

LA POLITICA ECONOMICA FRENTE A LA COYUNTURA EXTERNA

I. Introducción

El descenso de los precios internacionales del café ha sido comentado con incertidumbre y pesimismo por su impacto en la balanza de pagos. Ciertamente los menores ingresos cafeteros plantean problemas de manejo tanto en el frente externo como en el interno. El análisis del fenómeno requiere, sin embargo, considerar al menos otros tres aspectos: a) el nivel favorable de reservas, resultado del buen manejo macroeconómico de 1986; b) el comportamiento esperado de otras variables del sector y c) la permanencia o transitoriedad de la situación.

Los efectos sobre la balanza de pagos se verán aminorados en la medida en que los menores ingresos de divisas cafeteras puedan ser compensados, al menos parcialmente por los provenientes de otras exportaciones, o por mayores volúmenes embarcados del grano. De otra parte, la percepción respecto a la duración de los bajos precios del café, de no obtenerse ingresos compensatorios por otros conceptos, deberá modificar el tratamiento que se le ha de dar al problema en uno de dos caminos: a) si la caída se estima como transitoria, el vacío resultante debe financiarse con deuda externa o con reservas, siempre y cuando se trate de montos manejables; b) si, por el contrario, los menores precios se vislumbran como una característica permanente del mercado cafetero, que no se ve compensada por

otros ingresos, hay lugar a cambios en la orientación de la política económica.

El propósito de estas Notas es profundizar sobre estos interrogantes, y señalar algunos criterios generales respecto a la orientación de la política económica en el corto plazo. Concretamente, se analizarán las perspectivas del sector externo y se relacionarán con posibles derroteros a seguir en los frentes fiscal, monetario, cambiario y de deuda externa.

II. Perspectivas del sector externo

La cuenta corriente de la balanza de pagos se deterioró significativamente a comienzos de la presente década, pasando de un virtual equilibrio en 1980 a un déficit equivalente a más del 10% del PIB en 1982-1983. Esta situación se originó en la balanza de servicios, que pasó de un déficit de US\$ 631 millones en 1981 a uno de casi US\$ 1.700 millones en 1983 (véase Cuadro 1), y en menor grado en el comportamiento de la balanza comercial, al caer el valor de las exportaciones de bienes.

Las distintas acciones adoptadas durante el período 1984-1986, dentro del plan de ajuste de la economía, modificaron la tendencia de la cuenta corriente en dirección favorable. Aunque la balanza de servicios continuó mostrando un déficit creciente, que en 1986 llegó a casi

US\$ 2.300 millones, la balanza comercial mejoró de manera sustancial, al pasar de un saldo negativo cercano a US\$ 2.100 millones en 1982 a uno positivo de US\$ 150 millones en 1985. En 1986, gracias no sólo a los altos precios del café, sino también a las exportaciones de carbón y petróleo, y al repunte de las menores, el superávit comercial alcanzó los US\$ 2.000 millones (Cuadro 1). En resumen, la mejoría de la balanza comercial ha sido de tal magnitud que ha compensado el deterioro de la balanza de servicios.

CUADRO 1

Balanza de pagos cuenta corriente
1981-1987

Año	US\$ millones			Cuenta corriente como % del PIB*
	Balanza comercial	Balanza de servicios	Cuenta corriente	
1981	-1 333	-631	-1 722	-6.2
1982	-2 076	-978	-2 885	-10.4
1983	-1 317	-1 673	-2 826	-10.0
1984	-404	-1 945	-2 050	-6.9
1985	149	-1 833	-1 220	-3.6
1986 (e) ...	2 004	-2 263	515	1.4
1987 (p) ...	1 052	-2 426	-826	-2.2

(e) Estimación preliminar.

(p) Proyección.

* PIB ajustado para eliminar efectos de devaluaciones o revaluaciones respecto a la tasa de cambio real de 1975.

Fuente: Banco de la República.

La extraordinaria coyuntura cafetera de 1986 contribuyó, sin duda, a estos resultados. Sin embargo, aun si los precios del grano se hubieran mantenido a niveles similares a los de 1985, la balanza comercial habría sido también positiva pasando de -US\$ 2.100 millones en 1982 a aproximadamente + US\$ 1.000 millones en 1986. La menor demanda por importaciones, las exportaciones crecientes de petróleo, oro y carbón, y el dinamismo de las exportaciones menores, han generado una marcada mejoría en la balanza comercial. La diversificación, entonces, es una realidad que comienza a

mostrar sus frutos. Conviene, por lo tanto, analizar con más detalle este proceso.

En 1982 las exportaciones de hidrocarburos fueron US\$ 213 millones; en 1986 superaron los US\$ 600 millones a pesar de los bajos precios del petróleo. Durante el mismo período, las exportaciones de carbón pasaron de US\$ 14 millones a US\$ 190 millones, las de oro de US\$ 169 millones a US\$ 460 millones y las menores, incluyendo níquel, de US\$ 1.076 millones en 1983 a US\$ 1.478 millones en 1986 (véase Cuadro 2). En este último año las exportaciones de café, si los precios hubieran mantenido niveles normales, habrían sido el 38% de las exportaciones de bienes, frente a 51% en 1980 (1). Tenemos así que el café aunque aún pesa significativamente dentro de los ingresos de divisas, ha venido perdiendo importancia relativa.

Como es bien conocido, los precios del café sufrieron una caída marcada a comienzos del presente año, que no se pudo evitar al no lograrse un acuerdo de cuotas en el seno de la Organización Internacional del Café. Esta situación ha creado un ambiente de pesimismo e incertidumbre entre los observadores económicos. En el pasado, situaciones similares estuvieron acompañadas por estrecheces cambiarias que dificultaban las importaciones y el mantenimiento de los niveles de producción en los distintos sectores.

Es explicable que aquellas experiencias se quieran extender a la situación actual. Antes de sacar conclusiones definitivas, sin embargo, conviene detenerse a analizar las dimensiones reales del problema, sin subestimar su magnitud, pero reconociendo los cambios en la estructura del sector exportador.

El primer punto que debe señalarse se refiere a la base de comparación. Con frecuencia se tiende a relacionar una situación con la del año inmediatamente anterior. En el caso del café esto no es

(1) Debido a las altas cotizaciones del grano, las exportaciones de café en 1986 alcanzaron el 50.0% del total.

acertado, por cuanto 1986 fue un año claramente atípico en materia de precios (2). Un punto más razonable de referencia es 1985 o, si se quiere, un promedio de 1984 y 1985, períodos de cierta normalidad en el mercado cafetero. En esos años las exportaciones del grano alcanzaron alrededor de US\$ 1.700 millones (Cuadro 2). Contra dicho valor puede estimarse el impacto de la caída de precios alrededor de US\$ 1 por libra. Si ésta se mantuviera hasta finales de 1987, las exportaciones de café alcanzarían algo más de US\$ 1.400 millones. Es decir, el efecto de la reducción de precios sería alrededor de US\$ 300 millones, si el punto de comparación es un año normal en el mercado cafetero internacional. Aunque este es un monto importante, su magnitud es inferior al 6% del total de exportaciones esperadas de bienes para el presente año.

millones, es decir, se espera un aumento de alrededor de US\$ 900 millones que, de materializarse, compensaría el defecto en café. Alrededor de las dos terceras partes de este incremento provendría de exportaciones de hidrocarburos, US\$ 250 millones adicionales de exportaciones menores (incluyendo níquel) y el resto de carbón y oro. En el caso concreto de las menores este estimativo supone un crecimiento de 16.5% durante 1987 (Cuadro 2), cálculo conservador si se tiene en cuenta que durante los tres primeros meses del presente año los registros de exportaciones menores crecieron a una tasa superior al 30%, y dentro de este grupo, los de exportaciones industriales lo hicieron al 40% destacándose los cueros, las confecciones, los textiles, y los minerales no metálicos (Cuadro 3).

CUADRO 2
Exportaciones de bienes
1981-1987
(US\$ millones)

Año	Café	Petróleo	Carbón	Oro	Menores (1)	Total
1981	1 507	34	9	239	1 608	3 397
1982	1 515	213	14	169	1 371	3 282
1983	1 443	434	17	177	1 076	3 147
1984	1 735	445	38	245	1 161	3 623
1985	1 712	410	121	365	1 275	3 883
1986 (e) ...	2 736	604	190	460	1 478	5 468
1987 (p) ...	1 414	1 264	271	380	1 723	5 052

(e) Estimación preliminar

(p) Proyección

(1) Incluye ferroníquel

Fuente: Banco de la República — Balanza de pagos

Un segundo aspecto tiene que ver con lo que pudiéramos llamar los efectos de la diversificación o, puesto en otra forma, efectos compensatorios. Excluyendo café, las exportaciones de bienes alcanzaron US\$ 2.732 millones en 1986. Se estima que en 1987 superarán los US\$ 3.600

CUADRO 3
Evolución de registros de exportaciones menores:
Primer trimestre
1987-1986

Productos	Enero-marzo/86 (US\$ millones)	Enero-marzo/87 (US\$ millones)	Variación (%)
Agropecuarios	128.7	147.2	14.4
Mineros (1)	49.6	74.7	50.6
Industriales	170.5	238.4	39.8
Alimentos)	(11.5)	(15.8)	(37.3)
(Textiles y confecciones)	(35.1)	(57.6)	(64.1)
(Cueros)	(12.1)	(23.2)	(90.9)
(Maderas)	(3.4)	(6.3)	(85.8)
(Minerales no metálicos)	(13.2)	(20.3)	(53.6)
Total	348.8	460.3	39.1

(1) No incluye petróleo

Fuente: INCOMEX

(2) En 1982 y 1983 las exportaciones fueron alrededor de US\$ 1.500 millones, con precios un tanto bajos, por lo cual no son tampoco buen punto de referencia. Las exportaciones de 1986, US\$ 2.700 millones, claramente no son base apropiada de comparación.

No obstante los bajos precios del café, la balanza comercial en 1987 puede registrar un superávit de más de US\$ 1.000 millones. En 1985, un año cafetero normal, este valor fue de US\$ 149 millones. Ello indica que la dinámica de las demás exportaciones permite sobrellevar un año cafetero desfavorable sin desajustes en la balanza de pagos. Ciertamente no existirá la holgura de divisas de 1986, pero proyecciones razonables, en ningún caso optimistas, permiten prever una cuenta corriente cuyo déficit, alrededor de US\$ 800 millones, resulta perfectamente manejable, y equivalente a menos de la tercera parte del promedio registrado entre 1981 y 1985.

Finalmente, conviene hacer unas breves anotaciones sobre la duración del fenómeno cafetero. Dicho mercado se ha caracterizado a lo largo de los años por la variabilidad de precios. Esta se deriva, a su vez, de una demanda que responde poco a los precios y una oferta sujeta a fuertes fluctuaciones, originadas a veces en fenómenos climáticos y en algunas ocasiones en ceses de las exportaciones como consecuencia de inestabilidad interna en algunos países productores. Para evitar estas anomalías, se ha insistido en la conveniencia del acuerdo de cuotas dentro de la Organización Internacional del Café. Los actuales niveles de precios son consecuencia de no haberse logrado un consenso para el manejo ordenado del mercado. Esto no implica, sin embargo, que los precios se mantendrán deprimidos. De no lograrse un acuerdo de cuotas en septiembre, para estabilizar las cotizaciones, lo que podría esperarse es una movilidad superior a la histórica en los precios, pero no necesariamente a niveles bajos. Tal variabilidad resulta inconveniente tanto para productores como para consumidores. De ahí la bondad de las cuotas. La no existencia de éstas tiene el inconveniente de dificultar el manejo ordenado del mercado más que de generar situaciones crónicas de bajos precios.

Estas últimas pueden cambiar súbitamente como lo han hecho repetidas veces en el pasado.

Las consideraciones anteriores nos inducen a pensar que los niveles de precios actuales son temporales. De ser este el caso, como lo fue durante las bonanzas de 1976-1977 y 1986, no resulta conveniente modificar drásticamente las orientaciones de la política económica, más aún si, como ya hemos señalado, hay elementos que tienden a compensar los bajos ingresos cafeteros. Este punto se analiza más detenidamente en la sección siguiente.

III. Orientación de la política macroeconómica

En la sección anterior se señalaron las razones por las cuales no se considera apropiado introducir virajes fundamentales a la orientación de la política económica como reacción a la caída en los precios del café. No obstante es evidente que ciertas modificaciones son apropiadas al no presentar la economía una coyuntura de amplia abundancia de ingresos externos. En esta parte de las Notas analizaremos cuáles pueden ser estos ajustes y, también, resaltaremos aquellos puntos de la orientación económica que creemos deben mantenerse.

1. Política cambiaria

Ante la caída de los precios del café, ésta es quizás el área de manejo económico que mayores expectativas despierta. La importancia tradicional de los ingresos cafeteros como la principal fuente de divisas del país puede inducir a los agentes económicos a esperar virajes en la política cambiaria dado un descenso significativo en los precios. El manejo de la tasa de cambio no debe obedecer, sin embargo, a los desarrollos de un sector particular sino a las tendencias macroeconómicas globales. Esto resulta particu-

larmente cierto en una situación como la actual, que no sólo se ve compensada por otros factores sino que tiene un carácter temporal.

La concepción de la tasa de cambio como un instrumento macroeconómico, y no como una variable destinada a corregir tal o cual desajuste sectorial, resulta fundamental. Lo contrario implicaría, para el caso que nos ocupa, introducirle a la política cambiaria la inestabilidad característica de las cotizaciones cafeteras. En consecuencia, si la caída de éstas no ocasiona un desajuste global, debido a los fenómenos compensatorios a que hicimos referencia atrás, no hay razón para modificar el manejo de la tasa de cambio, aun sin considerar el elemento de temporalidad a que también hemos aludido.

El anterior fue precisamente el criterio aplicado durante 1986. No obstante la elevación extraordinaria de los precios del café en ese año, se mantuvo el nivel de la tasa de cambio real. De haberse orientado la política cambiaria con criterio sectorial y de corto plazo, el resultado habría sido una revaluación del peso. No sólo se habría perdido gran parte de lo logrado en este frente durante 1985, sino que el país estaría enfrentado hoy en día a una moneda sobrevaluada y, seguramente no estaríamos observando los avances que hoy registran los demás renglones de exportación, particularmente el de las manufacturas.

El país ha comprendido y asimilado las bondades del gradualismo en este frente. Gracias a él, no sólo se minimizan traumatismos al proceso productivo y se evitan expectativas desestabilizadoras, sino que permite transitar sin sobresaltos ante desajustes temporales. Esto es cierto tanto cuando los fenómenos exógenos son favorables como cuando son desfavorables. Por ello consideramos que la política de preservar el tipo de cambio real, como se ha venido haciendo, resulta la orientación más adecuada en el frente cambiario.

2. Política fiscal

El descenso de las cotizaciones cafeteras produciría una disminución marcada de la demanda agregada si no hubiese elementos que lo contrarrestaran. Ya hemos discutido aquellos que se derivan directamente del comportamiento de otros rubros de la balanza de pagos, como son las exportaciones menores y las de productos energéticos. Existe otro factor que opera en el mismo sentido, que no siempre se tiene en cuenta al analizar una coyuntura como la actual, pero cuyo efecto es de enorme trascendencia. Se trata del papel estabilizador del Fondo Nacional del Café. Mediante este mecanismo se procura aislar parcialmente los precios del sector cafetero de las fluctuaciones de las cotizaciones internacionales del grano. Con ello se evita que durante épocas de auge se presione excesivamente la demanda agregada y, así mismo, que en la situación opuesta se transmitan plenamente los efectos recesivos de la caída de los ingresos externos.

En vista de que los recursos del Fondo son de carácter público, aunque con destinación final para un sector particular, su comportamiento tiene importantes consecuencias fiscales. En épocas de bonanza, contribuyen a disminuir el déficit del sector público consolidado. Bajo las condiciones opuestas, tienden a incrementarlo. Se tiene, entonces, un mecanismo relativamente automático, aunque parcial, de compensación a los desajustes que introduce el déficit de la cuenta corriente en la balanza de pagos en razón a fluctuaciones de las exportaciones cafeteras. Por ello no resultaría correcto adoptar una política de incremento en el gasto público tendiente a compensar plenamente los menores ingresos externos provenientes del café. Una política de este tipo podría aplicarse sin generar presiones internas inconvenientes, solamente si se transmitiera al sector cafetero la totalidad del efecto resultante de los menores ingresos pro-

venientes de las exportaciones del grano. Pero en caso tal, el Fondo Nacional del Café dejaría de cumplir su papel central de regulador de los precios domésticos. En consecuencia es importante mantener la disciplina fiscal de los demás frentes, como se hizo durante 1986, puesto que el FNC está operando dentro de los objetivos que le son propios.

Señalábamos que la capacidad de compensación fiscal del Fondo del Café es apenas parcial. Ello es particularmente cierto cuando las oscilaciones de los precios han tenido las magnitudes observadas en los últimos 18 meses. Durante 1985 y 1986 se elevaron sustancialmente los precios internos del grano en respuesta a las cotizaciones internacionales. Si la compensación ante la baja de las mismas en 1987 fuera total, la situación financiera del Fondo se deterioraría rápidamente, impidiéndole cumplir sus funciones estabilizadoras y de apoyo al sector en un futuro no lejano.

Además, la balanza de pagos presentará en 1987 los renglones dinámicos ya mencionados que subsanarán en parte los menores ingresos cafeteros. Las previsiones del programa macroeconómico del Gobierno indican, por lo tanto, que para mantener una posición macrofinanciera equilibrada, se requiere que el déficit del sector público consolidado, excluyendo el Fondo Nacional del Café, no sobrepase el 3.0% del PIB observado durante 1986 (Cuadro 4). Es decir, que el deterioro fiscal compatible con el de la balanza de pagos no debe ser mayor a aquel que se genera por los menores ingresos del Fondo Nacional del Café. En consecuencia, no hay campo para expansiones del gasto público superiores al incremento en los ingresos tributarios, si se desea mantener una relativa estabilidad de precios y un nivel adecuado de reservas internacionales. El financiamiento de las nuevas prioridades que se desea dar al gasto público debe provenir de la asignación de los ingresos crecientes en áreas del sector

público que registrarán superávit considerables, como la de hidrocarburos, y de reducciones en rubros no prioritarios del gasto. La reciente ley tributaria tiene precisamente esta orientación.

CUADRO 4
Sector público consolidado
1986
(% del PIB)

Concepto	Incluyendo al Fondo Nacional del Café	Excluyendo al Fondo Nacional del Café
1 Ingresos corrientes ...	28.7	24.6
2 Gastos corrientes ...	20.2	19.9
3 Ahorro corriente		
(1) - (2)	8.5	4.7
4 Inversión y préstamo neto*	8.3	7.8
5 Déficit (-)	0.2	-3.1
(3) - (4)		

* Neto de otros ingresos

Fuente: Banco de la República

De otra parte, es importante destacar que la prudencia en el manejo fiscal resulta indispensable, no sólo por razones de tipo coyuntural, sino por consideraciones de largo plazo. Dentro de esta última óptica hay que resaltar el papel que juega la inversión como motor del crecimiento económico. Con niveles bajos, el país limita sus posibilidades de desarrollo; de ahí que la búsqueda de flujos dinámicos de inversión deba constituirse en objetivo permanente de la política económica.

Para financiar la inversión se requiere ahorro, ya sea de origen interno o de origen externo. Este último no resulta viable obtenerlo en cuantías abundantes en vista no sólo de las condiciones del mercado internacional de capitales sino de la cautela con que deben manejarse montos relativamente altos de deuda externa. De ahí la importancia de promover el ahorro interno.

Con frecuencia los desajustes fiscales se ven acompañados de bajos niveles de

ahorro público. El déficit resulta más de los excesos en gastos de funcionamiento que de elevadas cuantías de inversión estatal (véase Cuadro 5). Aunque aumentar el gasto gubernamental estimula la demanda agregada y la tasa de crecimiento en el muy corto plazo, se puede poner en entredicho la estabilidad de las reservas y se le resta potencial de crecimiento a la economía en el mediano y largo plazo. De otra parte, dado lo limitado del ahorro interno, es importante equilibrar el destino de los recursos que van hacia los sectores público y privado. Niveles excesivamente altos de inversión

pública, no financiados con ahorro del sector, compiten necesariamente por los recursos de ahorro generados por el resto de la economía. Frente a mercados de capitales internacionales de difícil acceso, esto se traduce en menores niveles de inversión privada. La tendencia de la última década fue precisamente esa. El ritmo de ejecución de los proyectos de inversión del Gobierno debe adecuarse en forma tal que permitan la expansión de la inversión del sector privado. De lo contrario, áreas de la producción en las que tradicionalmente no participan las entidades estatales tenderán a rezagarse cada vez más.

CUADRO 5
Sector público consolidado (1)
Ahorro y déficit fiscal
1981-1986
(% del PIB)

Año	Ingresos corrientes	Gastos corrientes	Ahorro público (cuenta corriente)	Inversión y préstamo neto (2)	Déficit o superávit
1981	17.5	12.8	4.7	7.7	-3.0
1982	17.4	15.8	1.6	7.7	-6.1
1983	20.2	17.7	2.5	9.0	-6.5
1984	20.4	17.2	3.2	10.0	-6.8
1985	23.2	17.7	5.5	9.9	-4.4
1986	28.7	20.2	8.5	8.3	0.2

(1) Incluye Fondo Nacional del Café

(2) Neto de otros ingresos

Fuente: Banco de la República

Durante 1986 el sector cafetero generó importantes volúmenes de ahorro interno. Dada la caída de los precios internacionales, es previsible que el sector no sólo deje de ser un ahorrador neto, sino que puede convertirse en deficitario. En consecuencia, para mantener o incrementar el ahorro doméstico se requiere un esfuerzo de parte de los demás sectores de la economía, entre ellos el sector público consolidado. De lo contrario, el

resultado sería o bien una caída de ahorro global que restringiría la inversión total, o bien una baja en las reservas internacionales (las cuales no son otra cosa que la acumulación de ahorro de períodos anteriores), que, de producirse en magnitud significativa, dificultaría el manejo del sector externo. De ahí nuestra insistencia para que en esta coyuntura se mantenga estable el déficit del sector público.

El manejo fiscal sugerido implica adecuar el gasto a la evolución de los ingresos. La reforma tributaria de 1986 no sólo introdujo modificaciones al régimen impositivo favorables al ahorro y a la capitalización empresarial, sino que ha generado una dinámica de los ingresos superior a la inicialmente prevista. Durante los primeros cuatro meses de 1987 los recaudos de tesorería superan a los de igual período de 1986 en 44.8% (Cuadro 6). Existe, por consiguiente, la posibilidad de lograr un manejo del gasto que genere un resultado fiscal compatible con la evolución de las demás variables macroeconómicas.

CUADRO 6

Operaciones efectivas del Gobierno Nacional Central
Enero — abril 1986-1987

Concepto	\$ miles de millones		Variación (%)
	1986	1987	
I. Ingresos corrientes			
netos	166.7	241.5	44.8
II. Pagos corrientes	149.1	202.9	36.1
III. Cuenta corriente			
(Ahorro) (I—II)	17.6	38.5	119.2
IV. Inversión	40.7	67.7	66.3
V. Superávit o déficit ¹			
global (III—IV)	-23.1	-29.1	26.1

3. Política monetaria

A lo largo de 1986 la política monetaria se orientó fundamentalmente a: i) lograr una importante acumulación de reservas internacionales, sin producir desbordamiento de los medios de pago, de manera que el crecimiento del circulante no superara la demanda de dinero en la economía, y ii) evitar que todo el peso del control recayera exclusivamente en los intermediarios financieros. Las acciones adoptadas para lograr estos objetivos fueron diversas y se encuentran analizadas en la entrega de estas notas correspondientes al mes de diciembre pasado. Entre ellas se destacaron dos: el uso intensivo de ope-

raciones de mercado abierto para controlar los excesos de liquidez monetaria, y los acuerdos logrados entre el gremio cafetero y el Gobierno, tendientes a evitar parte de los efectos monetarios de los mayores ingresos de exportaciones de café.

A lo largo de 1987 el sector cafetero, por las razones anotadas, será expansionista y no tendrá un comportamiento favorable frente al manejo monetario, como sí lo tuvo durante 1986. De otra parte, como el uso del encaje es limitado por sus efectos desfavorables sobre los intermediarios financieros y las tasas de interés, las operaciones de mercado abierto serán, de nuevo, un elemento fundamental de control monetario durante 1987.

La utilización de las operaciones de mercado abierto, como herramienta principal del manejo monetario, requiere de la existencia de cierta amplitud y flexibilidad en los mercados financieros. Sin esta última no resulta viable utilizar eficientemente el instrumento a que hacemos referencia. Por ello el permitir ajustes en los mercados financieros coadyuva al éxito de este mecanismo de control. Esto no tiene por qué implicar tasas de interés crecientes. Por el contrario, hoy en día las tasas de interés libremente determinadas en el mercado, no obstante la presencia significativa de las operaciones de mercado abierto, se han colocado a niveles inferiores a aquellos que prevalecieron a comienzos del año pasado, cuando las tasas se regularon mediante acciones de tipo administrativo.

Aunque las operaciones de mercado abierto constituyen un mecanismo eficiente para el control de los agregados monetarios, no resulta posible obtener las tasas deseadas de aumento de medios de pago exclusivamente a través de este instrumento, si se presentan expansiones no programadas a través de otros rubros de la base monetaria. En particular, el cui-

dadoso manejo fiscal y de tesorería es esencial para darle autonomía al manejo monetario, así haya cierto margen para que el sector público disminuya sus depósitos en el Emisor. A este respecto, observamos con preocupación el potencial de expansión que puede generarse por las operaciones financieras de distintas entidades estatales.

El control de la inflación y el sostenimiento de un nivel adecuado de reservas internacionales son elementos fundamentales para consolidar la estabilización de la economía y su crecimiento. Hay elementos de perturbación monetaria que pueden y deben contrarrestarse mediante operaciones de mercado abierto, como puede ser la gradual disminución del ahorro cafetero invertido en títulos del Emisor, o los menores saldos en el mercado de papeles como los Certificados de Cambio, cuya demanda disminuye al estabilizarse las expectativas cambiarias. La política monetaria contraccionista juega en estos casos la función clave de estabilizar los agregados macroeconómicos, sin afectar en mayor grado la evolución de la actividad económica.

Pero, cuando las perturbaciones surgen de factores reales, como resultaría ser un incremento en el déficit del sector público, el papel contraccionista de la política monetaria deja de ser neutro por cuanto, al evitar excesos de demanda internos, le resta capacidad de expansión a otros sectores. Aunque este último resultado no constituya un propósito de la política, ocurre en la práctica como consecuencia del descontrol fiscal y no de la política monetaria como tal. Sabemos que esta última necesariamente debe orientarse por objetivos globales y así se seguirá haciendo. Pretender ignorarlos conduciría a dificultades externas por baja en las reservas, o a presiones inflacionarias, que a la postre derrotarán los intentos de mantener una expansión económica estable y duradera con una balanza de pagos equilibrada.

4. *Política deuda externa*

Respecto al manejo de la deuda externa caben consideraciones similares a las que se hicieron sobre la tasa de cambio, en el sentido de que la orientación de la misma debe obedecer fundamentalmente a consideraciones de tipo macroeconómico y no a coyunturas sectoriales. Desde este punto de vista, la política a seguirse en este frente debe considerar las necesidades globales de la balanza de pagos y los requerimientos de la inversión pública y privada, y no dirigirse exclusivamente por lo que se vislumbra en el frente cafetero. Propuestas tendientes a limitar el servicio de la deuda a una proporción determinada de las exportaciones, que se sugieren como respuesta a la caída de los precios del café, no parecen por lo tanto apropiadas. El manejo que se le dé a las nuevas contrataciones de deuda, a las amortizaciones y al servicio de intereses, no debe depender de una coyuntura particular y de corto plazo en un sector. La orientación que se dé a estos tópicos debe, insistimos, fundamentarse en la situación global de la balanza de pagos y en el tipo de relaciones que el país desee mantener en el mediano y en el largo plazo con la comunidad financiera internacional.

Los niveles a los que ha llegado la deuda externa pública y privada representan ya una carga significativa no sólo en términos de las exportaciones sino también en términos del PIB. Al finalizar 1986 la deuda externa total del país ascendía a casi US\$ 15.000 millones, monto equivalente al 42.5% del PIB. El pago de intereses, que en 1981 representaba el 17.6% de las exportaciones de bienes y servicios no financieros, se elevó el año pasado al 19% y puede alcanzar más del 22% en 1987. En términos de la producción total del país, los intereses de la deuda vienen absorbiendo entre 3 1/2 y 4 puntos porcentuales. A comienzos de la década esta relación era de 3.4% (Cuadro 7).

CUADRO 7
Indicadores de la deuda externa colombiana
1981-1987

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987 (p)
Deuda total (US\$ millones)	8 518	10 269	11 408	12 265	13 834	14 989	15 513
Mediano y largo plazo (US\$ millones)	6 034	7 270	8 236	9 527	11 008	13 392	14 046
Corto plazo (US\$ millones)	2 484	2 999	3 172	2 738	2 826	1 597	1 467
Intereses/Exp. de bienes y servicios (%)	17.6	21.7	23.3	24.9	24.1	19.2	22.3
Intereses/PIB (1)	3.4	4.1	3.6	4.0	3.6	3.6	3.8
Deuda total/PIB (1) (%)	30.6	37.1	40.4	41.2	40.5	42.5	40.5
Mediano y largo plazo/PIB (1) (%)	21.7	26.3	29.2	32.0	32.2	38.0	36.7
Corto plazo/PIB (1) (%)	8.9	10.8	11.2	9.2	8.3	4.5	3.8

(p): Proyección

(1) PIB ajustado para eliminar efectos de devaluaciones o revaluaciones respecto a la tasa de cambio real de 1975.

Fuente: Banco de la República

El manejo del endeudamiento requiere por consiguiente prudencia. En la primera mitad de los años 70 el país mantuvo una política restrictiva de endeudamiento, tanto público como privado, haciendo uso para lograr este objetivo de las diversas restricciones de tipo administrativo que tenían a su alcance las autoridades. En la segunda mitad de la década fue preciso intensificar los controles, ante la abundante oferta de recursos por parte de los bancos comerciales internacionales en momentos en que la balanza de pagos generaba grandes superávits. Gracias a ello, el endeudamiento privado se mantuvo dentro de límites razonables que habrían de facilitar su manejo en años recientes, y el del sector público creció a tasas moderadas. Fue el tratamiento dado a la deuda externa en esos años lo que evitó que Colombia hubiera enfrentado una situación insostenible en 1982-1983, cuando súbitamente se cerraron los mercados internacionales de crédito permaneciendo elevadas las tasas de interés externas.

En los últimos años de la década pasada y primeros de la presente, la deuda pública

del país creció rápidamente en respuesta a la demanda de recursos externos para financiar la inversión estatal. Luego, ante el cierre de los mercados en 1982-1985, y frente a la caída de reservas en esos años, el sector público continuó endeudándose rápidamente. Mediante esta política fue posible amortiguar los efectos de la crisis del período mencionado y aunque la tasa de crecimiento del PIB llegó a bajar a cerca del 1% real, la economía no pasó por la penosa situación de reducir el producto global, como sí ocurrió en los demás países del área. Superada esta circunstancia, Colombia debe de nuevo orientar su endeudamiento con la prudencia de la década pasada, con miras a recuperar niveles que lo hagan menos vulnerable a las vicisitudes de disponibilidad de crédito y de variabilidad de tasas de interés en los mercados externos.

Operaciones recientes en los mercados internacionales de capitales indican que, por primera vez desde 1983, la colocación voluntaria de la deuda colombiana resulta viable. Este hecho podría interpretarse como un indicio de que es posible reducir los esfuerzos a ahorro interno. De hacerse

así, la economía colombiana transitaría hacia una posición más vulnerable que la actual. En consecuencia, aun si se concretara una relativa disposición en los mercados internacionales de capitales, debe evitarse cualquier acción de política económica doméstica que pudiera limitar el crecimiento del ahorro interno.

IV. Conclusiones

En esta ocasión las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República han buscado explicar cuidadosamente la consistencia interna de las políticas fiscal, monetaria y cambiaria, aplicables en un período de déficit moderado de balanza de pagos. Este ha sido ocasionado principalmente por el desequilibrio en la cuenta de servicios (intereses de la deuda) y, en menor grado, por la reducción en los precios externos del café. Hemos señalado cómo el tamaño del desajuste de cuenta corriente previsto para el año no es extremadamente cuantioso y que su monto, unos US\$ 800 millones, resulta manejable y no debe originar grandes virajes en la política económica.

Para juzgar la conveniencia de la política económica actual, se debe partir de un examen riguroso acerca del estado de la economía. Según se ha escrito en diversos documentos, 1986 fue un buen año en materia de crecimiento, de reducción del déficit fiscal y de control a la inflación. Con razón se ha afirmado que las variables macroeconómicas se encuentran debidamente ajustadas. Ello gracias a la orientación adoptada, especialmente en cuanto al manejo de la bonanza cafetera, la cual fue considerada acertadamente como un fenómeno transitorio. Se logró que parte de ese mayor ingreso cafetero fuera ahorrado para ser utilizado en períodos posteriores; se evitó así que la economía se situara en niveles de gasto superiores a aquellos obtenibles en períodos normales. Igualmente, como ya se dijo, las políticas cambiaria y monetaria mantuvieron su dirección general de largo

plazo y no se emplearon para amortiguar efectos generados por cambios esporádicos en los precios externos del café. Por estas razones hemos sostenido que el manejo de la coyuntura actual, ciertamente complejo, parte de una situación económica positiva gracias al grado de ajuste existente. Ello contribuye a que las acciones de política sean más efectivas y menos difíciles de poner en práctica.

En estas Notas se explica también cuál es el tamaño esperado del déficit de balanza de pagos. Se concluye que éste se ha mantenido en niveles razonables, a pesar de que sólo se vayan a recibir US\$ 1.400 millones por ingresos de café. El monto de divisas que debe destinarse al servicio de la deuda representa una carga pesada pero manejable. Esto será posible gracias a que el sector externo de la economía se ha diversificado e ingresarán divisas en sumas importantes provenientes de otras actividades.

Igualmente se analiza la situación fiscal, más afectada tal vez que la de balanza de pagos por los menores precios del café, pero de todas maneras controlable si se actúa con severidad en el frente de los gastos de funcionamiento. Existiendo una evolución favorable de los ingresos tributarios, se piensa que es posible lograr que el porcentaje del déficit del sector público consolidado, con relación al PIB, excluido el Fondo Nacional del Café, no sobrepase el 3%.

En cuanto a la política monetaria, a ésta se le asigna un papel fundamental para compensar la desinversión por parte del sector cafetero de títulos del Banco de la República, que ha de producirse por las nuevas condiciones en el mercado de este producto. Se piensa que con el uso de las operaciones de mercado abierto ello debe ser posible, evitando crear traumatismos en el mercado y en las tasas de interés.

Del planteamiento global sobre la política económica se concluye que, mante-

niendo las orientaciones del último año y sólo con algunas modificaciones especialmente en los frentes monetario y fiscal, se debe poder conseguir una tasa adecuada de crecimiento económico con relativa estabilidad de precios. Definitivamente no pensamos que corresponda poner en práctica políticas expansionistas de demanda, vía generación de un mayor déficit fiscal, para conseguir las tasas de crecimiento económico deseadas. Las reflexiones a este respecto se apoyan en los siguientes argumentos:

a) El efecto contracíclico del Fondo Nacional del Café.

b) La expansión de las exportaciones no tradicionales.

c) La constante historia según la cual el déficit público se ocasiona por la evolución incontrolada de los gastos de funcio-

namiento y no por la financiación de la inversión.

d) Porque bajo condiciones de ahorro externo limitado, el déficit fiscal termina financiándose con ahorro privado, o con emisión monetaria, reduciéndose así la capacidad de inversión de las actividades productivas de otros sectores. Ello tiende a perjudicar la expansión y diversificación de la economía en los años futuros, acelera la inflación y erosiona la posición de reservas internacionales.

En resumen, consideramos que el cuadro general de la economía colombiana es favorable, no obstante lo ocurrido al sector cafetero. Las políticas deben seguirse manejando dentro de un marco de estricto control, para que sea viable el crecimiento con estabilidad apoyado en el ahorro y la inversión privados y en una evolución prudente de la deuda externa.

VIDA DEL BANCO

Nuevas Agencias de Compras de Oro

A partir del 2 de los corrientes y mediante autorización consignada en Acta 3797 de la Junta Directiva del Banco, entró en funcionamiento la Agencia de Compra de Oro en la capital de Antioquia, cuyas operaciones de adquisición del metal pueden efectuarse directamente desde el aeropuerto de Rionegro, como punto de compra, dependiendo de la mencionada agencia.

Las nuevas instalaciones cuentan con un técnico sistema de captación de oro que redundará en una comercialización más dinámica y precisa; así como en un mayor acercamiento entre el sector minero y el Emisor.

Así mismo, la Junta Directiva, en sesión del 5 del presente mes, autorizó la apertura de siete nuevas agencias de oro en el curso del año: la de Manizales y Leticia en las sucursales del Banco de la República; la de Puerto Inírida (Guainía), La Dorada (Caldas), Acandí (Chocó) y Marmato (Caldas) bajo administración delegada a la Caja Agraria, y finalmente Caucaasia.

La apertura de estas nuevas agencias obedece al objetivo del Gobierno de fomentar la producción del oro, contribuir al desarrollo de las regiones mineras

y favorecer al minero productor, mediante garantía de la protección de sus intereses físicos y económicos.

Nombramientos en las sucursales del Emisor

En sesión del 5 de los corrientes, la Junta Directiva del Banco designó para las gerencias de algunas sucursales a los siguientes funcionarios: en la de Sincelejo al doctor Fabio Alí Arciniegas, funcionario que se desempeñaba como Subdirector Operativo del Departamento de Crédito Agropecuario y reemplaza al doctor Carlos Hugo Rodríguez M., quien a su vez pasó a ocupar la de Ipiales.

Para la de Girardot, al doctor Mario Pieschacón A., quien se desempeñaba como Gerente de la sucursal de Quibdó y sucede en su nuevo cargo al doctor Hernando Zapata R., al retirarse en calidad de pensionado, a partir del 2 de los corrientes.

Al doctor Alonso Riobó R., en la de Honda, en reemplazo del doctor Mario Acevedo J., quien se encuentra disfrutando de su jubilación desde el 4 de noviembre pasado. El doctor Riobó ejercía la jefatura de Prestaciones Sociales en el Departamento de Personal de la Oficina Principal.

Así mismo para la de Quibdó, al doctor Francisco Sánchez, abogado en comisión en la Oficina de Cambios, en reemplazo del doctor Mario Pieschacón A.

Para la sucursal de San Andrés, a la doctora María Aydee Valdés B., quien ejercía la jefatura Administrativa del

Departamento de Servicio Médico, en reemplazo del doctor Mauricio Angarita B., nombrado Subgerente de Operación Bancaria en la sucursal de Cali.

Cabe señalar que todos los citados funcionarios son personas de amplia y meritoria labor en la Institución.