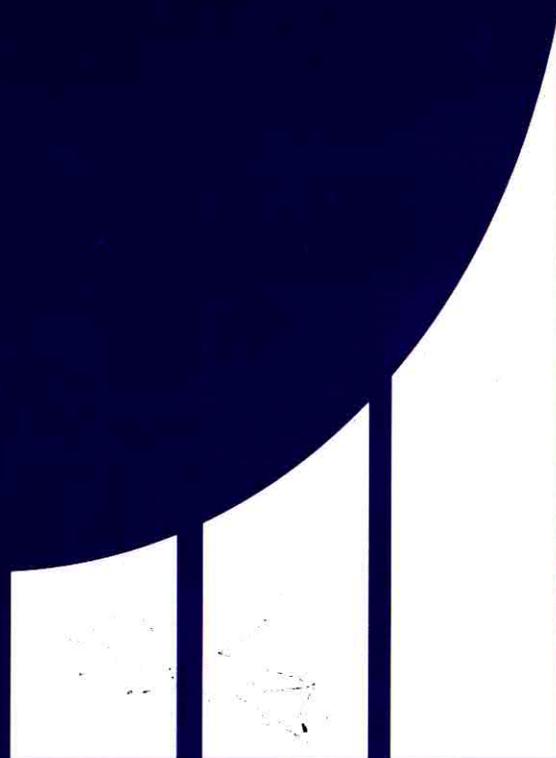

PROSPECTIVA

PERSPECTIVAS ECONOMICAS
DE CORTO Y MEDIANO PLAZO



FEDESARROLLO

Julio - Diciembre

1 9 9 5

PROSPECTIVA

PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO

PROSPECTIVA

PERSPECTIVAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO

Es un informe semestral preparado por Fedesarrollo en forma exclusiva para el servicio de **Previsión Macroeconómica y Sectorial** de Anif y Fedesarrollo.

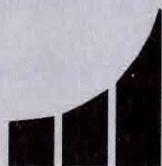
Director del Informe
Eduardo Lora Torres,
Director de Fedesarrollo

Investigadora Principal
Cristina Fernández Mejía

Colaboradores
Mauricio Cárdenas Santamaría
Rosario Córdoba Garcés

Asistente de Investigación
Mauricio Cárdenas Estupiñan

Diagramación y Artes
Myriam Consuelo Lozano González



FEDESARROLLO
Calle 78 No. 9-91
Tel. 3125300
Fax 2126073
Bogotá

CONTENIDO

I. PROYECCIONES MACRO PARA 1995

1. Nuevos supuestos para 1995	1
Tasa de cambio y precios externos	2
Demandas externas y volúmenes de exportación	4
Producción de petróleo y café	4
Política fiscal	5
Inversión privada	5
Salarios y precios controlados	7
El ahorro privado	7
2. Resultados de proyección para 1995	8
Crecimiento económico	8
Desempeño sectorial	10
Inflación	12
Balanza de pagos	14

II. PROYECCIONES PARA 1996

1. Supuestos para 1996	18
Tasa de cambio y precios externos	19
Demandas externas y volúmenes de exportación	19
Producción de petróleo y café	20
Política fiscal	20
Inversión privada	21
Salarios y precios controlados	21
Otros supuestos	22
2. Resultados de proyección para 1996	22
Crecimiento económico	22
Precios	24
Balanza de pagos en 1996	25

III. LA INVERSION PRIVADA EN LA ENCRUCIJADA

1. Introducción	27
2. Comportamiento reciente de la inversión privada	28
3. Importaciones de bienes de capital	30
4. Financiamiento de la inversión	32
Financiamiento interno	32
Financiamiento externo	34
5. El clima de inversión industrial	34
6. Perspectivas de la inversión industrial	38
Costos financieros	38
El precio relativo de los bienes de capital	39
Factor tributario	40
La encrucijada	42
7. La inversión de bienes inmuebles	42

PROSPECTIVA

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO

I. PROYECCIONES MACRO PARA 1995

En la entrega anterior de este informe afirmamos que no se lograrían las metas de crecimiento económico e inflación que se habían propuesto las autoridades económicas. En lugar del 6% de crecimiento que contemplaban las proyecciones oficiales, predijimos que el crecimiento sería 5.3%, y en lugar de la meta de inflación del 18% proyectamos un aumento de precios de 19.5%. Las proyecciones que presentamos en este informe se apartan aun más de las oficiales, y justamente por los conflictos que se generaron en las políticas oficiales al haber tratado, durante todo el primer semestre de 1995, de lograr metas que eran claramente inconsistentes entre sí. En relación con la tasa de devaluación, en el informe de enero afirmamos que, gracias a la crisis de México y al creciente déficit de la cuenta corriente colombiana, el objetivo oficial de devaluar 13.6% en el año sí parecía muy factible. También en esta materia mantenemos la misma posición, y en consecuencia seguimos proyectando 14% de devaluación en año completo.

Como es usual, para elaborar nuestras proyecciones utilizamos como instrumento analítico y de consistencia un modelo de equilibrio general que representa las actividades económicas de las empresas, las familias, el gobierno y el sector externo en forma muy detallada, teniendo en cuenta sus fuentes de ingreso, el tamaño y la composición de cada uno de sus gastos y sus decisiones de ahorro. Como lo ha mostrado la experiencia, la gran ventaja frente a otros métodos de proyección radica en que pone de presente cualquier inconsistencia entre los objetivos de política o entre las proyecciones que independientemente pueden hacerse sobre distintos frentes de la actividad económica.

1. Nuevos supuestos para 1995

Como se afirmaba en la entrega anterior de este informe «el desempeño de la economía en el presente año dependerá, esencialmente, de la forma como evolucione el panorama externo y de las decisiones de política que se adopten para tratar de lograr los objetivos oficiales de crecimiento e inflación y para ejecutar el nuevo plan de desarrollo». Justamente, los cambios que han ocurrido en el panorama externo y en las políticas fiscal

En la entrega anterior de este informe afirmamos que no se lograrían las metas de crecimiento económico e inflación que se habían propuesto las autoridades económicas.

Las políticas oficiales trataron, durante todo el primer semestre de 1995, de lograr metas que eran claramente inconsistentes entre sí.

y monetaria son las principales modificaciones que deben hacerse a nuestros supuestos de principios de año.

Tasa de cambio y precios externos

Aunque la **tasa de cambio** se ha comportado en forma bastante inestable en lo corrido del año, mantenemos nuestra proyección inicial de 14% de devaluación para el año completo. Tanto en los medios oficiales como privados es ahora muy extendida la percepción de que la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha debilitado a un ritmo que no puede ser sostenible en el mediano plazo, lo cual exige necesariamente una corrección del tipo de cambio real.

Aunque el objetivo de llegar a una inflación del 18% parece cada vez más remoto, le damos sin embargo poca probabilidad al riesgo de que el Banco de la República opte por dejar descolgar la tasa de cambio como una salida desesperada para bajar los precios.

El **precio externo del café** que supusimos originalmente fue US\$1.84 por libra, que ya era menor a la proyección oficial de US\$1.95 que existía entonces. Argumentamos en enero que «debido a los altos precios del café al consumidor en los grandes países compradores, tomará algún tiempo hasta que se recupere la demanda externa». Nos quedamos totalmente cortos en la fuerza de este argumento, ya que no tuvimos en cuenta la capacidad de mercado adquirida por los compradores mediante el manejo de inventarios. El precio del café se desplomó en el segundo trimestre hasta alcanzar cotizaciones por debajo de US\$1.30 por libra. Los acuerdos de retención logrados entre los países productores pueden contrarrestar parcialmente esta tendencia en los próximos meses, llevando las cotizaciones a niveles alrededor de US\$1.50 por libra. Por consiguiente, suponemos un promedio de US\$1.67 para año completo.

El **precio interno del café** resulta afectado por el comportamiento desfavorable de los precios externos, dado el mecanismo de ajuste que fue acordado entre el gobierno y los productores para esta variable. En consecuencia, suponemos un precio por carga de \$190.000, inferior a la proyección de enero, cuando suponíamos \$201.300 por carga.

En el caso del **petróleo** ajustamos marginalmente la proyección anterior de precios. Suponemos US\$17 por barril, en lugar de US\$16.5 que teníamos inicialmente.

Para los **demás precios externos** seguimos adoptando proyecciones, actualizadas cuando es posible, de Planeación

Mantenemos nuestra proyección inicial de 14% de devaluación para el año completo.

Le damos poca probabilidad al riesgo de que el Banco de la República opte por dejar descolgar la tasa de cambio para bajar la inflación.

Cuadro I.1 SUPUESTOS BASICOS UTILIZADOS EN LAS PROYECCIONES

	1994	1995		1996	
		Proyección enero	Proyección julio	Proyección enero	Proyección julio
Devaluación promedio anual (%)	5.2	8.0	8.0	14.0	14.0
Devaluación año completo	3.4	14.0	14.0	14.0	14.0
Precios externos					
Inflación externa (variación %)	3.5	3.8	3.5	3.5	3.5
Petróleo crudo (US\$/barril)	14.6	16.5	17.0	17.1	16.4
Café (US\$/carga)	134.0	184.0	167.0	164.0	145.0
Carbón (US\$/ Tonelada)	30.9	31.0	32.0	33.5	33.5
Ferróniquel (US\$/Carga)	2.5	2.5	2.8	2.6	3.1
Oro (US\$/onza troyana)	384.5	389.0	397.0	409.1	411.5
Precios domésticos (promedio anual)					
Café pergamino (\$/carga)	161.2	201.3	189.5	232.4	218.0
Combustibles (variación %)	14.1	14.3	11.0	15.0	17.0
Alquiler de vivienda (variación %)	27.0	22.5	25.0	19.5	20.4
Otros precios controlados (variación %)	n.d.	18.0	18	14-16	18
Volúmenes de producción					
Petróleo total (MBD)	454	570.0	579.8	615.5	635.3
Cusiana (MBD)	13.8	125.0	121.8	195.0	172.0
Café pergamino (Mil de sacos)	12.0	13.0	12.0	13.1	12.7
Refinados (MBD)	227	262	252	273	260
Volúmenes de exportación					
Café elaborado (Mil sacos)	11.8	11.5	9.8	11.0	10.5
Carbón (Mil toneladas)	17.8	22.7	20.4	22.6	23.8
Ferróniquel (Mil libras)	48.5	49.8	51.6	50.2	51.8
Oro (Miles de onzas)	793	768.0	813	795.0	833
Finanzas públicas					
Consumo del gobierno (variación nominal %)	44.2	26.0	32.0	19.0	25.0
Inversión pública (variación nominal %)	n.d.	24.0	20.0	31.0	35.0
Inversión privada					
Maquinaria y equipo (variación %)		4.00	0.00	3.00	2.00
Edificación (variación %)		-6.44	-6.80	4.19	2.00
Petróleo (\$US millones)	1304	2526	2560	2496	2538
Obras de infraestructura (sin petróleo)	3599	3466	5869	3857	6671
Empresas descentralizadas (US\$ millones)	2069	1826	2570	1438	2502
Sector privado (US\$ millones)	611	1047	2254	1134	2690
Gobierno Nacional (US\$ millones)	919	593	1045	1285	1479
Salario mínimo (variación %)	21.0	20.5	20.5	19.5	21.0
Contribuciones de seguridad social (puntos de la nómina)					
EGM empleador	5.2	6.0	6.0	6.0	6.0
IVS empleador	7.8	8.4	9.4	10.1	10.1
EGM trabajador	2.6	4.0	4.0	4.0	4.0
IVS trabajador	2.6	3.1	3.1	3.4	3.4

Fuente: Planeación Nacional, Confis, Cerromatoso, Ecocarbón, Ecopetrol y Fedesarrollo.

Nacional o, en su defecto, del Banco Mundial. Cabe anotar que los precios externos del carbón, el ferróniquel y el oro han tenido aumentos algo mayores que los previstos en el informe anterior.

Demandas externas y volúmenes de exportación

No hemos introducido ningún cambio a las proyecciones iniciales de crecimiento económico mundial, ni a los supuestos sobre los efectos de la crisis de Venezuela o la devaluación del peso mexicano. Sin embargo, hemos ajustado hacia arriba las proyecciones de algunas exportaciones menores de bienes manufacturados que han mostrado un crecimiento destacado, que no resulta explicado por los determinantes usuales de las ventas externas y que parece estar reflejando el aprovechamiento de los acuerdos comerciales y las preferencias arancelarias.

El **volumen de exportaciones de café** había sido supuesto en 11.5 millones de sacos, de acuerdo con las previsiones de la Oficina de Asesores Cafeteros del gobierno. Esta proyección no podrá cumplirse, primero porque el precio mínimo de US\$1.81 por libra que rigió durante algunos meses desalentó las ventas, y ahora por efecto del acuerdo de retención logrado con los demás países productores. Por consiguiente, suponemos ahora que se exportarán solamente 9.8 millones de sacos.

Los **volúmenes de exportación de productos mineros** han sido ajustados de acuerdo con las nuevas proyecciones de fuentes oficiales. Será algo menor el volumen de carbón, aunque tendrá un aumento apreciable; pero serán mayores los volúmenes de exportación de ferróniquel y oro.

Producción de petróleo y café

Las producciones de petróleo y café son las únicas que se introducen en el modelo en forma exógena, en lugar de responder en el corto plazo al comportamiento de la demanda y los precios relativos. Esto se debe, obviamente, a la naturaleza de estas dos producciones.

En el caso del **petróleo** hemos ajustado en forma muy marginal el supuesto inicial. Nuestra proyección actual son 579.8 mil barriles diarios de producción total, de los cuales 121.8 mbd corresponden a Cusiana. El programa de aumentos escalonados de la producción de Cusiana ha marchado tal como se había previsto originalmente.

Se esperaba que la **producción de café** se recuperara en 1995, pasando de 12 a 13 millones de sacos, de acuerdo con proyecciones que en su momento hizo la Oficina de Asesores

Hemos ajustado hacia arriba las exportaciones menores que han mostrado un crecimiento destacado.

Caerán tanto el volumen como los precios de las exportaciones de café.

Cafeteros del gobierno. Las cifras para el primer semestre de 1995 dejan ya sin base esta proyección de aumento. Aunque hay cierta incertidumbre sobre el desempeño que puede tener la producción en los próximos meses, y no se cuenta con nuevas proyecciones oficiales, estamos suponiendo que la producción se mantendrá sin cambio respecto al año anterior.

Política fiscal

En nuestro informe de enero advertimos las dificultades que rodeaban cualquier proyección de los gastos públicos. Pero señalábamos que en 1995 «será difícil que se cumplan las descomunales aspiraciones de gasto del gobierno, no sólo porque será preciso acomodarlas por el camino a las metas macroeconómicas de inflación y devaluación, sino porque será difícil echar a andar rápidamente los numerosos programas de gasto social y los proyectos de inversión en infraestructura».

Aunque los hechos nos han dado la razón, una vez más el crecimiento del gasto público ha superado nuestras proyecciones. Inicialmente supusimos que el **consumo de las administraciones públicas** crecería 7%. Ahora estamos suponiendo un crecimiento de 11.9%, que resulta de un aumento nominal del 32% (que sigue siendo inferior a las aspiraciones oficiales).

Los **gastos de inversión de las administraciones públicas** se había supuesto que crecerían 10% en términos reales, en lugar del 16% que aspiraba el gobierno. Ahora suponemos que tendrán una caída del 6%, ya que sobre este tipo de gasto recaerá el ajuste al que se comprometió recientemente el gobierno.

Sobre la **Inversión en las empresas descentralizadas** (sin incluir el sector petrolero) habíamos supuesto un crecimiento real del 14.3%. Ahora suponemos un aumento semejante, como resultado del crecimiento en términos nominales del 34%.

No hemos hecho ningún cambio a los supuestos sobre la **Inversión en el sector petrolero**, tanto pública como privada.

En relación con las **tasas de tributación** habíamos dicho que "la reforma tributaria que está preparando el gobierno no tendrá mayor efecto en el presente año". No tenemos nada que agregar.

Inversión privada

El comportamiento de la inversión privada es ahora una de las grandes incógnitas y motivos de preocupación para el gobierno y el sector privado. Vale la pena mencionar que los

En nuestro informe de enero advertimos que en 1995 sería difícil que se cumplieran las descomunales aspiraciones de gasto del gobierno.

... pero una vez más el crecimiento del gasto público ha superado nuestras proyecciones.

acuerdos logrados en junio entre el Banco de la República y el gobierno para recortar el gasto público y reducir las tasas de interés estuvieron en buena medida motivados por el evidente deterioro en el clima y las perspectivas de la inversión privada. El tema es de tal importancia que requiere una discusión mucho más detallada que la que podemos darle dentro en la estructura de este capítulo de proyecciones. De ahí que le hayamos dedicado un capítulo completo como parte de este informe. Los supuestos que siguen se basan en los resultados de ese análisis.

Habíamos creído originalmente que la inversión privada en **maquinaria y equipo** (excluyendo el sector petrolero) crecería 4%, en línea con la producción industrial. Ese supuesto es ahora bastante irreal. El aplazamiento voluntario de programas de inversión en el sector industrial ha llegado a un punto muy alto, y se ha deteriorado muy bruscamente el clima para emprender nuevos proyectos. Por consiguiente, suponemos ahora que este tipo de inversión se mantendrá sin cambio respecto a 1994.

En relación con la **edificación**, el análisis detallado que se presenta en el capítulo sobre inversión privada viene a confirmar la solidez de los supuestos que hicimos a principios del año. Mantenemos la proyección de caída del 7.6% en la edificación de vivienda y de 1.8% en otras edificaciones. Nuevamente, vale la pena recordar que la edificación es sólo una fracción de todo el sector de la construcción, el cual incluye además obras civiles y de infraestructura.

La **inversión en infraestructura** que planteó el Plan de Desarrollo para 1995 parecía difícil de alcanzar por razones que analizamos en algún detalle en el informe anterior, relacionadas especialmente con la regulación de las concesiones y las limitaciones financieras para su ejecución. Habíamos supuesto entonces que los programas de inversión de infraestructura petrolera se cumplirían completamente (y lo continuamos suponiendo), pero que los coeficientes de cumplimiento serían menores en el resto de proyectos. En el agregado supusimos que el cumplimiento de los programas para las obras que tendría que ejecutar el sector público sería 85% y para las del sector privado sería 50%. Con base en información más detallada sobre la ejecución de los proyectos por sectores hemos podido refinar estos supuestos. Los porcentajes de ejecución que estamos previendo ahora son mayores: 85% para las obras correspondientes al gobierno central, 95% para las que están a cargo del sector descentralizado y 75% para el conjunto de las del sector privado. Para este último grupo se prevén altos niveles de cumplimiento en los programas de inversión en carbón, minería, telecomunicaciones, gas y obras portuarias

Los acuerdos logrados entre el Banco de la República y el gobierno estuvieron en buena medida motivados por el evidente deterioro en el clima y las perspectivas de la inversión privada.

El aplazamiento voluntario de programas de inversión en el sector industrial ha llegado a un punto muy alto.

(entre 90 y 100% en todos los casos). Suponemos una ejecución del 60% en los proyectos eléctricos a cargo del sector privado, del 50% en proyectos viales privados y nula en aeropuertos y fluvial.

En conclusión, para el conjunto de todas las obras de infraestructura (sin petróleo) estamos elevando nuestra proyección inicial de US\$3466 millones a US\$3802 millones.

Salarios y precios controlados

En el informe de enero ya habíamos considerado que el Pacto Social afectaría únicamente el comportamiento de los precios manejados directamente por el gobierno y unos pocos precios sobre los que podría ejercer alguna presión. Sólo hay dos cambios a esos supuestos.

Los precios de la gasolina y otros combustibles controlados por el gobierno se había supuesto que aumentarían 14.3% en promedio en el año. Las proyecciones oficiales ahora hablan de un aumento promedio de 11%, que estamos adoptando (aun cuando nos cueste trabajo aceptar como algo razonable).

Sobre los arrendamientos fuimos bastante optimistas en el informe anterior, ya que supusimos que a fin de año estarían aumentando 22.5%, lo cual implicaba una fuerte disminución con respecto del 27.9% de aumento observado en 1994. Como dijimos en ese momento, "el crecimiento supuesto implica aceptar algún grado de influencia del Pacto Social sobre los patrones de ajuste de los cánones de arriendo". En la práctica, no ha habido tal influencia. Los arrendamientos han continuado aumentando prácticamente lo mismo que el año anterior, a pesar de los repetidos anuncios oficiales de control. Creemos ahora que a fin de año los arrendamientos estarán aumentando 25%, no tanto porque creamos en alguna influencia tardía del Pacto, sino por efecto de la desaceleración de la demanda y la reducida capacidad de gasto de las familias.

El ahorro privado

Habíamos previsto que «el ahorro privado empezará a recuperarse en 1995, por efecto de los altos niveles de endeudamiento actuales, las mayores tasas de interés y la saturación de las demandas de bienes de consumo durable, en particular vehículos». Con esa argumentación elevamos en 5% las tasas de ahorro de las familias. Hemos reforzado este cambio, suponiendo ahora un aumento del 11% en dichas tasas de ahorro. Uno de los factores que ha contribuido a aumentar las tasas de ahorro de las familias son los acelerados ajustes del

Los arrendamientos han continuado aumentando prácticamente lo mismo que el año anterior, a pesar de los repetidos anuncios oficiales de control.

Uno de los factores que ha contribuido a aumentar las tasas de ahorro de las familias son los acelerados ajustes del UPAC.

UPAC, debido a las altas tasas de interés. Para atender sus obligaciones hipotecarias, las familias se han visto obligadas a recortar sus gastos de consumo, es decir, han tenido que ahorrar más.

2. Resultados de proyección para 1995

Crecimiento económico

La tasa de crecimiento económico que estamos proyectando ahora es 4.8%, en lugar del 5.3% que preveíamos en enero. Ya habíamos previsto que sería imposible conseguir la meta oficial del 6%, especialmente teniendo de por medio el objetivo de reducir la inflación a 18%. La principal razón del menor crecimiento actual es la tardanza con que las autoridades económicas reconocieron la inconsistencia de estas dos metas. Ello llevó a

La tasa de crecimiento económico que estamos proyectando ahora es 4.8%, en lugar del 5.3% que preveíamos en enero.

Cuadro I.2
PROYECCIONES MACROECONOMICAS
(Variaciones porcentuales)

	1994	1995		1996	
	Dane	Fedesarrollo enero	Fedesarrollo julio	Fedesarrollo enero	Fedesarrollo julio
PIB total	5.7	5.3	4.8	4.0	4.3
PIB sin petróleo	5.8	5.0	4.4	4.5	4.2
PIB sin servicios del gobierno	5.1	5.1	4.0	5.3	4.1
PIB sin petróleo ni servicios del gobierno	5.2	4.8	3.6	5.3	4.0
Consumo total	9.5	5.3	5.0	3.4	3.6
Consumo privado	8.0	5.0	3.6	3.6	3.2
Consumo público	16.4	6.8	11.9	2.5	5.7
Inversión total	11.7	13.6	12.2	4.8	4.1
Formación interna bruta de capital	13.4	14.0	14.1	4.9	6.8
Inversión privada		15.3	18.3	3.4	3.2
Inversión gobierno		10.0	-6.1	10.0	10.0
Variación de existencias	6.2	9.8	11.0	3.6	-1.0
Demanda interna	10.0	7.2	6.6	3.7	3.7
Exportaciones	0.0	4.7	5.4	3.7	6.1
Exportaciones menores	-	-0.6	6.5	5.9	3.9
Importaciones	16.6	15.1	16.8	1.7	3.1
Precios					
Deflactor del PIB	-	20.9	21.3	17.1	19.9
Precios al consumidor	22.6	19.5	20.4	17.9	20.9
Tasa de cambio promedio	5.2	8.0	8.0	14.0	14.0
Tasa de cambio fin de año	3.4	14.0	14.0	14.0	14.0
Tasa de cambio real (fin de año)	-10.4	-0.9	-2.0	0.0	-2.3

Fuente: Dane y Fedesarrollo.

elevar en forma excesiva las tasas de interés, con efectos negativos sobre la inversión, aunque posiblemente favorables sobre el ahorro. Pero no puede atribuirse a este conflicto todo el peso de la reducción. Además debe tenerse en cuenta el deterioro de los precios y la producción cafetera.

Aunque el 4.8% de crecimiento previsto para 1995 es una tasa aceptable para los patrones colombianos, debe tenerse en cuenta que está influida por el crecimiento del sector petrolero y del sector de servicios del gobierno. La economía no petrolera tendrá un crecimiento de 4.2%, que resulta menos satisfactorio. Si además se deduce el sector de servicios del gobierno, la proyección de crecimiento para la economía privada no petrolera es de sólo 3.6%. Este cálculo explica mejor el ambiente de recesión (a la colombiana, claro está) que en cierta medida se está viviendo en 1995.

El gasto público y la inversión privada serán los dos principales motores del crecimiento en 1995, como ya se había previsto en enero. De hecho, el gasto corriente de las administraciones públicas crecerá más de lo que habíamos proyectado originalmente: 11.9% en lugar de 6.8%. También la inversión privada crecerá más: 18.3% en vez de 15.3%, debido a los niveles algo más rápidos de ejecución de algunos proyectos de infraestructura, que alcanzan a compensar el estancamiento de la inversión en maquinaria y equipo, que no estábamos suponiendo originalmente. Vale la pena recordar que, en las definiciones de cuentas nacionales que se utilizan para las proyecciones macroeconómicas, la inversión que realizan las empresas descentralizadas del sector público forman parte de lo que allí se llama inversión privada.

El consumo privado tendrá un crecimiento de 3.6%, inferior al 5.3% que proyectamos a principios de año. La mayor recuperación del ahorro es la principal explicación detrás de este cambio. Sin embargo, también están influyendo la caída de los ingresos cafeteros y mayores aumentos de algunos precios, como veremos más adelante.

El crecimiento proyectado de las exportaciones totales en precios constantes es ahora 5.4%, ligeramente por encima del 4.7% de la proyección anterior. Las exportaciones menores han dado una sorpresa agradable este año, casi suficiente para compensar el descalabro cafetero. Estamos previendo un crecimiento real del 6.5% para las exportaciones menores, en vez de la caída de 0.6% que habíamos previsto originalmente.

Las importaciones crecerán en precios constantes 16.8%, algo más que el 15% originalmente proyectado. La principal

La proyección de crecimiento para la economía privada no petrolera es de sólo 3.6%.

El consumo privado tendrá un crecimiento de 3.6%, inferior al 5.3% que proyectamos a principios de año.

Las exportaciones menores han dado una sorpresa agradable este año, casi suficiente para compensar el descalabro cafetero.

razón son los crecimientos mayores de la inversión en infraestructura y una mayor penetración de algunos productos de consumo importado¹.

Desempeño sectorial

En 1995 los principales sectores económicos se comportarán en forma muy heterogénea. El sector agropecuario continuará mostrando un desempeño poco satisfactorio. El crecimiento que prevemos para este sector es 2.4%. Hemos reducido ligeramente la proyección (del 2.8% que teníamos anteriormente), teniendo en cuenta, por un lado que la producción cafetera se reducirá ligeramente (-0.6%), en lugar de crecer 8.5% como llegamos a creer inicialmente. Pero, por otro lado, estamos aceptando que otros cultivos tendrán comportamientos algo mejores que los previstos originalmente, compensando así en buena medida el efecto negativo del café.

El sector más dinámico, como estaba previsto desde hacía tiempo, será la minería, con un crecimiento del 18.6%. Los cambios respecto a la proyección de enero son de menor importancia, tanto para el conjunto de este sector, como para sus componentes.

También en el caso de la industria estamos manteniendo sin mayores cambios la previsión inicial. Creemos que el total del sector, incluyendo trilla de café, crecerá 3.0% (preveíamos 2.9% en enero). A la trilla de café le irá bastante mal, debido a los desestímulos y restricciones de las exportaciones cafeteras: se espera una caída de 12.9% en la producción de trilla. El resto de la industria tendrá un crecimiento de 3.6%, que solo puede

El sector agropecuario continuará mostrando un desempeño poco satisfactorio.

La industria, incluyendo trilla de café, crecerá 3.0%.

¹ Una breve digresión técnica solamente para iniciados en contabilidad nacional. Conviene advertir que nuestros cálculos de crecimiento del PIB y sus componentes se hacen a precios del año anterior (1994, en este caso), y no a los precios de 1975, como se hace en las estadísticas oficiales del Dane y Planeación Nacional. No es necesario explicar porqué tiene más sentido hacer los cálculos de crecimiento a los precios del año anterior, en lugar de usar precios de 20 años atrás que pueden no reflejar los valores relativos de unos artículos y otros. También conviene señalar que si se calculara el crecimiento del PIB a precios de 1975 a partir de nuestras variaciones proyectadas para cada uno de los componentes de demanda, el resultado sería un crecimiento de apenas 3.4% en 1995. Debemos advertir que no estamos proyectando esta tasa y que semejante cálculo estaría viciado por el mismo problema de precios relativos, ya que usando los precios de 1975 cada componente de demanda mostraría crecimientos distintos a los que estamos proyectando. Puesto que esta distorsión afecta menos los precios relativos entre los bienes de cada sector (por el hecho de estar sujetos a factores más semejantes de costos y exposición a la competencia externa), es más confiable usar ese procedimiento a partir de los valores agregados sectoriales a precios de 1975. En este caso el crecimiento del PIB que se obtendría sería 5.0%, que se asemeja más al 4.8% proyectado por nosotros.

Cuadro I.3
PROYECCIONES SECTORIALES
(Variaciones porcentuales)

	1994	1995		1996	
	Dane	Fedesarrollo enero	Fedesarrollo julio	Fedesarrollo enero	Fedesarrollo julio
Agricultura	2.0	2.8	2.4	2.6	3.1
Agricultura sin café	3.8	2.2	2.9	2.8	2.5
Café pergamino	-11.8	8.5	-0.6	0.9	5.8
Ganado	4.7	3.5	3.0	4.0	3.0
Silvicultura caza y pesca	7.8	4.0	3.0	4.0	3.0
Minería	0.6	19.5	18.6	5.4	6.3
Petróleo	1.0	26.3	27.7	8.0	9.6
Carbón	6.8	22.5	16.4	0.0	16.8
Resto de la minería	n.d.	6.2	2.8	2.4	1.7
Gas natural	-1.4	2.1	2.2	3.9	3.1
Industria	2.8	2.9	3.0	3.8	3.2
Industria sin trilla	4.7	3.3	3.6	4.5	3.1
Café elaborado	-11.7	-0.8	-12.9	-2.3	7.1
Alimentos manufacturados	4.2	4.5	2.8	4.2	3.0
Bienes consumo liviano	-0.3	2.8	3.1	4.8	3.1
Bienes consumo intermedio	6.5	3.1	5.3	4.0	2.9
Bienes metalmeccánica	9.7	2.5	2.3	6.0	3.7
Construcción	11.8	7.4	0.4	9.5	8.2
Servicios	9.6	4.9	5.8	3.9	4.1
Comercio	5.0	4.6	3.5	4.6	3.2
Transporte	5.9	4.8	4.3	4.9	4.8
Servicios financieros y públicos	13.8	4.2	3.4	4.1	3.5
Servicios personales	5.5	4.9	3.9	2.9	2.7
Servicio doméstico	3.0	3.5	2.5	2.8	2.5
Alquiler de vivienda	4.5	4.8	2.8	3.5	3.4
Servicios del gobierno	11.7	6.8	11.8	2.5	5.7

Fuente: Dane y Fedesarrollo.

calificarse como mediocre. No es muy distinto del 3.3% inicialmente proyectado, puesto que ya teníamos previstas en buena medida las dificultades que encontraría la industria por la inconsistencia entre las metas oficiales de crecimiento e inflación.

Las cifras hasta marzo reportadas recientemente por el Dane presentan un crecimiento del 6.4% para el total de la industria y del 4.8% excluyendo la trilla cafetera. Puesto que los problemas más graves se presentaron a partir de abril, no puede descartarse incluso que nuestras proyecciones para este sector tengan ahora algún sesgo optimista.

El principal cambio que han tenido nuestras proyecciones sectoriales es en el sector de la construcción. Habíamos

El principal cambio que han tenido nuestras proyecciones sectoriales es en la construcción.

proyectado inicialmente un crecimiento de 7.4%, ahora prevemos solamente 0.4% de crecimiento. Este cambio no se debe a que la recesión de la edificación de vivienda nos haya tomado por sorpresa. Al contrario, estamos manteniendo sin ningún cambio la predicción de caída del 7.6% en esta actividad. Nuestro cambio se debe a que el recorte del gasto público afectará la inversión, y no el gasto corriente del gobierno, como habíamos creído. Lamentablemente, como suele ocurrir cuando los recortes fiscales se hacen en forma súbita, la inversión del gobierno central resultará más afectada que los pagos de funcionamiento y personal, que crecerán bien por encima de lo que supusimos originalmente y de lo que sería deseable.

El conjunto de los servicios tendrán un crecimiento de 5.8%. Se mantiene así la tendencia a la terciarización de la economía, ya que este crecimiento supera los de la agricultura o la industria. Sin embargo, a diferencia de lo que suele ocurrir en otros países, en Colombia la terciarización está ocurriendo en buena medida a cuenta del gobierno. En efecto, los servicios privados sólo crecerán 3.7% en 1995. De hecho, el comercio crecerá apenas 3.5%, por debajo del 4.6% que habíamos proyectado inicialmente; los servicios de transporte 4.3%, en lugar de 4.8% y los servicios financieros y públicos 3.4%, en vez de 4.2%. Aunque las bases de proyección para los demás servicios son bastante endebles, nos inclinamos a pensar que incluso en los casos de los servicios personales, servicios domésticos y alquileres de vivienda los crecimientos serán entre 1 y 2 puntos menores de lo que habíamos proyectado originalmente, ya que el menor crecimiento del consumo privado afectará este tipo de actividades más que proporcionalmente.

Inflación

Nuestra proyección de inflación en el reporte de enero era 19.5% con un margen de error de un punto hacia arriba y hacia abajo. Aunque nunca le concedimos mayor probabilidad de éxito al Pacto Social, le fue peor de lo que esperábamos. Ahora proyectamos para fin de año una inflación de 20.4%, manteniendo nuevamente el margen de error.

El modelo proyecta un aumento de 18.8% en los precios de los alimentos agrícolas, 16.1% en pecuarios y 20.2% en los alimentos procesados. Estas tasas son en conjunto más altas que las que se proyectaban inicialmente, pero no reflejan totalmente las tendencias aun mayores de estos precios en los primeros meses del año. En efecto, según el Dane, hasta junio los alimentos sin procesar estaban creciendo 27.3%, los pecuarios 18.9%, los agrícolas procesados 18.4% y los demás productos alimenticios 21.1%. Por consiguiente, nuestras

El conjunto de los servicios tendrá un crecimiento de 5.8%. Se mantiene así la tendencia a la terciarización de la economía, en buena medida a cuenta del gobierno.

Aunque nunca le concedimos mayor probabilidad de éxito al Pacto Social, le fue peor de lo que esperábamos. Ahora proyectamos para fin de año una inflación de 20.4%.

proyecciones para estos artículos pueden quedarse cortas, aunque de todas maneras sí esperamos que haya una desaceleración de estos precios en los meses que restan del año.

Para los productos manufacturados no alimenticios, el modelo proyecta ahora los siguientes aumentos de precios para el año completo: 17.1% para bienes de consumo liviano, 18.3% para bienes intermedios y 15.5% para productos de la metalmecánica. Estas cifras son muy semejantes a las tendencias recientes. En efecto, el conjunto de los productos industriales venían aumentando precios a una tasa del 16.5% a junio, que podría mantenerse hasta fines de año.

En el informe de enero habíamos dicho que, "como es previsible, las dificultades para lograr la meta de inflación del 18% provendrán de algunos de los sectores de servicios". Ya no es necesario insistir demasiado en este punto. Para los servicios personales proyectamos un crecimiento de precios de 24.7%. En enero esperábamos 24%, pero ambas cifras siguen siendo menores que el 26.8% al que están aumentando estos precios. En servicios domésticos y servicios modernos (que incluyen profesionales, estatales, educación, etc.) prevemos aumentos de precios de 28%. Según el DANE, los servicios estatales están creciendo 20.8%, pero los de enseñanza, cultura y esparcimiento están aumentando 30.7%. En transporte, prevemos 18% de crecimiento, frente al 19.5% que registra este grupo hasta ahora según el Dane.

Habíamos previsto que el Pacto solo podría reducir parcialmente las tendencias de los arriendos y que sería imposible alcanzar en este rubro el objetivo del 18%. Nos equivocamos: el Pacto no ha podido cambiar en absoluto las tendencias de los arriendos. Hasta el mes de junio estaban aumentando 28.2%, cuando el aumento en 1994 había sido 27.9%. Con todo, creemos que los precios de los arriendos bajarán a 25% a fin de año, no por efecto del Pacto, sino por la reducción en la capacidad de gasto de las familias y por el efecto que empezará a jugar la sobreoferta de viviendas sin vender en los próximos meses.

En síntesis, nuestra proyección del 20.4% no es una extrapolación de las tendencias actuales de la inflación. Supone que aún están por darse algunas desaceleraciones de precios, especialmente en alimentos y arriendos, que son los dos grupos de artículos que suelen reflejar más directamente los cambios en la demanda agregada. No creemos que el apretón monetario del primer semestre haya mostrado todavía todos sus efectos sobre la inflación, ni creemos tampoco que el Banco de la

Los precios de los arriendos bajarán a 25% a fin de año, no por efecto del Pacto, sino por la reducción en la capacidad de gasto de las familias.

Nuestra proyección del 20.4% supone que aún están por darse algunas desaceleraciones de precios.

República esté dispuesto a aflojar más las riendas de los medios de pago. Pero ya es prácticamente imposible llegar al 18%, puesto que estamos descartando la opción desesperada de dejar caer el tipo de cambio.

Balanza de pagos

Como había sido previsto desde un principio, en 1995 aumentará el déficit comercial y de cuenta corriente. En cambio, ya no parece probable el ligero descenso de las reservas internacionales que se había proyectado.

Las **exportaciones** totales llegarán a US\$10.6 mil millones, una cifra muy similar a la que ya se había proyectado en enero. Este resultado es muy satisfactorio, ya que implica un aumento de 21.8% en dólares, a pesar del desplome del mercado cafetero. En este rubro, en lugar de los US\$2.5 mil millones originalmente proyectados tendremos a lo sumo US\$2 mil millones. Pero ese faltante quedará más que compensado por unas exportaciones menores más dinámicas. Ahora estamos proyectando que alcanzarán US\$5.3 mil millones, en lugar de los US\$4.6 de la proyección anterior. El deterioro de los mercados externos, especialmente Venezuela y México no ha afectado nuestras exportaciones menores, que han seguido aprovechando los acuerdos comerciales, y además se han visto presionadas por el deterioro de la demanda doméstica para algunos productos. En los demás renglones de exportación no han surgido cambios de mayor importancia. El petróleo producirá US\$2.2 mil millones de ingresos de exportación, con un crecimiento de 64.5% y el carbón US\$0.6 mil millones, con aumento de 20.8%.

Las **importaciones** crecerán una cifra muy semejante a la que ya habíamos proyectado: 19.2%, en dólares, para llegar a US\$13.2 mil millones. Los crecimientos por tipos de bienes serán 12% para los bienes de consumo, 10.6% para bienes intermedios y 31.4% para bienes de capital. Este último grupo está afectado por las grandes inversiones del sector petrolero y otros proyectos de infraestructura.

La **balanza comercial** tendrá un déficit de US\$2.5 mil millones en 1995, 9.4% más que en 1994, cuando fue US\$2.3 mil millones. Sin embargo, como ya lo habíamos previsto, la **cuenta corriente** tendrá un deterioro mucho más agudo por efecto de los mayores pagos de servicios financieros. El déficit de cuenta corriente será de US\$4.4 mil millones, que se compara en forma muy desfavorable con los US\$3.1 mil millones del año anterior. Como porcentaje del PIB, el déficit de 1995 representa 5.8 puntos, que ya no es un nivel holgado y que implica una situación de vulnerabilidad potencial. Es importante señalar que

La balanza comercial tendrá un déficit de US\$2.5 mil millones en 1995; la cuenta corriente tendrá un deterioro mucho más agudo.

Como porcentaje del PIB, el déficit de 1995 representa 5.8 puntos, que implica una situación de vulnerabilidad potencial.

Cuadro I.4
PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares corrientes)

	1994	1995		1996	
		Fedesarrollo enero	Fedesarrollo julio	Fedesarrollo enero	Fedesarrollo julio
Cuenta corriente	-3085.8	-4079.8	-4461.5	-4984.9	-5141.2
Balanza comercial	-2307.4	-2517.3	-2549.0	-2812.9	-2719.5
Exportaciones FOB	8733.2	10371.2	10632.4	10807.2	11315.7
No tradicionales	4469.3	4616.2	5263.9	5036.9	5760.8
Tradicional	4263.9	5755.0	5368.5	5770.3	5554.9
Hidrocarburos	1323.6	2088.5	2175.7	2394.9	2347.5
Café	1062.2	2551.7	2030.8	2175.4	1889.4
Carbón	554.7	703.8	669.1	757.2	817.2
Ferrosilicio	118.8	124.3	150.2	130.7	158.0
Oro	304.6	286.7	322.6	312.1	342.8
Importaciones FOB	11040.6	12888.5	13181.4	13620.1	14035.2
Bienes de consumo	1984.8	2324.6	2229.4	2556.6	2449.0
Bienes intermedios	4632.8	4694.3	5137.7	5036.4	5511.6
Bienes de capital	4419.3	5869.6	5814.3	6027.1	6074.6
Balanza de servicios	-1662.6	-2452.8	-2821.5	-3098.0	-3356.1
Servicios no financieros	-326.2	1.7	-520.4	-252.6	-750.5
Ingresos	2588.7	2948.6	2814.1	2609.7	2777.7
Egresos	2914.9	2946.8	3334.5	3062.3	3528.2
Servicios financieros	-1742.4	-2806.5	-2481.5	-3098.3	-2878.3
Ingresos	812.4	719.8	782.8	655.7	750.1
Egresos	2554.8	3326.3	3264.3	3753.9	3628.4
Intereses	1479.0	2004.9	1838.8	2123.4	1978.3
Utilidades y dividendos	1075.8	1321.4	1425.5	1630.5	1650.1
Transacciones petroleras	406.0	152.0	180.4	252.9	272.1
Transferencias netas	884.2	890.3	909.0	925.9	934.4
Cuenta de capital	3139.1	3541.9	4924.2	4012.8	5462.0
Capital de largo plazo	3978.2	4001.7	5034.3	4335.2	4932.2
Inversión directa neta y de cartera	1215.8	2743.0	2743.0	2100.0	2100.0
Endeudamiento externo neto	1826.8	1284.7	2317.3	2235.2	2832.2
Privado	1978.8	1200.0	1662.2	1300.0	1616.6
Público	-152.0	84.7	655.1	935.2	1215.6
Aportas organismos internacionales	-42.7	-26.0	-26.0	0.0	0.0
Arrendamiento financiero	978.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Capital de corto plazo	-839.1	-459.8	-110.1	-322.4	529.8
Endeudamiento neto	539.9	-250.0	-250.0	286.0	286.0
Mov. de act.en el exterior	-1379.0	-209.8	139.9	-608.4	243.8
Contrapartidas	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Errores y omisiones	111.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Cambio en reservas brutas	169.9	-537.9	462.8	-972.1	320.8
Reservas internacionales brutas	8102.3	7474.9	8565.1	6502.7	8885.9

Fuente: DNP y Fedesarrollo.

Cuadro I.5 INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS

	1994	1995		1996	
		Fedesarrollo	Fedesarrollo	Fedesarrollo	Fedesarrollo
		enero	Julio	enero	Julio
Devaluación real anual (%)	-10.4	-0.9	-2.0	0.0	-2.3
Deuda externa total (US\$ millones)	21396	21470	22272	23992	24951
Deuda externa total/PIB (%)	32.2	28.0	29.2	29.3	29.9
Deuda externa neta (US\$ millones)	13293	13995	13707	17489	16066
Deuda externa neta/PIB (%)	20.0	18.3	17.9	21.4	19.2
Déficit corriente/PIB (%)	-4.6	-5.3	-5.8	-6.1	-6.2
Pago de intereses/exportaciones (%)	16.9	19.3	17.3	19.6	17.48
Transferencias/PIB (%)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1
Reservas en meses de importación	8.8	7.0	7.8	5.7	7.6
Importaciones/PIB (%)	16.6	16.8	17.3	16.6	16.8

Fuente: DNP y Fedesarrollo.

este déficit de 5.8% del PIB es mayor en medio punto al previsto a principios de año.

La **balanza de servicios** tendrá un déficit mayor en cerca de US\$1 mil millones al del año anterior debido en parte a mayores egresos por servicios no financieros (fletes, transportes, etc.) y, sobre todo, a los más elevados pagos por servicios de tipo financiero. En efecto, los egresos por concepto de intereses aumentarán algo más de US\$300 millones y los pagos por utilidades y dividendos aproximadamente US\$350 millones. Además las transacciones petroleras reportarán menos ingresos corrientes que el año anterior. Debemos señalar, sin embargo, que las bases de proyección de algunas de estas partidas son bastante frágiles.

La **cuenta de capitales** generará ingresos más que suficientes para cubrir el déficit corriente. Estamos previendo ingresos netos de capital por valor de US\$4.9 mil millones, que son sustancialmente mayores de lo que habíamos previsto en nuestra entrega de enero (US\$3.5 mil millones). No estamos introduciendo ningún cambio a la proyección de inversión extranjera directa (US\$2.7 mil millones), pero sí al endeudamiento de largo plazo. Por fortuna, habíamos advertido en ese momento, que "tenemos muchas más dudas sobre el endeudamiento externo de largo plazo". En nuestra proyección inicial atribuimos a la crisis de México y al llamado "efecto tequila" una influencia mayor de la que tuvo en la práctica. No sólo la situación financiera internacional se despejó con relativa facilidad a partir de marzo, sino que las muy elevadas tasas de interés domésticas

La cuenta de capitales generará ingresos más que suficientes para cubrir el déficit corriente.

contribuyeron a atraer capitales al país. Por otro lado, como ya se comentó, los ritmos de ejecución de los proyectos de infraestructura, aunque de todas formas han sido muy inferiores a los programas oficiales, no fueron tan reducidos como lo creímos originalmente. En suma, el endeudamiento neto de largo plazo que recibirá el país en 1995 lo estamos proyectando ahora en US\$2.3 mil millones, en lugar de US\$1.3 mil millones que teníamos previstos.

Debido a la mayor abundancia de recursos de capital, incluyendo los de corto plazo, que también serán mayores de lo previsto por razones semejantes, en 1995 no se dará la ligera reducción de reservas internacionales que habíamos previsto. En cambio, habrá un aumento que proyectamos en US\$523 millones, que de hecho ya tuvo lugar, pues las reservas internacionales brutas, que estaban en US\$8103 millones al comenzar el año, a fines del mes de junio llegaron a US\$8667 millones. Las reservas internacionales brutas proyectadas para fin de año representarán 7.9 meses de importaciones de bienes, lo cual es un nivel muy holgado para los patrones internacionales.

En 1995 no se dará la ligera reducción de reservas internacionales que habíamos previsto.

PROSPECTIVA

PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO

II. PROYECCIONES PARA 1996

En el informe de enero se discutieron las perspectivas macro hasta 1998, teniendo en cuenta los cambios recién ocurridos en el panorama externo y las orientaciones de la política macroeconómica del nuevo gobierno. Para un horizonte de mediano plazo, los nuevos acontecimientos que han ocurrido en estos frentes en los últimos seis meses no alteran sustancialmente las proyecciones. Sin embargo, 1996 ya no es mediano plazo. El deterioro del mercado cafetero, los conflictos entre la política fiscal y monetaria y otros cambios recientes de la situación económica tendrán efectos en 1996, que es el momento de evaluar.

1. Supuestos para 1996

Hay, cuando menos, tres áreas de incertidumbre para 1996. En primer lugar, no está aún totalmente despejada la relación entre la política fiscal y la política monetaria. Incluso suponiendo que no haya ningún cambio en la legislación sobre la autonomía del Banco Central, no puede suponerse que los acuerdos recientes en materia de gasto público y tasas de interés hayan pulido las asperezas entre el gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República, ni que esos acuerdos garanticen el logro de las metas oficiales para 1995 o 1996. Para nuestros supuestos de proyección eso se refleja en una gran incertidumbre sobre el crecimiento de los distintos tipos de gasto público.

En segundo lugar, y como parte de la incertidumbre fiscal para 1996, está la propuesta de reforma tributaria, que será discutida nuevamente en la próxima legislatura. Aunque el acuerdo alcanzado entre el gobierno y representantes de un partido político cuando se estaba cerrando esta edición arroja algunas luces, ese acuerdo no asegura cuál será el resultado de la discusión en el Congreso.

En tercer lugar, es difícil prever cómo evolucionará el clima de la inversión privada para 1996. En una sección aparte de este informe se analiza en detalle el comportamiento de la inversión y los cambios que han ocurrido en su composición y su financiamiento. También se analiza el deterioro reciente del clima de la inversión industrial y el estado de recesión al que está entrando el sector de la construcción. Los supuestos sobre

El deterioro del mercado cafetero, los conflictos entre la política fiscal y monetaria y otros cambios recientes de la situación económica tendrán efectos en 1996.

No está aún totalmente despejada la relación entre la política fiscal y la política monetaria.

Es difícil prever cómo evolucionará el clima de la inversión privada para 1996.

inversión privada que se presentan más adelante se basan en esa discusión. Sin embargo, somos conscientes que el panorama está, cuando menos, poco despejado.

Por último, no pueden desconocerse los factores de incertidumbre relacionados con la tasa de cambio y el financiamiento externo. Como hemos visto, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzará 5.8% del PIB en 1995. Este es un nivel manejable, pero no suficientemente holgado ante eventuales cambios en el panorama externo comercio o financiero.

Tasa de cambio y precios externos

Mantenemos la proyección de 14% de **devaluación** en 1996, pero asignándole alguna probabilidad a una tasa mayor hasta en 4 puntos, en caso de que algún evento externo deteriore las condiciones de acceso a los mercados financieros internacionales o afecte en forma severa las posibilidades de las exportaciones colombianas.

El **precio externo del café** que habíamos supuesto para 1996 era US\$1.64 por libra. Lo hemos reducido a US\$1.45, teniendo en cuenta la evolución reciente de este mercado y las dificultades crecientes que enfrenta cualquier mecanismo de restricción artificial de la oferta con el paso del tiempo. El **precio interno del café**, que está vinculado al externo, suponemos que aumentará apenas un 14% en promedio con respecto a 1995, para situarse en \$218.000 por carga.

Hemos reducido la proyección del **precio externo del petróleo** a US\$16.4 por barril, en lugar de US\$17.1, teniendo en cuenta las previsiones de Ecopetrol y los analistas especializados. Los cambios en otros precios externos respecto a las proyecciones anteriores son de menor importancia y aparecen reportados en el Cuadro I.1.

Demandas externas y volúmenes de exportación

El crecimiento del **comercio mundial** que incide sobre las exportaciones menores suponemos que será 5.9%. No consideramos ningún cambio en la situación de nuestros socios comerciales, ni una mayor penetración en los mercados externos por efecto de las preferencias arancelarias o los acuerdos comerciales que benefician al país. A la luz de la experiencia de 1995 este supuesto puede tener un sesgo pesimista, que reconocemos como contrapartida de los riesgos más inciertos de deterioro en la situación de Venezuela y otros socios de la región.

Mantenemos la proyección de 14% de devaluación en 1996, pero asignándole alguna probabilidad a una tasa mayor hasta en 4 puntos.

El precio externo del café supuesto lo hemos reducido a US\$1.45.

El volumen de exportaciones de café supuesto para 1996 son 10.5 millones de sacos. Hemos reducido en medio millón de sacos la proyección que teníamos anteriormente.

Los volúmenes de exportación de otros productos mineros, los cuales provienen de fuentes oficiales, aparecen resumidos en el Cuadro I.1. El principal cambio respecto a las proyecciones anteriores es un menor volumen de exportación de carbón.

Producción de petróleo y café

En el caso del petróleo, estamos adoptando las proyecciones de Ecopetrol, según las cuales la producción total alcanzará 635.3 mil barriles diarios, de los cuales 172 mbd provendrán de Cusiana. Los cambios son menores respecto a la proyección anterior.

La producción de café supuesta para 1996 son 12.7 millones de sacos, con un aumento de 700.000 sacos respecto a 1995, pero inferior a la proyección de 13.1 millones que teníamos anteriormente.

Política fiscal

Ya hemos mencionado que tanto el gasto público como la política tributaria son dos factores de incertidumbre en nuestras proyecciones para 1996. Las aspiraciones de gasto del gobierno continuarán riñendo con el objetivo de reducción de la inflación que necesariamente tiene que adoptar la Junta Directiva del Banco de la República. Además, recientemente han surgido temores de debilidad fiscal en varios frentes, incluyendo el Fondo Nacional del Café por el deterioro de los precios externos y los recaudos tributarios por concepto de renta de las empresas.

Estamos previendo que el **gasto corriente** de las administraciones públicas crezca 25% en términos nominales, de acuerdo con la proyección más reciente del Confis (que, al momento de cerrar esta edición, estaba sujeta aún a posibles ajustes como resultado del acuerdo de recortes del gasto público). En relación con la **inversión pública** de las administraciones públicas suponemos un crecimiento del 35% en valores nominales, que es muy inferior al 58% que prevé actualmente el Confis, bajo el supuesto de que la necesidad de nuevos recortes afectará otra vez este tipo de gastos, y no los de consumo público.

Para la **inversión pública en el sector petrolero** hemos supuesto un aumento del 43% en dólares, de acuerdo con los programas oficiales del sector.

Las aspiraciones de gasto del gobierno continuarán riñendo con el objetivo de reducción de la inflación. Además han surgido temores de debilidad fiscal en varios frentes.

Se espera que el gasto corriente de las administraciones públicas crezca 25% en términos nominales, y la inversión pública el 35%, que es muy inferior al 58% que prevé actualmente el Confis.

Sobre las **tasas de tributación** hemos mantenido el mismo supuesto que ya habíamos adoptado en las proyecciones de enero, esto es que, como resultado de la reforma tributaria habrá un aumento del 5% en las tasas de tributación efectivas del IVA y el impuesto a la renta. El primero de estos aumentos se lograría parcialmente por los mecanismos de retención y mayor cobertura, y parcialmente por las mayores tasas sobre automóviles. En el segundo caso, el aumento se supone que se daría por partes iguales aumentando la tasa del impuesto a la renta (a 35.8%) y elevando la base de la renta presuntiva al calcularse como el 5% del patrimonio líquido.

Inversión privada

También la inversión privada es motivo de incertidumbre en las proyecciones para 1996. Para la inversión en **maquinaria y equipo** (sin incluir al sector petrolero) suponemos un aumento del 2%, en lugar del 4% que proyectábamos en la edición anterior.

En **edificaciones** proyectamos un 2% de crecimiento para vivienda y edificaciones comerciales, bajo el supuesto de que en algún momento de 1996 se iniciará una fase de moderada recuperación del sector. Recuérdese que la construcción comprende además obras de infraestructura y otras construcciones.

La **inversión en infraestructura**, sin incluir el sector petrolero, llegará a una cifra cercana a US\$4.600 millones en 1996, con un aumento de 21% respecto al año anterior. Hemos llegado a esta cifra teniendo en cuenta las posibilidades de ejecución de los proyectos en las distintas áreas. Como resultado de este análisis, suponemos que el programa de proyectos de inversión que debe ejecutar el sector público se cumple en un 92% (en lugar del 85% que suponíamos antes) y el del sector privado 75% (en vez del 50%). De esta manera, estamos admitiendo que ha habido señales de que la ejecución es mayor de lo que habíamos previsto, aun cuando no lleguen a cumplirse estrictamente las metas oficiales.

Salarios y precios controlados

Puesto que la inflación de 1995 muy probablemente quedará varios puntos por encima de la meta del 18%, no le concedemos mayores posibilidades de sobrevivencia al Pacto Social como mecanismo de reducción efectiva de los mecanismos de indexación (aun cuando, naturalmente, tratará de utilizarse algún acuerdo de papel para salvar las apariencias). Sin embargo, el gobierno seguirá manejando algunos precios con el propósito de reducir la inflación.

En algún momento de 1996 se iniciará una fase de moderada recuperación del sector de edificación.

No le concedemos mayores posibilidades de sobrevivencia al Pacto Social (aun cuando, naturalmente, tratará de utilizarse algún acuerdo de papel para salvar las apariencias).

Prevedemos un ajuste del **salario mínimo** de 21% para 1996. Creemos difícil apartarse en forma apreciable de esta tasa, ya que, por un lado el ajuste anterior del 20.5% suponía que los trabajadores tendrían una ganancia real de 2.5 puntos, que no conseguirán y, por otro, el Banco de la República tendrá que fijar una meta de inflación que no podría ser mayor del 18%. En el modelo, el ajuste del salario mínimo determina las remuneraciones de los trabajadores no calificados del sector formal e influye muy fuertemente sobre las remuneraciones de los no calificados informales. Los salarios de los demás trabajadores se determinan según las condiciones del mercado laboral.

Para los **precios de la gasolina** suponemos un aumento del 17% en promedio en el año y para los servicios de transporte y otros servicios públicos suponemos aumentos del 18%.

Los **arrendamientos** continuarán desacelerándose en 1996. Nuevamente somos optimistas y suponemos que bajarán a 20.4%, lo cual implica que se ajustarán de acuerdo con la inflación de 1995.

No prevemos ningún cambio en los márgenes de ganancia de los productos industriales o los servicios privados. Por consiguiente, se supone que sus precios reflejarán el comportamiento de los costos, manteniendo los márgenes logrados en 1995.

Otros supuestos

Se supone que el **ahorro privado** continúa recuperándose en 1996, esta vez con un aumento del 5% en los coeficientes de ahorro de las familias, que llevaría la tasa de ahorro privado al 8% del PIB, aproximadamente.

En 1996 terminarán los aumentos de las **tasas de cotización para la seguridad social** que estaban previstos en la Ley 100 de 1993. El último ajuste, que se hará en enero, consistirá en elevar de 12.5% a 13.5% la contribución para el sistema pensional. Las proyecciones tienen en cuenta además la distribución de los aportes a la seguridad social entre empresarios y trabajadores.

2. Resultados de proyección para 1996

Crecimiento económico

Nuestra proyección de crecimiento para 1996 es 4.3%, tres décimas por encima de la presentada en el informe de enero. A diferencia de lo que ocurría en 1995, el sector petrolero y los

Prevedemos un ajuste del salario mínimo de 21% para 1996.

El ahorro privado continuará recuperándose en 1996.

Nuestra proyección de crecimiento para 1996 es 4.3%.

servicios del gobierno no distorsionan mayor cosa el cálculo del crecimiento. La economía no petrolera crece 4.2%, y la economía privada no petrolera 4%. Recuérdese que la proyección de la economía privada no petrolera para 1995 es 3.6%. Por consiguiente, estamos previendo una aceleración, no un descenso, en el ritmo de la actividad económica del sector privado nacional.

Todos los componentes de la demanda tendrán crecimientos moderados, a diferencia de lo ocurrido en los años anteriores. El consumo privado aumentará apenas 3.2%, debido no solo a las mayores tasas de ahorro de las familias, sino a que parte importante de los incrementos de los ingresos domésticos no irán a las familias sino a las empresas del sector petrolero. El consumo del gobierno crecerá 5.7%. Aunque es una cifra alta, también implicará desaceleración respecto a los años anteriores. Para esta variable teníamos un crecimiento de sólo 2.5%, que ahora consideramos irreal.

La inversión total sufrirá una fuerte desaceleración en 1996: crecerá apenas 4.8%, en contraste con las tasas superiores al 10% de los años anteriores. Esto se deberá en parte a la moderación de la inversión privada en maquinaria, equipo y edificaciones, y en parte a que se iniciará el descenso de las grandes inversiones del sector petrolero.

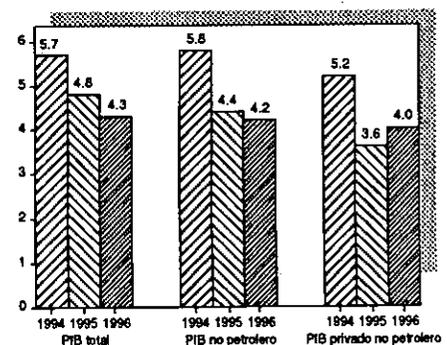
Lo contrario ocurrirá con las exportaciones totales, que estarán impulsadas por las crecientes ventas externas de crudo. Así, el total de las exportaciones (en precios constantes) aumentarán 6.1%, aunque las menores crecerán un poco más lentamente: 3.9%.

Como reflejo de la desaceleración de la inversión total, también las importaciones tendrán un crecimiento moderado en 1996, por primera vez desde que se redujeron los aranceles en 1991. Estamos proyectando que, en precios constantes, las importaciones aumentarán apenas 3.1%.

Los crecimientos por sectores serán tan diversos como en 1995. El sector agropecuario seguirá con sus tendencias de crecimiento moderado, esta vez del 3.1%, o del 2.5% si excluye el café, ya que éste crecerá 5.8% en 1996. En cambio, la minería seguirá creciendo a una tasa vigorosa, esta vez de 6.3%. Vale la pena mencionar que hemos elevado la proyección de crecimiento de este sector, que antes era 5.4%, en atención a los aumentos que tendrá la producción de carbón, la cual en 1995 quedará por debajo de los pronósticos iniciales.

Estamos previendo una aceleración, no un descenso, en el ritmo de la actividad económica del sector privado nacional.

**Gráfica II.1
CRECIMIENTO ECONOMICO**



La inversión total sufrirá una fuerte desaceleración en 1996.

Lo contrario ocurrirá con las exportaciones totales.

Las importaciones aumentarán apenas 3.1%

Prevedemos que en el sector industrial se mantendrán en 1996 las tasas de crecimiento moderado de 1995. Más exactamente, esperamos un crecimiento de 3.2% para el total de la industria, dentro de la cual se incluye la trilla de café, que crecerá 7.1%. El conjunto de los demás sectores industriales crecerá 3.1%, con tasas muy semejantes para los diferentes subsectores.

Después del receso de 1995, la construcción crecerá otra vez a tasas elevadas en 1996, esta vez de 8.2%. La edificación de vivienda volverá a crecer a tasas positivas, aunque moderadas, continuará el desarrollo del ambicioso programa de inversiones en infraestructura por parte del sector público y privado, y crecerán además las inversiones propias de las administraciones públicas.

El conjunto de los servicios tendrá un crecimiento del 4.1%, acorde con el desempeño de toda la economía, por primera vez desde que se inició el proceso de revaluación de la tasa de cambio en 1991. Sin embargo, el comercio estará algo retrasado, con un crecimiento que prevedemos será 3.2%, reflejando lo que ocurrirá con el consumo de las familias. Los servicios del gobierno seguirán creciendo por encima del resto de servicios, aunque con una diferencia menos notoria.

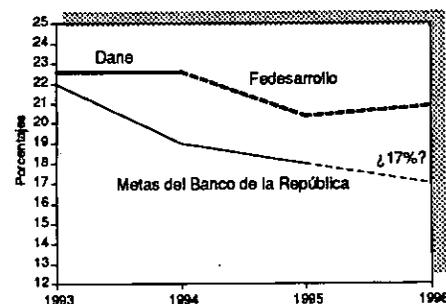
Precios

Debido al fracaso del Pacto Social, en 1996 volverán a ser remotas las posibilidades de reducir rápidamente la inflación a través de mecanismos heterodoxos que lleven a desmontar las prácticas de indexación. Nuestras proyecciones indican que en 1996 la inflación no mostrará cambios de importancia respecto al año anterior, e incluso podría tender a subir. El cálculo exacto que produce el modelo es 20.9% de inflación que, como es usual, debe tomarse con un margen de error de al menos un punto en ambas direcciones.

El modelo señala que, a diferencia de años anteriores, las presiones inflacionarias estarán difundidas en prácticamente todos los sectores. Esto no resulta sorprendente si se tiene en cuenta que la economía crecerá a un ritmo razonable y que no habrá mayores cambios en los dos precios relativos más importantes: la tasa de cambio real y el salario real. Sin embargo, sí resulta totalmente sorprendente cuando se considera que semejante comportamiento implica que el grueso de la inflación responderá a los patrones inerciales de la inflación, que era justamente lo que este gobierno había prometido desmontar a través del Pacto Social. De hecho, la tasa de inflación estará prácticamente en su mismo nivel promedio de los últimos 25 años.

Esperamos un crecimiento de 3.2% para el total de la industria.

Gráfica II.2
INFLACION



En 1996 la inflación no mostrará cambios de importancia respecto al año anterior, e incluso podría tender a subir.

El grueso de la inflación responderá a factores inerciales, que era justamente lo que este gobierno había prometido desmontar.

Balanza de pagos en 1996

Mantenemos nuestra proyección de deterioro del balance comercial y en cuenta corriente con el resto del mundo para 1996, pero ya no proyectamos reducción en el saldo de reservas internacionales.

Las **exportaciones** totales estimadas para 1996 son US\$11.3 mil millones, con aumento de 6.5% respecto a 1994. Hemos efectuado un ajuste hacia arriba en las exportaciones menores, que refleja el mejor comportamiento de este renglón en 1995, no un dinamismo mayor en 1996. Prevemos así que las exportaciones menores alcancen US\$5.8 mil millones en 1996, con crecimiento de 9.3% en el año. En las tradicionales estamos castigando en cerca de US\$300 millones las exportaciones de café, y mantenemos sin mayores cambios las proyecciones de los demás productos. Los crecimientos de los principales renglones de exportación serán -7% en el caso de café, 7.8% en petróleo y 22.1% en carbón.

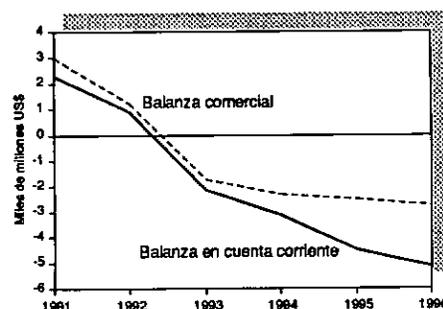
Las **importaciones** empezarán a desacelerarse en 1996, por primera vez después del proceso de apertura. Llegarán a US\$14 mil millones, con un crecimiento de solo 6.4% en este año. Este cambio de ritmo será el resultado de las menores importaciones de bienes de capital, en reflejo del comportamiento de los grandes proyectos de inversión. El crecimiento de este grupo de importaciones será tan solo 4.5%. Los demás grupos mantendrán crecimientos más semejantes a los del año anterior: las importaciones de bienes de consumo aumentarán 9.6% y las intermedias 7.1%.

Debido a la desaceleración de las importaciones, el déficit de la **balanza comercial** aumentará solo ligeramente en 1996, para llegar a US\$2.7 mil millones. Sin embargo, continuará el proceso de deterioro de la balanza de servicios, por las mismas razones del año anterior, especialmente por los mayores pagos de intereses, utilidades y dividendos. Así, la balanza de servicios llegará a un déficit de US\$3.1 mil millones, mayor en 11% al año anterior. Por consiguiente, la **balanza en cuenta corriente** llegará a un déficit de US\$5.1 mil millones, equivalentes al 6.1% del PIB. Este porcentaje era el mismo que ya habíamos previsto en la proyección de enero.

Por las razones que ya explicamos en las proyecciones de balanza de pagos para 1995, también en 1996 prevemos ahora mayores ingresos de capital, que cubrirán holgadamente el déficit de cuenta corriente. Estimamos que la inversión extranjera directa reportará US\$2.1 mil millones y el endeudamiento externo de largo plazo US\$2.8 mil millones. Teniendo en cuenta entradas

Las importaciones empezarán a desacelerarse en 1996, por primera vez después del proceso de apertura.

Gráfica II.3
BALANZA COMERCIAL Y EN
CUENTA CORRIENTE



netas de corto plazo por US\$0.5 mil millones (en lugar de las salidas por US\$0.3 de la proyección anterior), la balanza de capitales tendrá un saldo positivo de US\$5.5 mil millones y las reservas internacionales aumentarán US\$0.3 mil millones, para alcanzar US\$8.9 mil millones de saldo. En meses de importaciones, este saldo representará 7.6 meses, algo menos que en 1995.

El déficit de la balanza comercial aumentará solo ligeramente en 1996; sin embargo la balanza en cuenta corriente llegará a un déficit de US\$5.1 mil millones, equivalente al 6,1% del PIB.

PROSPECTIVA

PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZO

III. LA INVERSION PRIVADA EN LA ENCRUCIJADA

1. Introducción

La política económica en la presente década ha buscado conciliar un modelo de apertura con un esquema de estabilización. Si bien puede haber causado dificultades en el sector exportador, esta combinación de políticas ha sido especialmente benéfica para la inversión privada, porque ha abaratado las importaciones de bienes de capital y ha estimulado un proceso de reconversión productiva en diversos sectores. Estas condiciones no han sido desaprovechadas por los empresarios: la tasa de crecimiento promedio de la formación de capital privado entre 1990 y 1994 fue de 20.4% por año, en contraste con un 0.2% de la década pasada.

Pero el buen clima para la inversión que existía hasta fines de 1994 se alteró por completo en el primer semestre de 1995. Las altas tasas de interés y la incertidumbre en torno a la reforma tributaria, entre otros factores, debilitaron la confianza en las condiciones de inversión.

Cifras recientes de las importaciones de bienes de capital han mostrado que en 1994 se había producido además un cambio importante en la composición de la inversión. En los primeros años de apertura, la inversión privada en maquinaria y equipo estuvo orientada a procesos de reconversión y al aumento de la capacidad instalada de las plantas de producción. En 1994 los grandes aumentos se localizaron en cambio en la reposición de capital y en la agilización de procesos administrativos, complementando así el proceso inicial con miras a consolidar las ganancias de productividad y eficiencia.

El acuerdo alcanzado entre el gobierno y el Banco de la República en el mes de junio para reducir las tasas de interés y recortar el gasto público tuvo como principal objetivo devolver la confianza al sector privado para evitar un colapso en el proceso de inversión. Pero estas medidas no aseguran por sí solas la recuperación de la inversión, ya que existen dudas sobre la efectividad de los controles y la posibilidad de que generen distorsiones adicionales en el mercado, por una mayor restricción crediticia. De otra parte, no se han solucionado otros cuellos de botella que afectan la rentabilidad de la inversión.

El buen clima para la inversión que existía hasta fines de 1994 se alteró por completo en el primer semestre de 1995.

El acuerdo entre el gobierno y el Banco de la República tuvo como principal objetivo devolver la confianza al sector privado para evitar un colapso en el proceso de inversión.

2. Comportamiento reciente de la inversión privada

En la presente década, Colombia ha experimentado un crecimiento espectacular en la inversión. Según la información de Cuentas Nacionales, la formación interna de capital ha aumentado constantemente desde 1991, cuando representaba el 14% del PIB, hasta alcanzar 24 puntos del producto en 1994. Al descontar existencias el cambio es de 14 a 19 puntos porcentuales del PIB (Gráfica III.1). Semejantes niveles de inversión no se presentaban desde principios de la década del 60.

Este gran auge de la inversión se debe en su mayoría al incremento de la inversión privada que a partir de 1991, y en especial en 1992, presentó una tendencia creciente. En total la inversión privada pasó de significar el 9.7% del PIB en 1991, al 17.3% estimado para 1994 (Gráfica III.2). Por su parte, la inversión pública, si bien ha presentado un comportamiento favorable durante este período, no se encuentra en un nivel particularmente alto (no sobrepasa el 7.3% del PIB, mientras que en 1982 alcanzó a representar un 10% del mismo).

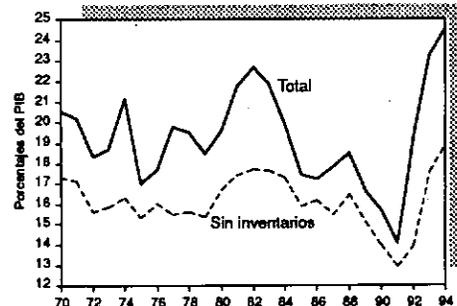
Según la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, en 1994 los recursos destinados a la inversión aumentaron para la mayoría de las empresas y un 17% de las empresas afirmaron haber aumentado sus inversiones fijas en más de 50%. El efecto básico de estas inversiones sobre la capacidad instalada fue semejante al del año anterior. El 48% de las empresas aumentó su capacidad de producción, el 47% la mantuvo igual y sólo el 4% la disminuyó.

A nivel desagregado las estadísticas de la encuesta anual manufacturera sólo llegan hasta 1992. En este año se tiene que la inversión neta estuvo compuesta de la siguiente manera (Gráfica III.3): el sector de alimentos y bebidas absorbió el 24% del total, los químicos y derivados del petróleo 23%, textiles y confecciones 20%, minerales no metálicos 9% y papel y productos de papel 8.6%.

Sin embargo, con ayuda de la Encuesta de Fedesarrollo es posible afirmar que los sectores que más invirtieron durante 1993 y 1994 fueron: el sector productor de equipo y material de transporte, la industria de bebidas y las industrias básicas de hierro y acero. En estos dos años los que menos aumentaron su inversión fueron los sectores de confecciones, cuero, tabaco y textiles.

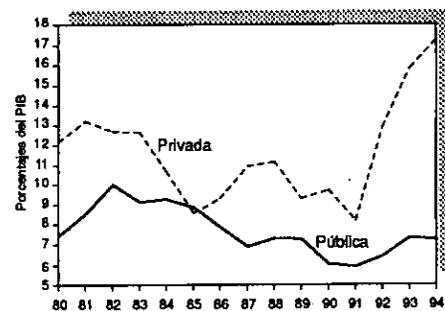
Al iniciarse 1995, los sectores que tenían planes de inversión mayores eran: industrias básicas de hierro y acero, fabricación

Gráfica III.1
FORMACION INTERNA DE CAPITAL



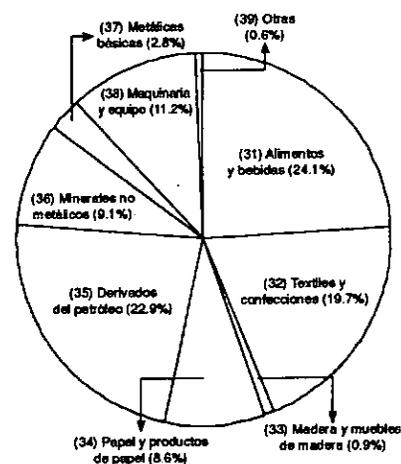
Fuente: Dane, DPN, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfica III. 2
INVERSION PUBLICA Y PRIVADA



Fuente: Dane, DPN, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfica III. 3
COMPOSICION DE LA INVERSION INDUSTRIAL



Fuente: Encuesta Anual Manufacturera de 1992, cálculos Fedesarrollo.

de sustancias químicas y productos derivados del petróleo, construcción de equipo y material de transporte y bebidas. Los aumentos menores de inversión estaban previstos nuevamente en los sectores de textiles, cueros y confecciones. El cambio en el clima de inversión que ocurrió a partir del mes de abril llevó a muchos empresarios a aplazar voluntariamente sus planes de inversión, como veremos más adelante.

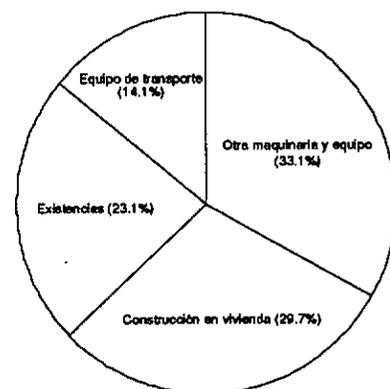
En cuanto al tipo de inversión que se realiza en el país, se tiene que en 1993, según la desagregación realizada por Planeación Nacional (Gráfica III.4), la inversión en maquinaria y equipo alcanzó el 47.2% del total de la inversión (dentro de la cual el equipo de transporte representa un 30%), la construcción el 26% y las existencias casi un 20%. Como puede apreciarse en la Gráfica III.5, el mayor cambio que se ha presentado en esta composición ha sido la disminución en la participación de la inversión en vivienda, que en 1990 era del 42%. Esta es una observación importante, porque entre los poco conocedores está muy difundida la opinión de que el sector privado se dedicó a invertir en finca raíz más que a modernizar sus negocios. La realidad es que hizo ambas cosas, pero mucho más de lo segundo.

De acuerdo con la Encuesta de Fedesarrollo, se tiene que la inversión estuvo orientada en su mayoría a la reposición de maquinaria y equipo sin modificar la capacidad y la tecnología (28% de las respuestas de la encuesta) y a la introducción de nuevos procesos y tecnologías ampliando la capacidad instalada (29% de las respuestas de la encuesta).

La reposición de maquinaria y equipo sin variar la capacidad instalada se dio con especial fuerza en concentrados para animales, tabaco, manufacturas textiles, confecciones, madera y sus manufacturas, muebles de madera, vidrio y cemento, cal y yeso. Algunos de estos sectores tuvieron que concentrar sus esfuerzos de inversión en modernizarse, más que en ampliar sus niveles de producción, posiblemente porque vieron seriamente amenazada su participación en el mercado doméstico.

La innovación en procesos ampliando la capacidad instalada se dio principalmente en productos de la molinería, bebidas, barro, loza y porcelana, metálicas básicas ferrosas, metálicos para la construcción, otros metálicos sin maquinaria, maquinaria no eléctrica, eléctricos de uso industrial y equipo y material de transporte. Es interesante que este grupo de sectores tengan fuertes vinculaciones con la demanda final de inversión en construcción y en maquinaria y equipo. En estos casos ocurrió un proceso de ampliación y modernización inducido ante todo

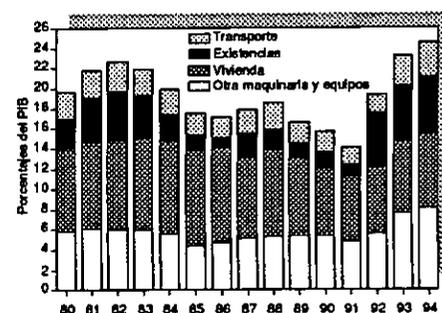
Gráfica III. 4
TIPO DE INVERSION EN 1993



Fuente: Encuesta Anual Manufacturera, cálculos de Fedesarrollo.

Está muy difundida la opinión de que el sector privado se dedicó a invertir en finca raíz más que a modernizar sus negocios. La realidad es que hizo ambas cosas, pero mucho más de lo segundo.

Gráfica III. 5
EVOLUCION DE LOS TIPOS DE INVERSION



Fuente: Dana, DPN, cálculos de Fedesarrollo.

por el auge de la inversión de otros sectores y, en alguna medida, por el aumento en el consumo durable de las familias.

La innovación en procesos y tecnología sin ampliar capacidad productiva y la expansión de la capacidad instalada manteniendo la tecnología actual, obtuvieron 23 y 20% de las respuestas, respectivamente. La primera de las modalidades se dio principalmente en manufacturas textiles, fibras textiles e hilados, calzado de cuero, barro loza y porcelana, vidrio y maquinaria agroindustrial; mientras que la segunda se dio principalmente en papel y cartón, productos de caucho, otros no metálicos y herramientas manuales.

3. Importaciones de bienes de capital

Uno de los mejores indicadores del comportamiento de la inversión son las importaciones de bienes de capital que guardan, en una economía como la colombiana, una estrecha relación con la formación de capital. Por ejemplo, durante el período 1965-1992, el componente importado de la inversión total se mantuvo alrededor del 22.5% con una desviación estándar de menos del 2%. El coeficiente de correlación entre la inversión importada y la total en este período fue 0.98. Como es natural, la participación de las importaciones en la inversión en maquinaria y equipo solamente es aún mayor: 63% en promedio para el período 1965-93.

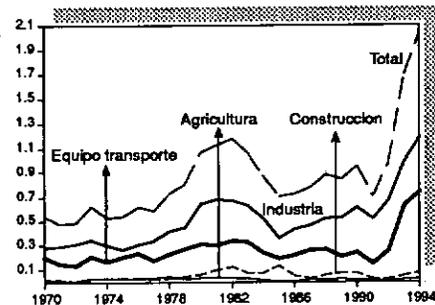
Ahora bien, el aumento en las importaciones de bienes de capital en los últimos años resulta extraordinario cuando se compara con niveles históricos. Las importaciones de bienes de capital ascendieron en 1993 a US\$1704 millones de dólares de 1975, en comparación con US\$1173 en 1982 (el año más alto en el anterior período de auge, véase la Gráfica III.6).

En 1994 se reforzó el comportamiento observado desde el comienzo del proceso de apertura. En efecto, durante el año pasado las importaciones de bienes de capital se incrementaron en un 26%, alcanzando el 40% del total de importaciones (Cuadro III.1). Este crecimiento estuvo impulsado principalmente por el incremento en las importaciones de materiales de construcción (aumentaron 38%) y los bienes de capital para la industria (28.2%).

Sin embargo, es importante anotar que en 1994, el dinamismo de las importaciones de capital del sector industrial no estuvo dado, como en el año anterior, por compras de maquinaria industrial. Estas importaciones, que representan el 43% de las importaciones de capital para la industria, sólo crecieron el 7.7% en dólares. Por el contrario, el crecimiento se dio principalmente

El aumento en las importaciones de bienes de capital en los últimos años resulta extraordinario cuando se compara con niveles históricos.

Gráfica III. 6
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL



Fuente: Dane, DPN, cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro III.1 IMPORTACIONES SEGUN CLASIFICACION CUODE

	Millones de dólares CIF				Variaciones			
	1991	1992	1993	1994	92	93	94	94/91
Bienes de consumo	523	953	1780	2187	82	87	23	318
Materias primas y productos intermedios	2765	3371	4243	4883	22	26	15	77
Bienes de capital	1671	2187	3815	4819	31	74	26	188
Materiales de construcción	55	61	169	233	10	178	38	321
Bienes de capital para la agricultura	28	25	46	55	-10	83	21	99
Maquinas y herramientas	14	11	19	22	-25	79	19	60
Otro equipo para la agricultura	0	3	5	5	554	68	-1	991
Material de transporte y tracción	13	11	21	27	-16	92	27	106
Bienes de capital para la industria	1134	1555	2198	2818	37	41	28	149
Maquinas y aparatos de oficina	234	307	468	629	31	52	34	169
Herramientas	18	30	47	69	66	57	45	279
Partes y accesorios de maquinaria industrial	103	124	184	252	21	48	37	144
Maquinaria industrial	514	813	1119	1205	58	38	8	134
Otro equipo fijo	264	279	380	663	6	36	75	151
Equipo de transporte	454	546	1402	1713	20	157	22	278
Partes y accesorios de equipo de transporte	214	287	425	495	34	48	16	131
Equipo rodante de transporte	235	255	967	1189	8	279	23	406
Equipo fijo de transporte	5	5	10	29	0	116	194	532
Diversos	0	2	2	6	481	-26	239	1348
Total	4959	6513	9840	11895	31	51	21	140

Fuente: Dian y cálculos de Fedesarrollo.

en otros equipos industriales (75%), como los equipos de telefonía y los emisores de comunicaciones (estos últimos se incrementaron en un 514% y representan el 9% de las importaciones de capital para la industria), herramientas (45%), partes y accesorios de maquinaria industrial (37%) y máquinas y accesorios de oficina (como los computadores, que representan el 11% de los bienes de capital para la industria y se incrementaron en un 40%).

Además de proveer alguna información sobre el tipo de inversión que realiza el país, la desagregación de importaciones de bienes de capital permite identificar algunas maquinarias que son específicas para determinados procesos de producción; de esta manera es posible tener una idea sobre los sectores a los cuáles se dirige esta inversión.

Al realizar esta desagregación, se observa un crecimiento de la maquinaria específica del sector metalmeccánico y del sector

de la construcción, acompañado de una importante reducción en la importaciones de maquinaria específica del sector de textiles y confecciones (con excepción de las máquinas para el hilado, estirado y texturado de textiles), del sector de papel y cartón, y de las máquinas para elaborar tabaco. Estos cambios son consistentes con la información sobre las inversiones por sectores proporcionada directamente por los empresarios a través de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo. Por lo demás, esta modificación en la composición de los bienes de capital para la industria revela un proceso muy razonable de decisiones de inversión, que se inicia con las inversiones que conducen a aumentar y modificar los procesos productivos, y prosigue luego con inversiones destinadas a adoptar mejores tecnologías de control y sistematización y con otros esfuerzos adicionales destinados a elevar la productividad de los recursos escasos, como la mano de obra calificada (Cuadro III.2).

4. Financiamiento de la Inversión

El auge reciente de la inversión privada no podría haberse dado sin amplias facilidades de financiamiento. Según la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, el 22% de los empresarios consideraron en 1994 que la disponibilidad de recursos financieros había sido un factor favorable para la inversión (el 13% señalan a los recursos financieros propios, el 5% al crédito externo y el 4% al crédito interno). Sin embargo, los costos financieros sólo fueron favorables para un 2% de los encuestados y fue precisamente este factor el que más influyó en la estructura de financiamiento de las empresas.

La información financiera, además de dar idea sobre las fuentes de recursos que fueron utilizadas para materializar el aumento en la inversión, puede contribuir también a esclarecer el destino económico de este proceso. En efecto, es posible encontrar alguna desagregación de los créditos internos y de los externos, con lo cual se contaría aproximadamente con el 45% de la financiación en los sectores industriales. Un módulo especial de la encuesta de Fedesarrollo, realizado en junio de este año, estableció que el financiamiento está compuesto en un 33.2% por crédito bancario interno y en un 12.5% por crédito externo. El resto proviene de recursos de proveedores, reinversión de utilidades, suscripción de acciones y leasing (Gráfica III.7).

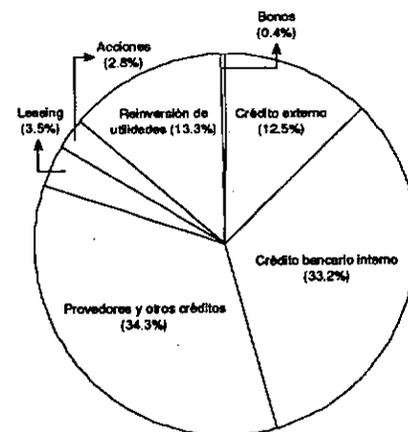
Financiamiento Interno

Desde 1992 viene dándose un elevado crecimiento de la cartera de crédito del sector financiero. Este crecimiento pasa de 27.9% en 1992, a 57.2% en 1993. En 1994 alcanza el 42%, que si bien es menor al del año anterior se encuentra muy por encima del crecimiento del PIB nominal.

El auge reciente de la inversión privada no podría haberse dado sin amplias facilidades de financiamiento.

Desde 1992 viene dándose un elevado crecimiento de la cartera de crédito del sector financiero.

Gráfica III. 7
ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO
(1994)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Cuadro III.2 PRINCIPALES IMPORTACIONES DE MAQUINARIA Y EQUIPO

	Millones de dólares				Variaciones			
	1991	1992	1993	1994	92	93	94	91/94
Allmentos y bebidas	19.9	16.6	35.6	38.7	-17	115	9	94
Para trabajar los cereales	0.7	1.3	4.8	3.9	80	279	-18	457
Para preparar alimentos o bebidas	13.3	13.4	27.9	34.4	0	109	23	159
Para elaborar tabaco	5.9	1.9	2.8	0.4	-67	45	-87	-94
Textiles y confecciones	76.7	128.1	170.8	101.9	67	33	-40	33
Para el hilado (extrusión), estrado, texturado de textiles	0.7	1.8	4.4	6.4	176	137	46	855
Para la preparación de materias textiles	10.7	23.8	38.8	11.6	122	63	-70	8
Telares	13.6	20.5	14.6	3.9	48	-29	-73	-72
Maquinaria y telares de punto, de cosido por cardeneta	10.9	18.3	20.1	10.5	68	10	-48	-4
Auxiliares para las máquinas anteriores	11.1	13.2	17.6	13.7	19	33	-22	23
Para blanquear, aprestar, teñir, revestir, material textil	13.0	25.1	31.7	24.5	93	26	-23	89
Para el acabado del feltro	0.0	0.1	1.0	0.3	664	717	-75	1453
Para lavar ropa (tipo industrial)	1.7	1.7	0.9	0.6	0	-46	-37	-66
Para coser (tipo industrial)	11.0	18.4	33.4	25.8	67	81	-23	133
Para preparar cueros o fabricar calzado	3.6	5.1	8.2	4.7	41	61	-42	31
Madera y muebles de madera	1.7	3.1	4.8	6.8	78	56	41	294
Para trabajar madera o corcho	1.7	3.1	4.8	6.8	78	56	41	294
Papel, imprentas y editoriales	37.0	64.3	98.2	94.4	74	53	-4	165
Para imprimir	17.9	31.3	55.3	58.4	75	77	6	226
Para componer caracteres, díses, planchas	2.4	4.3	5.3	6.9	79	22	29	182
Otras para el trabajo del papel y cartón	4.4	10.7	16.2	14.3	146	52	-12	229
Para encuademación	2.3	6.4	6.4	4.3	272	-1	-48	88
Para fabricar papel y cartón	10.0	9.6	13.0	10.6	-43	6	-18	6
Derivados del petróleo	25.1	42.9	53.9	56.4	71	26	5	125
Para trabajar plástico o caucho	25.1	42.9	53.9	56.4	71	26	5	125
Minerales no metálicos	8.1	5.9	6.2	7.5	-27	5	21	-8
Para trabajar el vidrio	8.1	5.9	6.2	7.5	-27	5	21	-8
Productos metálicos	18.5	26.1	45.9	61.7	41	76	34	233
Para trabajar metales	0.1	0.5	0.7	1.8	509	51	150	2204
Para forjar o estampar martillos y martinotes, curvar, aplanar	3.5	3.5	10.3	16.5	-3	198	60	361
Que trabajen por arranque de cualquier materia	0.6	1.7	1.1	2.5	159	-33	124	289
Tornos que trabajen por arranque de cualquier metal	3.8	5.8	11.7	11.9	51	104	1	211
De taladrar, machinar, fresar, o roscar metales	3.3	4.7	6.9	7.6	42	47	10	132
Laminadores para metales y sus cilindros	2.3	1.8	6.3	7.1	-24	255	13	205
Convertidores y demás para metalurgia, boerías o fundiciones	1.2	2.6	1.6	2.4	112	-38	48	94
Cepilladoras, limadoras, mortajadoras, brochadoras, sierras	0.6	0.8	1.1	1.7	29	47	51	185
Demás maquinaria para trabajar metales	1.5	2.2	2.3	6.2	48	8	172	322
De desaberrar, afilar, amolar, rectificar u.t.c.	1.5	2.8	3.8	4.0	82	38	6	165
Construcción	9.7	17.8	35.3	54.7	83	99	55	463
Para trabajar piedra y cerámica	0.5	1.5	1.7	4.4	226	14	161	875
Para clasificar, crivar, separar, moler piedras.	9.3	16.3	33.6	50.3	76	106	50	443

Fuente: Dian, cálculos de Fedesarrollo

En cuanto al financiamiento interno se tiene que la mayor cantidad de préstamos (sin incluir las CAV) a septiembre de 1994 (Gráfica III.8) está orientada a la industria: 19.3%. El comercio recibe el 19.1%, las familias el 13.7% y el sector agropecuario el 10%.

Al interior de la industria (Cuadro III.3) las mayores participaciones en los saldos de cartera se dan en los sectores de textiles, confecciones, cuero y calzado; fabricación de sustancias químicas; alimentos; y papel, imprentas y editoriales. El caso de los textiles y del papel llama la atención porque está acompañado de una disminución en las importaciones de bienes de capital específicas de estos sectores.

Financiamiento externo

A partir de 1987 se redujo la deuda externa del sector público, que pasó del 38.3% del PIB a casi un 20% del mismo en 1994. Sin embargo, el comportamiento de la deuda externa privada ha mostrado la tendencia opuesta como resultado de la apertura del mercado de capitales. En efecto, la deuda, que en 1991 alcanzaba el 5.4% del PIB, sobrepasó el 12% del PIB en 1994, cerca de US\$8,000 millones (Gráfica III.9).

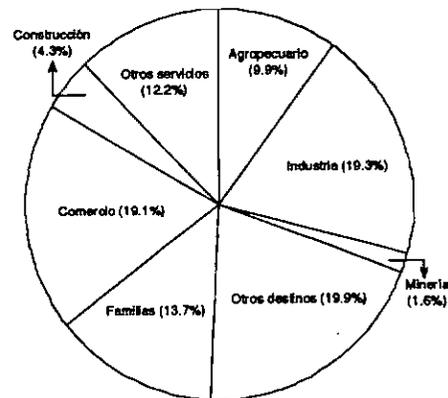
La deuda externa privada comprende la privada directa, por un lado, y la deuda contratada por las entidades financieras, por otro. Esta última es a su vez prestada en el interior del país a los diferentes sectores y, por lo tanto, está incluida en las estadísticas de financiamiento doméstico que se acaban de analizar. La deuda externa privada directa aumentó en más de un 40% entre 1992 y 1993, impulsada principalmente por la deuda del sector manufacturero y otros sectores como transporte y telecomunicaciones (Cuadro III.4). Desafortunadamente no existe esta información para 1994, pero es de esperar que los créditos a los diferentes sectores hayan aumentado significativamente, teniendo en cuenta que en el último año el saldo del total de la deuda externa privada se incrementó en un 15%.

De acuerdo con las estadísticas más detalladas disponibles hasta septiembre de 1993, el mayor porcentaje de préstamos externos directos se presenta en la industria manufacturera (43.4%), seguido por la construcción (16.4%), los establecimientos financieros (9.4%), transporte y comunicaciones (9.3%), explotación de minas (8.3%) y comercio (6.6%). (Gráfica III.10).

4. El Clima de Inversión Industrial

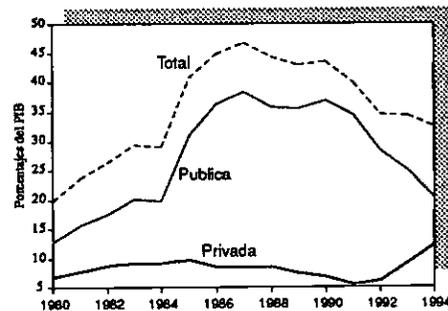
En la encuesta realizada por Fedesarrollo en enero de este año se le preguntó a los empresarios por los factores más favorables para la inversión en 1994 y los mayores impedimentos y las fuentes de incertidumbre para realizar inversiones en el 1995.

Gráfica III. 8
DEUDA INTERNA 1994



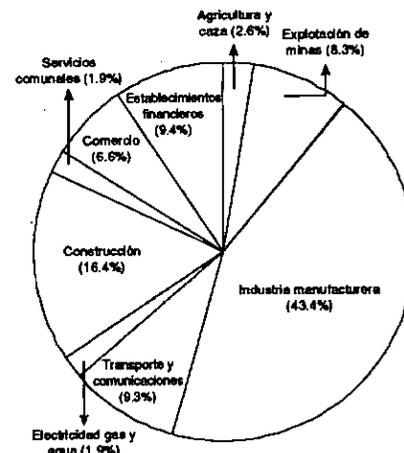
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfica III. 9
DEUDA EXTERNA



Fuente: Banco de la República.

Gráfica III. 10
DEUDA EXTERNA PRIVADA DIRECTA
SEPTIEMBRE 1993



Cuadro III.3
COMPOSICION SECTORIAL DEL CREDITO DOMESTICO
(Porcentajes)

	1991	1992	1993	1994 Septiembre
Agropecuario	10.8	10.2	15.3	9.8
Explotación de minas y extracción de petróleo	2.1	1.3	0.8	1
Extracción de minerales metálicos	0.7	0.8	0.7	0.6
Alimentos	4.3	3.7	3.1	2.7
Bebidas y tabaco	0.7	0.9	0.6	1.0
Textiles, confecciones, cuero y calzado	6.1	5.9	4.8	4.1
Papel, imprentas y editoriales	3.2	3.2	2.3	2.1
Elaboración de sustancias químicas	7.0	5.8	4.2	3.7
Fabricación de productos derivados del petróleo y carbón	0.7	0.5	0.3	0.3
Producción de minerales no metálicos	1.8	1.5	1.1	1.0
Industrias metálicas básicas	3.0	2.4	1.8	1.4
Maquinaria y equipo	2.0	1.7	1.5	1.2
Material de transporte	1.8	1.2	0.7	0.5
Industrias manufactureras diversas (incluye madera)	1.2	1.3	1.2	1.0
Suministro de electricidad, gas y agua	2.0	1.5	1.2	1.4
Construcción	3.8	3.3	3.4	4.2
Comercio al por mayor y al por menor	15.5	17.5	17.5	18.8
Hoteles y restaurantes	0.2	0.3	0.4	0.4
Transporte y comunicaciones	1.7	2.0	2.6	3.4
Servicios prestados a las empresas	1.4	1.8	2.3	2.5
Administración pública y defensa	3.2	3.2	3.7	4.4
Servicios de salud, enseñanza y cultura	1.0	1.1	1.2	1.3
Préstamos a las familias para vivienda	0.6	0.8	1.0	1.3
Préstamos a las familias para adquisición de bienes y servicios	6.7	8.0	8.7	12.2
Financiación de bienes recibidos en pago	0.3	0.2	0.2	0.1
Otros	18.0	19.8	19.4	19.5

Fuente: Superintendencia Bancaria, "Informes Financieros".

Según los empresarios, los factores más favorables para la inversión en 1994 fueron el alto nivel de demanda interna, la facilidad para importar maquinaria y equipo y el aumento en la capacidad organizacional para realizar cambios, así como la disponibilidad de recursos financieros propios, la disponibilidad de innovaciones tecnológicas y una relación precio-costo satisfactoria (Cuadro III.5).

En cuanto a los mayores impedimentos que se esperaban para realizar inversiones en 1995 se preveían en ese momento: el bajo nivel de la demanda interna, la falta de incentivos a las exportaciones, la protección inadecuada frente a las importaciones y los costos financieros desfavorables.

Cuadro III.4
SALDOS DE LA DEUDA EXTERNA PRIVADA DIRECTA POR SECTORES
(Millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993 Septiembre
Industria manufacturera	1293.2	909.1	740.5	807	809.3	991.8
Construcción	314.9	292.8	312.2	301.9	312.9	374.8
Establecimientos financieros	108.9	138.7	91.2	107.7	162.6	214.8
Transporte y comunicaciones	356.6	312.3	230.9	172.9	99.2	213
Explotación de minas	487.5	401.3	219.3	191.9	170.4	190.5
Comercio	90.3	89.6	85.7	75.6	103.3	150.8
Agricultura y caza	16.4	15.8	11.5	7.5	28.3	59.2
Servicios comunales	36.4	34	32.2	21.5	21.9	44
Electricidad gas y agua	11.4	10.8	9.6	11.7	12.1	44
Actividades no especificadas	2.7	2.7	2.9	1.4	1.7	1.8
Total	1608.1	1201.9	1052.7	1108.9	1122.2	1366.6

Fuente: Banco de la República.

Como los mayores factores de incertidumbre para la inversión aparecían la escasez de demanda interna, los incentivos a las exportaciones, la protección a las importaciones, la tasa de cambio futura, y las normas gubernamentales.

Estos resultados mostraban ya una baja credibilidad en algunos de los anuncios y acciones de política del gobierno. Debe recordarse que todavía a principios de año la demanda interna venía creciendo a tasas muy aceleradas, aunque posiblemente no en forma homogénea para todos los sectores. También debe recordarse que la nueva administración fijó como uno de sus principales objetivos de política devolverle la competitividad a los sectores afectados por la avalancha de importaciones y establecer estímulos para las exportaciones. En desarrollo de estos propósitos se aplicaron salvaguardias a las importaciones de textiles y confecciones de la China, se aplicaron controles más estrictos de origen y precios a las importaciones de diversos productos y, más recientemente, se estableció la certificación de importaciones para prevenir la subfacturación y el contrabando técnico. En materia de exportaciones, se elevaron los niveles de Cert de numerosos productos y se concedió la garantía de la Nación para amparar los riesgos políticos en los seguros de exportación.

Las encuestas de opinión empresarial de principios del año mostraban ya una baja credibilidad en algunos de los anuncios y acciones de política del gobierno.

Cuadro III.5
FACTORES FAVORABLES PARA LA INVERSION
 (Porcentaje de respuestas)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Alto nivel de la demanda interna	18	14	15	8	22	16	16
Incentivos para las exportaciones	4	6	7	5	2	4	3
Protección frente a las importaciones	4	5	2	3	2	3	2
Facilidad para importar maquinaria y equipo	6	4	8	12	20	19	16
Relación precio-costo satisfactoria	7	10	8	12	9	8	11
Disponibilidad de crédito interno	7	6	7	6	6	8	4
Disponibilidad de crédito externo	1	1	1	2	3	3	5
Disponibilidad de recursos financieros propios	19	15	15	16	11	11	13
Costos financieros favorables	1	1	1	3	4	3	2
Disponibilidad de innovaciones tecnológicas	14	17	16	13	9	11	12
Capacidad organizacional para realizar cambios	16	21	19	19	11	13	16
Incentivos tributarios	2	2	1	0	1	2	1

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo. Enero de 1995.

Además, estos resultados fueron obtenidos en enero, cuando no se tenía claridad sobre los problemas financieros que comenzaron a ser evidentes a partir de abril. En efecto, según la encuesta mensual de Fedesarrollo, a partir de abril se presentó un cambio importante en el clima de inversión; los empresarios reportaron reducciones en las ventas, aumentos en los niveles de existencias de los productos terminados, y disminución del ritmo de la producción; así mismo se presentó una percepción menos optimista sobre la situación económica del país y de sus empresas. Esta situación es especialmente crítica en los sectores de hilados, textiles, confecciones, cueros, sustancias químicas industriales, madera y sus manufacturas y la metalmecánica.

Igualmente, los empresarios señalan que la caída en la demanda, la insuficiencia de recursos propios, y las dificultades para obtener recursos de crédito, están afectando de manera importante las decisiones de inversión. A pesar de que el 53% de los encuestados manifestó que los proyectos se habían cumplido, el 12% se vio obligado a retrasarlos y el 34% los aplazó voluntariamente. Este porcentaje de aplazamientos es el más alto de que se tenga registro en la Encuesta, que viene indagando sobre este tema desde 1989.

Según la encuesta de la Andi, los problemas de cartera han aumentado de forma importante en 1995, situación que es

Los empresarios señalan que la caída en la demanda, la insuficiencia de recursos propios, y las dificultades para obtener recursos de crédito, están afectando de manera importante las decisiones de inversión.

El porcentaje de aplazamientos de proyectos de inversión es el más alto de que se tenga registro en la Encuesta, que viene indagando sobre este tema desde 1989.

explicable por las altas tasas de interés que se han presentado en el mercado. Los problemas de costos financieros son particularmente importantes para los sectores de equipo y material de transporte, alimentos, imprentas y editoriales, productos de plástico y materiales no ferrosos.

De esta manera, es claro que el clima para la inversión es ahora mucho menos favorable que a principios de 1995. Así lo recoge, efectivamente, la opinión de los industriales, como se aprecia en el Gráfico III.11. Las condiciones económicas para la inversión, que se habían mantenido en un nivel positivo desde 1992, se empezaron a debilitar en 1994 y se desplomaron hacia mediados de 1995. Efectivamente, el nivel de esta variable en mayo de 1995 es el más bajo registrado en la encuesta. Aunque las decisiones de inversión en Colombia suelen estar más afectadas por factores económicos que socio-políticos, es preocupante que, desde el punto de vista de los industriales, las condiciones sociales y políticas para la inversión también se debilitaron de manera muy pronunciada recientemente.

5. Perspectivas de la Inversión Industrial

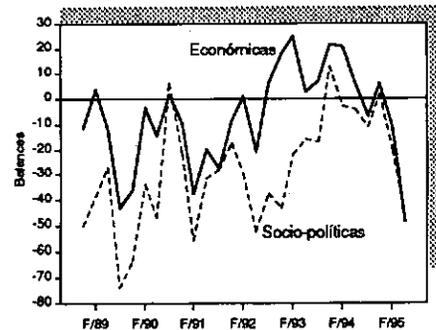
Hasta hace poco, los estudios académicos que trataban de explicar las decisiones de inversión llegaban a conclusiones bastante ambiguas y de poco valor para hacer predicciones y, menos aún, para ayudar a la toma de decisiones. Pero los estudios más recientes han venido a comprobar lo que era de esperarse: que la inversión depende, antes que nada, de la rentabilidad de los proyectos. Si esta relación obvia no se había encontrado antes era quizás por falta de información adecuada sobre los distintos elementos del costo del capital, los cuales comprenden el precio real de los bienes de capital, los costos financieros y los costos de tipo tributario. Además es posible que la apertura haya hecho más transparente estos costos y haya eliminado o reducido algunos elementos que antes interferían en las decisiones de inversión, como eran las diversas prácticas de control a las importaciones y otras formas de intervención en el funcionamiento de los mercados.

El costo de uso del capital ha tenido una clara tendencia ascendente a través del tiempo (Gráficas III.12 y III.13). Esta tendencia se rompió temporalmente en 1991 y 1992, pero ha reaparecido nuevamente. Esto sugiere, de inmediato, que no puede esperarse que continúe con igual fuerza el auge de la inversión, máxime cuando, como hemos visto, los factores de carácter más coyuntural también están atentando contra el clima de la inversión.

Costos financieros

El costo financiero de la inversión en términos reales se había reducido en 1992 y 1993 gracias a la política de bajas

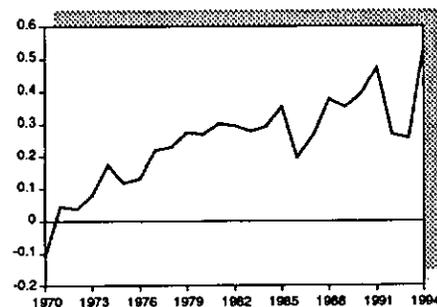
Gráfica III. 11
CONDICIONES PARA LA INVERSION



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, mayo 1995.

Las condiciones económicas para la inversión llegaron a su punto más bajo en mayo de 1995.

Gráfica III. 12
COSTO DE USO DEL CAPITAL



Fuente: DPN, FMI, Banco de la República, cálculos de Fedesarrollo.

El costo de uso del capital ha tenido una clara tendencia ascendente a través del tiempo.

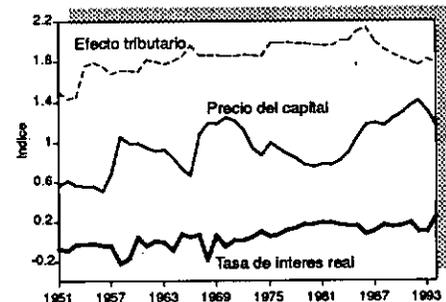
tasas de interés domésticas y a la disminución de la tasa de devaluación. En 1994 se elevó la tasa de interés doméstica en términos reales, pero aún continuó siendo muy bajo el costo financiero de los proyectos financiados con recursos de crédito externo a largo plazo. En 1995 los costos financieros, tanto domésticos como externos, se han encarecido. La tasa de interés de los créditos llegó a un pico histórico en términos reales en el primer semestre de 1995, ya que se alcanzaron tasas nominales del orden del 46 al 48%, con una tasa de inflación del 22%. Los recursos de origen externo también se encarecieron. Ya desde agosto de 1994 se había elevado a niveles prohibitivos el financiamiento externo con plazos inferiores a 5 años, y en 1995 se elevó además el ritmo de devaluación que había sido muy bajo en años anteriores.

Pero, lo que es más importante, no sólo aumentó el costo expost del financiamiento, sino que se elevó el costo esperado, debido a que aumentó la volatilidad de la tasa de interés, por un lado, y las expectativas de una mayor devaluación futura, por otro (sobre este punto véase la sección siguiente). En relación con el primero de estos factores es interesante señalar que la volatilidad de la tasa de interés tuvo un ascenso continuo desde principios de 1994 hasta febrero de 1995 (Gráfica III.14). Las recientes medidas de control a las tasas de interés activas van a reducir la volatilidad, pero posiblemente sólo en forma pasajera. En efecto, en el mercado existe una gran incertidumbre sobre el comportamiento que tendrán las tasas de interés una vez se desmonten los controles. Pero, más grave aún es que la disponibilidad de crédito de largo plazo puede haberse reducido por efecto de los controles, precisamente porque hay expectativas de que las tasas de interés se elevarán posteriormente. Esta expectativa se fundamenta en el temor de que el gobierno persista en mantener niveles de gasto excesivos, por un lado, y el Banco de la República en perseguir el objetivo de reducir la inflación a base de una severa política monetaria, por otro. Como es bien sabido, esta combinación de políticas actúa en contra de la inversión privada porque conduce a altas tasas de interés y una reducida disponibilidad de crédito.

El precio relativo de los bienes de capital

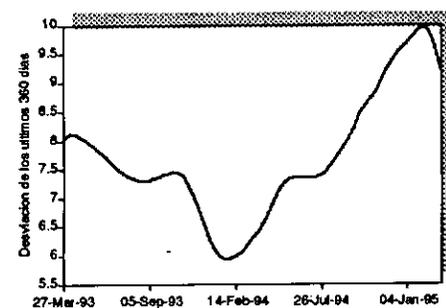
El abaratamiento de los bienes de capital en términos reales fue otro factor que favoreció la inversión en los últimos años. Es interesante observar, sin embargo, que este abaratamiento sólo compensó en forma parcial la tendencia de aumento de esta variable desde 1982 (Gráfica III.15). El principal factor que influye en el precio relativo de los bienes de capital es la tasa de cambio real, debido al origen importado de la maquinaria y

Gráfica III. 13
COMPONENTES DEL COSTO DEL CAPITAL



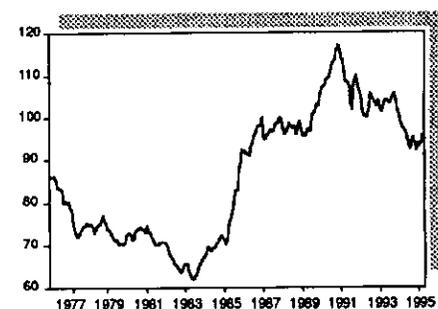
Fuente: Dana, DPN, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfica III. 14
VOLATILIDAD DE LA TASA DE INTERES REAL



Fuente: Banco de la República, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfica III. 15
INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL



Fuente: Banco de la República.

equipo con destino industrial. Por consiguiente, el abaratamiento de los bienes de capital de los últimos años fue el reflejo de la revaluación del 21% que tuvo lugar desde diciembre de 1990 hasta ese mismo mes de 1994. Pero esta tendencia ya ha cambiado. De hecho, el índice de la tasa de cambio real se elevó 3% durante los primeros 5 meses de 1995. Puesto que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos no se encuentra en niveles holgados, debería continuar la tendencia a la devaluación real en los próximos años (véase la entrega de enero de este informe). Pero esta tendencia de mediano plazo no eliminará la inestabilidad de la tasa de cambio real en el corto plazo, especialmente si se mantienen las tensiones en el manejo macroeconómico. De hecho, las altas tasas de interés y los elevados niveles de gasto público, que han sido el origen de estas tensiones, son contrarios a la devaluación real del tipo de cambio en el corto plazo. En el sentido contrario, sin embargo, las expectativas del público están actuando a favor de una mayor devaluación, gracias a que la crisis de México puso de presente que un proceso indefinido de revaluación no es sostenible una vez que el déficit de la cuenta corriente supera un nivel crítico.

Factor tributario

Los costos tributarios son un componente, a menudo muy importante, de los costos de inversión. El componente tributario actuó en forma favorable a la inversión desde la reforma tributaria de 1986, pero también en este caso las tendencias van ahora en la dirección contraria. Dentro del factor tributario deben tenerse en cuenta el impuesto al valor agregado aplicable a los bienes de capital, las tasas y sobretasas a las importaciones de este tipo de bienes y el tratamiento tributario de las ganancias que genere la inversión.

La reforma tributaria que ha venido proponiendo el gobierno podría afectar, especialmente, el último de estos elementos. En efecto, la propuesta inicial implicaba elevar del 35% al 37% el impuesto a la renta, reduciendo en esa misma proporción la rentabilidad esperada de la inversión. Al cierre de esta edición el gobierno había llegado a un acuerdo político para limitar a 35.8% el aumento en la tasa del impuesto a la renta. Esto despejaría en buena medida este elemento de preocupación para la inversión.

En la propuesta original del gobierno también se proponía un aumento preocupante de la renta presuntiva, que en la actualidad se calcula como un 4% del patrimonio líquido y pasaría a calcularse como el mayor valor entre el 7% del patrimonio

Puesto que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos no se encuentra en niveles holgados, habrá una tendencia a la devaluación real en los próximos años.

El componente tributario actuó en forma favorable a la inversión desde la reforma tributaria de 1986, pero las tendencias van ahora en dirección contraria.

líquido o el 2% del patrimonio bruto. Esta modificación afectaría particularmente a las empresas que presentan una rentabilidad de la inversión muy fluctuante en el tiempo y a las altamente endeudadas. Como puede observarse en el Cuadro III.6 la renta presuntiva se elevaría en un 75% para todos los contribuyentes que tengan endeudamientos inferiores al 70%, al paso que se incrementaría en porcentajes que fluctúan entre un 75% y un 4900% para aquellos contribuyentes con endeudamientos superiores al 70%. El supuesto acuerdo político del gobierno en torno a la reforma tributaria limitaría a 5% del patrimonio líquido el cálculo de la renta presuntiva, reduciendo así estos efectos adversos.

El cambio en la tributación del leasing de la propuesta original del gobierno podría también desestimular la inversión. En efecto, el régimen actual del leasing representa un estímulo importante para la inversión, porque está exento de IVA y porque se considera como activo de las empresas prestadoras del servicio y no de las utilizadoras del mismo. El proyecto de reforma proponía para el leasing el mismo tratamiento que para el crédito, con la diferencia de que el leasing estaría gravado por el IVA. De esta manera, el usuario del leasing tendría que registrar en su contabilidad el costo del activo arrendado, al igual que un pasivo por igual cuantía, elevando así su factor tributario.

Otro punto que de alguna forma puede afectar la inversión es la gravación con IVA de la maquinaria pesada para industrias

La renta presuntiva se elevaría entre un 75% y un 4900% para aquellos contribuyentes con endeudamientos superiores al 70%.

Cuadro III.6
EL EFECTO DE LA RENTA PRESUNTIVA
(Porcentajes)

Patrimonio líquido	Deudas	Patrimonio bruto	Presuntiva actual	Presuntiva propuesta	Incremento porcentual
100	0	100	4.0	7.0	75
90	10	100	3.6	6.3	75
80	20	100	3.2	5.6	75
70	30	100	2.8	4.9	75
60	40	100	2.4	4.2	75
50	50	100	2.0	3.5	75
40	60	100	1.6	2.8	75
30	70	100	1.2	2.1	75
20	80	100	0.8	2.0	150
10	90	100	0.4	2.0	400
1	99	100	0.0	2.0	4900

Fuente: Orozco, Pardo y Asociados

básicas. Según la propuesta original, el valor del impuesto pagado en la nacionalización podría descontarse del impuesto a la renta en los cuatro años siguientes a la nacionalización del bien. Sin embargo, esta compensación no resultaría efectiva para proyectos con períodos de improductividad superiores.

La reforma también proponía gravar con impuesto de renta y remesas algunos servicios técnicos como la explotación de fórmulas, marcas, diseños procedimientos, técnicas, imágenes y otros activos impresos en cualquier medio de reproducción. Esta modificación podría ir en detrimento de proyectos de inversión que contienen un componente importante de investigación y desarrollo o que están vinculados a este tipo de actividades.

La encrucijada

La disminución del costo de uso del capital fue la causa que originó el auge reciente de la inversión. Las perspectivas de esta variable son ahora exactamente las opuestas. Costos financieros domésticos y externos crecientes y volátiles, precios relativos mayores para los bienes de capital y mayores costos tributarios sobre estos bienes y sobre sus rendimientos. Ante esta situación, numerosos industriales se encuentran sin embargo ante la presión de continuar con los procesos de modernización para lograr el fruto de las inversiones efectuadas hasta ahora. De hecho, las grandes inversiones que ha realizado el sector industrial no se han traducido todavía en aumentos de la productividad¹. Esta es la encrucijada en la que se encuentra el sector industrial.

6. La Inversión en Bienes Inmuebles

La construcción en 1994 creció 7.2%, impulsada principalmente por la edificación en vivienda. Las licencias de construcción crecieron 10.4% en ese año. Dentro de este total, las licencias para construcción de vivienda crecieron aproximadamente un 10.9%, y en el caso de Bogotá se tuvo un aumento de 24.4%.

El auge de la construcción, que venía desde 1992, fue el resultado de la fase de crecimiento del ciclo económico, las mayores entradas de capitales, la amplia disponibilidad de crédito doméstico y las consecuentes bajas tasas de interés. La relación entre estas variables y las decisiones de inversión en bienes inmuebles aparecen resumidas en la Gráfica III.16.

La fase de auge del ciclo económico, no sólo venía propiciando un clima favorable a todo tipo de inversión sino que, en el caso

La disminución del costo de uso del capital fue la causa que originó el auge reciente de la inversión. Las perspectivas de esta variable son ahora exactamente las opuestas.

Las grandes inversiones que ha realizado el sector industrial no se han traducido todavía en aumentos de la productividad.

El auge de la construcción fue el resultado de la fase de crecimiento del ciclo económico, las mayores entradas de capitales y las bajas tasas de interés.

¹ Véase "Coyuntura Económica", junio de 1995, pag. 66 y ss.

de la construcción estaba estimulando un aumento muy rápido de los alquileres, que son parte de la rentabilidad de la inversión inmobiliaria. En 1994, los alquileres aumentaron 27.9%, bien por encima de la inflación (22.6%) y, ni qué decir, del límite legal de ajuste de los cánones (20.3%). Vale la pena mencionar que, según estudios econométricos, el supuesto control de arriendos carece de efectividad, ya que los arriendos se determinan por factores estrictamente de demanda.

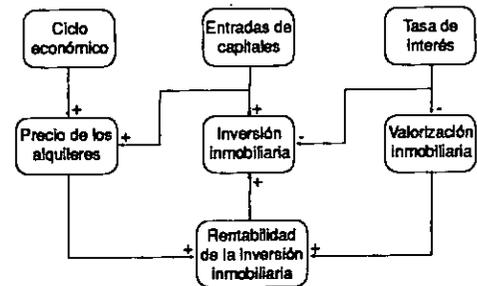
Los precios de los arriendos han continuado aumentando a tasas superiores al 27% durante 1995. Sin embargo, es previsible que sea ahora menor la influencia de esta variable sobre la inversión en bienes inmuebles. Por un lado, el ritmo de aumento de los arriendos se vió superado durante el primer semestre de 1995 por la velocidad de ajuste del UPAC, debido al incremento del DTF al cual se encuentra atada la corrección monetaria. De otra parte, ya es previsible el inicio de un ciclo de desaceleración de la actividad económica que se reflejará en los ajustes futuros de los arrendamientos. Fedesarrollo había previsto a principios de año que los aumentos de arriendos podrían reducirse al 22.5% a fines de 1995, teniendo en cuenta la posible presión que ejercería el Pacto Social. Este factor no parece haber jugado el menor papel sobre los arriendos, de forma que el descenso será más gradual de lo que se había supuesto. Con todo, es razonable esperar que a fines de año los ajustes se reduzcan al 25% y continúen bajando posteriormente.

Las entradas de capitales, que jugaron un papel muy estimulante sobre la inversión en bienes inmuebles hasta 1994, parecen haber continuado en el primer semestre de 1995, y es incierto el curso que tomarán en el futuro.

El cambio más dramático en los factores que afectan la inversión en bienes inmuebles es, por supuesto, el ocurrido en las tasas de interés. La tasa de interés opera por dos canales sobre las decisiones de inversión en bienes inmuebles. De una parte, inciden directamente sobre los costos financieros de esa inversión. De otro lado, determina el ritmo de valorización inmobiliaria, que es el principal componente de la rentabilidad de la inversión inmobiliaria. La relación entre la valorización y las tasas de interés es claramente inversa (Gráfica III.17). Hasta 1993, un aumento de 10 puntos en la tasa de interés nominal llevaba a reducir en 18 puntos el precio real de la vivienda de clase alta, que es la más sensible a este fenómeno. En 1994 esta regla parece haberse roto, ya que la valorización de la vivienda continuó a un ritmo bastante alto a pesar de que se elevó la tasa de interés.

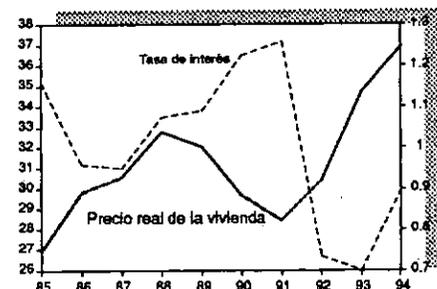
Debido al doble efecto de las tasas de interés sobre la inversión inmobiliaria —a través del costo del financiamiento y a través de la rentabilidad por valorización—, los cambios en la

Gráfica III. 16
SINTESIS DE LAS PRINCIPALES
RELACIONES ENTRE LAS VARIABLES
MACRO Y EL SECTOR INMOBILIARIO



La tasa de interés determina el ritmo de valorización inmobiliaria, que es el principal componente de la rentabilidad de la inversión inmobiliaria.

Gráfica III. 17
VALORIZACION DE LAS
VIVIENDAS Y TASA DE INTERES



Fuente: Camacol, Banco de la República, cálculos de Fedesarrollo.

política monetaria, como los que han ocurrido en los últimos años tienen un efecto más marcado sobre este tipo de inversión que sobre ningún otro. El hecho de que en 1994 no se haya apreciado ningún efecto de las mayores tasas de interés sobre el precio real de la vivienda no quiere decir que estas relaciones hayan desaparecido. Simplemente hace temer por un efecto aún más pronunciado en 1995.

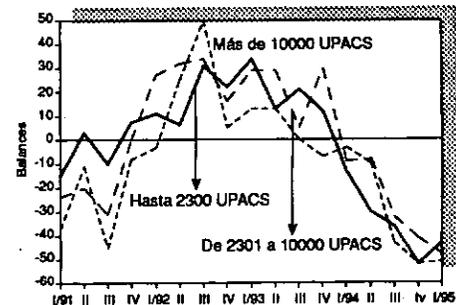
Además de los factores macroeconómicos anteriores, que afectan adversamente la inversión en bienes inmuebles, otros factores de carácter sectorial también están operando en contra. Cabe mencionar, en especial, la saturación del mercado en los rangos de precios altos y el encarecimiento de los terrenos por efecto de la fase de auge anterior.

Como consecuencia de todos los factores anteriores, las ventas de vivienda nueva de todo tipo han caído aceleradamente desde finales de 1993 (Gráfica III.18). Según los constructores, los factores que están explicando esta desaceleración son, sobre todo, las condiciones de pago de la deuda y los precios de venta (Gráfica III.19). Estas respuestas están reflejando la influencia de las tasas de interés, por un lado, y las bajas expectativas de aumentos adicionales en los precios de la vivienda.

Lo más preocupante de la situación del sector de la construcción es que las caídas de ventas no se han reflejado con la debida rapidez en los ritmos de construcción de nuevas viviendas, lo cual implica mayores existencias sin vender, mayores presiones a la desaceleración de los precios de los inmuebles y, por consiguiente, un menor atractivo a la inversión en este tipo de bienes. Es cierto que la construcción de nuevas viviendas ha venido desacelerándose durante varios trimestres, pero en el caso de las viviendas de más de 10.000 UPACs no puede hablarse todavía de una reducción importante en la actividad constructora. De hecho, casi es igual el número de constructores que está aumentando su volumen de construcciones al que está reduciéndose. En las viviendas de menores precios es más notoria la reducción, pero tampoco ha seguido con la debida rapidez el comportamiento descendente de las ventas (Gráficas III.20 y III.21).

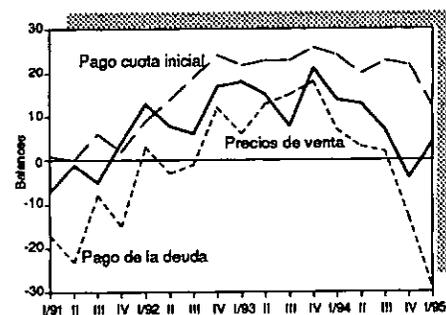
En estas condiciones, preocupa también que en los cuatro primeros meses del año las licencias de construcción aprobadas hayan continuado aumentando. Las licencias de construcción de vivienda se incrementaron en un 22.9% en el total del país y un 111.4% en Bogotá. De igual forma, los préstamos entregados por las CAV a constructores crecieron 12.2%, mientras que los entregados a personas individuales decrecieron 12.3%.

Gráfica III. 18
VENTAS DE VIVIENDA



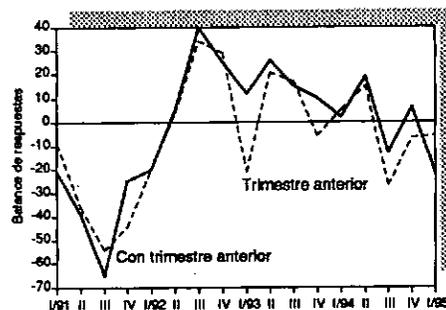
Fuente: Encuesta del Sector de la Construcción, Fedesarrollo - Camacol Cundinamarca.

Gráfica III. 19
DETERMINANTES DE LAS VENTAS



Fuente: Encuesta del Sector de la Construcción, Fedesarrollo - Camacol Cundinamarca.

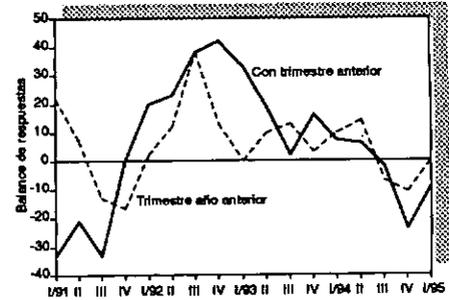
Gráfica III. 20
CONSTRUCCION DE VIVIENDAS
MAS DE 10.000 UPACS



Fuente: Encuesta del Sector de la Construcción, Fedesarrollo - Camacol Cundinamarca.

A pesar de todo, no es de esperar que el crecimiento del sector de la construcción como un todo sea negativo en 1995, ya que las mayores obras de infraestructura contempladas en el Plan de Desarrollo compensarán las caídas que registrará la edificación urbana. La incertidumbre es mucho mayor para 1996, pues un ajuste excesivamente lento de la actividad edificadora en 1995 en un ambiente de desaceleración de la demanda agregada y de deterioro en el clima de inversión podría llevar a la actividad edificadora a un receso más profundo posteriormente.

Gráfica III. 21
CONSTRUCCION DE VIVIENDAS
2.301 A 10.000 UPACS



Fuente: Encuesta del Sector de la Construcción, Fedesarrollo - Camacol Cundinamarca.