

# La política económica en 1992

## Introducción

Esta entrega de las Notas Editoriales del Banco de la República está dedicada a analizar los objetivos y los resultados de la política económica durante 1992. Este año fue un período de consolidación de las reformas estructurales iniciadas en 1990, durante el cual los esfuerzos de las autoridades económicas estuvieron dirigidos a mantener el equilibrio en sectores y mercados claves, con el propósito de reducir la inflación, continuar con el proceso de reactivación económica y evitar el surgimiento de fuerzas que pusieran en peligro los procesos de apertura económica y modernización del Estado.

Las Notas incluyen tres secciones. En la primera se analizan los lineamientos que debe seguir la política económica para llevar a la práctica los objetivos fijados, por la nueva Constitución al Banco de la República, en sus intervenciones. En la segunda se describen los principales resultados en materia de precios, actividad económica y tasa de cambio real durante 1992. En la tercera se analizan con más detalle los desarrollos en algunos sectores importantes y las decisiones económicas relevantes. Finalmente, en la última sección se incluye una breve conclusión y se presentan las perspectivas para 1993.

## I. El mandato constitucional del Banco de la República

La Constitución de 1991 le confió al Banco de la República las responsabilidades de mantener el poder de compra de la moneda, asegurar el

apropiado funcionamiento de nuestro sistema monetario y de pagos, y cumplir con su obligación de prestamista de última instancia, funciones que son esenciales para el normal desempeño del sistema económico.

Se considera que la estabilidad de precios es un requisito básico para maximizar el crecimiento económico sostenible y mejorar el nivel de vida de los colombianos. La estabilidad de precios permite tasas de interés menores y reduce la incertidumbre acerca de la evolución futura de los precios relativos y de la tasa de cambio; de lo contrario, se registran bajas tasas de ahorro, acumulación de capital y exportaciones. La inflación es corrosiva, entorpece el avance de la economía, distorsiona el contenido informativo de los precios impidiendo la asignación eficiente de los factores de producción, y hace que se malgasten recursos reales cuando los distintos agentes invierten tiempo y esfuerzo en tratar de predecirla o en intentar protegerse contra ella. La política monetaria llevada a cabo durante 1992 estuvo dirigida a iniciar un proceso de reducción gradual y permanente en los índices de inflación.

Como es bien reconocido, la política monetaria y en general, los instrumentos a disposición del Banco de la República para cumplir con el mandato constitucional, representan sólo unas pocas de las múltiples fuerzas a las que está expuesta la economía colombiana. Ello significa que la evolución de los precios y de la actividad económica real dependen no sólo de las acciones de la autoridad monetaria, sino también de la política fiscal, de la situación de los mercados financieros, de las regulaciones y rigideces que disminuyen la flexibilidad de los

mercados, y necesariamente, de la evolución de la economía mundial, entre otros factores.

La Constitución consideró que para el eficiente cumplimiento de sus funciones, el Banco de la República debería actuar teniendo en mente el interés de la Nación y por lo tanto diseñar la política monetaria independientemente de las presiones y procesos políticos, de los intereses individuales y gremiales, y de aquellas políticas gubernamentales con potencial sesgo inflacionario que buscan estimular transitoriamente la actividad económica, aún a costa del objetivo de estabilidad de largo plazo de los precios. Ciertamente, esto no quiere decir que la política deba formularse aisladamente del Gobierno y de las necesidades de la Nación; por el contrario, es una buena coordinación la que permite que el programa económico fundamental del país, el de elevar el nivel de vida de los colombianos, pueda continuar sin retrocesos.

Numerosos episodios han ilustrado la importancia que para el éxito de la política de estabilización tiene la coordinación de las diversas políticas. Por ejemplo, una estrategia cambiaria que no busque mantener la tasa de cambio real, y que tenga por objetivo reducir la inflación, llevaría a un déficit comercial que posiblemente se traduciría en el tiempo en un déficit fiscal, dando lugar a lo que se conoce como los déficits "gemelos". Del mismo modo, una política fiscal austera vería minimizados sus efectos benéficos si, paralelamente, el tipo de cambio está subvaluado.

La coordinación de la política económica general es un propósito central de las autoridades. Este principio se conserva con la Ley de Banca Central recientemente expedida <sup>1</sup>. En primer término, la norma dispuso que el programa macroeconómico aprobado por el CONPES debe ser consultado cuando se diseñe la política del Banco de la República, sin que, por supuesto, se sacrifique el mandato de velar por la estabilidad de la moneda. En

segundo término, a diferencia de otros países, en Colombia se optó porque el Ministro de Hacienda presida la Junta Directiva del Banco Central, con el propósito de que el Gobierno y el Banco tengan un foro para coordinar la política macroeconómica <sup>2</sup>. Es evidente que el mandato de reducir la inflación tiene un rango que implica una condición muy clara para el ámbito de discusión y acuerdo: no se puede aceptar una política que ponga en peligro la estabilidad de la moneda. En este sentido, la coordinación se debe entender como un conjunto de políticas en las que resulta prioritario el objetivo de reducir la inflación.

## II. Principales desarrollos durante 1992

### A) Precios

El objetivo básico del programa macroeconómico durante 1992 fue la reducción de la tasa de inflación mientras que se mantenía el apoyo a la expansión económica. La meta buscaba reducir la tasa de inflación, de niveles cercanos al 27% registrado al final de 1991, a una meta del 22% para el año siguiente. Esta meta era consistente con un crecimiento de la actividad económica de 3%, un aumento en la tendencia central de los medios de pago entre 28.2% y 33.2%, una baja sustancial de las tasas de interés y una posición fiscal cercana al equilibrio.

En el Cuadro 1 se aprecia la evolución del índice de precios al consumidor durante 1992. Las autoridades fueron exitosas en el objetivo de reducir la tasa de inflación aunque no se alcanzó la meta originalmente proyectada, pues

<sup>1</sup> Ley 31 de 1992.

<sup>2</sup> Del mismo modo, el Gerente del Banco de la República asiste a las reuniones del CONPES.

CUADRO 1

## Indice de precios al productor y al consumidor

(Variaciones anuales)

Año	Mes (Fin de)	Consumidor IPC	Productor IPP
1991	Enero	32.1	31.2
	Febrero	31.7	29.5
	Marzo	31.2	29.0
	Abril	31.2	30.0
	Mayo	31.5	28.9
	Junio	31.0	29.5
	Julio	31.6	29.4
	Agosto	31.2	28.5
	Septiembre	30.0	25.9
	Octubre	29.2	24.9
	Noviembre	28.2	24.4
	Diciembre	26.8	23.1
1992	Enero	27.4	21.3
	Febrero	27.3	21.6
	Marzo	27.1	20.8
	Abril	27.2	19.8
	Mayo	27.3	21.2
	Junio	28.1	21.1
	Julio	28.4	21.8
	Agosto	27.7	19.9
	Septiembre	26.9	19.3
	Octubre	26.3	18.7
	Noviembre	25.7	18.2
	Diciembre	25.1	17.9

Fuente: DANE y Banco de la República.

ésta terminó el año en el 25.1%. La evolución de los precios al consumidor, particularmente durante el primer semestre del año, estuvo dominada por choques adversos en el sector agropecuario, originados en el ciclo ganadero y en un régimen imprevisto de lluvias. Los precios en el sector agropecuario mostraron aumento de 27.6%, superior al de 1991 (25.4%). Los productos agrícolas sin procesar, cuyas cotizaciones han tenido amplias fluctuaciones pasando de una tasa de variación anual de sólo 11.9% en diciembre de 1991 a una máxima de 46.2% en julio de 1992, cerraron el año con un crecimiento de 24.3%. Por otro lado, los precios avícolas y ganaderos procesados registraron un alto incremento debido a

que el ciclo ganadero se encontraba en su fase de retención<sup>3</sup>.

Si bien es cierto que estos factores afectaron las cifras y los resultados de inflación obtenidos durante 1992, no necesariamente constituyen una fuente persistente de inflación ni uno de sus determinantes básicos de largo plazo. Su impacto sobre los precios es transitorio. Tan pronto como las condiciones productivas normales del sector agropecuario se restablezcan, su efecto sobre la inflación desaparecerá.

Si se mide la inflación con el Índice de Precios al Productor, se observa un panorama un tanto distinto (Cuadro 1); las cifras registran una reducción sustancial, al pasar de 23.1% al finalizar 1991, a 17.9% en 1992. Este comportamiento ha sido liderado por la desaceleración de los precios de los productos importados (crecieron 8.6% en el año) originada en la disminución del ritmo de devaluación, en la desgravación arancelaria y en la eliminación de la licencia previa. Dentro de la clasificación de los bienes importados sobresale el comportamiento de los precios de los bienes destinados a la formación de capital, los cuales crecieron sólo 6.1% en el año<sup>4</sup>.

Los resultados positivos en materia anti-inflacionaria difícilmente pueden imputarse al uso de un instrumento específico de política bajo el control de la autoridad económica. Por el contrario, ellos son el reflejo de la acción apropiada y coordinada en muchos frentes, la cual ha evitado que se presenten desequilibrios fundamentales en sectores o mercados claves

<sup>3</sup> Si el índice de precios al consumidor se desagrega entre bienes y servicios sometidos a control directo de precios y el resto de la canasta, se observa que para 1992 los primeros mostraron una inflación de 26.69% mientras que los no controlados crecieron 25.13%.

<sup>4</sup> El comportamiento de los índices de precios al productor y al consumidor se discute extensamente en las Notas Editoriales del mes de octubre.

de la economía; tales desequilibrios tienen su expresión más inmediata en la evolución de corto plazo de algunos precios básicos. Como veremos adelante, la política de tasas de interés, el manejo monetario, la situación fiscal durante buena parte del año, la política cambiaria y de comercio exterior son todos elementos esenciales de la estrategia seguida en 1992.

La experiencia del país en los últimos años ha confirmado que la inflación muestra una gran resistencia hacia la baja cuando subsisten factores estructurales que le permiten echar raíces en el sistema económico. Por esta razón, las reformas estructurales emprendidas por el país desde 1991 en los sectores financiero, laboral, cambiario y de comercio exterior, y recientemente la transformación del Banco de la República, crean las condiciones para que la autoridad monetaria pueda ejercer su responsabilidad de mantener la confianza en la moneda nacional, en un marco más propicio. Por ejemplo, la desregulación del sistema doméstico de formación de precios de bienes y servicios, la reforma laboral, la disminución de los aranceles, la eliminación de las restricciones cuantitativas al comercio exterior y el relajamiento de las restricciones al mercado cambiario son cambios que incrementan la flexibilidad de los mercados y disminuyen los costos de la lucha contra la inflación, al tiempo que favorecen la asignación eficiente de los recursos y le permiten a la economía crecer en su potencial.

Por otra parte, la mencionada reforma al Banco de la República tiene particular trascendencia para la política monetaria porque, entre otras disposiciones, liquida la llamada Cuenta Especial de Cambios (CEC), mecanismo a través del cual se monetizaban las utilidades por compraventa de divisas, bien con el propósito de pagar el costo financiero de las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) o en la forma de ingreso de capital, como préstamo o como transferencia al Gobierno en distintos períodos de la historia de la CEC. Este cambio busca

que el costo de las OMA se financie con recursos sanos, complementando lo dispuesto por la Constitución al eliminar el acceso automático del Gobierno al crédito de emisión.

## B) Evolución de la actividad económica

El objetivo fundamental de la política monetaria, reducir la tasa de inflación, no tiene por qué ir acompañado de un deterioro del ritmo de actividad económica. En este aspecto, la autoridad monetaria también estuvo alerta durante el año para estudiar cualquier signo de debilidad que mostrara la economía y dispuesta a regular la irrigación de los medios de pago, así como a sostener la política de tasas de interés, observando siempre las prioridades claramente establecidas por mandato constitucional. Los resultados generales de esta estrategia fueron ampliamente satisfactorios. Durante 1992 fue posible reducir la tasa de inflación de 26.8% a 25.1%, como ya ha sido reseñado, y se elevó la tasa de crecimiento de la economía de 2.3% en 1991 a 3.6% en 1992 (Cuadro 2).

En 1992 la actividad productiva tuvo una moderada aceleración en relación con el año anterior. Se estima un crecimiento del producto interno bruto de 3.6%, algo más de un punto superior al crecimiento de 1991. Este desempeño resulta significativo si se tienen en cuenta los diversos eventos que oscurecieron el panorama económico, como el racionamiento de energía, la sequía, la caída del precio externo de importantes productos agrícolas y mineros de exportación, así como la profundización de la recesión en los principales países industrializados.

Lo anterior es indicativo de que la economía se encuentra en una fase de recuperación. Se reactivaron el consumo y la inversión, con lo cual se compensó el menor dinamismo de la demanda externa. El comportamiento de la demanda interna está asociada con el compro-

CUADRO 2  
Crecimiento del PIB  
%

	1989	1990p	1991p	1992e
<b>Según sectores</b>				
Agropecuario	4.3	6.6	4.9	1.1
Café	-6.3	27.3	15.0	-0.6
Resto	5.6	4.5	3.6	1.4
Industria	5.6	4.3	-0.5	5.1
Trilla	8.9	20.3	-9.5	24.0
Resto	5.2	2.2	0.8	2.5
Minería	11.6	3.0	0.8	3.9
Construcción	-8.1	-15.1	4.2	9.8
Comercio	1.8	2.8	1.3	3.8
Resto sectores	2.5	5.0	2.8	3.5
Café y trilla	1.5	23.5	1.9	11.1
Petróleo y refinación	5.6	6.4	-4.0	1.8
PIB sin café, trilla, petróleo y refinación	3.5	3.4	2.6	3.3
PIB	3.4	4.1	2.3	3.6
<b>Según componentes gasto</b>				
1. Consumo final	3.5	4.0	1.2	3.7
Hogares	3.2	3.5	1.0	3.8
Administraciones públicas	5.6	7.1	2.6	3.5
2. Formación capital	-7.3	-3.1	-10.8	11.2
Inversión privada	-6.5	3.0	-9.2	15.4
Inversión pública	-3.5	-10.8	1.0	6.4
Variación de existencias	-24.4	-4.7	-70.1	0.5
3. Subtotal demanda interna	1.5	2.8	-0.7	4.8
4. Exportaciones.	8.4	16.7	5.8	6.7
5. Importaciones	-2.8	10.8	-11.3	16.7
6. PIB	3.4	4.1	2.3	3.6

p: provisional.

e: Estimado.

Fuente: DANE y Banco de la República.

miso y la credibilidad de los agentes con respecto al nuevo modelo de desarrollo, así como con la reducción de la tasa de interés. Se calcula que el consumo de los hogares creció 3.8% y el de las administraciones públicas 3.5%. La inversión presenta un crecimiento de 11.5%.

A nivel sectorial, dicho desempeño se manifiesta particularmente en la recuperación de la industria cafetera. Igualmente fue positivo el comportamiento del comercio y de los servicios. Sin embargo, la construcción fue el sector más dinámico. La minería, aunque escapa a la lógica general, pudo sobreponerse a los atentados a la infraestructura petrolera, alcanzando un crecimiento aceptable. La actividad agropecuaria registró un crecimiento moderado, con aumento de 0.3% en los cultivos no cafeteros.

El comportamiento del empleo se adecuó a los resultados de la producción. En septiembre se observó una disminución de la tasa de desempleo, asociada en parte al dinamismo de la construcción. Al final del año el panorama cambió, por causa de la ligera desaceleración de la industria. De esta forma, en diciembre, la tasa de desempleo se situó en 9.9%, cifra que es superior en 0.5% a la observada en igual mes del año anterior.

### C) Sector externo

Durante 1992 continuó el proceso de acumulación de reservas internacionales que se ha venido registrando desde 1990 y que ha tenido su origen en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En el año comentado las reservas se incrementaron en US\$ 1.347 millones, llevando a un saldo de US\$ 7.768 millones. Al igual que en períodos anteriores, dicho resultado se originó en gran parte en el excedente de las operaciones corrientes de la balanza de pagos, derivado de una balanza comercial superavitaria y del ingreso de divisas por concepto de transferencias, según se aprecia en el Cuadro 3.

En dicho cuadro se observa que el superávit de la cuenta corriente en 1992 alcanzó US\$ 902.6 millones, cifra inferior en cerca de US\$ 1.445 millones al superávit de 1991. Tal disminución se explica principalmente por el aumento de US\$ 1.304 millones de las importaciones de bienes, ya que los servicios, las transferencias y las exportaciones de bienes se mantienen relativamente estables.

La respuesta de las importaciones a la apertura en un comienzo fue más lenta de lo programado, a causa de las incertidumbres propias del proceso. Sólo hasta 1992 se comienza a observar el efecto esperado sobre las compras de bienes del exterior, cuando ya se han estabilizado las variables económicas y se ha consolidado el proceso de apertura. El aumento de las importaciones en un programa de apertura es previsible, dada la reducción de los aranceles, que en el caso colombiano estuvo acompañada de una ligera caída de la tasa de cambio real y de la supresión de restricciones cuantitativas. Cabe destacar el crecimiento de las importaciones de bienes de capital (29.5%) y de bienes intermedios (25.5%).

Por su parte, se estima que el valor de las exportaciones totales de bienes disminuye en 1992, en relación con 1991, en US\$ 222.5 millones (-3%). Esto es consecuencia de la baja de los precios internacionales de importantes productos de exportación tales como el café, los hidrocarburos, el oro y el carbón, así como por el menor estímulo a la sobrefacturación resultante de la disminución de los niveles de subsidio contemplados en el CERT y la reducción de la brecha entre las rentabilidades doméstica y externa.

Las exportaciones no tradicionales, que alcanzaron US\$ 3.541 millones, representaron el 48.6% del total y mantuvieron el nivel de 1991 (Cuadro 4). Varios factores explican este estancamiento, luego de varios años de vigorosa dinámica. En primer término, la recesión de los

## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 3

### Balanza de pagos 1990-1992

(Millones de US\$)

	1990	1991 Prel.	1992 Proy.	Variaciones 1992/1991	
				Absoluta	%
<b>I. Cuenta corriente</b>	543.4	2.347.3	902.6	(1.444.7)	-61.5
A) Bienes	1.971.5	2.959.4	1.432.5	(1.526.9)	-51.6
1. Exportaciones FOB	7.079.4	7.507.4	7.284.9	(222.5)	-3.0
Café	1.399.2	1.323.6	1.269.5	(54.1)	-4.1
Petróleo y derivados	1.951.0	1.460.5	1.439.8	(20.7)	-1.4
Carbón	544.8	630.2	551.3	(78.9)	-12.5
Ferróniquel	146.3	143.5	120.4	(23.1)	-16.1
Oro	374.4	408.5	362.8	(45.7)	-11.2
No tradicionales	2.663.7	3.541.1	3.541.1	0.0	0.0
2. Importaciones FOB	5.107.9	4.548.0	5.852.4	1.304.4	28.7
Bienes de consumo	520.0	570.4	801.8	231.4	40.6
Bienes intermedios	2.706.7	2.522.3	3.166.2	643.9	25.5
Bienes de capital	1.881.2	1.455.3	1.884.5	429.2	29.5
B) Servicios	(2.454.6)	(2.309.3)	(2.069.7)	239.6	-10.4
Ingresos	1.947.4	1.983.7	2.442.7	459.1	23.1
Egresos	4.401.9	4.293.0	4.512.5	219.4	5.1
C) Transferencias	1.026.5	1.697.2	1.539.8	(157.4)	-9.3
<b>II. Cuenta de capital</b>	(1.3)	(782.0)	220.4	1.002.4	-128.2
A) Capital de largo plazo	196.2	144.5	303.8	159.3	110.2
B) Capital de corto plazo	(197.5)	(926.5)	(83.4)	843.1	-91.0
<b>III. Contrapartidas</b>	(14.0)	(51.2)	0.0	51.2	-100.0
<b>IV. Errores y omisiones</b>	97.9	361.6	92.2	(269.4)	-74.5
<b>V. Variación reservas brutas (1)</b>	626.0	1.875.7	1.215.2	(660.5)	-35.2
<b>VI. Saldo reservas brutas (1)</b>	4.696.8	6.572.5	7.787.7	1.215.2	18.5
<b>VII. Pasivos corto plazo</b>					
Banco de la República (1)	195.6	152.3	20.2	(132.1)	-86.7
<b>VIII. Saldo reservas netas (VI-VII)</b>	4.501.2	6.420.2	7.767.5	1.347.3	21.0
<b>IX. Variación reservas netas</b>	634.4	1.919.0	1.347.3	(571.7)	-29.8

(1) Según metodología de la Balanza de Pagos.

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

CUADRO 4

Colombia: exportaciones no tradicionales

(Millones de US\$)

	1988	1989	1990	1991	1992 <sup>e</sup>	Variaciones 1992/1991	
						Absoluta	%
<b>I. Agricultura y pesca</b>	625.8	678.7	812.3	1.103.0	1.076.4	(26.6)	(2.4)
Algodón	64.0	39.6	46.7	69.7	59.8	(9.9)	(14.2)
Arroz	0.0	10.5	18.9	24.4	0.0	(24.4)	(100.0)
Banano	252.4	260.4	317.8	404.7	390.4	(14.3)	(3.5)
Cacao	20.9	10.3	11.5	6.9	3.4	(3.5)	(50.7)
Flores	190.4	221.3	227.9	279.6	327.0	47.4	17.0
Frutas, legumbres y raíces	9.0	11.9	26.9	38.8	45.1	6.3	16.2
Carne de res	7.1	15.1	16.0	34.2	12.5	(21.7)	(63.5)
Tabaco	12.1	15.6	16.3	17.6	26.9	9.3	52.8
Pescados muertos	15.3	23.2	32.5	51.2	49.0	(2.2)	(4.3)
Crustáceos y moluscos	40.6	46.7	74.4	96.1	76.0	(20.1)	(20.9)
Otros	14.0	24.1	23.4	79.8	86.3	6.5	8.1
<b>II. Industria y productos manufacturados</b>	1.122.0	1.351.6	1.720.3	2.267.2	2.286.2	19.0	0.8
Alimentos, bebidas y tabaco	174.4	211.0	274.6	254.3	326.2	71.9	28.3
Hilados y tejidos	72.9	83.8	99.8	129.3	134.2	4.9	3.8
Confecciones	226.0	352.0	484.0	640.7	509.3	(131.4)	(20.5)
Productos plásticos y de caucho	28.3	69.7	42.2	56.8	62.4	5.6	9.9
Cuero y sus manufacturas	120.2	122.6	191.2	186.9	162.8	(24.1)	(12.9)
Madera y sus manufacturas	10.1	10.1	9.9	17.0	17.9	0.9	5.3
Artes gráficas y editorial	111.9	103.4	122.9	175.6	174.0	(1.6)	(0.9)
Industria química (1)	212.3	202.6	233.2	345.1	384.7	39.6	11.5
Minerales no metálicos	51.5	54.7	74.9	120.7	101.3	(19.4)	(16.1)
Industria de metales comunes	36.1	47.5	69.6	109.0	102.4	(6.6)	(6.1)
Maquinaria y equipo	52.2	61.9	74.5	144.4	201.6	57.2	39.6
Material de transporte	5.9	4.9	9.4	55.7	43.3	(12.4)	(22.3)
Aparatos de óptica, cine y otros	19.1	12.0	11.8	15.1	16.4	1.3	8.6
Otras industrias	1.1	15.4	22.3	0.0	49.7	49.7	--
<b>III. Productos minerales</b>	108.1	114.5	131.4	170.9	178.5	7.6	4.4
Esmeraldas	90.5	108.8	112.4	142.9	162.0	19.1	13.4
Platino y sus aleaciones	10.7	0.1	5.0	2.3	0.1	(2.2)	(95.7)
Otros	6.9	5.6	14.0	25.7	16.4	(9.3)	(36.2)
<b>Total (I+II+III) (2)</b>	<b>1.855.9</b>	<b>2.144.8</b>	<b>2.664.0</b>	<b>3.541.1</b>	<b>3.541.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

e: Estimado con base en cifras hasta octubre.

(1) No incluye derivados del petróleo.

(2) En 1988, 1989 y 1990 excluye algunas posiciones del capítulo 99. En 1991 y 1992 no toma algunas posiciones del capítulo 97.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

países industrializados afectó la demanda, y sobre todo los precios, de varios productos. Esta afirmación se corrobora con la información presentada en el Cuadro 5, elaborado con base en una fuente diferente: los Documentos Unicos de Exportación. Allí se observa que entre enero y octubre de 1992 (últimos datos disponibles), las exportaciones no tradicionales disminuyeron en valor 1.8% mientras las cantidades físicas, propiamente dichas, crecieron 2.4%. De otra parte, se presentó una moderada revaluación de la tasa de cambio real, que si bien no ha implicado un descenso a niveles inconvenientes, sí ha requerido que los exportadores se acomoden a índices menores a los alcanzados en 1990<sup>5</sup>.

La estimación del saldo de la cuenta de capital registra un superávit de US\$ 220 millones para 1992 (Cuadro 3). A su vez, la cuenta de capital se divide en capital de largo plazo, el cual muestra un flujo positivo en el año de US\$ 303.8 millones, y en capital de corto plazo, con un flujo en la dirección contraria de US\$ 83 millones. El superávit de la cuenta de capital es causado por el flujo positivo de inversión extranjera directa, US\$ 723 millones. Estos ingresos han sido compensados en parte por la mayor amortización de deuda pública, realizada tanto en cumplimiento de vencimientos previstos, como en respuesta a la disponibilidad de reservas internacionales, lo que permitía efectuar prepagos por una suma cercana a los US\$ 500 millones.

En 1992 el sector público recibió recursos por US\$ 1.835 millones; US\$ 716 millones de la banca multilateral, US\$ 664 millones de la comercial y US\$ 455 millones de otras fuentes. Se destaca el desembolso del segundo tramo del crédito integrado con la banca comercial, por US\$ 525 millones. Por su parte, las amortizaciones totalizaron US\$ 2.297 millones, superiores en US\$ 304 millones a las de 1991, al fortalecerse la nueva política de sustitución de deuda pública externa por interna, mediante

la colocación de bonos de deuda pública interna (Bonos Ley 55) en monto de US\$ 500 millones y US\$ 250 millones del Decreto 700 para financiar al sector eléctrico. Dado el mayor crecimiento de las amortizaciones frente a los desembolsos, el saldo de la deuda pública de mediano y largo plazo disminuye de US\$ 14.464 millones a US\$ 14.002 millones. Como porcentaje del PIB, dicho saldo se reduce a 27.3%, después de haber alcanzado niveles superiores al 38% en la década pasada.

### III. Resultados sectoriales y políticas

#### A) Medios de Pago

En el diseño de la política a su cargo, la autoridad monetaria analiza una amplia gama de indicadores económicos y financieros tanto internos como externos. Si bien los agregados monetarios no son la única guía, la autoridad sigue cuidadosamente su evolución a lo largo del año. De especial importancia es el desempeño de los medios de pago, M1, ya que satisfacen los dos criterios requeridos por la teoría monetaria para la selección del objetivo intermedio de la política monetaria: el primero, que este agregado monetario tiene efectos predecibles y estables sobre la economía; el segundo, que es controlable por la autoridad monetaria con los instrumentos a su disposición, al menos dentro de cierto margen. Sin embargo, el Banco de la República no puede en el corto plazo determinar directa y exógena-

<sup>5</sup> Es interesante ver la información por destino geográfico de las exportaciones. Con información del DANE hasta octubre de 1992, se observa que el valor de exportaciones colombianas, con relación al mismo período de 1991, dirigidas a los importantes mercados mundiales han crecido (por ejemplo: Grupo Andino, resto de la Aladi, Mercado Común Centroamericano, Comunidad del Caribe, Estados Unidos). Llama la atención la reducción de las exportaciones a las Antillas Holandesas y Panamá que cayeron en US\$ 58 millones y US\$ 176 millones, respectivamente.

## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 5

### Exportaciones según documentos únicos de exportación: enero-octubre

(Millones de dólares y miles de toneladas métricas)

	Valor		Volumen		Variaciones %	
	1991	1992	1991	1992	Valor	Volumen
1. Café	1.055.4	1.017.5	571.2	769.9	-3.6	34.8
2. Carbón	469.4	428.6	12.211.5	11.315.7	-8.7	-7.3
3. Ferroníquel	112.9	108.5	36.6	40.9	-3.9	11.7
4. Petróleo y derivados	1.203.1	1.260.7	10.731.5	11.099.0	4.8	3.4
5. No tradicionales	3.105.7	3.048.7	3.855.3	3.948.1	-1.8	2.4
Sector agropecuario	924.1	926.7	1.537.7	1.477.2	0.3	-3.9
Banano	340.8	336.1	1.115.1	1.132.7	-1.4	1.6
Flores	233.6	281.5	89.8	102.5	20.5	14.1
Crustáceos y moluscos	83.0	65.4	10.5	8.3	-21.2	-21.0
Pescados	45.9	42.2	49.9	46.0	-8.1	-7.8
Frutas, legumbres y raíces	29.8	38.8	46.4	70.1	30.2	51.1
Otros	191.0	162.7	226.0	117.6	-14.8	-48.0
Sector industrial	2.037.8	1.968.3	2.295.0	2.410.7	-3.4	5.0
Alimentos, bebidas y tabaco	222.1	280.8	310.8	472.4	26.4	52.0
Hilados y tejidos	108.1	115.5	32.2	46.9	6.8	45.7
Confecciones	568.4	438.5	20.3	29.2	-22.9	43.8
Productos plásticos	47.6	53.7	17.2	17.9	12.8	4.1
Cuero y sus manufacturas	158.9	140.2	7.3	7.6	-11.8	4.1
Madera y sus manufacturas	14.5	15.4	14.8	26.5	6.2	79.1
Artes gráficas y editorial	148.6	149.8	37.6	131.8	0.8	250.5
Industria química	292.6	331.2	274.7	328.3	13.2	19.5
Minerales no metálicos	104.3	87.2	1.427.2	1.215.1	-16.4	-14.9
Industria metales comunes	87.0	88.2	110.8	67.0	1.4	-39.5
Maquinaria y equipo	117.9	173.6	23.6	57.2	47.2	142.4
Material de transporte	48.3	37.3	14.1	5.7	-22.8	-59.6
Aparatos cine, óptica y otros	13.1	14.1	1.3	0.8	7.6	-38.5
Otras industrias	106.4	42.8	3.1	4.3	-59.8	38.7
Sector minero	143.8	153.7	22.6	60.2	6.9	166.4
Piedras preciosas y semipreciosas	119.5	139.5	0.0	0.0	16.7	
Otros	24.3	14.2	22.6	60.2	-41.6	166.4
6. Total	5.946.5	5.864.0	27.406.1	27.173.6	-1.4	-0.8

Cifras provisionales. No incluyen exportaciones temporales.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística - DANE

mente la cantidad de medios de pago en circulación; tiene que hacerlo indirectamente a través de su influencia sobre el proceso de creación de dinero de las instituciones bancarias o tratando de controlar alguna medida de sus pasivos monetarios como la reserva bancaria, los billetes o el dinero base mediante la compra y venta de títulos de mercado y certificados de cambio.

Basada en la existencia de una relación estadística comprobada de los medios de pago con los precios, la Junta Directiva del Banco escogió el rango de tasas de crecimiento de los medios de pago consistentes con sus objetivos de política, después de analizar numerosos escenarios que involucraban una gran variedad de supuestos. La meta de crecimiento de M1 para finales de 1992 estaba en un rango entre 28.2% y 33.2%. Durante el año, el seguimiento y la intervención en el mercado monetario por parte de las

autoridades buscaron ubicar la cantidad de dinero (efectivamente en circulación) lo más cerca posible de los corredores diseñados.

En los cuadros 6 y 7 se presenta la evolución de las principales variables monetarias durante 1992. En el Cuadro 6 se incluye la trayectoria mensual de la base monetaria, los medios de pago y el multiplicador, con sus componentes. Las cifras de la última semana de 1992 indica un crecimiento de los medios de pago de 41.2% en el año, superando la meta proyectada. En promedio durante el año, su crecimiento fue de 39%. Este comportamiento estuvo dominado por la expansión del dinero primario. La base monetaria creció 37.1% en año completo al final de diciembre y 58.7% en promedio durante el año. La principal fuente de expansión, al igual que en 1991, fueron las reservas internacionales (Cuadro 7).

CUADRO 6  
Evolución mensual de los agregados monetarios en 1992

Fin de	Base monetaria	% anual	Medios de pago	% anual	Multiplicador	% anual	Efectivo/ctas. ctes.	Reserva ctas. ctes.
Enero	1.910.5	62.1	2.617.2	31.1	1.370	-19.2	0.5057	0.5934
Febrero	1.921.2	68.4	2.611.5	34.8	1.359	-20.0	0.4815	0.6084
Marzo	1.984.1	64.6	2.665.2	34.9	1.343	-18.1	0.4608	0.6267
Abril	2.146.3	78.2	2.931.4	46.3	1.366	-17.9	0.4533	0.6108
Mayo	2.199.4	75.1	2.944.8	39.4	1.339	-20.4	0.4765	0.6263
Junio	2.189.6	63.6	3.131.6	44.9	1.430	-11.4	0.4665	0.5588
Julio	2.106.9	56.8	3.043.3	43.6	1.444	-8.4	0.4787	0.5450
Agosto	2.194.1	62.8	3.024.1	42.5	1.378	-12.5	0.4709	0.5963
Septiembre	2.100.9	47.2	3.057.9	36.5	1.456	-7.2	0.4987	0.5310
Octubre	2.260.8	49.3	3.189.4	36.7	1.411	-8.4	0.4822	0.5685
Noviembre	2.386.9	39.2	3.366.7	35.6	1.410	-2.6	0.4771	0.5701
Diciembre	2.941.6	37.1	4.013.1	41.2	1.364	3.0	0.5829	0.5774
<b>Promedio anual</b>	<b>2.195.2</b>	<b>58.7</b>	<b>3.049.7</b>	<b>39.0</b>	<b>1.389</b>	<b>-11.9</b>	<b>0.486</b>	<b>0.584</b>

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

CUADRO 7

Principales fuentes de expansión y contracción de la base monetaria 1992  
Variaciones absolutas (1)

(Miles de millones de \$)

Fuentes	Total 1991	1992				Total 1992
		Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	
<b>Base monetaria</b>	757.2	-161.9	205.5	-88.7	840.8	795.6
Reservas internacionales netas	1.602.6	375.9	414.6	112.8	281.2	1.184.5
US\$ millones	1.919.0	491.3	537.0	45.7	273.2	1.347.2
Sector público	192.8	17.1	54.1	-370.6	265.1	-34.3
a) Tesorería	186.6	26.3	67.0	-322.2	372.5	143.6
I. Depósitos en Banco de la República	30.1	14.0	-28.8	-306.3	281.7	-39.4
II. Resolución 3/1988	-45.6	114.7	130.2	-0.8	5.9	250.1
III. Otros pasivos (2)	34.1	-108.4	-42.2	-25.6	84.9	-91.4
IV. Utilización garantía TAN	154.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
V. Traslado de la CEC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
VI. Otros activos	13.9	6.0	7.8	10.4	0.0	24.3
b) Resto sector público	6.2	-9.2	-12.9	-48.4	-107.4	-178.0
I. Pasivos con Federacafé	124.0	-0.9	1.1	-19.0	-21.4	-40.2
II. OMA	-117.8	-8.3	-14.0	-29.4	-86.1	-137.8
Crédito neto FAVI	-38.4	-55.2	-142.2	-8.3	35.4	-170.2
Operaciones de mercado abierto (3)	-741.9	-322.1	174.5	367.3	233.4	453.0
Títulos de participación	-803.7	-333.9	170.4	368.6	233.8	438.9
a) Sector financiero	-91.0	-18.9	49.1	53.8	-70.1	13.8
b) Sector privado	-712.7	-315.0	121.4	314.9	303.9	425.1
Títulos canjeables	61.9	11.9	4.0	-1.3	-0.4	14.1
Cuenta especial de cambios	-9.6	12.9	63.6	-16.8	-40.3	19.4
Certificados de cambio (4)	-308.9	-85.9	-436.1	-153.5	-40.0	-715.5
Obligaciones externas de largo plazo	-64.2	-14.8	-13.8	16.9	-14.7	-26.4
Depósitos de giro	157.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Encaje sobre depósitos fiduciarios	-12.6	-31.1	-42.9	-29.3	46.6	-56.7
Otras fuentes	-19.9	-58.8	133.8	-7.2	74.2	142.0

(1) En todos los casos un (-) significa un efecto monetario contraccionista.

(2) Incluye Fondo Fideicomiso TES.

(3) No incluye los títulos de participación del sector público ni OMA de Federacafé.

(4) No incluye sector público.

Las fuentes expansionistas fueron parcialmente contrarrestadas con la emisión de deuda del Banco de la República a través del mecanismo de certificados de cambio, cuyo saldo aumentó \$ 719.2 miles de millones. En cuanto a las operaciones de mercado abierto, cabe destacar que los Títulos de Participación alcanzaron un saldo cercano a \$ 940 miles de millones. Por otro lado, el multiplicador monetario (Cuadro 6) contribuyó a contener la expansión secundaria, puesto que se mantuvo en niveles inferiores a los usualmente registrados. Sin embargo, en la última semana del año se presentó un ligero repunte, atribuible a que el incremento estacional del coeficiente de efectivo -propio de tal período del año- fue menor al de años anteriores, debido a que la tradicional reducción de las cuentas corrientes se vio compensada por un concentrado programa de giros de la Tesorería.

Es importante anotar que el volumen ofrecido de dinero superior al proyectado -con base en los objetivos señalados por la autoridad monetaria- no representa un riesgo significativo para las metas inflacionarias de corto y mediano plazo. Esta conclusión se fundamenta en dos hechos. Primero, que la actividad económica se comportó mucho mejor que lo originalmente presupuestado, lo cual llevó a que la economía absorbiera un mayor volumen de dinero por motivo de transacciones. Segundo, que la expansión de M1 se concentró sólo en las últimas semanas del año, de modo que sin grandes alteraciones en la política de tasas de interés la autoridad monetaria puede contraer los excesos de dinero, antes de que presionen la demanda agregada, apoyándose en la caída que estacionalmente se produce de los medios de pago al comienzo de cada año. De cualquier forma, la corrección de los desequilibrios que puedan subsistir se involucrará en las proyecciones y en las intervenciones de política en el mercado monetario para 1993.

## B) Tasas de Interés

La política monetaria en Colombia tiene elementos tanto de manejo de la cantidad de dinero como de manejo de las tasas de interés. La tasa de interés no es simplemente el resultado de la determinación de la cantidad de dinero en circulación. La experiencia colombiana ha demostrado que estos instrumentos exhiben algún grado de independencia y al igual que con los agregados monetarios, la autoridad ha seguido muy de cerca la evolución de las tasas de interés y ha intervenido en el mercado de dinero y de activos financieros, no sólo con el propósito de ajustar la oferta de dinero a su demanda sino también con el propósito de evitar que elevadas tasas de interés frenen la expansión económica o se conviertan en un estímulo a la entrada de capitales.

Desde septiembre de 1991, la Junta Directiva del Banco de la República adoptó una estrategia monetaria que se adecuaba a las nuevas condiciones de apertura, en lo comercial y en lo cambiario (Ley 9 de 1991) a la vez que contribuía a frenar el proceso de elevación de las tasas de interés. En tales circunstancias y ante la presencia de flujos de capital, se consideró necesario distensionar el control de los agregados monetarios y modificar el énfasis en la práctica de considerar preferencialmente la información contenida en sus variaciones. La nueva política trata de dar un manejo activo a ambos instrumentos: la cantidad de dinero y la tasa de interés.

El fundamento de dicha política fue el reconocimiento de que con mayor movilidad de capitales se vuelve más difícil controlar la cantidad de dinero. Mantener elevadas tasas de interés implicaba estimular la entrada de capitales, lo cual imprimía dificultades al manejo de la deuda emitida por el Banco Central y generaba indeseables presiones revaluacionistas. La nueva estrategia se centró en la eliminación del diferencial de tasas de interés interna-externa;

se optó por una ampliación en el presupuesto monetario, en virtud de que el objetivo de menores tasas de interés favorecía la remonetización de la economía, o sea la mayor tenencia de dinero. Las bajas tasas de interés determinan que el público ajuste su portafolio en favor del dinero y en contra de activos financieros remunerados, sean estos en pesos o no. Así mismo, en concordancia con el citado objetivo, se retomó la política de disminución de encajes, interrumpida en 1991; se redujo la dispersión en los requerimientos de reserva y se sentaron las bases para futuras reducciones en sus niveles. Por la misma razón, se aprobaron topes transitorios a las tasas activas de interés, aunque, a la postre, dichos límites no resultaron restrictivos cuando la estructura general de tasas de interés se desplazó hacia abajo.

En el Cuadro 8 se presenta la evolución durante 1992 de la tasa de captación de los CDT. De una tasa promedio de 38% (efectivo anual) en el último cuatrimestre de 1991, se redujo seis meses más tarde, en junio de 1992, a 22.3%. Sin embargo, en el segundo semestre del año es manifiesta la presión que tiende a revertir dicho proceso, aunque las tasas continúan siendo significativamente inferiores a las registradas el año anterior: existe una diferencia de casi 11 puntos si se comparan las tasas promedio del último cuatrimestre de 1991 y 1992. Por otro lado, se registra a lo largo del año una tendencia a que los rendimientos de los Títulos de Participación y el de los Certificados de Cambio se igualen.

Durante el año no hubo restricciones directas o topes sobre las tasas pasivas de interés, de modo que la autoridad monetaria logró su objetivo ejerciendo su influencia indirectamente, a través del mercado monetario, y mediante la selección de ofertas del público para la suscripción de operaciones de mercado abierto. Sin embargo, a pesar de que durante el segundo semestre de 1992 el Banco trató de no incrementar las tasas a las cuales se aprobaron

las colocaciones de OMA, la presión del Gobierno sobre el mercado doméstico de financiación terminó por elevar las tasas de interés de mercado. Como consecuencia de la política seguida, el saldo de colocaciones de Títulos de Participación fue cayendo gradualmente a lo largo de la segunda parte del año (Cuadro 9), mientras que el efecto monetario se compensaba con la colocación de Certificados de Cambio.

CUADRO 8

## Tasas de interés nominal real

Año	Mes	Tasa nominal (1)	Inflación (2)	Tasa real (3)
1991	Enero	35.89	32.0	2.9
	Febrero	34.99	31.7	2.5
	Marzo	36.48	31.2	4.0
	Abril	37.99	31.2	5.2
	Mayo	36.69	31.5	3.9
	Junio	36.54	31.0	4.2
	Julio	37.49	31.6	4.5
	Agosto	38.32	31.2	5.4
	Septiembre	39.27	30.0	7.1
	Octubre	38.09	29.2	6.9
	Noviembre	37.97	28.2	7.6
	Diciembre	36.98	26.8	8.0
1992	Enero	28.75	27.4	1.1
	Febrero	28.86	27.3	1.2
	Marzo	27.92	27.1	0.6
	Abril	25.93	27.2	-1.0
	Mayo	23.50	27.3	-3.0
	Junio	22.25	28.1	-4.6
	Julio	22.31	28.4	-4.7
	Agosto	27.36	27.7	-0.3
	Septiembre	27.20	26.9	0.2
	Octubre	27.24	26.3	0.7
	Noviembre	26.97	25.7	1.0
	Diciembre	27.54	25.1	2.0

(1) Tasa de interés de captación (efectiva anual) calculada como un promedio ponderado de las tasas de bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial.

(2) Variación porcentual anual en el IPC. Fuente: DANE.

(3) Calculada como  $((1 + \text{Tasa nominal}/1 + \text{Inflación}) - 1) * 100$ .

Fuente: Superintendencia Bancaria, encuesta semanal CDT a todos los plazos.

## C) Tasa de Cambio

Luego de una fase de transición a lo largo del año precedente, ha comenzado a tener plena vigencia el nuevo régimen cambiario que ha descentralizado las operaciones cambiarias y sentado las bases para que la tasa de cambio tienda a responder a los determinantes básicos del mercado. La entrada en vigor del nuevo esquema se produjo en un contexto de acumulación de reservas, lo que implicó la necesidad de intervención por parte del Banco de la República como comprador de divisas, a fin de contener las tendencias revaluacionistas impli-

cas, que habrían disminuido la competitividad de las exportaciones. El mecanismo del Certificado de Cambio ha hecho posible que el Banco de la República compre las divisas y esterilice la expansión monetaria que ello ocasiona.

Con el Certificado, la tasa de cambio de mercado fluctúa dentro de una banda cuyo límite superior es la tasa fijada diariamente por el Banco para la redención de Certificados vencidos y la inferior es la misma, descontada en 12.5% -el tamaño del descuento con el cual el Banco compra los certificados recién emitidos-. Hasta abril de 1992, la tasa de mercado comen-

CUADRO 9

Saldo de las operaciones de mercado abierto  
y de los certificados de cambio en 1992

Fin de	Títulos de participación	Títulos canjeables	Total OMA	Certificados de cambio		OMA + Certicambios
				\$	US\$	
Enero	1.582.4	10.4	1.592.9	386.1	624.0	1.979.0
Febrero	1.519.6	10.0	1.529.7	433.0	697.8	1.962.7
Marzo	1.581.1	8.8	1.589.9	460.4	737.9	2.050.3
Abril	1.516.8	5.0	1.521.8	602.3	957.5	2.124.1
Mayo	1.514.7	4.7	1.519.5	830.8	1.313.4	2.350.2
Junio	1.424.7	4.8	1.429.5	920.8	1.450.9	2.350.3
Julio	1.398.1	3.5	1.401.7	1.001.2	1.564.7	2.402.9
Agosto	1.318.6	3.4	1.322.0	1.005.7	1.565.8	2.327.7
Septiembre	1.085.0	6.1	1.091.1	1.084.8	1.679.8	2.175.9
Octubre	1.009.9	6.3	1.016.2	1.114.7	1.716.3	2.130.9
Noviembre	821.9	4.7	826.6	1.150.6	1.763.2	1.977.2
Diciembre	937.3	6.5	943.8	1.092.0	1.656.3	2.035.8

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

zó a caer acercándose al límite inferior para luego recuperarse. En ausencia de la mencionada intervención del Banco Central, como comprador de divisas, probablemente durante algunos meses del primer semestre del año la tasa de cambio hubiera caído por debajo del tope inferior de la banda. La evidencia sugiere que nuestro sector externo se aproxima a su equilibrio cuando se registran tasas de cambio reales cercanas a las observadas en el período 1986-1989, por lo que se ha buscado acercar el Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR) a estos niveles. La evolución del ITCR durante 1992 aparece en el Cuadro 10.

#### D) Sector Público

En términos generales, los resultados fiscales fueron moderadamente satisfactorios durante el año, aunque para la segunda mitad de 1992 se mostraron signos preocupantes de deterioro. El déficit estimado para 1992 asciende a \$ 206 miles de millones, el 0.6% del PIB (Cuadro 11). El faltante fue financiado básicamente con recursos del mercado doméstico. Esta cifra contrasta con el estimativo presentado en el mes de abril de 1992, el cual incluyó posibles efectos de la Reforma Tributaria y registró un superávit de \$ 9.9 miles de millones. El apreciable deterioro de la situación fiscal se origina principalmente en la aprobación parcial de dicha reforma en lo concerniente al IVA e impuesto a la gasolina, que representa para el Gobierno un menor nivel de recaudo. De la misma forma, a este resultado contribuyó la crisis imprevista del sector eléctrico, el empeoramiento de la situación cafetera y la disminución de las exportaciones de Ecopetrol como consecuencia de los permanentes atentados a la infraestructura petrolera.

El déficit del Gobierno Central alcanzó \$ 622.9 miles de millones (1.82% del PIB) mientras que la proyección presentada en el mes de abril registraba un déficit del 0.8% del PIB. La desmejora en las finanzas del Gobierno se

origina fundamentalmente en la expansión de los préstamos netos a entidades públicas (Fondo Nacional del Café, Carbocol, Metro de Medellín, sector eléctrico, entes regionales) que prácticamente se duplican, pues pasan de \$ 360 miles de millones en abril a \$ 713.8 miles de millones al final del año (Cuadro 12) y en la aprobación parcial de la reforma tributaria que impidió un mayor crecimiento en el recaudo.

El sector eléctrico vio sensiblemente reducidos sus ingresos por explotación bruta, debido a los problemas que llevaron al racionamiento eléctrico. Para afrontar la crisis del sector se expidió el Decreto 700 de abril, que contemplaba la puesta en marcha de un plan de emergencia que incluía la recuperación de plantas, inversiones adicionales en el Guavio y refuerzos de transmisión.

CUADRO 10				
Índice de la tasa de cambio real promedio				
(Diciembre de 1986 = 100)				
	1989	1990	1991	1992 p
Enero	95.64	107.05	113.70	105.16
Febrero	95.93	107.31	113.69	101.55
Marzo	95.73	107.69	110.86	100.28
Abril	97.23	109.04	108.37	100.28
Mayo	96.76	109.34	108.16	99.99
Junio	96.86	109.72	106.99	101.92
Julio	100.75	112.11	103.55	105.63
Agoosto	100.91	112.98	101.93	104.60
Septiembre	101.83	113.47	108.19	104.19
Octubre	102.97	115.77	109.91	103.54
Noviembre	102.74	116.93	107.80	102.67
Diciembre	105.02	116.93	106.25	103.97
<b>Promedio</b>	<b>99.36</b>	<b>111.53</b>	<b>108.28</b>	<b>102.82</b>

p: Provisional.

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

# NOTAS EDITORIALES

CUADRO 11

**Colombia**  
**Sector público no financiero 1992**

(Miles de millones de pesos)

Conceptos	Sector eléctrico	Ecopetrol	Resto entidades	Fondo Nat. del Café	Gobierno Nacional	Total 1992	% PIB	Variación % 1992/1991
<b>1. Ingresos totales</b>	887.4	1.774.1	5.514.4	498.4	4.192.3	12.866.6	37.6	23.9
1.1 Explotación bruta	780.4	1.698.1	1.350.3	495.6	0.0	4.324.3	12.6	14.3
1.2 Aportes del Gob. Nal. Central	17.3	0.0	2.005.0	0.0	0.0	2.022.3	5.9	50.5
1.2.1 Funcionamiento	1.0	0.0	1.645.8	0.0	0.0	1.646.8	4.8	50.3
1.2.2 Inversión	16.3	0.0	359.2	0.0	0.0	375.5	1.1	51.8
1.3 Otros ingresos	89.7	76.0	2.159.2	2.8	4.192.3	6.520.0	19.1	24.0
<b>2. Pagos totales</b>	809.1	1.805.1	4.972.8	670.9	4.815.2	13.073.1	38.2	26.1
2.1 Pagos corrientes	737.7	1.382.3	4.096.7	738.4	3.303.7	10.258.8	30.0	21.9
2.1.1 Intereses deuda externa	151.8	30.4	239.1	22.0	261.2	704.4	2.1	0.4
2.1.2 Intereses deuda interna	210.8	1.7	97.1	19.1	129.1	457.8	1.3	15.8
2.1.3 Otros	375.2	1.350.2	3.760.5	697.3	2.913.4	9.096.6	26.6	24.2
2.1.4 Costo financ. del faltante	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2.2 Pagos de capital	330.0	366.2	1.243.1	6.5	797.7	2.743.6	8.0	40.4
2.2.1 F.B.K.F.	319.9	344.5	1.149.0	2.8	87.7	1.904.0	5.6	2.5
2.2.2 Otros	10.2	21.7	94.1	3.6	710.0	839.6	2.5	775.5
2.3 Préstamo neto	-258.6	56.6	-367.1	-74.0	713.8	70.7	0.2	-1.363.1
<b>3. Déficit (-) o superávit (+)</b>	78.3	-31.0	541.6	-172.5	-622.9	-206.6	-0.6	-1.112.6
<b>4. Financiamiento</b>	-78.3	31.0	-541.6	172.5	622.9	206.6	0.6	-1.112.6
4.1. Crédito externo neto	-52.7	75.3	-299.3	-15.6	-245.4	-537.6	-1.6	124.9
4.1.1 Mediano y largo plazo	-66.7	-59.2	-271.6	0.0	-10.2	-407.7	-1.2	100.5
4.1.1.1 Desembolsos	147.0	77.6	293.3	0.0	485.8	1.003.7	2.9	8.4
4.1.1.2 Amortizaciones	213.7	136.8	564.9	0.0	496.0	1.411.4	4.1	25.0
4.1.2 Corto plazo neto	14.0	134.5	-27.7	-15.6	-235.2	-129.9	-0.4	263.0
4.2 Crédito interno neto	-25.6	-44.3	-242.3	188.1	868.3	744.2	2.2	240.3
<b>Déficit/PIB %</b>	0.229	-0.091	1.584	-0.504	-1.821	-0.604		

Fuentes: Departamento Nacional de Planeación. Tesorería General de la República y Banco de la República.

CUADRO 12

**Gobierno Nacional Central**  
**Operaciones efectivas 1992**

(Miles de millones de pesos)

	1991	1992*	Var. % 1992/1991
1. Ingresos corrientes brutos	3.269.0	4.279.6	30.9
1.1 Menos papeles y devoluciones	104.7	87.3	-16.6
1.2 Ingresos corrientes netos	3.164.3	4.192.3	32.5
2. Pagos totales	3.231.7	4.815.2	49.0
2.1 Funcionamiento	2.074.0	2.913.4	40.5
2.1.1 Servicios personales	566.0	788.8	39.4
2.1.2 Gastos generales	215.0	231.4	7.6
2.1.3 Transferencias	1.289.0	1.886.2	46.3
2.1.4 Embargos	4.0	7.0	75.0
2.2 Intereses	364.7	390.3	7.0
2.2.1 Deuda interna	97.8	129.1	32.0
2.2.2 Deuda externa	266.9	261.2	-2.1
2.3 Inversión	610.0	797.7	30.8
2.4 Préstamo bruto a entidades	183.0	713.8	290.0
3. Superávit o déficit	-67.4	-622.9	824.4
4. Financiamiento	67.4	622.9	824.4
4.1 Crédito externo neto	11.0	-245.4	-2.330.7
4.1.1 Mediano y largo plazo	11.0	-10.2	-192.5
4.1.1.1 Desembolsos	457.0	485.8	6.3
4.1.1.2 Amortizaciones	446.0	496.0	11.2
4.1.2 Corto plazo neto	0.0	-235.2	--
4.2 Crédito Interno neto	149.3	418.1	180.0
4.2.1 Desembolsos (1)	555.0	858.9	54.8
4.2.2 Amortizaciones	405.7	440.8	8.7
4.3 Variación de caja	-92.9	450.2	-584.4

\* Cifras preliminares.

(1) Incluye, entre otros, Bonos Ley 55 de 1985. Bonos Colombia y BDSI.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación. Tesorería General de la República y Banco de la República.

La situación financiera de Ecopetrol se vio afectada por la disminución de las exportaciones como consecuencia de las acciones terroristas sobre la infraestructura petrolera. En abril se estimaban unas exportaciones de 111 mil barriles diarios mientras que actualmente se

exportan 89.7 miles de barriles diarios. Otros factores que influyeron en el déficit de la empresa, fueron: el incremento de las importaciones de gasolina en aproximadamente 7 mil barriles diarios, debido a un aumento inesperado de la demanda; las mayores inversiones en plantas generadoras de energía como complemento a las medidas de emergencia del sector eléctrico; y por último, las crecientes inversiones en los programas de masificación de gas.

Para 1992 se estima un déficit operacional del Fondo Nacional del Café de \$ 172.5 miles de millones, el 0.5% del PIB, a pesar de que hacia la mitad del año se proyectaba alrededor de \$ 300 miles de millones. Este resultado es explicado primordialmente por el incremento significativo del volumen de exportaciones. Mientras en abril se proyectaban exportaciones de 12.6 millones de sacos, el resultado provisional para el año es de 16 millones de sacos, lo cual compensó parcialmente la grave situación financiera del Fondo, debida a los bajos precios internacionales. A esto también contribuyó la reducción de la producción cafetera, cuyo estimativo se ajustó a cerca de 16 millones de sacos, aproximadamente un millón menos de lo previsto hacia mediados del año. Igualmente, es importante destacar el manejo del precio interno del grano que buscó trasladar paralelamente a dicho precio las disminuciones en el precio externo.

La reforma tributaria fue la medida más importante durante 1992. Su efecto inmediato fue el de financiar el déficit de dicho año, a través de la suscripción forzosa de bonos por \$ 208 miles de millones. Los resultados y efectos de la reforma son importantes y empezarán a manifestarse en 1993. Se espera que el incremento en la tasa del IVA del 12% al 14%, la ampliación de su base y las contribuciones especiales sobre la renta provean los recursos para financiar tanto las mayores transferencias a los departamentos y municipios como las erogaciones que demanda el propósito de pacificación del país.

## IV. Conclusión

En estas Notas se analizaron los hechos más sobresalientes de la política económica durante 1992. Después de hacer un balance entre los objetivos buscados y los logros, se puede concluir que el desempeño global de la economía fue satisfactorio. El propósito de la política económica de aminorar la inflación, sin costos elevados en términos de actividad económica, se alcanzó. Los beneficios netos de largo plazo de reducir la inflación no han tenido costos de corto plazo. Reducir la tasa de inflación no necesariamente tiene que reñir con una expansión económica fuerte; durante el año de 1992 se alcanzaron dos logros frecuentemente antagónicos: estabilización y crecimiento.

Fue posible reducir la tasa de inflación de 26.8% a 25.1% y se elevó la tasa de crecimiento de la economía de 2.3% en 1991 a 3.6% en 1992.

La meta de las autoridades para 1993 es continuar la orientación estabilizadora de la política monetaria y cambiaria para consolidar los logros recientes en materia de inflación. Dicha baja fue posible gracias a la estabilidad y coherencia de los instrumentos utilizados; se debe continuar con este esquema en 1993. El logro de una inflación del 22% como máximo constituye el centro de atención para el Banco de la República. Dada la importancia de las rigideces de algunos contratos en la explicación de procesos inflacionarios sostenidos, la Junta considera <sup>6</sup> necesario que los salarios en su conjunto se eleven en 1995 en concordancia con la inflación prevista para el año, más los aumentos en productividad, y no con base en la inflación del pasado. Consistentemente, la situación fiscal debe arrojar un resultado no superior a un déficit de 1% de PIB, lo que implica seguir muy de cerca la evolución de los gastos del Gobierno en el año venidero.

<sup>6</sup> Notas Editoriales de noviembre de 1992.

# VIDA DEL BANCO

## La Ley sobre el Banco de la República

Después de haber sido aprobada por el Congreso de la República, el Presidente de la República sancionó la Ley No. 31 del 29 de diciembre de 1992, "por la cual se dictan las normas a las que deberá sujetarse el Banco de la República para el ejercicio de sus funciones, el Gobierno para señalar el régimen de cambio internacional, para la expedición de los Estatutos del Banco y para el ejercicio de las funciones de inspección, vigilancia y control del mismo, se determinan las entidades a las cuales pasarán los Fondos de Fomento que administra el Banco y se dictan otras disposiciones".

Con tal motivo, el señor Presidente de la República, César Gaviria Trujillo, dirigió las siguientes palabras:

*"Cuando dentro de varias décadas, algún académico curioso tenga la inquietud de analizar las decisiones más importantes en materia económica durante este siglo que se acerca a su fin, es indudable que le dedicará unas buenas jornadas de trabajo a nuestro Banco Central. Pues es el Banco de la República, quién lo duda, una de las piedras angulares de nuestro sistema económico, que ha salido avante de tantos retos, garantizando la estabilidad y el crecimiento del país."*

*Esa certeza hace aún más significativo el evento que hoy nos congrega. La expedición de la Ley del Banco de la República es un hecho trascendental en la historia económica de Colombia. Hoy estamos poniéndole punto final a un capítulo iniciado por la Asamblea Constituyente al concebir el esquema de Banca Central autónoma al cual se le da completo desarrollo. De ahora en adelante se abre una nueva etapa, en la cual un Banco remozado va a disponer de mecanismos de intervención modernos que respetan las corrientes del mercado, y que van a apuntalar el proceso de internacionalización de nuestra economía.*

*Como es de todos conocido, la nueva Carta introdujo en nuestro país la noción de una banca central independiente y autónoma del Gobierno. Para ello estableció de manera específica sus funciones principales y la dotó de un organismo rector, su Junta Directiva, de carácter permanente, con el fin de guiar su acción y buscar el objetivo primordial de estabilizar el poder adquisitivo de la moneda. El manejo de la política monetaria, cambiaria, y crediticia se trasladó entonces de la Junta Monetaria, órgano ejecutivo, al Banco de la República en cabeza de su Junta Directiva, para imprimirle a esta parte tan determinante de la política económica, un sello de estabilidad y criterio técnico, ajeno al vaivén de las situaciones políticas de corto plazo.*

*La Constitución también quiso que este nuevo modelo de banca central comenzara a operar con rapidez, ante lo cual la nueva Junta Directiva, organizada constitucionalmente, entró a ejercer sus funciones muy poco tiempo después de la promulgación de la Carta de 1991.*

*A partir de esa fecha, se han dado resultados muy positivos para el país en las áreas de competencia de ese organismo. En primer término, ha sido posible establecer una cordial y productiva relación con el ejecutivo en el diseño y adopción de la política económica, en un marco de independencia crítica.*

*De la misma manera, los resultados han sido igualmente destacados: se ha reducido la inflación; las tasas de interés han recobrado niveles más acordes con su estabilización de largo plazo y se ha regis-*

*trado un mayor crecimiento de la economía; la tasa de cambio ha permitido sostener la competitividad del sector externo colombiano y acomodar un incremento sustancial en las reservas internacionales del país; y, en general, se han trazado políticas sólidas y claras que han silenciado a todos aquellos que, ante los cambios, buscan crear confusión para pescar en río revuelto.*

*Mientras el nuevo esquema comenzaba a desarrollarse en la práctica, el Gobierno presentó a consideración del Congreso el nuevo régimen del Banco de la República en cuya elaboración se contó siempre con la colaboración de esa Institución. El análisis de este articulado, por parte del legislativo, fue hecho con rigor y responsabilidad. Puede decirse que como fruto de las discusiones y debates que dieron en lo que constituye por excelencia el foro de la democracia, el proyecto original fue mejorado en aspectos trascendentales como los mecanismos de coordinación con el Gobierno Nacional y las garantías de estabilidad de la Junta del Banco.*

*Quiero reconocer en todo este proceso el valioso papel del Ministro de Hacienda. En su doble carácter de titular de las finanzas y de Presidente de la Junta Directiva del Banco de la República, Rudolf Hommes tuvo en sus hombros la responsabilidad directa de esta iniciativa y en este, como en tantos otros campos, supo cumplirla al país.*

*Con la Ley que hoy se sanciona, el país contará con un instrumento legal completo para desarrollar la política monetaria y cambiaria en el largo plazo y para mantener una política macroeconómica estable, menos dependiente de los cambios del Gobierno o de las circunstancias de corto plazo. El país tiene por ello un especial agradecimiento con el distinguido grupo de ponentes de este proyecto, los Honorables Senadores Fuad Char, Armando Echeverri y Jorge Hernández y los Honorables Representantes César Vergara, Gentil Palacios y Helí Cala. Todos ellos hicieron agudas y oportunas observaciones al proyecto, de las cuales surgieron nutridas modificaciones. También quiero reconocer los aportes hechos en las Comisiones Terceras de ambas Cámaras que discutieron diligente pero concienzudamente la iniciativa. De esta tarea queda*

la experiencia de que un proyecto de tanta trascendencia y especialidad, puede ser estudiado y aprobado satisfactoriamente en el Congreso con la seguridad de que tiene el nivel y la responsabilidad de cumplir su labor.

Desde los años treinta y frente a las lecciones que dejó la Gran Depresión, se dice que el manejo de la banca central no es una ciencia sino un arte. En efecto, en nuestro país es un arte lograr el equilibrio entre las rigurosas metas que prevé la teoría económica y la flexibilidad que es necesaria para favorecer el desarrollo estable de una economía pequeña y en expansión. También es un arte percibir en el día a día el comportamiento de la economía y de los mercados para conducirlos ordenadamente al progreso sostenido de la actividad económica. Es un arte combinar el uso de distintos instrumentos de la política económica con el fin de conseguir las metas de crecimiento y desarrollo. Es arte, en fin, hacer política económica para conseguir un ambiente propicio para resolver los inmensos problemas sociales de nuestra comunidad.

El reconocimiento de la difícil tarea que afronta la banca central ha llevado a que en los últimos setenta años se hayan ensayado tres esquemas distintos; en un comienzo, se inauguró el Banco de la República como banco de bancos, cuya Junta Directiva era independiente del Gobierno, pero no de los intereses privados. Este esquema sobrevivió desde 1923 hasta los cambios de política de los años cincuenta, cuando el Banco se convirtió también en banco de desarrollo. Este modelo, por sus contradicciones internas hizo crisis y dio lugar a las reformas de 1963, que culminaron con la creación de la Junta Monetaria. Esta institución, parte del Ejecutivo, pudo haber subordinado los objetivos macroeconómicos a los propósitos gubernamentales. Sin embargo, no lo hizo y se distinguió por mantener una estabilidad en sus políticas, a lo largo de las diferentes administraciones y de las condiciones económicas cambiantes. A pesar de ello, a esta institución no se le podía pedir que dejara a un lado los intereses inmediatos del Gobierno, en los frentes cambiario, monetario y financiero. Por este motivo se concibió la banca autónoma que se consagra hoy y se le propuso esta reforma a la Asamblea Constituyente de 1991. Se

buscaba que el arte de la banca central quedara en manos de su Junta Directiva conformada por técnicos experimentados en labores políticas, pero alejados de los vaivenes partidistas o grupistas, que respondieran a un mandato de largo plazo consistente en buscar estabilidad macroeconómica.

Esto se logró. La nueva Junta del Banco de la República y sus ilustres miembros no son genios de espaldas a la realidad nacional. Por el contrario, son personas que por sus magníficos antecedentes en el manejo de la cosa pública y su altísima calificación académica constituyen garantía para la sociedad y las futuras generaciones que el manejo macroeconómico serio va a mantener. Con ellos se ha creado en poco tiempo, una tradición de excelencia en la Junta Directiva del Banco que debe mantenerse en el futuro, para continuar así con la estabilidad de las políticas.

En todo este proceso, el país ha tenido la fortuna de tener a un profesional como Francisco Ortega Acosta, gerenciando al Banco de la República. Pocas personas como él han entendido la nueva misión de la entidad y la necesidad de los cambios indispensables para adaptar el Banco a los requerimientos de la economía. Puedo decir con tranquilidad que Pacho Ortega, es el arquetipo del banquero central: estudioso, reservado, discreto y con una visión de largo plazo. Para quienes hemos tenido la fortuna de trabajar con él, es un motivo de gran tranquilidad saber que el Banco de la República es conducido por su mente clara y por su mano firme.

Señores Ministros, señores miembros de la Junta Directiva, señor Gerente del Banco de la República:

Al mirar hacia atrás el devenir económico del país en este año que se acaba, uno no deja de sorprenderse por la capacidad de los colombianos y de la economía nacional, para sobreponerse a las dificultades. Todavía recuerdo las apocalípticas predicciones que hacían los profetas del desastre a mediados del año.

Pero para fortuna nuestra, las casandras estaban equivocadas. A pesar de las nefastas consecuencias del racionamiento, de la sequía, de las bajas cotizaciones de nuestros principales productos en el

*mercado internacional y de la insensata ola terrorista adelantada por los delincuentes de las Farc y del ELN, salimos adelante.*

*Para la muestra, está el crecimiento económico, estimado en 3.3% por el Departamento Nacional de Planeación para 1992. Esta cifra nos ha devuelto a la senda del crecimiento ascendente y nos coloca otra vez por más de un punto por encima del promedio de América Latina.*

*También tenemos para exhibir la disminución en el ritmo de la inflación, a pesar de los serios problemas que experimentamos con la producción de alimentos. La cifra cercana al 25% que debemos registrar para el año, nos anima a continuar la lucha para combatir este flagelo que afecta con particular dureza a los colombianos más pobres.*

*Puedo citar también la creación de más de 280 mil empleos en las siete ciudades principales, con un aumento del 6% en el último año, el crecimiento industrial cercano al 5%, la baja de casi 15 puntos en las tasas de interés y el espectacular aumento de la inversión privada.*

*Y todos esos logros se consiguieron gracias a que, a pesar de nuestros problemas, en materia económica contamos con instituciones sólidas. Entidades como el Banco de la República, cuya Junta Directiva jugó un papel definitivo en la consecución de los resultados descritos.*

*Por eso, al firmar hoy la Ley que le da un nuevo marco jurídico a nuestro Banco Central, quiero decirles que al tiempo que estamos cambiando para bien al Banco de la República, seguimos conservando los principios que han hecho que este país progrese. Mantenemos el rumbo, la seriedad y la ortodoxia. Y no hay otra manera. Así alcanzaremos el desarrollo y el progreso y cumpliremos el compromiso que tenemos con esta y con las futuras generaciones de colombianos.*

*Muchas gracias".*

## **Renuncia miembro de la Junta Directiva**

El doctor Néstor Humberto Martínez Neira, quien venía desempeñándose como miembro de la Junta Directiva del Banco de la República desde el 25 de julio de 1991, presentó renuncia del cargo mediante carta dirigida al señor Presidente de la República. Su determinación fue aceptada a través del Decreto 2093 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de fecha 20 de diciembre de 1992, con vigencia a partir del 28 del mismo mes.

La Institución resalta los valiosos servicios del doctor Martínez Neira, quien próximamente se vinculará al Banco Interamericano de Desarrollo en Washington como "Deputy General Counsel".