

# LA POLÍTICA ECONOMICA DURANTE 1987

## I. Introducción

1987 fue un año favorable para el sector real de la economía colombiana, a pesar de haberse visto afectada adversamente por diversos factores externos, tales como la caída en el precio internacional del café y la inmensa volatilidad e incertidumbre de los mercados financieros internacionales. La tasa de crecimiento del PIB real estuvo alrededor del 5.5%, la más alta registrada desde 1978, y el desempleo cayó al menor nivel de los últimos cuatro años.

El objetivo principal de la política económica en 1987 fue impulsar el crecimiento de la economía en un contexto de estabilidad cambiaria y de precios, lo que hacía indispensable mantener el ajuste macroeconómico obtenido en los últimos años. Para lograrlo, resultaba fundamental generar el ahorro interno que compensara la caída previsible en aquel producido por el sector cafetero. En efecto, a comienzos del año se preveía un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos como consecuencia de la caída en las cotizaciones internacionales del café. Así mismo, se observaba con preocupación que dicho déficit llegaría a ser financiado, en su mayor parte, con cargo a las reservas internacionales del país, ya que la situación del mercado financiero internacional dificultaba la obtención y desembolso de nuevos créditos externos en el transcurso del año. Por lo tanto, era necesario reducir el gasto doméstico e impulsar el crecimiento de la economía, para conseguir un incremento en el ahorro

interno, y así reducir el déficit externo. En síntesis, la pronunciada caída en los precios del grano hizo que el sector cafetero se convirtiera en desahorrador neto. Por ello era necesaria la compensación de este efecto por parte de otros sectores, de tal forma que el ahorro de la economía no disminuyera.

La política de generación de ahorro doméstico, especialmente en el frente fiscal, permitió controlar el gasto interno gracias a lo cual una mayor proporción de la producción quedaba disponible para la exportación. Lo anterior contribuyó a obtener un resultado ligeramente positivo en la cuenta corriente de la balanza de pagos y a que la caída de las reservas internacionales fuera insignificante.

En consecuencia, la política económica debía orientarse a mantener el equilibrio entre las fuentes del ahorro interno <sup>(1)</sup> y sus usos, los cuales están compuestos por la inversión pública y privada. Este balance resultaba indispensable no sólo para alcanzar el crecimiento deseado de la economía, sino para evitar la aceleración del ritmo inflacionario.

El elemento crucial dentro del esquema anterior fue el manejo de la política fiscal, cuyo propósito básico fue el de proveer a la autoridad de un mayor control y flexibilidad en la ejecución del gasto público. Esta discrecionalidad se requie-

(1) El ahorro interno está compuesto por el privado y el del sector público, definido éste como los ingresos corrientes menos los gastos corrientes de cada sector.

re para compensar los superávit y déficit que se generan en los diferentes niveles del sector público. En tal orden de ideas, la Administración Central redujo su déficit, mientras que el sector de hidrocarburos producía un sensible superávit, que sirvió en buena parte, para compensar el desajuste originado por algunas entidades descentralizadas, especialmente las empresas del sector eléctrico.

Durante 1987 la programación monetaria procuró que la variación de los medios de pago estuviera acorde con el crecimiento proyectado del PIB y la inflación esperada. Sin embargo, al terminar el año el crecimiento en los medios de pago (32.9%) fue superior al previsto, debido a presiones expansionistas no contempladas provenientes de operaciones en favor de algunas empresas públicas y de las reservas internacionales.

El objetivo de estas Notas es describir las políticas cambiaria, de comercio exterior, fiscal, y monetaria orientadas hacia el logro del equilibrio interno y externo, que permitieran, además, un adecuado crecimiento de la economía en un marco de estabilidad de precios y reservas internacionales. Las Notas comprenden cuatro secciones principales. En la primera se trata el tema del sector externo de la economía colombiana, haciendo énfasis en el proceso de contratación del crédito sindicado y en la diversificación de exportaciones. En la segunda se describe la situación de las finanzas públicas, recalando la urgencia de diseñar mecanismos que permitan compensar los desajustes al interior del sector público mismo sin recurrir a la emisión monetaria. En la tercera parte se presentan los principales acontecimientos en el sector monetario y financiero, mientras que la cuarta y última resume los resultados preliminares del sector real de la economía.

## II. Sector externo

A principios de 1987 se preveía un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, debido a los menores ingresos del café y al cuantioso saldo negativo que ocasionan los intereses de la deuda en la cuenta de servicios. Ante la imposibilidad de financiar dicho déficit mediante fuentes distintas a la desacumulación de reservas internacionales, se juzgó conveniente adoptar medidas para reducir el faltante al mínimo posible. En este sentido se orientaron las políticas cambiaria y de comercio exterior, obteniéndose finalmente un resultado favorable en lo que respecta al equilibrio externo de la economía.

### A. La deuda externa colombiana y el entorno internacional

Desde su comienzo, el año se caracterizó como uno de gran volatilidad e incertidumbre en los mercados financieros internacionales. La inestabilidad cambiaria de las principales monedas, originada en los desequilibrios fiscales y comerciales de los países industrializados, se veía agravada por las bajas tasas de crecimiento de sus economías, ante lo cual éstos apelaban frecuentemente a restricciones comerciales. Con ello se dificultaba aún más a los países latinoamericanos generar el superávit comercial necesario para servir la deuda externa. En lo que respecta a esta última, el proceso de negociación se vio entorpecido por la polarización de acreedores y deudores. Naturalmente, tal ambiente afectó el proceso de contratación y desembolso del llamado crédito "Concorde". Este se requería para mantener estables los niveles de préstamos de la banca comercial internacional y para propósitos de financiación del Gobierno Central, CARBOCOL y el sector eléctrico. Esto último resulta fundamental por cuanto las proyecciones para lo que resta de la década muestran que los posibles desequilibrios futuros en la balanza de pagos no surgirán de las políticas fiscales, monetarias o cambiarias, sino del perfil de

CUADRO 1

## Perfil de amortizaciones de la deuda pública externa desembolsada a junio 30 de 1987

(US\$ millones)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Multilateral .....	296	351	412	514	549	538	535
Bilateral .....	178	212	223	209	188	181	149
Banca Comercial .....	597	889	979	879	727	554	290
Proveedores .....	143	129	114	101	92	66	36
Bonos .....	5	2	2	5	23	23	23
<b>Total .....</b>	<b>1.219</b>	<b>1.582</b>	<b>1.729</b>	<b>1.708</b>	<b>1.579</b>	<b>1.363</b>	<b>1.033</b>

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República.

amortizaciones de la deuda pública externa, tal como puede observarse en el Cuadro 1. La necesidad de nuevo financiamiento externo surge, principalmente, del compromiso que el sector público tiene de cumplir con sus obligaciones de amortización con la comunidad financiera internacional. En consecuencia, evitar que disminuyera la "exposición" (2) de la banca internacional en el país era fundamental para cimentar la política de deuda externa hasta comienzos de la década entrante.

Adicionalmente, el sector público tiene requerimientos de financiamiento. De un lado, las necesidades de la Administración Central surgen del papel otorgado a ésta en el Plan de Desarrollo del Gobierno, para que sea el principal ejecutor de la inversión en zonas marginadas y en el área social (Plan Nacional de Rehabilitación, PNR). Por su parte, el sector eléctrico requería nuevos recursos para financiar el programa de ajuste sectorial y mejorar la capacidad de transmisión y distribución de energía. Finalmente, se necesitaban aportes financieros adicionales de CARBOCOL al proyecto El Cerrejón Zona Norte para compensar el bajo nivel actual de los precios del carbón y culminar algunas inversiones.

Ante la necesidad de mantener los niveles de deuda y dados los requerimientos de financiación descritos, el gobierno optó por solicitar nuevos recursos a la banca comercial internacional. En las Notas Editoriales del mes de agosto se explicó por qué ésta resultaba una ruta preferible a la reprogramación de las obligaciones, aún si ésta se lograra plantear dentro de un marco de mutuo acuerdo sugerido por los mismos bancos. El gobierno consideró que los beneficios de mantener su acceso al mercado internacional de capitales, producto del manejo macroeconómico serio, eran superiores a las potenciales e inciertas ventajas de la reprogramación de pagos, la cual, además podría generar dificultades fiscales severas.

Debido a algunas demoras en el proceso de contratación y desembolso del crédito "Concorde", la cuenta de capital de la balanza de pagos durante 1987 registró una disminución sustancial en los flujos netos de endeudamiento de largo plazo.

(2) Se refiere a la proporción de la deuda total a favor de la banca comercial internacional.

Lógicamente, esta tendencia no es sostenible en forma permanente. En 1988 el desembolso proyectado de este crédito restituirá el flujo de préstamos de largo plazo y en esa forma se reversa la situación experimentada durante este año.

Vale la pena recalcar aquí la importancia de la inversión extranjera como fuente de financiación. En 1986 ésta fue de US\$ 579.5 millones y en 1987 alcanzó los US\$ 349 millones, cifra menor debido a la culminación de las inversiones en los proyectos mineros y petroleros. La inversión foránea es una fuente importante de financiación con características favorables para el país, porque estos recursos son más estables que los obtenidos mediante empréstitos; de ahí la conveniencia que el Congreso adopte medidas que la faciliten, no sólo para el sector real sino

también para el financiero; el proyecto de ley que reforma el régimen de inversión extranjera en bancos y corporaciones merece especial atención.

## B. Exportaciones

En lo que concierne a las exportaciones del país, el hecho notorio durante 1987 fue su diversificación continuada. A pesar de que durante este año los reintegros por exportaciones de café se redujeron en aproximadamente un 45%, el valor de las exportaciones totales cayó en menos de 3% gracias a la contribución de los demás rubros. En particular, el descenso en el valor de las exportaciones cafeteras fue compensado en cerca de un 70% por el incremento en las de petróleo y derivados (véase Cuadro 2).

CUADRO 2

## Exportaciones colombianas según manifiestos de aduana en 1986 y 1987

(US\$ millones y %)

	1986 p	Participación (%)	1987 e	Participación (%)	Crecimiento 86/87 %
I. Café .....	2.736.0	(50.3)	1.520.6	(28.8)	-44.4
II. Menores .....	1.409.8	(25.9)	1.645.8	(31.2)	16.7
a) Agropecuarias .....	487.0	(8.9)	538.1	(10.2)	10.5
b) Industriales (1) .....	868.8	(16.0)	1.045.7	(19.8)	20.4
c) Mineras (2) .....	54.0	(1.0)	62.0	(1.2)	14.8
III. Petróleo y derivados .....	631.4	(11.6)	1.458.4	(27.7)	131.0
IV. Carbón .....	200.7	(3.7)	270.7	(5.1)	34.9
V. Oro .....	460.0	(8.5)	380.9	(7.2)	34.9
Total exportaciones FOB .....	5.437.9	(100.0)	5.276.4	(100.0)	-3.0

p = Provisional

e = Estimado.

(1) Incluye ferroniquel.

(2) Corresponde a esmeraldas, platino y sus aleaciones, y otros minerales.

Fuentes: DANE y Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

La caída en el valor de las exportaciones de café durante 1987 tuvo su origen en la dramática reducción en el precio internacional del grano (véase Cuadro 3), la cual se mitigó porque el volumen exportado presentó cuantías históricamente elevadas. Esto se debió a la inexistencia de cuotas en el mercado cafetero mundial durante 1986 y 1987 que permitió al país, en esta ocasión, compensar con volumen los menores precios.

El principal suceso cafetero del año fue el acuerdo protocolizado en octubre por parte de los países miembros de la Organización Internacional del Café, (OIC) según el cual se restableció el sistema de cuotas que estaba suspendido desde febrero de 1986; mediante el nuevo sistema le corresponde a Colombia exportar en el año cafetero 1987-1988 cerca de 8.7 millones de sacos, volumen que representa un 16.17% de las exportaciones mundiales. Con esto, el país logró mejorar ligeramente su participación dentro de la cuota global de exportación.

CUADRO 3  
Café

Año	Precio externo (1) Dólares por libra	Volumen exportado (Millones de sacos de 60 kilogramos)	Valor US\$ millones
1982 .....	1.40	8.86	1.515
1983 .....	1.32	9.21	1.443
1984 .....	1.45	10.19	1.734
1985 .....	1.46	10.04	1.702
1986 .....	1.95	11.30	2.736
1987 .....	1.18	11.28	1.572

(1) Precio promedio.

Fuentes: Fedecafé y Banco de la República.

El deterioro del panorama cafetero en 1987 fue compensado por la evolución de las exportaciones menores, las de petróleo y las de carbón. El dinamismo de las exportaciones menores se debió ante todo a la evolución de las de origen industrial. Estas, en los últimos dos años, han crecido a tasas equivalentes al doble de las agropecuarias (véase Cuadro 4). El buen desempeño de las exportaciones menores del sector industrial es reflejo, en gran medida, de la continuidad de la política cambiaria

CUADRO 4  
Exportaciones menores  
(Millones de dólares)

	1986		1987 p	
	Valor	Variación %	Valor	Variación %
1 Sector agropecuario .....	487.0	11.5	538.1	10.5
Banano .....	199.8	27.9	212.7	6.5
Flores .....	148.5	12.4	158.9	7.0
Demás .....	138.7	-7.0	166.5	20.0
2 Sector industrial .....	868.8	24.3	1.045.7	20.4
Alimentos, bebidas y tabaco .....	154.3	29.8	119.0	-22.9
Textiles .....	93.3	21.5	118.5	27.0
Confecciones .....	77.0	55.6	98.0	27.3
Cueros .....	72.2	45.3	97.5	35.0
Artes gráficas y editorial .....	89.5	21.9	125.3	40.0
Industria química .....	169.5	20.0	212.0	25.0
Industria de maquinaria y equipo .....	94.3	32.8	110.0	16.6
Demás .....	118.7	0.0	165.4	39.0

p = Proyectado.

Fuentes: DANE y proyecciones Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

que por varios años ha mantenido una tasa de cambio real competitiva.

En 1987 el valor de las exportaciones petroleras ascendió, según datos de la balanza de pagos, a US\$ 1.370 millones, suma que representó un incremento del 117% con respecto al año anterior. Sin embargo, el impacto del petróleo en la cuenta corriente es inferior a este monto, pues su efecto neto depende también del componente importado de esta actividad, del pago de utilidades y regalías, y de la compra de crudos en dólares a las compañías extranjeras.

Las perspectivas de este renglón para la economía son altamente favorables. En el ámbito nacional los sucesos petroleros del año fueron por un lado, el nivel de producción alcanzado por Cravo Norte (187.000 barriles diarios), y por otro, el incremento en las perforaciones de pozos exploratorios, (3) con lo cual ECOPE-TROL aspira a mantener el nivel de reservas en 2.000 millones de barriles hasta 1991.

En cuanto a las exportaciones de carbón, las elevadas tasas de crecimiento de su valor se lograron, a pesar de una ligera tendencia decreciente de los precios internacionales, gracias a los aumentos en el volumen de extracción; mientras en 1986 se exportaron 5.5 millones de toneladas, en 1987 se llegó a 9.6 millones. A pesar de los bajos precios del carbón registrados este año, su aporte a la generación de divisas, junto con la posibilidad de recuperación en el precio internacional de este producto, la explotación de El Cerrejón, mantiene las perspectivas favorables para el mediano plazo.

Finalmente, las compras de oro por parte del Banco de la República, registraron un descenso, pues su valor pasó de

US\$ 459.9 millones a US\$ 383.9 millones entre 1986 y 1987, a pesar de que el precio internacional promedio aumentó de US\$ 367.5 la onza a US\$ 446.0. La explicación principal de este fenómeno tiene que ver con el hecho de que las compras en los años pasados pudieron exceder la producción, habiendo resultado las primeras anormalmente elevadas sobre todo en 1986 (véase Cuadro 5). El volumen de producción en 1987, sigue siendo satisfactorio si se compara con su nivel histórico, no obstante haber sido inferior al de los dos últimos años; también influyó la situación de orden público en Antioquia, de donde proviene la mayor parte de la producción nacional.

CUADRO 5

## Compras de oro

Año	Volumen (Miles de Onzas Troy)	Valor (US\$ millones)
1982 .....	459.6	172.6
1983 .....	426.5	184.4
1984 .....	730.7	333.1
1985 .....	1 142.4	477.8
1986 .....	1 279.3	505.9
1987 .....	853.5	387.1

Fuente: Banco de la República

## C. Importaciones

Como se comentó en la sección anterior, un pilar fundamental de la estrategia de desarrollo es la diversificación de exportaciones, para lo cual es indispensable con-

(3) Mientras en 1986 se exploraron 49 pozos, en 1987 se llegó a 69, y las proyecciones para 1988 son de 96 pozos.

tar con un sector real competitivo a nivel internacional; por esta razón es necesaria una apertura gradual y selectiva de las importaciones; el gobierno inició este proceso desde 1985 (Cuadro 6). En cuanto a los items arancelarios, se mantuvo el número de éstos bajo el régimen de prohibida importación, y se pasaron 79 de licencia previa a libre importación. Finalmente, dado el favorable panorama cambiario fue posible ampliar el presupuesto de importaciones en US\$ 150 millones en junio y US\$ 450 millones en octubre.

Por primera vez desde 1983 las importaciones registraron un incremento (véase Cuadro 7); este fue de 12% en términos de dólares, aumento significativo si se compara con lo ocurrido en años anteriores (4). Adicionalmente, conviene destacar que las importaciones oficiales cayeron este año, principalmente como resultado del proceso de racionalización del gasto del sector público y de los desarrollos petroleros; en cambio, las importaciones privadas crecieron a tasas elevadas (5). Dada la composición de las importaciones en el período 1986-1987 según el tipo de bienes (Cuadro 7), cabe esperar una recuperación importante de la inversión privada en ampliación de la capacidad instalada y reposición de equipos.

CUADRO 6  
Composición de las importaciones reembolsables con cargo al presupuesto según régimen (%)

Año	Libre	Previa	Total
1985 .....	15.8	84.2	100
1986 .....	40.2	59.8	100
1987 .....	44.4	55.6	100

Fuente: INCOMEX.

(4) Si se toma el valor FOB de las importaciones según balanza cambiaria éstas aumentan 7.2%. Además, como durante 1987 no se realizaron giros con cargo a las reservas para cancelar importaciones de gasolina, el avance de las importaciones sería mayor de 8.6%, se excluyen estos pagos en 1986 para fines de comparación.

(5) La disminución registrada en la importación de bienes intermedios en 1986 y 1987, se debe a la reducción en las compras de gasolina a partir de 1986. Estas, en promedio en los cinco años anteriores habían estado alrededor de US\$ 600 millones mientras que en estos últimos dos años en promedio se han mantenido por debajo de US\$ 130 millones.

CUADRO 7  
Importaciones CIF 1982-1987 \*

(Millones de dólares y porcentajes)

Año	Bienes de consumo	Participación %	Bienes intermedios	Participación %	Bienes de capital	Participación %	Total	Participación %
1982 .....	691	(12.6)	2 771	(50.6)	2 016	(36.8)	5 478	(100)
1983 .....	539	(10.8)	2 543	(51.2)	1 886	(38.0)	4 968	(100)
1984 .....	431	(9.6)	2 487	(55.4)	1 574	(35.0)	4 492	(100)
1985 .....	333	(8.1)	2 434	(58.9)	1 308	(31.7)	4 131	(100)
1986 .....	382	(9.9)	2 048	(53.2)	1 377	(35.7)	3 852	(100)
1987 e .....	457	(10.6)	2 192	(51.0)	1 616	(37.6)	4 299	(100)

\* En estos años el rubro otros no ha sido incluido, por lo cual la suma de las participaciones porcentuales es aproximadamente igual a 100.

e = Estimado.

Fuente: DANE

### D. Las cuentas de servicios y transferencias

El buen comportamiento de los ingresos por exportaciones de bienes permitió lograr un saldo neto positivo en la cuenta comercial de la balanza de pagos de aproximadamente US\$ 1.490 millones, a pesar de las mayores importaciones. Este excedente fue el que permitió atender parcialmente el resultado negativo de la cuenta de servicios (—US\$ 2.446 millones), siendo financiado el resto por las transferencias. El saldo tradicionalmente negativo de la cuenta de servicios se explica principalmente por el pago de intereses de la deuda externa (véase Cuadro 8), cuya tendencia, como proporción de las exportaciones ha caído de 23.4% en 1984 a 18.5% en 1987. No obstante, es importante un manejo prudente de la deuda externa para evitar que el servicio total de la misma se convierta en una carga demasiado onerosa.

CUADRO 8

Coefficientes de endeudamiento externo 1982-1987  
%

Año	Pago intereses	Servicio total
	Exportaciones bienes y servicios	Exportaciones bienes y servicios
1982 .....	20.9	28.6
1983 .....	22.4	36.4
1984 .....	23.4	37.2
1985 .....	23.2	37.2
1986 .....	17.3	31.9
1987 .....	18.5	36.3

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

En cuanto a las transferencias, éstas registran ingresos cercanos a los

US\$ 1.000 millones, cifra superior a la esperada. Este ingreso se debió a las favorables perspectivas de crecimiento de la economía, a la amnistía decretada por la Reforma Tributaria de 1986, y a la mayor rentabilidad de activos internos versus externos, como se verá en la sección de tasas de interés. Esta última fue sin duda una fuente importante de divisas durante el año, pero su naturaleza volátil lo hace un recurso con base en el cual es difícil programar gastos futuros.

En resumen, el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó del saldo negativo originalmente previsto a uno ligeramente positivo, como bien se sabe necesita ser financiado con ahorro doméstico, ya sea de origen público o privado. En la siguiente sección analizaremos la dirección de la política fiscal respecto a estas necesidades.

### III. Política fiscal

El manejo de las finanzas públicas se orientó hacia el logro de dos objetivos distintos, aunque complementarios. De una parte, consolidar el proceso de saneamiento fiscal, y de otra, facilitar la transferencia de recursos entre unidades deficitarias (empresas del sector eléctrico) y superavitarias (ECOPETROL) del sector público. En consecuencia, resultaba crucial reducir el déficit público para así disminuir la presión sobre los recursos de ahorro interno privado, permitiendo así una mayor financiación de la inversión productiva.

Aunque no se logró el pleno equilibrio deseado, la reducción del déficit del resto del sector oficial compensó parcialmente el desahorro del Fondo Nacional del Café. En efecto, durante 1987, el sector público mantuvo una adecuada política de racionalización del gasto; las cifras prelimina-



res indican, para 1987, un déficit de \$ 193.4 mil millones, equivalente a 2.3% del PIB, incluyendo el Fondo Nacional del Café que arrojó un déficit de \$ 62.300 millones. En 1986, por el contrario, hubo un superávit de \$ 30.3 mil millones, 0.5% del PIB, resultado exclusivamente asignable a las finanzas del Fondo Nacional del Café (FNC), que en ese año presentó un superávit cercano a los \$ 213.000 millones. Si calculamos el déficit del sector público excluyendo en ambos años el FNC tenemos que, como proporción del PIB, éste se redujo de 2.7% a 1.5% entre 1986 y 1987.

En lo que concierne al Gobierno Nacional Central, debe destacarse el menor ritmo de crecimiento de los gastos de funcionamiento comparado con el de pago de intereses y el gasto de inversión. Los primeros crecieron 30% en el año, principalmente como consecuencia del aumento en las transferencias a los demás niveles de gobierno, mientras que el pago de intereses y los gastos de inversión aumentaron aproximadamente en 72% y 41% anual, respectivamente.

Por otra parte, los ingresos corrientes del gobierno se expandieron a una tasa del 40%. Este resultado, que no es muy diferente al obtenido en los dos años anteriores, puede explicarse por el propósito de la Reforma Tributaria (6) de 1986, según la cual se pretendía lograr una mayor eficiencia con mejora en la equidad de las cargas impositivas. Para alcanzar este fin, por un lado se amplió la base de tributación para incluir las empresas comerciales del Estado, aunque por otro se redujo al excluir los contribuyentes de las escalas más bajas de gravamen.

En cuanto a las fuentes de financiación del déficit del Gobierno Nacional Central cabe destacar tres fenómenos (7). Primero, el crédito externo no se utilizó en términos netos, pues las amortizaciones fueron algo mayores que los desembolsos. En

segundo lugar, la colocación de los TAN se utilizó casi exclusivamente para pagar los intereses y amortizaciones de los mismos títulos; y tercero, se abrieron cupos de endeudamiento del gobierno en el Banco de la República por aproximadamente \$ 60.000 millones, siendo ésta la fuente principal de financiación del faltante fiscal.

Con respecto al resto del sector público, es preciso hacer referencia a las operaciones que el Fondo de Monedas Extranjeras, cumple en función de las necesidades del servicio de la deuda, con un efecto expansivo sobre la base monetaria. El FODEX, a raíz de la bonanza cafetera de 1986, constituye una cuenta mediante la cual se canalizan recursos excedentes de entidades superavitarias del sector público (Fondo Nacional del Café, FNC) a otras deficitarias, con el propósito de servir cumplidamente la deuda externa. Sin embargo, cuando la excepción se convirtió en regla, y la mayoría de las empresas del sector eléctrico y otras entidades descentralizadas tuvieron acceso continuo al FODEX, la capacidad para racionalizar el gasto en estas entidades se debilitó.

Conviene hacer una aclaración sobre el manejo de esta cuenta que puede contribuir al entendimiento del monto tan significativo del crédito adicional (casi \$ 60 mil millones) otorgado a través de ella. El FODEX se utilizó también para transferir recursos excedentes de ECOPEPETROL (cerca de \$ 25.000 millones) con destinación específica para el sector eléctrico. Lo

(6) Se estima que la amnistía produjo \$ 22.400 millones mientras que las multas representaron ingresos adicionales de \$ 5.600 millones. Por otra parte, las altas tasas de crecimiento de los ingresos registrados en años anteriores se debieron principalmente al establecimiento de ciertas sobretasas impositivas, precisamente para corregir el déficit fiscal como parte del proceso de ajuste.

(7) La financiación del déficit puede provenir de tres fuentes: el crédito externo, crédito del Banco de la República, y recursos del ahorro interno del sector privado.

anterior fue necesario debido a que parte del crédito externo, cuyo desembolso fue postergado por razones que se discutieron en la primera parte de estas Notas, estaba destinado a cubrir los gastos de servicio de deuda externa del sector eléctrico; al no contar éste con dicha fuente, sus empresas se vieron en la necesidad de realizar acuerdos de pago con el FODEX como alternativa para el servicio de la misma. El resto del crédito otorgado por conducto del FODEX constituyó emisión monetaria, porque se trató de recursos ahorrados por el sector cafetero en 1986 que se tenían congelados en el Banco de la República con propósitos de esterilización monetaria. Este punto lo analizaremos con mayor detalle en la siguiente sección.

La situación descrita requiere alguna solución para lo cual se han planteado diversas opciones. Cualquiera que sea la ruta escogida debe tenerse en cuenta que las bonanzas externas, ya sean producidas por el café o el petróleo, deben manejarse con un criterio de largo plazo y no de acuerdo con las necesidades de liquidez inmediata de algunas empresas estatales. Cuando la programación macroeconómica lo requiera, las entidades generadoras de superávit deben tener la capacidad de ahorrar los recursos excedentes, tal como se hizo en la pasada bonanza cafetera. Lo conveniente es que este ahorro financie la inversión estatal. Por ello resulta peligroso que estos recursos se utilicen para cubrir, en forma generalizada, los desajustes presupuestales de otras empresas públicas.

En resumen, si bien el déficit del sector público se situó en un 2.3% del PIB, cifra compatible con la programación macroeconómica, conviene destacar que la generación de ahorro público no fue suficiente principalmente debido al desajuste de las finanzas de algunas entidades descentralizadas. Por lo tanto era necesario complementar esta política con otras que incrementaran las fuentes de ahorro domés-

tico privado, de tal forma que se pudiera alcanzar un equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Este será el tema de las siguientes secciones.

#### IV. Política monetaria

En esta sección se analiza lo ocurrido en materia de política monetaria y su orientación hacia la generación de ahorro interno mediante una doble estrategia; por un lado, garantizando la liquidez necesaria para el crecimiento del producto y del ingreso; y por otro, evitando que el control monetario recayera en forma excesiva sobre el sector financiero, pues era deseable que este incrementara su rentabilidad y eficiencia, para facilitar así la movilización del ahorro interno.

La política monetaria buscó en 1987 que el crecimiento de los medios de pago fuera compatible con la evolución del ingreso nominal, es decir, que la oferta de dinero en circulación no excediera el aumento proyectado del ingreso real (5.0%) ajustado por la tasa de inflación esperada (20.0%). Esta orientación debía respetar dos condiciones fundamentales: primero, que la política monetaria es más efectiva en la medida en que consulte y permita la operación del mercado; y segundo, que dadas las condiciones de baja rentabilidad de los intermediarios financieros la regulación debía hacerse prioritariamente con instrumentos que no pusieran en peligro la estabilidad de los bancos.

Sin embargo, el crecimiento de la base monetaria impidió el logro de las metas monetarias, al constituirse en el elemento básico de expansión a lo largo del año. El comportamiento de las reservas internacionales netas y su mayor valor en pesos, sustancialmente superiores a lo previsto a comienzos de año, junto con la evolución de las variables fiscales analizadas en la sección anterior, dificultaron alcanzar

dichas metas. A pesar de estas limitaciones, se buscó mantener y afianzar la orientación seguida en los años recientes, consistente en tratar de controlar la expansión primaria del dinero mediante instrumentos directos de estabilización monetaria como son las Operaciones de Mercado Abierto (8).

No obstante lo anterior, debe recordarse que la expansión de la base monetaria no es la única fuente de creación de dinero, porque en un sistema de reserva fraccional (con encajes menores al 100%), los intermediarios financieros también están en capacidad de multiplicarlo por medio de lo que se conoce como expansión secundaria. Esta depende del encaje y de la manera como los bancos sigan las directrices en cuanto a otorgamiento de crédito; por ello fue preciso hacer algunos ajustes al encaje bancario, aunque para evitar un uso demasiado intenso de dicho instrumento, a mediados de noviembre la autoridad monetaria solicitó la colaboración de los bancos para que controlaran la rápida expansión de su cartera.

De otra parte, en 1987 se quiso moderar la estacionalidad en la evolución de los medios de pago a lo largo del año, fenómeno que fue comentado en las Notas de junio. Se decía allí que una evolución de las variables monetarias caracterizada por una menor concentración de su aumento en los meses finales del año podría determinar una aceleración en el crecimiento promedio a lo largo del período (véase Cuadro 9).

La expansión en los medios de pago en 1987, medida por la cifra entre el primero y último día del año fue 32.9%, tasa superior a la del año pasado, 22.8%. En cambio, si la medición se hace empleando el promedio de los 12 meses, la expansión fue de 28.3%, cifra menor a la registrada el año anterior, 33.2%.

CUADRO 9

## Crecimiento de los medios de pago

(Variaciones porcentuales anuales)

	1984	1985	1986	1987
Enero .....	19.94	22.72	30.22	25.0
Febrero .....	21.27	21.81	35.04	25.3
Marzo .....	21.83	23.06	33.72	26.5
Abril .....	22.94	23.66	33.92	28.8
Mayo .....	20.66	23.76	37.32	27.7
Junio .....	20.83	22.37	37.85	27.4
Julio .....	21.40	22.81	36.30	28.6
Agosto .....	22.11	22.75	36.44	26.7
Septiembre .....	21.06	22.42	32.50	29.8
Octubre .....	16.43	26.19	31.84	31.8
Noviembre .....	11.53	28.75	30.86	29.4
Diciembre .....	23.38	28.15	22.80	32.9
Promedio aritmético ....	18.62	22.37	33.20	28.3
Desviación estándar ....	5.86	6.58	4.13	2.4

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República

## A. La base monetaria, el multiplicador y los medios de pago

### 1. Factores expansionistas del dinero base

Como señalamos atrás, la expansión de la base monetaria fue la causa primordial del crecimiento de los medios de pago. En el Cuadro 10 se resumen los principales factores expansionistas durante 1987. El valor de las reservas internacionales en pesos aumentó en \$ 145.453 millones, a pesar de que en dólares cayó US\$ 25 millones, dado el ajuste de la tasa de cambio; por ello, la política cambiaria constituye una restricción para el manejo de la política monetaria. Las reservas internacionales tuvieron una disminución menor a la programada, debido al rein-

(8) A pesar de esta orientación, la excesiva expansión monetaria obligó a las autoridades a elevar los encajes de las cuentas corrientes en un punto y de los depósitos de establecimientos públicos de orden nacional en 15 puntos.

CUADRO 10

## Principales factores expansionistas del dinero base durante 1987

(Millones de pesos y porcentajes)

	Variación absoluta	Variación como porcentaje de la base en diciembre de 1986
I. Reservas internacionales .....	145.453	27.5
II. Crédito neto al sector público .....	116.299	22.0
A. Gobierno Nacional Tesorería .....	49.676	9.4
B. Resto del sector público .....		
1. Aportes del Banco de la República al FODEX .....	60.069	11.4
2. Otras operaciones .....	6.554	1.2
III. Desinversión títulos del excedente cafetero .....	20.000	3.8
IV. Préstamos al sistema financiero a través del Fondo de Garantías .....	6.960	1.3
V. Disminución Certificados de Cambio en circulación .....	15.410	2.9

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República.

tegro no previsto, durante el mes de diciembre, de US\$ 115 millones correspondientes a exportaciones de café, producto de mayores ventas (US\$ 38 millones), de reintegros anticipados de la Federación de Cafeteros (US\$ 42 millones) y de los exportadores particulares (US\$ 35 millones).

En cuanto al crédito al sector público, los efectos monetarios de los préstamos otorgados a través del FODEX merecen especial atención. Inicialmente se había presupuestado para 1987 mantener el saldo de la cartera de este Fondo vigente a diciembre 31 de 1986, es decir \$ 35.336 millones y prestar únicamente la recuperación de la misma. Empero, el saldo de los acuerdos de pago a fines de año (incluyendo encargos fiduciarios) fue de \$ 85.772 millones, lo cual implica créditos nuevos por cerca de \$ 50.436 millones (9).

Esto significa que durante 1987 las entidades deudoras del Banco de la Repú-

blica (FODEX) debían haber generado recursos propios por esta suma para cancelar deuda externa y contraer la base monetaria en igual monto; dicha contracción no tuvo lugar porque, como ya señalamos, el aumento de la cartera se financió con recursos que previamente habían sido congelados con fines monetarios mediante Títulos de Regulación de Excedente Cafetero —TREC— de la Federación de Cafeteros y Títulos de Regulación de Excedente Nacional —TREN— de ECOPETROL.

Otro factor expansionista fue la desinversión de recursos (\$ 20.000 millones) de la bonanza cafetera de 1986 que el Fondo

(9) Véase Cuadro 11 donde se detallan las fuentes y usos de recursos del FODEX. Si a la cifra anterior le sumamos el valor de los intereses causados no pagados, que son \$ 11.421 millones, el valor del crédito otorgado por intermedio del mecanismo FODEX a las empresas descentralizadas ascendería a \$ 61.857 millones.

CUADRO 11

Operaciones del FODEX

(Cifras en millones)

	Diciembre 31/86 (1)		Diciembre 31/87 (2)	
	Pesos	Dólares	Pesos	Dólares
<b>I. Fuentes</b> .....	<b>42.090</b>	—	<b>102.158</b>	—
TREC A .....	16.643	—	42.362	—
1 año .....	16.643	—	11.259	—
3 años .....	0	—	31.103	—
TREC B .....	25.000	—	33.898	—
TREN .....	0	—	25.697*	—
Ingresos por intereses .....	447	—	201	—
<b>II. Usos</b> .....	<b>42.090</b>	—	<b>102.158</b>	—
CREDITO .....	35.336	171.3	82.283	345.8
Sector Eléctrico .....	27.105	131.4	73.241	307.8
ISA .....	10.005	48.5	29.125	122.4
ICEL .....	4.827	23.4	11.088	46.6
CORELCA .....	8.045	39.0	15.919	66.9
CVC .....	2.207	10.7	9.018	37.9
EEEB .....	2.022	9.8	6.544	27.5
EPM .....	0	0	500	2.1
CHB .....	0	0	1.047	4.4
Sector agropecuario .....	2.228	10.8	0	0.0
Sector de educación .....	351	1.7	143	0.6
Sector gobierno .....	1.918	9.3	952	4.0
Sector minero .....	1.052	5.1	3.331	14.0
Sector comercio .....	248	1.2	0	0.0
Sector transporte .....	2.434	11.8	4.616	19.4
ENCARGO FIDUCIARIO ** .....	0	—	3.489	—
INVERSIONES EN TITULOS BANCO DE LA REPUBLICA *** .....	6.754	—	16.386(3)	—

\* Se excluyen \$ 16.9 millones que se encuentran como inversión en títulos de participación

\*\* Corresponde a una operación de fideicomiso BIRF realizada a través del Banco Popular

\*\*\* Incluye reinversión de intereses

(1) Las cifras en pesos se han calculado a una tasa promedio de \$ 206.28

(2) Las cifras en pesos se han calculado a una tasa promedio de \$ 237.95

(3) Estas inversiones corresponden a recuperación de cartera, reinvertida en títulos del Banco que sería utilizada para amortizar vencimientos de TREC en los primeros días de enero

Fuente: FODEX, cálculos de Investigaciones Económicas

Nacional de Café tenía en títulos del Banco de la República, aunque esta era una operación prevista para atender mayores compras del grano. De igual importancia fue la disminución de \$ 15.410 millones de certificados de cambio en circulación, debido a su rentabilidad relativa inferior a la del mercado. No obstante, se debe señalar que no toda la disminución tuvo efecto expansivo, puesto

que hubo alguna sustitución hacia los Títulos de Participación.

2. Factores contraccionistas del dinero base

Las Operaciones de Mercado Abierto —OMA— han sido un instrumento importante de estabilización monetaria en los últimos dos años (véase Cuadro 12). Como

proporción de la base alcanzaban en diciembre de 1987, 23.1% y, un año antes, 28.6%. Su colocación cada vez es más libre y menos inducida, como lo comprueba el hecho de que actualmente cerca del 80% de los títulos son adquiridos en condiciones plenamente competitivas, cuando en años pasados apenas el 50% tenía esta característica. A pesar de este avance, no se consiguió todo el efecto contraccionista que se buscaba, especialmente por la pérdida de mercado experimentada por los títulos del Banco de la República en noviembre. En ese mes su monto se redujo en cerca de \$ 25.178 millones, 5 puntos de la base, sin que fuera posible recuperar el nivel deseado de colocación; aunque este fenómeno se discutió en detalle en las Notas de noviembre, queremos resaltar nuevamente la esencia del problema.

CUADRO 12  
Operaciones de mercado abierto

(Millones de pesos y porcentajes)

	1986	1987
Total OMA netas .....	150.959	160.691
Inversiones voluntarias .....	79.717	133.959
Títulos de participación .....	8.888	95.603
Títulos canjeables .....	70.829	38.356
Inversiones forzosas .....	71.242	26.732
Total OMA como porcentaje de la base de ese año .....	28.6	23.1
OMA Voluntarias/Total OMA ....	52.8	83.4

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República

Algunos bancos grandes adquirieron compromisos crediticios basados en expectativas demasiado optimistas respecto a la evolución de la liquidez de fin de año. En consecuencia, se vieron presionados para buscar recursos en el mercado, o en el descaje, sin dar mayor importancia al

costo de los mismos. Bajo estas circunstancias las OMA, las cuales requieren que los agentes económicos reaccionen ante variaciones en las tasas de interés, perdieron su capacidad de afectar sensiblemente la liquidez como es su función. Aunque ésta es una circunstancia que por su naturaleza debía ser transitoria, el momento en el cual se presentó afectaba adversamente el manejo monetario de noviembre y diciembre, el más delicado del año.

Debido a lo anterior, la autoridad monetaria optó por utilizar la persuasión (antes que los encajes o los controles administrativos directos) con el fin de regular el crecimiento de los medios de pago. Fue así como la Junta Monetaria decidió que el Banco de la República solicitara a los bancos mantener constante, durante el resto del año, el saldo vigente de la cartera al 20 de noviembre, excluido el crédito de fomento. Esta petición se justificaba no sólo porque algunos intermediarios en sus decisiones de obtención de recursos habían dejado de lado las consideraciones de precios (elevando exageradamente las tasas de interés) en razón de la urgencia que tenían de cubrir descajes, sino porque era una medida lo suficientemente flexible para que aquellos bancos cuidadosos y cumplidores del requisito de encaje pudieran continuar funcionando normalmente.

La efectividad de esta medida se puede apreciar en el Cuadro 13, donde se presenta la variación de la cartera bancaria durante el mes de diciembre en los últimos tres años. Para el total del sistema bancario, el incremento registrado en diciembre de este año equivale a menos de una cuarta parte de aquel observado el mismo mes en 1985, y a menos de la mitad de la variación experimentada el año pasado. La diferencia entre el incremento de la cartera en diciembre de este año y el promedio de la variación registrada en los dos años anteriores, es casi \$ 12.000 millones, lo cual equivale a 2.3% de la base a finales del año pasado.

CUADRO 13

Variación de la cartera bancaria  
en el mes de diciembre

(Millones de pesos y porcentajes)

Bancos	Año	Variación mensual	
		Absoluta	%
Comerciales privados .....	1985	7 224	4.6
	1986	7 693	3.8
	1987	3 142	1.1
Mixtos .....	1985	3 439	5.8
	1986	1 832	2.3
	1987	293	0.2
Oficiales tradicionales .....	1985	8 274	4.1
	1986	4 876	1.7
	1987	493	0.1
Oficiales nuevos .....	1985	2 795	3.5
	1986	-2 865	-2.7
	1987	-415	-0.3
Caja Agraria .....	1985	390	0.2
	1986	1 031	0.5
	1987	1 924	0.7
<b>Total</b> .....	1985	22 122	3.4
	1986	12 567	1.5
	1987	5 437	0.4

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas

El mecanismo de la persuasión, apelando al entendimiento que los banqueros tenían de la situación, tuvo relativo éxito y evitó la utilización de controles directos tales como la fijación por resolución de la Junta Monetaria de un límite al crecimiento de las colocaciones del sistema bancario, afectando también aquellos bancos que desarrollaban normalmente sus labores, o a través de cambios en los niveles de encaje, con idéntico efecto.

De otra parte, hubo factores no dependientes de acciones directas de política que contribuyeron a contraer la base monetaria (Cuadro 14). Uno de ellos es el comportamiento del Fondo de Estabilización Cambiaria de la Cuenta Especial de Cambios, que compensa la expansión

contable causada por el efecto del ajuste de la tasa de cambio sobre las reservas internacionales. Así mismo, se registra disminución en el crédito del Banco de la República a los bancos, debido principalmente a la cancelación de cupos de crédito por parte de algunos intermediarios; este efecto se ve más que compensado por la financiación otorgada al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras con crédito del Banco de la República en cuantías cercanas a los \$ 7.000 millones, para capitalizar instituciones financieras oficializadas.

CUADRO 14

Principales factores contraccionistas de la  
base monetaria durante 1987

(Millones de pesos y porcentajes)

	Variación absoluta	Variación como porcentaje de la base en diciembre/86
I. Fondo de Estabilización Cambiaria .....	52 672	10.0
II. OMA voluntarias .....	54 242	10.3
III. Crédito bruto bancos .....	-8 064	1.5
IV. Depósitos de giro .....	22 616	4.3

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República

## B. Políticas de encaje, inversiones obligatorias de los intermediarios financieros y evolución del sector financiero

La Junta Monetaria introdujo en 1987 cambios de fondo al sistema de encajes, y al régimen de inversiones obligatorias aplicables a algunas de las actividades de los intermediarios financieros. Estos constituyen avances importantes de la política monetaria, porque propenden por un funcionamiento eficiente del mercado financiero, facilitando el manejo de las tesore-

rías de los bancos y estimulando la capitalización de estos agentes.

### 1. Políticas de encaje

A fines de este año se modificó el sistema de cómputo de los encajes para los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial<sup>(10)</sup>. Los cambios fueron fundamentalmente dos, y se describen a continuación.

#### a. Método de cómputo del encaje

Se pasó de un sistema contemporáneo<sup>(11)</sup> a uno rezagado de cómputo del encaje. Esta medida tiene la ventaja de permitir al intermediario financiero conocer previamente las exigibilidades, dándole certeza sobre el valor de la reserva requerida, para que pueda ajustarse oportunamente impidiendo que ocurran desencajes indeseados; la norma, sin duda, ha facilitado la programación de tesorería de los intermediarios, evitando sanciones por su incumplimiento.

#### b. Inversiones sustitutivas del encaje

El segundo cambio importante es el de la autorización a los intermediarios para negociar libremente los títulos representativos de las inversiones sustitutivas de encaje. Para ello se modificaron las características de dichos papeles.

Así, si un intermediario necesita liquidez y quiere vender los títulos en el mercado secundario, puede hacerlo, sin que ello signifique incumplimiento de su obligación de encaje. Los bancos pueden invertir en estos títulos únicamente el encaje correspondiente a los CDT emitidos y aquel exigido sobre los Certificados de Depósito de Ahorro y a Término (CDAT). Las corporaciones financieras y las compañías de financiamiento comercial también pueden invertir la totalidad de su reserva requerida para lograr iguales beneficios que los bancos.

La ventaja clara de este mecanismo es la de facilitar la obtención de liquidez y, también, conseguir una mejor rentabilidad dependiendo del descuento a que se vendan y de la tasa a la cual se coloquen los recursos. Estas decisiones constituyen un avance en la dirección de dar flexibilidad a las inversiones sustitutivas del encaje, haciéndolas, de paso, menos gravosas.

### 2. Las inversiones obligatorias

En cuanto a la inversión obligatoria en Títulos de Fomento Agropecuario Clase "A"<sup>(12)</sup>, en los cuales deben invertir los bancos el 15.5% de sus colocaciones, se decidió aumentarles el rendimiento en 3.36 puntos, llegando a 17.36% con el objeto de que el mayor ingreso se destine a constituir una provisión especial para la protección de cartera. Esta medida, al mejorar la rentabilidad de los intermediarios con fines de capitalización, hace menos gravosa la consecución de los recursos y dota a estos agentes de bases más sólidas para afrontar pérdidas potenciales. De otra parte se modificó la base para cómputo de los títulos de la Ley 5a., con lo cual se corrigieron distorsiones importantes como la que favorecía la apertura de créditos en moneda extranjera a través de las filiales y sucursales de los bancos colombianos en el exterior.

Para resumir, la ventaja principal del nuevo sistema de inversiones obligatorias y sustitutivas del encaje, consiste en que el intermediario financiero puede liberar temporalmente parte de los recursos que tenga congelados mediante estos mecanismos, y dependiendo del descuento y de la tasa de colocación conseguirán un mayor rendimiento. De esta

(10) Véase Resoluciones 58, 59 y 60 de la Junta Monetaria.

(11) Se refiere a un método de cómputo en el cual coincide el período de cálculo del encaje requerido y el presentado.

(12) Creados por la Ley 5a. de 1973.



forma se evita que, ante necesidades transitorias de liquidez, el intermediario recurra al desencaje, facilitando de esta manera el control monetario. Simultáneamente, la elevación del rendimiento de estos títulos, con destino a una provisión especial para la protección de cartera, deberá no sólo mejorar sus estados financieros, sino afianzar la posición de los bancos para enfrentar situaciones de pérdidas potenciales.

3. Evolución del sector financiero

El sistema financiero continuó su proceso de recuperación en 1987, que fue especialmente notorio en el caso de las corporaciones financieras. Los bancos, si bien presentan resultados favorables, mostraron niveles de rentabilidad patrimonial más bajos que el año pasado, principalmente como reflejo de un fenómeno estadístico debido al mayor nivel de capitalización efectuado por el sector (13). Este

efecto debe desaparecer en la medida en que la capitalización redunde en mayores utilidades. Igualmente influyeron en este resultado las cuantiosas pérdidas de un banco importante, que lo llevaron a ser oficializado y puesto bajo el control del Fondo de Garantías.

El crecimiento sostenido de la economía por encima del 5% durante dos años consecutivos tuvo efectos positivos sobre los balances de las empresas y, por transmisión, en los de los intermediarios financieros; este hecho se refleja en la disminución, en términos reales, de las deudas de dudoso recaudo, las cuales también cayeron como proporción de las operaciones activas, reflejando un menor riesgo (ex-post) para los diferentes intermediarios (véase Cuadro 15).

(13) En el Cuadro 15 se puede observar la evolución de la rentabilidad patrimonial del sistema.

CUADRO 15  
Evolución del sistema financiero  
(Porcentajes)

	Rentabilidad patrimonial (1)				Deudas de dudoso recaudo (6)				Riesgo crediticio (7)			
	1984	1985	1986	1987*	1984	1985	1986	1987*	1984	1985	1986	1987*
Bancos (2) .....	12.6	-12.3	7.1	4.9	41.2	16.9	-5.6	-5.5	10.4	11.7	10.8	9.2
Corporaciones financieras (3) .....	-4.6	-0.4	5.4	24.9	69.4	0.9	-9.1	-27.2	7.4	7.3	5.9	5.0
Corporaciones de ahorro y vivienda (4) .....	22.4	22.1	24.4	27.0	105.2	8.5	12.5	-1.3	3.2	3.1	3.3	3.2
Compañías de financiamiento comercial (5) ...	n.d.	27.2	40.1	50.5	n.d.	n.d.	-25.7	-9.8	n.d.	2.1	1.4	1.1

\* Anualizado con base en balances a la fecha más reciente posible

n.d. = No disponible

(1) Se define como la relación entre las utilidades totales anuales y la suma de capital pagado y reservas

(2) No incluye Banco de Colombia

(3) No incluye FEN, turismo, transporte, IFI y Granfinanciera

(4) No incluye sección de ahorro y vivienda del BCH

(5) No incluye Pronta, Invercrédito y Delta

(6) Tasa Real de Crecimiento. Incluye deudas oficiales con más de un año de vencidas, deudas de dudoso recaudo con garantía real, con garantía personal y Circular 59 de 1984 de la Superbancaria (en m/l y m/e)

(7) Se mide como la relación entre el total de deudas de dudoso recaudo en m/l y m/e y total de préstamos y descuentos y deudores varios en m/l y m/e

Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República

No obstante, aún subsisten algunos problemas que afectan la rentabilidad de unos pocos intermediarios, por lo cual el papel desempeñado por el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, que ha sido de creciente importancia, se deberá mantener en el futuro. La necesidad de recursos de dicha institución fue suplida este año, principalmente, mediante el uso de los títulos excedentes de la línea de capitalización del sistema financiero, a junio 30 de 1987, más la recuperación de cartera de dicha línea <sup>(14)</sup>, y los fondos obtenidos desde 1986 por la colocación de TREC del Fondo Nacional del Café.

Las fuentes de recursos del Fondo, a pesar de su importancia, no son ni suficientes ni estables como lo requiere su normal operación. Para ello, el Gobierno tiene diseñado un mecanismo que le permitirá captar recursos que tengan estas características; la fuente natural debería ser algún tipo de cobro de primas por el servicio que el Fondo presta.

Por último, debe mencionarse la reforma a las corporaciones financieras, y a las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV). Con respecto a las primeras se buscó, en primer lugar, delimitar sus funciones, especializándolas en los sectores a los cuales deben dirigir su crédito y en las operaciones que pueden efectuar con el fin de convertirlos en el mecanismo de apoyo financiero del sector manufacturero y en verdaderos bancos de fomento e inversión. Para esto se favoreció la canalización de recursos a mediano y largo plazo (coeficiente de especialización). En segundo lugar se fortalecen patrimonialmente estas instituciones, mediante el establecimiento de topes mínimos al capital pagado <sup>(15)</sup>. Finalmente, se buscó mejorar la rentabilidad de estos intermediarios permitiéndoles desarro-

llar nuevas actividades compatibles con sus objetivos de especialización, dentro de las cuales debe destacarse el servicio de "factoring" a mediano y largo plazo, la participación en operaciones de fusión, y otras actividades relacionadas con la prestación de servicios financieros que pueden ser rentables y coherentes con la orientación general.

La reforma de las CAV <sup>(16)</sup> apuntó, en términos generales, a mejorar la rentabilidad de estos intermediarios e inducir su capitalización. Con respecto a la rentabilidad, se les permitió fijar tasas de interés libres sobre los créditos destinados a la vivienda más costosa. Igualmente se les autorizó cobrar por algunos servicios, lo cual antes les estaba prohibido. En cuanto a la capitalización, se cambió la relación de apalancamiento de pasivos a capital por una de activos a patrimonio de 26:1, con lo cual se espera que las CAV hagan un esfuerzo en este frente, como lo ha hecho el resto del sector financiero.

### C. Tasas de interés

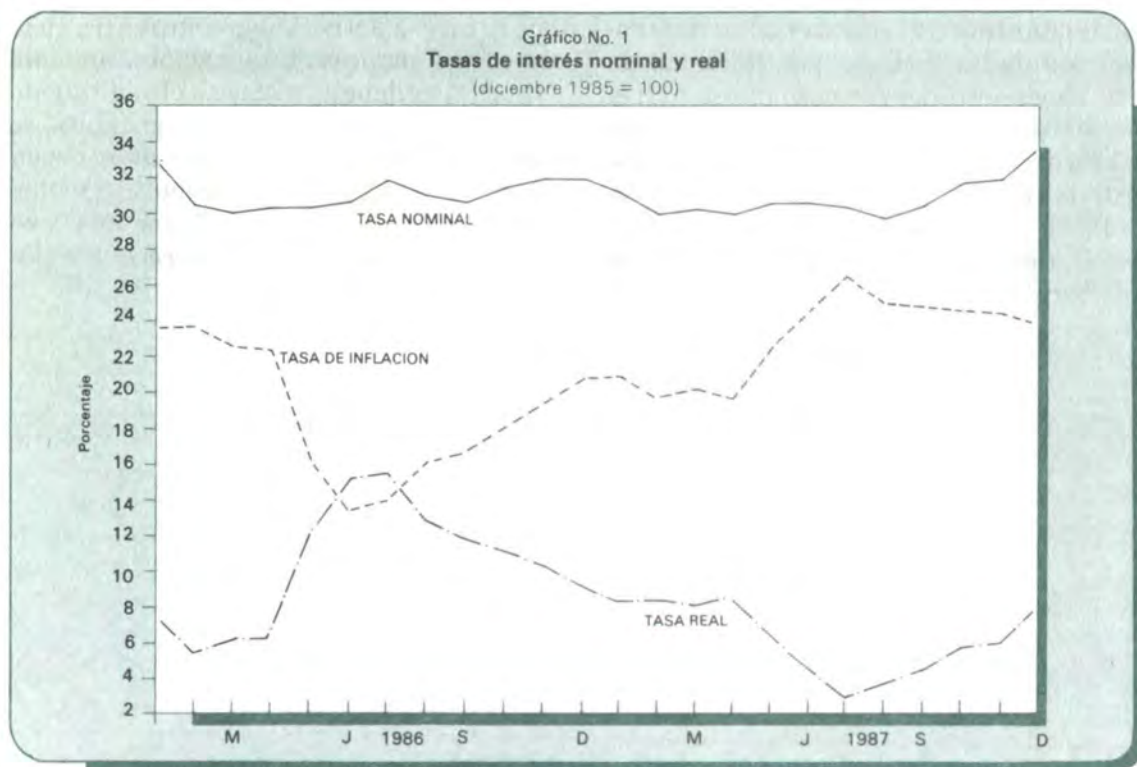
Durante la mayor parte del año la tasa de interés nominal <sup>(17)</sup> se mantuvo estable, hasta el último trimestre cuando presentó una tendencia creciente. Esta evolución se explica por dos razones: primera, por las acciones de algunos bancos en el mercado, descritas ya en secciones anteriores, y segunda, por la aceleración

(14) Véase Resolución 17 de la Junta Monetaria.

(15) De \$ 1.000 millones para las nuevas corporaciones que se creen, y para las que ya están operando, un mínimo de \$ 700 millones en 1989 y de \$ 1.000 millones para 1990.

(16) Véase Decretos 720 y 721, y la Resolución 23 de la Junta Monetaria.

(17) Se refiere a la tasa de captación de CDT de bancos y corporaciones financieras, aunque el comportamiento de la DTF es muy similar a esta tasa.



en la tasa observada de crecimiento de los índices de precios que afectó las expectativas inflacionarias, reflejándose, en alguna medida, en mayores tasas nominales de interés.

En el Cuadro 16 y en el Gráfico 1 se puede observar la tasa nominal de interés, la tasa de inflación y la tasa de interés real (ex-post) durante el período 1980-1987 en Colombia. Debe destacarse cómo la tasa real, que es la que los agentes económicos toman en cuenta para sus decisiones de consumo e inversión, se redujo de un promedio de 10.4% en 1986 a 6.4% en 1987. A fin de año se situaba 8.2%, la cual sigue siendo inferior a todos los valores de fin de período (18) desde 1980. Este fue un elemento positivo en la recuperación de la demanda agregada.

(18) Recuérdese que la tasa de interés nominal muestra una estacionalidad marcada en el fin de año.

CUADRO 16  
Tasa de interés nominal y real en Colombia

Fin de:	Tasa nominal (1)	Inflación (2)	Tasa Real (3)
1980 .....	36.9	25.9	8.7
1981 .....	38.6	26.3	9.7
1982 .....	35.9	24.0	9.6
1983 .....	34.2	16.6	15.1
1984 .....	34.4	18.3	13.6
1985 .....	35.9	22.5	10.9
1986 Enero .....	32.9	23.5	7.6
Febrero .....	30.5	23.7	5.5
Marzo .....	30.1	22.6	6.1
Abril .....	30.4	22.5	6.4
Mayo .....	30.4	16.4	12.0
Junio .....	30.7	13.5	15.2
Julio .....	31.9	14.1	15.6
Agosto .....	31.2	16.2	12.9
Septiembre .....	30.7	16.8	11.9
Octubre .....	31.6	18.2	11.3
Noviembre .....	32.0	19.5	10.5
Diciembre .....	32.1	20.9	9.3
1987 Enero .....	31.4	21.1	8.5
Febrero .....	30.0	19.8	8.5
Marzo .....	30.4	20.4	8.3
Abril .....	30.2	19.8	8.7
Mayo .....	30.8	22.7	6.6
Junio .....	30.8	24.8	4.8
Julio .....	30.6	26.7	3.1
Agosto .....	30.1	25.3	3.8
Septiembre .....	30.7	25.0	4.6
Octubre .....	32.1	24.8	5.8
Noviembre .....	32.3	24.7	6.1
Diciembre .....	34.2	24.0	8.2

Fuentes: (1) Tasa nominal efectiva promedio ponderado de bancos y corporaciones. Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República.  
(2) Variación porcentual anual en el IPC.  
(3)  $\frac{1 + \text{Tasa nominal}}{1 + \text{Inflación}}$

La tendencia creciente de la tasa de interés nominal a final de año, junto con la reducción en la devaluación nominal, le restaron atractivo a los activos denominados en moneda extranjera, lo cual se reflejó en una importante entrada de capital (Cuadro 17). Cuando el rendimiento de activos externos aumenta en relación con el rendimiento interno, el flujo

de capital cesa notablemente (entre 1984 y 1985), mientras que si el rendimiento interno aumenta relativo al rendimiento externo, el flujo de entrada de capital se incrementa. Estos movimientos hacen que sea más difícil para la política monetaria llevar a cabo el control deseado, en la medida en que no estén bajo la regulación de la autoridad monetaria.

CUADRO 17  
Tasas de interés y flujos de capital en Colombia 1984—1987

	Tasa de interés externa (1)	Tasa de devaluación (2)	Tasa de paridad (3)	Tasa interna Tasa de paridad (4)	Variable "Proxy" del flujo de capital (millones de US\$) (5)
1984 .....	10.4	28.4	41.8	823	382
1985 .....	8.0	50.0	62.0	579	249
1986 .....	6.5	28.2	36.5	879	391
1987 .....	7.3	20.4	29.2	1 171	672

Metodología: (1) Rendimiento de CDT a 90 días en el mercado secundario USA

(2) Variación porcentual durante el año de la tasa de cambio.

(3)  $(1 + (1)) \times (1 + (2))$ .

(4) Columna 1 del cuadro 16 y columna 3 de este cuadro.

(5) Corresponde a la suma del movimiento de capital neto de la Balanza Cambiaria y los ingresos netos por servicios varios.

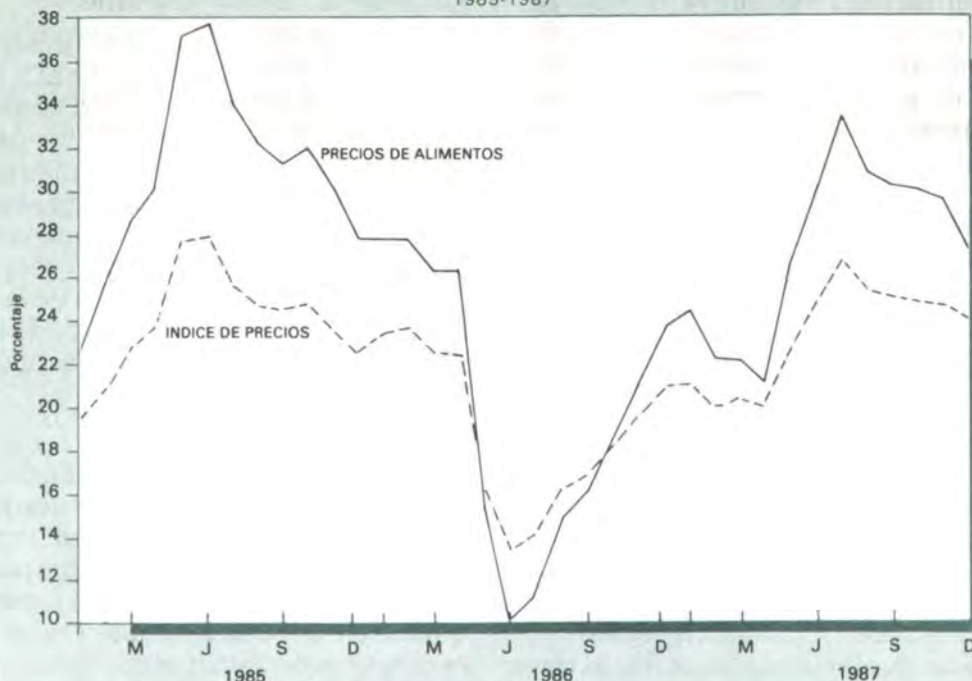
Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas, Banco de la República

## D. Precios

Dentro del tema de la política monetaria y como vínculo con el sector real de la economía que trataremos en la siguiente sección, veremos la evolución de los precios en 1987. Su trayectoria se explica principalmente por los acontecimientos monetarios y el comportamiento de la producción agrícola, que si bien no fueron los más deseables, se compensaron parcialmente por los efectos favorables de un mayor ahorro interno, fruto del control al gasto doméstico y del crecimiento de la producción.

En el largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario. Este punto se reafirma al observar la correlación de los medios de pago y la evolución de los precios en el país durante los últimos años. Dada la experiencia histórica, el resultado monetario descrito en páginas anteriores tiene relación con la tasa de inflación observada, 24%. Esto no significa que la variación de los medios de pago se mueva uno a uno con la tasa de inflación, en razón a que existen otros factores, algunos de carácter estructural, que afectan la oferta agregada y por lo tanto están en capacidad de determinar cambios en el nivel de

Gráfico No. 2  
Inflación y precios de alimentos  
1985-1987



precios. Sin embargo, el incremento de la liquidez, en el largo plazo, se convierte en una condición necesaria para que se valden los aumentos de precios.

En Colombia, un factor estructural que determina cambios en los índices de precios, es la variación en la producción de alimentos. En el Gráfico 2 se puede observar la estrecha relación entre la variación de los precios de los alimentos y la del índice total de precios al consumidor. Durante 1987 el comportamiento en los precios de los alimentos estuvo dominado por la carne y los pescados, al igual que la papa y el plátano. A partir de junio los precios de los alimentos empezaron a crecer a tasas anuales superiores

al 30% y se mantuvieron así durante la mayor parte del segundo semestre, con el resultado de que su variación estuvo por encima de 27%. Este hecho refleja deficiencias estructurales en la producción y comercialización agrícola, y en el normal abastecimiento por causas vinculadas con los movimientos de estos bienes provenientes de Venezuela y Ecuador, que en 1986 fueron importantes.

De acuerdo con lo anterior, tenemos que la estrategia antiinflacionaria, para que tenga éxito y no resulte costosa en términos de crecimiento de la economía, debe, además de contemplar un cuidadoso manejo monetario, incorporar elementos que contribuyan a estabilizar la oferta de

alimentos. Una de estas herramientas es el crédito al sector agropecuario; como indicador de la evolución de esta variable, señalamos el financiamiento del Fondo Financiero Agropecuario (FFAP) el cual creció a una tasa de 20.5% en 1987 y de 21.8% en 1986. Sin embargo, por los rezagos existentes entre el momento de la inversión o la siembra, y el período en el cual el producto se encuentra disponible en el mercado, es necesario contar con un instrumento para incrementar la oferta de alimentos en el corto plazo. Por esta razón, el Banco de la República ha insistido en el levantamiento temporal y regulado de las restricciones que existen a la importación de alimentos y algunos productos básicos, como elemento esencial para controlar la inflación en el corto plazo.

## V. Sector Real

El objetivo de la política económica, además de mantener ajustadas las variables macroeconómicas, busca mantener tasas favorables de crecimiento. De esta manera se consigue generar un mayor ingreso que sirve de fuente de ahorro para financiar inversión productiva, y para que, simultáneamente, disminuya la tasa de desempleo. A mediados de

1986 ésta última era 15% (véase Cuadro 18), y para diciembre de este año se había reducido casi cinco puntos, llegando a 10.1%.

Se estima que la tasa de crecimiento del PIB real en 1987 fue superior al 5.5%, la más alta registrada para la economía colombiana desde 1978. Ello no deja de ser un logro notable especialmente si se tiene en cuenta que los bajos precios del café en los mercados internacionales, tradicionalmente han estado asociados con desempeños pobres de la economía, no sólo por el lado de la balanza de pagos sino también de la actividad económica real.

En lo que se refiere a la demanda agregada de la economía, de acuerdo con cifras preliminares del Departamento Nacional de Planeación, su componente más dinámico proviene de la inversión, que creció 7.2% en términos reales. Este es el resultado de la interacción de varios factores. En primer lugar, el bajo ritmo de inversión registrado hasta el año anterior, junto con favorables perspectivas de crecimiento generadas a lo largo del año, requerían de aumentos en el gasto en la formación bruta de capital fijo. En segundo término, la baja en la

CUADRO 18

## Tasa de desempleo

	1986				1987			
	Abril	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre
Bogotá .....	14.3	14.2	12.6	11.5	13.0	12.0	10.5	8.9
Medellín .....	15.1	17.2	14.6	14.0	12.4	12.5	11.1	12.9
Cali .....	12.4	13.5	12.6	12.1	13.8	12.4	12.7	10.6
Barranquilla .....	16.0	18.1	15.8	15.6	16.1	11.9	13.6	10.2
<b>Total 4 ciudades .....</b>	<b>14.3</b>	<b>15.0</b>	<b>13.3</b>	<b>12.6</b>	<b>13.4</b>	<b>12.1</b>	<b>11.3</b>	<b>10.1</b>

Fuente: DANE.

tasa de interés real que analizamos en la sección anterior, significó una reducción del costo de oportunidad de la inversión, lo cual estimuló este tipo de gasto. Y tercero, la política de liberación selectiva de importaciones orientada a estimular la compra de bienes intermedios y de capital, amplió la disponibilidad de este tipo de bienes con

lo cual se favoreció la inversión. Adicionalmente, los resultados de la política de comercio exterior tuvieron un efecto expansivo sobre el sector real por el incremento en las exportaciones; éstas crecieron 6.59% en volumen, constituyéndose en factor importante de reactivación de la demanda y de generación de divisas.

CUADRO 19

## Tasa de crecimiento del PIB y de algunos sectores económicos

Año	PIB Total	Agropecuario	Industria manufacturera	Construcción	Minería
1985 .....	3.11	1.62	2.95	8.62	38.02
1986 .....	5.10	3.29	6.63	0.19	50.10
1987p .....	5.57	4.81	6.44	2.50	18.50

p. Preliminar. Fuente: DANE

En cuanto al producto por ramas de actividad, la industria manufacturera fue el sector de mayor dinamismo (véase Cuadro 19). Al interior de esta rama se nota un crecimiento más acelerado en las industrias productoras de bienes intermedios y de capital. Especial mención merecen la industria básica de metales no ferrosos (aluminio, cinc, estaño y cobre) que se expandió a tasas reales cercanas al 27%, la industria de derivados de petróleo (14%), la industria de madera (24%) y la industria de hierro y acero (17%). Por otro lado, la explotación de minas registró una tasa bastante más elevada, pero su participación dentro del PIB total es muy inferior. Debe señalarse que buena parte del crecimiento del sector agropecuario en 1987 (4.81%), se debió al incremento en la producción cafetera que estuvo por encima del 12%, mientras que el resto del sector presentó una tasa inferior al 4%.

Los mayores índices de utilización de la capacidad instalada, consecuencia del crecimiento económico, al igual que la disminución en las tasas de desempleo, indican una creciente utilización de los factores productivos que puede traducirse en presiones inflacionarias de no elevarse la capacidad productiva a través de mayor inversión privada. Esta presión inflacionaria resulta de un incremento en los costos marginales dado el límite físico de la capacidad instalada actual. Tal situación requiere, además de la estabilización de la demanda mediante un control monetario adecuado, impedir que los costos marginales de producción aumenten tan rápido; por lo tanto, el próximo año la inversión en el ensanche de la capacidad instalada deberá recibir una clara prioridad para evitar el recalentamiento del aparato productivo.

## VI. Conclusiones

En las páginas anteriores se describieron los principales acontecimientos de la economía colombiana durante 1987, su relación con la orientación general de la política económica, y sus resultados. En general, el año fue favorable para el sector real, el sector externo, sobre todo el frente de las exportaciones no tradicionales, uno de los principales elementos del dinamismo de la economía. Sin embargo, el crecimiento de la liquidez y la tasa de inflación fueron, desafortunadamente, superiores a los previstos. Fue así como la política económica permitió alcanzar la tasa de crecimiento de la producción más elevada desde 1978 y la reducción del desempleo a los niveles más bajos de los últimos años.

A pesar de que el valor de las exportaciones se redujo como consecuencia de la caída en el precio del café, el comportamiento de estas tuvo un importante efecto reactivador sobre el sector real de la economía ya que en términos de volumen las del grano se mantuvieron constantes, y las de petróleo, carbón, y menores, se incrementaron sustancialmente. En cuanto a éstas últimas debe señalarse que su destacado crecimiento se debió a la continuidad de la política cambiaria. Esta se orientó a mantener la tasa de cambio real competitiva alcanzada en los dos años anteriores; este seguirá siendo el elemento central de la política cambiaria.

El ajuste de la economía logró mantenerse gracias a que la política económica se orientó a equilibrar las fuentes y usos del ahorro interno, ante la ausencia de ahorro de origen externo. Por el lado de los usos, la política fiscal buscó reducir el déficit del sector público, evitando el desahorro que este implica; de esta manera se consiguió que una mayor parte del ahorro privado se utilizara para financiar su propia inversión productiva.

Por ello, la actividad privada fue una de las más dinámicas como factor del crecimiento real. Por el lado de las fuentes, la política monetaria y financiera, además de mantener la liquidez adecuada de la economía, se orientó a incrementar la eficiencia y rentabilidad del sector financiero para facilitar la movilización del ahorro doméstico.

Debe señalarse sin embargo, que aunque el ajuste se mantuvo en buena parte gracias a la reducción del déficit fiscal, hubiera sido deseable una mayor generación de ahorro por parte del sector público para compensar plenamente el desahorro del sector cafetero y los acontecimientos imprevistos que afectaron la disponibilidad de recursos de origen externo. Esta mayor flexibilidad en el manejo del ahorro público no tendrá plena aplicación mientras no se haga una revisión a fondo en las finanzas de las entidades públicas descentralizadas.

En lo que se refiere al manejo monetario, las autoridades económicas deberán controlar de cerca la expansión del dinero base a lo largo de todo el año, para contrarrestar los efectos que tienen el crecimiento de los medios de pago y la inflación. Con este propósito el Banco continuará perfeccionando el sistema de operación de las OMA, manteniendo siempre la liquidez adecuada para sostener ritmos aceptables de crecimiento del producto. Debe señalarse, sin embargo, que el control monetario basado exclusivamente en la colocación de títulos del Banco de la República, no tiene la capacidad regulatoria deseada, como la experiencia de este año lo demuestra, por lo cual deben utilizarse instrumentos adicionales que no afecten la estabilidad del sistema financiero, pero que permitan un control más directo de los medios de pago.

Adicionalmente, como también lo señalamos en el transcurso del año, resulta



indispensable atenuar las presiones inflacionarias mediante la continuación de la apertura gradual y prudente de la economía al comercio exterior. En algunos casos particulares, como el de los alimentos, se debe buscar suplir mediante importaciones los faltantes temporales de la producción doméstica, dado su enorme potencial como factor desestabilizador de los precios.

Finalmente, el proceso de formulación de la programación macroeconómica y su ejecución, han experimentado un notable avance en los últimos años. Se ha logrado una coherencia en el manejo cambiario, fiscal y monetario que facilita la estabilización de la economía ante sucesos imprevistos, como ocurrió este año. Es así como, a pesar de haber sido afectada por acontecimientos muy diversos, la economía colombiana ha mostrado una gran estabilidad en el crecimiento del producto y del empleo, y unos reducidos costos en cuanto a la variabilidad del ritmo inflacionario se refiere.

## VIDA DEL BANCO

### Sesenta años de la Revista del Banco de la República

El pasado mes de noviembre se registró el sexagésimo aniversario de aparición del primer número de la Revista del Banco de la República, durante la administración del doctor Julio Caro y desde entonces dirigida y redactada por directivos y personal de la Institución.

Con ocasión de la mencionada publicación se pronunciaron los diferentes diarios de la capital, así como representantes de entidades internacionales manifestando su complacencia y coincidiendo en afirmar que la Revista estaba lla-

mada a prestar grandes servicios al país. A continuación se transcribe el primer editorial:

### “Nuestra Labor

La Junta Directiva del Banco de la República, en su propósito de dotar al país de una publicación de carácter netamente económico y financiero, que aparezca con la debida regularidad y que circule profusamente, ha dispuesto empezar a publicar desde el presente mes esta Revista, con la patriótica mira de que ella sirva, a un mismo tiempo, de vehículo de información de las labores del Banco de la República y de órgano de propaganda de Colombia en el exterior.

Viene, pues, esta Revista a llenar un vacío que desde algún tiempo atrás se hacía sentir en la marcha económica del país y señaladamente en la prensa nacional.

En la vasta y compleja labor en que Colombia está hoy empeñada para alcanzar su desarrollo interno sobre amplias bases de orden y de seguridad, así como también para obtener el afianzamiento y mejoramiento de los diversos factores de su vida económica, en esta ardua labor, decimos, la REVISTA DEL BANCO DE LA REPUBLICA aspira a ser un vocero discreto y autorizado de las más sanas tendencias nacionales en estas materias y a prestar de este modo su decidido concurso en la obra a que el país se halla consagrado tesoneramente.

En este camino no ha vacilado esta Revista en allegar el mayor número de elementos utilizables para el buen resultado de su labor y, al hacerlo así, descansa en la confianza de que esos elementos de índole científica y de carácter informativo, al reunirse y compenetrarse en estas páginas, habrán de contribuir, en forma eficaz, al estudio amplio y completo de los distintos problemas nacionales.

Hemos solicitado para este efecto la colaboración de los hombres de reconocida autoridad y competencia en las materias que constituyen el programa de esta Revista, y con igual mira nos esforzaremos por registrar en estas columnas todos aquellos movimientos de orden comercial e industrial que puedan redundar en beneficio de la organización económica del país.

Es este el principal objetivo de nuestra labor: contribuir, por los medios que hemos apuntado, al estímulo de las fuerzas económicas sobre las cuales reposan el bienestar y la riqueza de la Nación”.

## **Convención Colectiva de Trabajo**

La Gerencia General y la Asociación Nacional de Empleados del Banco de la República firmaron el 17 de los corrientes el texto de la nueva Convención Colectiva de Trabajo que regirá hasta el 12 de diciembre de 1989. El acuerdo contempla ajustes importantes en prestaciones extralegales con que el Banco ha venido beneficiando a sus empleados, especialmente en lo relacionado con vivienda y educación.

## **Seminario sobre Fondos Privados de Pensiones**

Durante los días 10 y 11 de noviembre tuvo lugar en Bogotá el Seminario Sobre Fondos Privados de Pensiones organizado conjuntamente por el Banco de la República, la Comisión Nacional de Valores y las Bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente.

Con este evento se ha querido llamar la atención de los agentes oficiales y privados sobre estrategias e instrumentos financieros cuyo potencial no ha sido aún suficientemente aprovechado en el país, y que podría convertirse en alternativas interesantes de allegar recursos de largo plazo con costos razonables para la financiación de inversiones productivas y simultáneamente actuar como factores de expansión y de fortalecimiento de los ingresos de los intermediarios financieros.

Los Fondos Privados de Pensiones son hoy en muchos países uno de los más vigorosos agentes del mercado de valores y su introducción ha significado invariablemente un poderoso estímulo para la generación acelerada de volúmenes importantes de ahorro privado. Por supuesto, el alcance social de los mismos es aún mayor que el financiero; estos complementos de la seguridad social estatal garantizan actualmente millones de trabajadores en todo el mundo, unos años de retiro libres de excesivas presiones económicas, de manera que la jubilación no implique para ellos un deterioro drástico de su modo de vida.

El Seminario contó con la presencia de los señores Juan Antonio Andrade y Fernando Troncoso de México, Giovanni Tamburi de Suiza, y John Fasley y Barment Berin de los Estados Unidos, quienes analizaron las experiencias de los fondos de pensiones en Norteamérica, Europa y algunos países latinoamericanos, así como los doctores Roberto Salazar, Hernando Zuleta, Pablo Trujillo y Alfredo Carvajal quienes se ocuparon de la situación presente de los seguros sociales en Colombia y de las perspectivas y posibilidades para la introducción de esquemas privados de pensiones en el país.