente suspendido con la imposición del encaje marginal de 100%. Posiblemente se habría logrado un objetivo similar de tasas de interés activas de haberse continuado con las medidas de reducción de encajes y de inversiones forzosas, y ésto habría sido más consistente con la filosofía de la apertura.

Las complicaciones que para el manejo económico, y especialmente para el sostenimiento de la tasa de cambio, están causando los flujos de capitales, nos hace recordar nuevamente el artículo de Edwards que ya mencionamos, en donde se hace un recuento de la literatura y la evidencia empírica sobre la velocidad y la secuencia de los procesos de apertura. En él se concluye que debe hacerse primero la apertura comercial y, cuando ésta se ha consolidado, abrir la cuenta de capitales. La razón que se arguye en el artículo para esta secuencia es, precisamente, la inconveniencia para el manejo de la tasa de cambio de tener flujos de capital, por naturaleza inestables. La evidencia empírica indica que en la mayoría de los países, al abrir la cuenta de capitales se han dado entradas de capitales y no la temida fuga de divisas, con las consecuencias depresivas que ésto implica para la tasa de cambio. También se concluye en el artículo algo que señalamos en la entrega anterior de Coyuntura Económica y que, dados los acontecimientos recientes vale la pena enfatizar: la apertura de la cuenta de capitales no debe hacerse hasta que no se haya hecho la liberalización del sistema financiero.

III. FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO

La tercera parte del Gráfico 4 pone en evidencia un hecho que resulta especialmente preocupante en la coyuntura actual: de las reservas que ingresaron al país en los primeros cinco meses del año, que ascienden a US$895 millones, el sector público contribuyó con ingresos de capital por valor de US$210 millones. Aunque la cuenta de capital del sector público ha tenido un comportamiento neto negativo, estos desembolsos contribuyen a agravar el problema cambiario.

Esto pone de presente la importancia de definir un esquema adecuado de financiamiento del sector público y pone en perspectiva el problema fiscal que tanto se ha discutido en los últimos días.

El déficit que se está proyectando, de aprobarse la segunda versión del proyecto de reforma tributaria, que asciende a $740 mil millones, o cerca de 2.2% del PIB, tiene una parte que ya está financiada a través de la suscripción obligatoria de bonos por $270 mil millones. El déficit restante, equivalente a cerca del 1.4% del PIB, no sería preocupante desde un punto de vista macroeconómico puesto que no representará un aumento significativo de la demanda interna debido a que es causado primordialmente por factores que afectan la cuenta corriente externa del sector público (ingresos del Fondo Nacional del Café, mayores inversiones —importadas— del sector eléctrico), mientras que el interno, posiblemente se esté reduciendo debido al aumento de los impuestos y la reducción del precio interno real del café.

El problema del déficit en 1992 es su financiación, la cual se complica por su composición entre las diferentes entidades del sector público. El financiamiento externo debería descartarse del todo para no contribuir a la acumulación de reservas, pero esto no se ha hecho y se sigue contando con desembolsos por cerca de US$800 millones que ingresarán en lo que resta del año. La opción de cancelar anticipadamente deuda externa o sustituirla por interna se complica porque no existe un mecanismo de transferencia de recursos entre las entidades del sector público. En muchos casos las entidades que tienen las deu-

das no tienen la capacidad financiera de pagarlas anticipadamente, incluso hay algunas, como la Empresa de Energía de Bogotá, que tienen necesidad de refinanciar sus créditos, mientras que otras no tienen la capacidad de financiarse internamente debido a su escasa credibilidad proveniente de su fragilidad financiera y de desconfianza del público en su manejo.

Sin embargo, debe hacerse el esfuerzo de financiar internamente la mayor proporción posible del déficit. La situación actual de abundancia de recursos en el sistema financiero facilita este proceso y permite que además ésto se haga sin presionar excesivamente la tasa de interés ni competir con el financiamiento privado, que inducirían nuevas entradas de capitales como sucedió en el pasado. Sin embargo, subsisten problemas estructurales del sistema financiero que impiden que éste pueda utilizarse activamente para el financiamiento del sector público en unas condiciones que sean competitivas con el financiamiento externo.

El sector público requiere créditos de largo plazo, no sólo por la naturaleza de algunos de sus gastos (inversiones de larga maduración) sino porque financieramente es muy pesado servir un crédito de corto plazo. Por consiguiente, dada la estructura de las captaciones del sistema financiero colombiano, que son en su mayoría de corto plazo, se requeriría algún esquema de transformación de plazos al interior del sistema, es decir, un mecanismo de indización, que le permita prestar a largo plazo. Esto ha sido lo que se ha buscado con los títulos denominados en dólares que ha emitido el gobierno en varias ocasiones. Sin embargo, en la coyuntura actual, y precisamente por la existencia de expectativas de revaluación, para hacer competitivos estos papeles se requeriría que éstos tuvieran una rentabilidad adicional en dólares, lo cual resultaría muy costoso financieramente para el gobierno.

Esto nos lleva nuevamente a la urgencia que existe de eliminar las expectativas de revaluación, lo cual se logrará únicamente cuando se detengan los flujos de capitales. No deben despreciarse las medidas de tipo administrativo para controlar el ingreso de divisas. En realidad, lo que nos hace falta es cerrar un poco la cuenta de capitales, pues la abrimos demasiado pronto. También debe hacerse el máximo esfuerzo por parte del sector público para moderar sus entradas de dólares.

En este sentido podría buscarse algún mecanismo para que los desembolsos de los créditos externos pudieran hacerse en pesos y no en dólares. A fin de cuentas, algunos de los bancos que nos dan el crédito externo son filiales en el exterior de bancos nacionales que podrían hacer un cruce interno de cuentas con el fin de desembolsar aquí en pesos —que los tienen en abundancia—.