

La política económica en 1991

Introducción

En 1991, las autoridades económicas desarrollaron con relativo éxito la transición de una economía que operaba bajo un esquema proteccionista y con un alto grado de intervención estatal, hacia otra en que la asignación de recursos empieza a ser determinada fundamentalmente por consideraciones de mercado. Las autoridades tuvieron la difícil tarea de armonizar la puesta en marcha de las reformas estructurales con la operación del programa de estabilización macroeconómica, en presencia de una acumulación excesiva de reservas internacionales.

Las reformas estructurales iniciadas durante 1990, objetivo principal de la política económica, se vieron reforzadas por la promulgación de la nueva Constitución Política. Esta introdujo cambios fundamentales en el marco jurídico e institucional que regula la actividad económica, siendo uno de los más importantes el establecimiento del Banco de la República como autoridad monetaria, crediticia y cambiaria, con autonomía administrativa y técnica y régimen legal propio.

La consolidación de las reformas se centró en una agresiva política comercial que tuvo como uno de sus pilares fundamentales la aceleración del cronograma de desgravación arancelaria, alcanzando en el mes de agosto de este año las metas que inicialmente se habían trazado para finales de 1994. La liberación del comercio internacional estuvo acompañada por el apoyo de Colombia a las diversas iniciativas de integración económica, entre las cuales se destacan los acuerdos de reducción de tarifas entre los

países del Pacto Andino, programados para entrar en vigencia en febrero de 1992.

Adicionalmente, la apertura comercial estuvo acompañada por la descentralización del control de cambios; la iniciación de un proceso más libre de determinación de la tasa de cambio; la amnistía cambiaria y tributaria para capitales en el exterior; una reforma al régimen de inversión extranjera que considera como iguales a los inversionistas locales y foráneos; un nuevo régimen para las instituciones financieras que promueve mayor competitividad en el sector; y la privatización de una parte del grupo de bancos que habían sido nacionalizados en los años ochenta.

Todas estas disposiciones fueron complementadas con la redefinición del papel que tiene el gobierno en la actividad económica. A este respecto se lograron avances en la reducción de su participación en actividades productivas a través de la privatización de empresas y servicios; se está fortaleciendo la función reguladora de las actuaciones del sector privado, y se tomaron medidas para dirigir los recursos públicos existentes al mejoramiento de la infraestructura física y al suministro de los servicios sociales básicos requeridos por la población: educación, salud y vivienda.

El otro objetivo principal de la política económica durante 1991 fue la reducción de la inflación. Para tal efecto, las autoridades emprendieron un programa de estabilización basado en una política monetaria y crediticia bastante restrictiva (encaje marginal del 100% y Operaciones de Mercado Abierto), y una corrección del tipo de cambio real con respecto a los

niveles que se presentaban al finalizar 1990. El programa se complementó con ajustes salariales por debajo del incremento de los precios de 1990, controles al déficit público y una activa política de ingresos tributarios que fue más que suficiente para compensar el costo fiscal de la apertura. Como es ampliamente conocido, los resultados fueron bastante satisfactorios, habiéndose logrado reducir la inflación del 32,5% en diciembre de 1990 al 26,8% a finales de 1991.

La coordinación de las políticas dirigidas a hacer compatibles los objetivos mediatos e inmediatos se hizo particularmente difícil por la creciente acumulación de reservas ocurrida durante el año, la cual ascendió a US\$1.919 millones. Esta se explica principalmente por factores externos que generaron elevados flujos de capital desde los Estados Unidos hacia Latinoamérica, y por una combinación de efectos domésticos, derivados de las incertidumbres propias de todo proceso de cambio.

La inesperada acumulación de reservas ciertamente dificultó el manejo monetario durante el año, teniéndose que recurrir a diferentes mecanismos para esterilizar las reservas y mantener un crecimiento controlado de los medios de pago, acorde con el objetivo de reducción de la inflación. Evidentemente la estrategia seguida tuvo costos en términos de un desaceleramiento de la actividad económica que se resume en una tasa de crecimiento del PIB real para 1991 de solamente 2,4%.

El objetivo de estas Notas es presentar un análisis detallado del conjunto de políticas adoptadas durante el año. Comprenden seis secciones principales: en las dos primeras se describen los resultados del sector externo y la política cambiaria; en la tercera se hace un recuento de las finanzas públicas; en la cuarta se describen las políticas monetaria y crediticia; en la quinta sección se presentan el desempeño del sector real, los efectos sobre el empleo y los

resultados de inflación; y, por último, se hace un resumen, con algunos comentarios finales.

I. El sector externo

La acumulación de reservas registrada en 1991 ascendió a US\$1.919 millones, elevándose el saldo de las mismas a US\$6.420 millones, cifra equivalente a 16,4 meses de importaciones de bienes, y muy superior al promedio de los últimos cuatro años (10,8), nivel considerado en el momento de iniciar la apertura como adecuado¹. Contra las expectativas propias de una apertura comercial, la cuenta corriente presentó un superávit de US\$2.491 millones que compensó con amplitud una cuenta de capital deficitaria en US\$564 millones (Cuadro 1).

El resultado de la cuenta corriente refleja principalmente el superávit de la Balanza Comercial y un incremento sustancial del rubro transferencias, ya que la Balanza de Servicios no presentó variaciones significativas en el período. El superávit comercial de US\$2.915 millones representa un incremento de US\$944 millones sobre el año anterior, explicados no tanto por el alto crecimiento de las exportaciones (7,5%), sino porque las importaciones se redujeron con respecto a 1990 en un 8,1%, implicando un egreso inferior en US\$1.024 millones frente al nivel previsto al comienzo del año². Las transferencias por su parte, crecieron en US\$667 millones alcanzando US\$1.693 millones para diciembre de 1991, cifra que excede en US\$721 millones el promedio de los últimos cuatro años.

1. La acumulación de reservas de US\$1.919 millones corresponde a las reservas netas en el Banco de la República. Si a éstas le adicionamos el incremento de US\$ 252 millones en los activos de los bancos para cumplir con el requisito de posición propia y los US\$100 millones que la Tesorería General de la República invirtió temporalmente en el exterior, tenemos una acumulación total de reservas de US\$2.270 millones.

2. Véase la Programación Macroeconómica del 21 de enero de 1991. Documento DNP-2707-UMACRO.

CUADRO 1
Balanza de pagos 1989-1991

(Millones de US\$)

	1989	1990	1991e	Variaciones 1991/1990	
				Absoluta	%
I. CUENTA CORRIENTE	(201,0)	699,4	2.491,4	1.792,0	256,2%
A. BIENES	1.474,0	1.971,5	2.915,4	943,9	47,9%
Exportaciones	6.031,8	7.079,4	7.610,5	531,1	7,5%
Café	1.476,8	1.399,2	1.420,2	21,0	1,5%
Petróleo y Derivados	1.399,8	1.951,0	1.465,5	(485,5)	-24,9%
Carbón	457,0	544,8	594,8	50,0	9,2%
Ferróniquel	187,7	146,3	146,2	(0,1)	-0,1%
Oro	365,7	374,4	408,5	34,1	9,1%
No Tradicionales	2.144,8	2.663,7	3.575,3	911,6	34,2%
Importaciones	4.557,8	5.107,9	4.695,1	(412,8)	-8,1%
Bienes de Consumo	470,4	520,0	539,9	19,9	3,8%
Bienes Intermedios	2.492,4	2.706,7	2.454,3	(252,4)	-9,3%
Bienes de Capital	1.595,0	1.881,2	1.700,9	(180,3)	-9,6%
B. SERVICIOS	(2.573,2)	(2.298,6)	(2.117,1)	181,5	7,9%
Ingresos	1.577,6	2.055,8	2.072,9	17,1	0,8%
Egresos	4.150,8	4.354,4	4.190,0	(164,4)	-3,8%
C. TRANSFERENCIAS	898,2	1.026,5	1.693,1	666,6	64,9%
II. CUENTA DE CAPITAL	478,6	(162,1)	(564,4)	(402,3)	-248,2%
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	653,4	194,2	155,2	(39,0)	-20,1%
B. CAPITAL CORTO PLAZO	(174,8)	(356,3)	(719,6)	(363,3)	-102,0%
III. CONTRAPARTIDAS	152,3	(14,0)	(67,9)	(53,9)	385,0%
IV. ERRORES Y OMISIONES	(267,6)	102,7	60,0	(42,7)	-41,6%
V. VARIACION RESERVAS NETAS	162,3	626,0	1.919,1	1.293,1	206,6%

e: Estimado.

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

El déficit de la cuenta de capital contribuyó en cierto grado a reducir la acumulación de reservas. El flujo de capital de largo plazo ascendió a sólo US\$155 millones, que responden a una inversión directa similar a la del año 1990 (US\$420 millones), y a un endeudamiento externo neto negativo tanto en el sector privado como en el oficial por un total de US\$347

millones. Los cambios más importantes tuvieron lugar en el capital de corto plazo que fue negativo en US\$720 millones, resultado de las modificaciones a la posición propia de los intermediarios financieros, de la caída de las líneas externas como consecuencia de las medidas de aceleración de los giros por importaciones, el bajo nivel de importaciones, la elimi-

nación de los depósitos previos de giro y por el aumento en el crédito comercial otorgado por los exportadores.

Exportaciones

Las exportaciones colombianas ascendieron durante 1991 a US\$7.610 millones, cifra superior a la del año anterior en 7,5%. Si bien la tasa de crecimiento es un poco menor que las observadas en el pasado reciente, debe tenerse en cuenta que las exportaciones de café se mantuvieron al mismo nivel que el año anterior, y las de petróleo cayeron en un 25%, por lo cual el incremento de las exportaciones corresponde esencialmente al excelente desempeño mostrado por las no tradicionales que aumentaron al 34%.

Exportaciones no tradicionales

El crecimiento de las exportaciones no tradicionales se vio favorecido por el mantenimiento de una tasa real de cambio en niveles competitivos que ha permitido la conquista de nuevos mercados en el exterior, y por la consolidación de las reformas comerciales que, a través de la eliminación de subsidios y la racionalización de los gravámenes arancelarios a las importaciones, han eliminado el sesgo anti-exportador característico de la economía colombiana en el pasado. Aun más, respondiendo a la reorientación del sector productivo hacia el exterior, los resultados de 1991 muestran que las exportaciones no tradicionales fueron el sector que lideró el crecimiento del PIB durante 1991.

Como se aprecia en el Cuadro 2, este conjunto de exportaciones alcanzó una cifra de US\$3.575 millones durante el año. Es significativo que la participación en el total de las ventas al exterior alcanzó durante el año el observado hasta ahora. El crecimiento no se concentró en el sector agropecuario (34,1%), como había sido previsto por una corriente de la opinión especializada, sino también tuvo

lugar en las exportaciones industriales (35,0%), y en el sector minero (23,9%).

El excelente comportamiento de las exportaciones en el transcurso del año se explica, reiteramos, por una tasa de cambio fuertemente competitiva. El elevado nivel de la tasa de cambio real al comenzar el año (el índice correspondiente, ITCR, fue al comenzar enero 116,9), permitió, por una parte compensar una moderada revaluación que llevó el ITCR a 106,4 al finalizar 1991, y por otra, se constituyó en incentivo suficiente para neutralizar condiciones adversas en el frente externo y poder absorber el costo del desmonte de los subsidios a las exportaciones en el frente doméstico (Gráfico 1)³. Efectivamente, el crecimiento de las exportaciones ha ocurrido en un período en el cual el mercado internacional de la mayoría de los productos colombianos se ve negativamente afectado por la recesión norteamericana. En cuanto a otros estímulos, el CERT pasó de ser el equivalente al 5,7% del valor de los reintegros en 1990 a 5,2% en 1991, y las tasas de interés para créditos de exportación se situaron en términos comerciales que reflejan su costo de oportunidad.

Se ha sostenido en algunos foros especializados que parte del crecimiento de las exportaciones en 1991 pudo obedecer a prácticas de sobrefacturación como instrumento por medio del cual se introdujeron al país flujos de capital inducidos por diferenciales de tasas de interés favorables al peso. Sin embargo, al observar el crecimiento en volumen y en valor de los rubros en los cuales se cree que existe sobrefacturación (confecciones, cueros, artes gráficas) no se detectan mayores discrepancias. Posiblemente, algún grado de sobrefacturación ha existido, especialmente a través de las exportaciones a países del Caribe, pero este fenómeno se atacó

3. De hecho, si tomamos el promedio anual del ITCR se observa que la revaluación fue bastante menor por cuanto este pasó de un promedio de 111.5 en 1990 a 108.3 en 1991.

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 2

Colombia: exportaciones no tradicionales

(Millones de dólares FOB)

	1987	1988	1989	1990	1991 ^e	Variaciones 1991/1990	
						Absoluta	%
I. Agricultura y pesca	518,0	625,8	678,7	812,3	1.089,4	277,1	34,1
Algodón	46,7	64,0	39,6	46,4	54,4	8,0	17,2
Arroz	0,0	0,0	10,5	18,4	28,2	9,8	53,3
Banano	210,3	252,4	260,4	318,0	393,6	75,6	23,8
Cacao	16,2	20,9	10,3	11,5	5,0	(6,5)	(56,5)
Flores	145,0	190,3	221,0	228,9	253,9	25,0	10,9
Tabaco	15,1	12,1	15,6	19,3	20,4	1,1	5,7
Came de res	22,9	7,9	16,0	16,2	35,9	19,7	121,6
Pescados, moluscos y crustáceos	50,1	62,8	85,3	116,6	153,2	36,6	31,4
Frutas y vegetales	7,0	9,0	13,3	28,3	62,9	34,6	122,3
Otros	4,7	6,4	6,7	8,7	81,9	73,2	841,4
II. Industria y productos manufacturados	964,3	1.122,0	1.351,6	1.720,3	2.323,1	602,8	35,0
Extractos y esencias de café	51,2	58,2	59,3	58,2	60,2	2,0	3,4
Azúcar y melazas	28,8	60,6	94,2	128,2	51,3	(76,9)	(60,0)
Textiles	80,0	72,9	83,8	99,8	124,0	24,2	24,2
Confecciones	127,6	226,0	352,0	484,0	635,4	151,4	31,3
Pieles y productos de cuero	71,5	80,5	91,9	112,7	187,8	75,1	66,6
Zapatos	26,0	30,0	39,1	48,2	72,0	23,8	49,4
Madera y manufacturas de madera	15,8	10,1	10,1	9,9	15,7	5,8	58,6
Papel y productos de papel	123,0	111,9	103,4	122,9	148,8	25,9	21,1
Químicos (1)	180,0	212,3	202,6	233,2	338,2	105,0	45,0
Plásticos y productos de caucho	30,1	35,4	61,3	69,0	41,9	(27,1)	(39,3)
Productos de vidrio	10,5	8,9	10,8	14,6	20,5	5,9	40,4
Cemento	31,9	31,0	29,8	40,6	47,6	7,0	17,2
Metales y productos metálicos	33,0	36,1	47,5	69,6	100,1	30,5	43,8
Maquinaria y equipo	46,6	52,2	61,9	74,5	134,6	60,1	80,7
Equipo de transporte	8,3	5,9	4,9	9,4	56,0	46,6	495,7
Otros	100,0	90,0	99,0	145,5	289,1	143,6	98,7
III. Productos minerales	74,0	108,1	114,5	131,4	162,8	31,4	23,9
Esmeraldas	57,4	90,5	108,7	112,4	131,6	19,2	17,1
Platino	1,0	10,7	0,1	5,0	0,8	(4,2)	(84,0)
Otros	15,6	6,9	5,7	14,0	0,4	(13,6)	(97,1)
Total (I+II+III) (2)	1.556,3	1.855,9	2.144,8	2.664,0	3.575,3	911,3	34,2

e: Estimado con base en cifras de octubre.

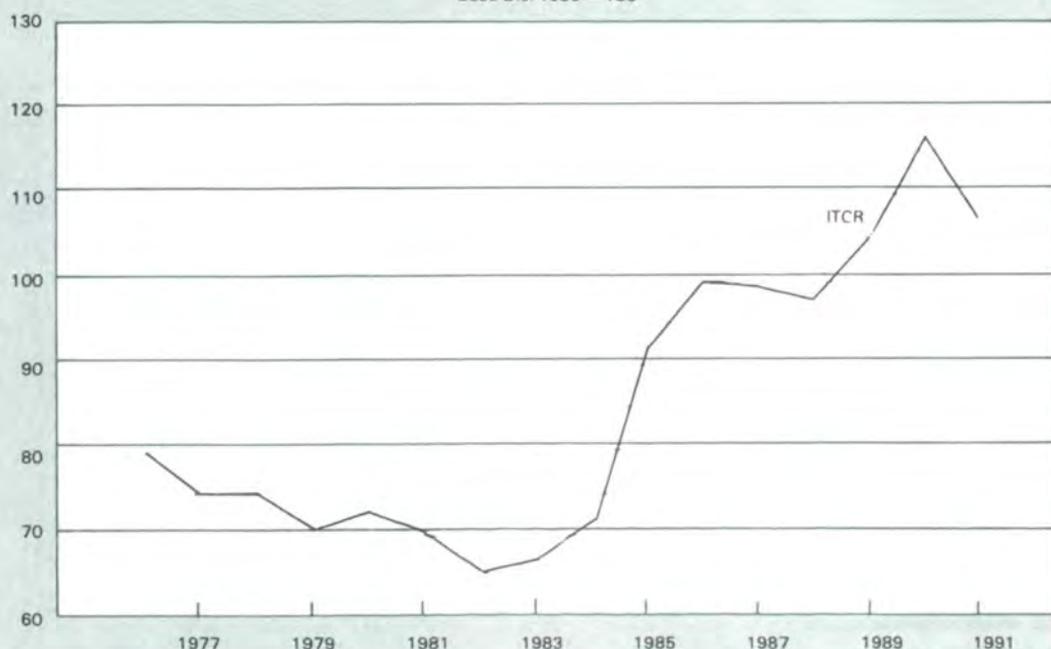
(1) No incluyen derivados del petróleo.

(2) En 1988, 1989 y 1990 excluye el capítulo 99. En 1991 no toma el capítulo 97.

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística, DANE.

GRAFICO 1
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL

Base Dic. 1986 = 100



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

igualando el CERT concedido a las exportaciones a estos destinos con el de las que se dirigen a los Estados Unidos.

Café

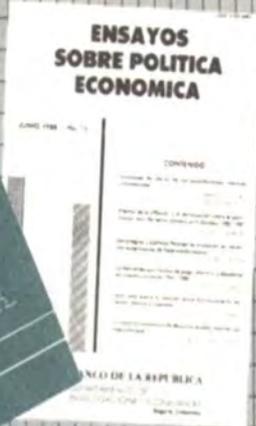
En materia cafetera el mercado internacional sigue estando caracterizado por el alto nivel de inventarios acumulados por los países compradores y los precios deprimidos registrados desde la ruptura del Pacto Cafetero. Gracias a una agresiva política de comercialización, que permitió incrementar los volúmenes exportados durante los dos últimos años, se han podido estabilizar los ingresos por exportaciones. Estos ascendieron a US\$1.420 millones en 1991, cifra superior en un 1,5% a la de 1990. Si bien el volumen exportado disminuyó en 1,4 millones de sacos con respecto al año anterior, siendo finalmente de 12,5 millones de sacos, esta reducción se compensó con el repunte observado en el precio externo, que pasó de un promedio de 0,87 US\$/lb en 1990 a 0,96 US\$/lb en el período analizado (Cuadro 3).

Independientemente de los esfuerzos hechos por Colombia para restablecer el Pacto Cafetero, la realidad actual del mercado internacional exige políticas internas de regulación del precio y de la producción que estén acordes no sólo con la evolución del precio externo, sino también que incorporen los efectos que una mayor producción doméstica tiene sobre un mercado internacional sobreabastecido, en donde los compradores poseen altos volúmenes de inventarios.

Desde la ruptura del Pacto Cafetero, Colombia ha seguido una política de mantenimiento del ingreso al productor a pesar de lo ocurrido con el precio externo. Como se puede apreciar en el Gráfico 2, durante los últimos tres años, el precio real interno ha caído en 7% mientras que el precio externo registra una reducción del 30%. El mantenimiento de los ingresos cafeteros en niveles que históricamente son elevados, ha constituido explícitamente un incentivo para que los productores domésticos eleven su producción. Así es como hemos visto en 1991 un incremento apreciable de la producción

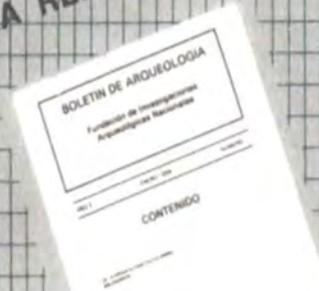


BANCO DE LA REPUBLICA
Colección bibliográfica



Suscribase ya!

a las publicaciones periódicas del
BANCO DE LA REPUBLICA



ECONOMICAS

CULTURALES

CUPON DE SUSCRIPCION

	1 AÑO	2 AÑOS	3 AÑOS
<input type="radio"/> REVISTA DEL BANCO DE LA REPUBLICA	12 Nos. \$ 19.200	24 Nos. \$ 36.480	36 Nos. \$ 51.840
<input type="radio"/> ENSAYOS SOBRE POLITICA ECONOMICA	2 Nos. \$ 4.000	4 Nos. \$ 7.600	6 Nos. \$ 10.800
<input type="radio"/> BOLETIN CULTURAL Y BIBLIOGRAFICO	4 Nos. \$ 7.200	8 Nos. \$ 13.680	12 Nos. \$ 19.440
<input type="radio"/> BOLETIN MUSEO DEL ORO	3 Nos. \$ 5.400	6 Nos. \$ 10.260	9 Nos. \$ 14.580
<input type="radio"/> BOLETIN DE ARQUEOLOGIA	3 Nos. \$ 3.000	6 Nos. \$ 6.000	9 Nos. \$ 9.000

Fecha _____ Cód. _____ Nueva Renovación

NOMBRE _____

Dirección o Apartado _____

Télefono _____ Ciudad _____ Departamento _____ Zona postal _____

FORMA DE PAGO: EFECTIVO Valor \$ _____

CHEQUE No. _____ BANCO _____

DINERS BIC No. DE CUOTAS CREDENCIAL CREDIBANCO

Tarjeta No. _____ Fecha vencimiento _____

C. C. _____ Firma suscriptor _____

Precios vigentes hasta el 31 de diciembre de 1992

Tramitado por _____

REVISTA MENSUAL
DEL BANCO
DE LA REPUBLICA

Ha circulado sin interrupción por más de 60 años. Contiene las Notas Editoriales del señor Gerente General y amplia información estadística sobre moneda y finanzas, el Banco de la República y los fondos financieros, los intermediarios financieros, el mercado bursátil, el sector externo, las finanzas públicas, producción, precios y empleo, principalmente

ENSAYOS SOBRE
POLITICA
ECONOMICA

Desde 1982 esta revista da a conocer la importante labor de investigación que desarrollan los técnicos del Departamento de Investigaciones Económicas del Banco de la República. La revista contiene estudios sobre aspectos monetarios, financieros, cambiarios y de comercio exterior, con especial énfasis en las implicaciones de política económica. Aparece dos veces al año.

BOLETIN
CULTURAL
Y BIBLIOGRAFICO

Considerada una de las mejores publicaciones culturales del país, el Boletín recoge artículos importantes sobre las diferentes disciplinas artísticas y de investigación en el campo cultural. Contiene, además, una amplia sección de reseñas bibliográficas donde se da cabida a la producción editorial colombiana. Profusamente ilustrado, no sólo es consultado por su información, sino por el agrado de tener una publicación de esta naturaleza. Se publica trimestralmente.

BOLETIN
MUSEO DEL ORO

Esta publicación, con tres entregas al año, presenta trabajos en el campo de la antropología, la etnografía y arqueología, donde se indagan las raíces culturales y la identidad de los colombianos. Incluye también, reseñas sobre las diferentes investigaciones que se desarrollan en el país y sobre las publicaciones que en este campo se hacen en el país.

BOLETIN DE ARQUEOLOGIA
FUNDACION DE
INVESTIGACIONES
ARQUEOLOGICAS
NACIONALES

Su contenido está orientado hacia la síntesis del esfuerzo que en el país viene realizándose en el campo de los estudios arqueológicos, no sólo en materia de exploraciones de terreno, sino también de planteamientos teóricos, metodología, publicaciones, etc. Sale tres veces al año.

PARA SU SUSCRIPCION O COMPRA

En Santa Fe de Bogotá

Departamento Editorial: Calle 13 No. 35-51 — Teléfonos: 2010900 - 2776872

Portón de los Libros: Calle 11 No. 4-14 — Teléfonos: 3420605 - 2439765

En el resto del país: Sucursales del Banco de la República

NOVEDADES DEL SUSCRIPTOR

Código _____ Ciudad _____ Fecha _____

NOMBRE _____

DIRECCION: _____

O APARTADO _____ TEL: _____

CIUDAD: _____

DEPARTAMENTO _____ ZONA POSTAL _____

Firma suscriptor _____

Tramitado por _____

Este cupón sólo debe ser elaborado si el suscriptor a una de nuestras publicaciones periódicas desea informar algún cambio. En este caso, deberá escribir su nombre, teléfono y llenar la casilla donde quiere informar el cambio.

CUADRO 3

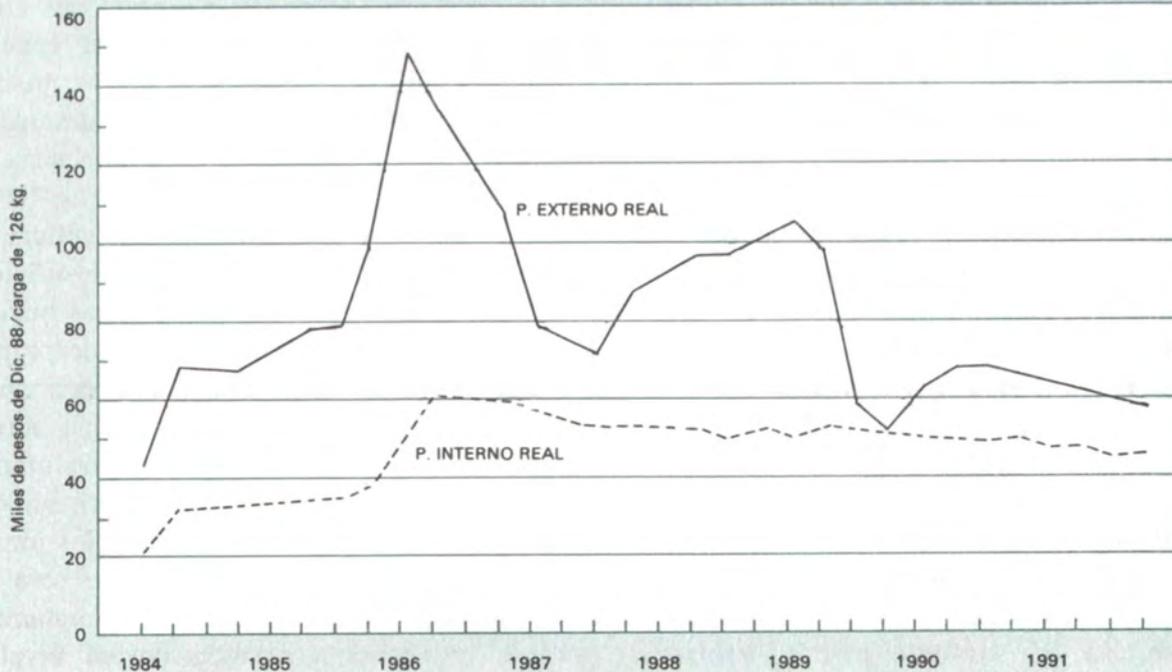
Café: principales indicadores

Años	Producción	Exportaciones	Inventarios	Precio
	Millones de sacos de 60 kg			(US\$/lb)
1984	11,6	10,0	12,6	1,46
1985	11,3	10,1	12,0	1,48
1986	10,7	11,3	9,4	1,95
1987	12,9	11,2	9,2	1,21
1988	11,8	9,7	9,2	1,37
1989	11,0	10,8	7,9	1,16
1990	14,1	13,9	6,7	0,87
1991	16,1	12,5	9,1	0,96

Fuente: Oficina de Asesores. Federación Nacional de Cafeteros y cálculos del Departamento de Investigaciones Económicas. Banco de la República.

GRAFICO 2

PRECIOS REALES INTERNO Y EXTERNO DEL CAFE



Nota: Deflactado por Índice de Precios al Consumidor.
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros y Banco de la República.

cafetera que, aumentando 2 millones con relación a 1990, llegó a 16,1 millones de sacos, el mayor volumen de producción en la historia cafetera del país. Consecuentemente, ante un menor volumen de exportación que el observado en el año anterior, en 1991 se presentó una elevación en los niveles de inventarios, que pasaron de 6,7 millones a 9,1 millones de sacos. Esta acumulación excesiva de inventarios, a la vez que deteriora las ya maltrechas finanzas del Fondo Nacional del Café, tiene el efecto inverso de indicarle al mercado internacional que se mantendrán los niveles de sobreabastecimiento presentados en el pasado reciente.

Energéticos y minerales

Las exportaciones de petróleo presentaron una caída del 25% en 1991, significando menores ingresos por US\$485 millones, que se explican por menores precios y volúmenes exportados. La resolución del conflicto del Golfo Pérsico propició la normalización de los precios del crudo, que pasaron de un promedio de US\$22 en 1990 a US\$18,5 en 1991. Por otra parte, el volumen exportado en 1990 no pudo mantenerse debido a los atentados terroristas a la red de distribución del crudo que implicaron una reducción en las exportaciones de éste de cerca de 24 mil barriles diarios.

Con respecto al carbón, se aumentaron los ingresos en US\$50 millones, registrándose un crecimiento del 9% con respecto al año anterior. Si bien hubo una ligera caída en el precio promedio internacional que pasó de US\$40 a US\$39 la tonelada, ésta fue más que compensada por el incremento del 12,5% en el volumen exportado. El aumento en los ingresos responde en parte a una mayor demanda sobre las diferentes calidades de carbón producidas en el Cerrejón, y por la naturaleza de los contratos de exportación que son en la práctica ventas a futuro y permiten neutralizar el riesgo inherente en las fluctuaciones del mercado mundial. Adicionalmente, la estrategia comercial estuvo

apoyada por una acertada política de inventarios, que permitió incrementar el volumen exportado aun en presencia de conflictos laborales que afectaron la producción entre los meses de junio y octubre en el Cerrejón Zona Norte.

En cuanto al ferróníquel, el valor de las exportaciones se mantuvo al mismo nivel del año anterior (US\$146 millones), siendo compensada la reducción del volumen exportado por el repunte en la cotización del producto en el mercado internacional que pasó de US\$3 por libra en 1990 a US\$3,6 por libra en 1991. Por otra parte, las compras de oro por el Banco de la República presentaron un crecimiento del 9,1% para un total de US\$408 millones, por efecto de un incremento en el volumen transado del 18,3% y una menor cotización del metal en el mercado mundial que pasó de un promedio en 1990 de US\$383,72 la onza a US\$362,35 en 1991.

Importaciones

El comportamiento de las importaciones en los procesos de apertura comercial está generalmente ligado a la credibilidad de los mismos. La experiencia de los países que han desarrollado programas de apertura comercial enseña que en la medida en que la política que se lleva a cabo en un determinado país, no es suficientemente creíble, ya sea por un nivel insuficiente de reservas internacionales o por otras razones, ocurre generalmente un incremento desproporcionado en las importaciones, con la correspondiente crisis cambiaria, la interrupción abrupta del proceso, y el retorno a las barreras arancelarias que precedían la apertura; legitimando de paso ganancias extraordinarias para los importadores. En el caso contrario, en el cual los agentes económicos consideran absolutamente creíble el esquema, ya sea por el nivel de reservas del país, por las medidas de política que lo acompañan, o por hechos coyunturales favorables al mismo, los agentes económi-

cos no tienen ningún incentivo para incrementar con fines especulativos el nivel de las importaciones.

La apertura comercial desarrollada por Colombia indudablemente ha exhibido una credibilidad absoluta desde el comienzo, sin que en ningún momento los agentes económicos hayan puesto en duda la sostenibilidad económica del proceso. Sin embargo, como el mecanismo se planeó para una ejecución gradual, por cuanto ello hace posible el seguimiento detallado por parte de las autoridades de las expectativas que los agentes económicos tenían sobre los efectos de las medidas tomadas, la respuesta de las importaciones fue más lenta de lo programado por razón de las incertidumbres propias del proceso. El retraso en el despegue de las importaciones, permitió, no obstante acelerar la desgravación, hasta alcanzar en el mes de agosto de este año los aranceles previamente considerados para 1994. De esta forma se confirmaron positivamente las expectativas de los agentes económicos y se pusieron bases sólidas para que en los próximos meses se establezca la balanza comercial.

El volumen de importaciones presenta para el año una caída estimada del 8,1% con respecto al anterior, contribuyendo sin duda alguna al elevado superávit comercial de 1991. Como se mencionó anteriormente, la aceleración del cronograma de desgravación arancelaria materializó en su totalidad la apertura comercial. La evolución durante el año se presenta en el Cuadro 4, en donde se observa que el arancel promedio más la sobretasa pasaron del 36,3% a finales de 1990, a 26,8% en junio, para llegar al 14,3% en septiembre. Por ramas de actividad el nivel más alto se da para los bienes de consumo (21,5%), y el más bajo es para las materias primas y productos intermedios (11,8%). El nivel de protección efectiva también disminuyó, haciendo que el universo arancelario pasara de un promedio del 65,2% a uno del 26,2%,

teniendo los bienes de consumo la mayor protección efectiva, 45% (Cuadro 5).

La reducción de las importaciones durante 1991 no fue uniforme en su composición. Mientras que los bienes de capital y los bienes intermedios decrecieron en 9,6% y 9,3% respectivamente, las importaciones de bienes de consumo se incrementaron en un 3,8%. Si bien la caída en los bienes de capital y en los bienes intermedios recoge el efecto negativo de la reducción en las importaciones del sector público (15% con respecto al año anterior), así como el nivel de inversión registrada durante el período, también refleja el efecto económico pertinente a la creación de un ambiente nuevo para los agentes que participan en el mercado de las importaciones, en el que el contrabando, antes tan común, ahora deja de tener importancia. Indudablemente, las variables relevantes en la decisión de importar se han modificado drásticamente, pasando en 1991 de ser una actividad con un alto ingrediente especulativo que se traducía en un complicado manejo de inventarios, a una que refleja un manejo óptimo de los mismos, y rentabilidades correspondientes a desempeños eficientes, no especulativos.

La deuda externa

En cuanto al tema del endeudamiento externo, el programa de internacionalización de la economía había considerado necesario despejar el panorama de refinanciación de la deuda pública con la banca comercial en el mediano plazo, para tener así certeza sobre los recursos disponibles para el sector y poder diseñar su óptimo manejo. Bajo este orden de ideas, las negociaciones con la banca comercial llevaron a la firma en el mes de abril de un crédito sindicado por US\$1.775 millones, de los cuales US\$200 millones corresponden a bonos colocados en el mercado internacional, recursos que financiarán

CUADRO 4

Tasas de protección nominal
(1990-1991)

	Arancel			Arancel más sobretasa		
	1990	1991		1990	1991	
		Junio	Sept.		Junio	Sept.
BIENES DE CONSUMO	39,7	28,0	13,7	51,7	37,8	21,5
1. Duradero	39,7	28,5	12,8	52,7	38,3	20,6
2. No Duradero	36,8	26,9	15,2	49,7	36,9	23,2
MATERIAS PRIMAS Y PROD. INTERM.	20,6	16,0	4,5	33,5	24,9	11,8
3. Combustibles y Lubricantes	13,0	10,8	4,2	25,7	20,5	12,0
4. Materias Primas Agrícolas	11,9	11,7	6,5	23,0	18,4	12,2
5. Materias Primas Industriales	21,0	16,0	4,5	33,9	25,1	11,8
BIENES DE CAPITAL	14,8	10,7	4,9	27,7	20,4	12,7
6. Materiales Construcción	26,7	20,2	7,1	39,7	30,1	15,0
7. Bienes Capital para Agric.	9,5	7,0	3,7	20,5	13,0	9,3
8. Bienes Capital para Indust.	11,6	8,3	3,8	24,6	18,2	11,8
9. Equipo de Transporte	19,9	13,7	7,5	32,8	23,5	15,3
DIVERSOS	14,4	11,8	7,5	27,4	21,8	15,5
TOTAL ECONOMIA	23,4	17,3	6,7	36,3	26,8	14,3

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

durante el próximo cuatrienio cerca del 80% de las amortizaciones totales con este grupo de acreedores⁴.

Paralelamente, se han obtenido los primeros recursos de los créditos para la reforma y el mejoramiento de la gestión del sector público con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, cuyas características de libre disponibilidad y rápido desembolso proveen al gobierno de fondos que pueden ser aplicados dentro del plan de desarrollo de acuerdo a sus prioridades y necesidades. Ciertamente, esto

constituye un reconocimiento por parte de los organismos multilaterales de crédito al manejo económico del país y a la insistencia de muchos años por lograr financiación de libre asignación según las prioridades del gobierno.

Como en la mayoría de los sectores de la economía, la política de endeudamiento externo

4. Un comentario más detallado de la operación de refinanciamiento se encuentra en la Notas Editoriales de febrero de 1991.

CUADRO 5

Tasas de protección efectiva
(1990-1991)

	Arancel			Arancel más sobretasa		
	1990	1991		1990	1991	
		Junio	Sept		Junio	Sept
BIENES DE CONSUMO	87,7	60,4	33,9	108,6	77,3	45,0
1. Duradero	90,3	60,8	29,4	114,1	78,2	43,3
2. No Duradero	83,0	59,6	42,2	113,8	75,7	48,2
MATERIAS PRIMAS Y PROD. INTERM.	38,5	30,5	10,3	58,6	44,2	21,4
3. Combustibles y Lubricantes	26,2	25,9	11,4	46,0	41,4	25,2
4. Materias Primas Agrícolas	25,8	34,7	31,1	45,2	39,4	36,0
5. Materias Primas Industriales	39,1	30,4	9,6	59,2	44,4	21,0
BIENES DE CAPITAL	19,8	14,2	7,6	38,3	28,1	18,0
6. Materiales Construcción	46,4	34,8	13,0	66,1	50,1	25,2
7. Bienes Capital para Agríc.	8,8	7,1	5,1	24,1	12,7	11,3
8. Bienes Capital para Indust.	12,1	8,5	4,5	30,6	22,7	15,9
9. Equipo de Transporte	33,9	22,8	16,3	51,8	36,6	23,2
DIVERSOS	23,5	22,5	21,7	42,3	37,3	29,2
TOTAL ECONOMIA	45,4	33,4	15,2	65,2	47,9	26,2

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

pareciera presentar oposición, en algunas operaciones, entre los objetivos de largo plazo y los de corto plazo. En la coyuntura actual, en la cual hay una excesiva acumulación de reservas, puede parecer contradictorio que se haga una refinanciación, cuyo objetivo básico fue el de obtener recursos para cumplir con las amortizaciones programadas, complementada con préstamos nuevos de la banca multilateral. Es menester recordar, de una parte, que por muy grande que sea el saldo de reservas internacionales que posea el país, éstas no son de libre disponibilidad del gobierno, quien tiene que actuar como cualquier otro agente económico para satisfacer sus necesidades de financiamien-

to. Por otra parte, la estrategia de largo plazo, conservando la calidad de la deuda, obliga a incorporar elementos como el de mantener la exposición del país con los diferentes prestamistas así como el de regular las características de la deuda en cuanto a sus condiciones de negociabilidad, de plazo, diversidad de fuentes e intereses de la misma.

Ante la creciente necesidad de esterilizar la acumulación excesiva de reservas, el gobierno ha diseñado una política de sustitución de obligaciones externas por deuda interna, a través de la emisión y colocación de títulos en el mercado doméstico, con cuyos recursos se

recomprará deuda del exterior. De una emisión programada para 1991 y 1992 por US\$500 millones, se colocaron en 1991 US\$100 millones, teniéndose una muy buena perspectiva para la colocación de los US\$400 millones restantes en 1992.

Ahora bien, el endeudamiento externo en términos relativos presenta un desenvolvimiento favorable. El saldo de la deuda total con respecto al PIB cayó ligeramente, situándose en 37,2%; el servicio de la deuda, medido en términos de los ingresos por exportaciones de bienes, muestra un sensible alivio al pasar de 53,4% a 48,6% para 1991, continuando así la tendencia decreciente iniciada durante 1990. El

endeudamiento de corto plazo presentó una caída de 10,2% con respecto al período anterior gracias al ajuste observado en el sistema financiero y a cierta sustitución de financiamiento por parte del sector privado. Este fue el resultado del incremento en los activos en moneda extranjera de los intermediarios financieros en cumplimiento de los requisitos de posición propia (Res. 9/91 JD), de la caída de las líneas externas como consecuencia de las medidas de aceleración de los giros por importaciones (Res. 81/90 JM), el bajo nivel de importaciones, la eliminación de los depósitos previos de giro y por el aumento en el crédito comercial otorgado por los exportadores (Cuadro 6)

CUADRO 6					
Indicadores de endeudamiento externo					
(Millones de US\$ y porcentajes)					
	1987	1988	1989	1990	1991 ^e
I. SALDOS A FINAL DE PERIODO	16.919	17.224	16.864	17.411	16.986
a) Sector Público	13.947	14.011	14.071	14.809	14.721
b) Sector Privado	2.973	3.213	2.793	2.602	2.265
II. TRANSFERENCIAS NETAS TOTALES	(1.326)	(413)	(1.528)	(1.897)	(1.848)
1. Sector Público	(1.268)	(466)	(770)	(1.410)	(1.311)
2. Sector Privado	(58)	53	(758)	(487)	(537)
III. DEUDA/PIB	46,7%	45,0%	40,4%	37,8%	37,2%
1. Sector Público	38,46%	36,58%	33,75%	32,16%	32,23%
2. Sector Privado	8,20%	8,39%	6,70%	5,65%	4,96%
IV. SERVICIO DEUDA/EXPORTACIONES					
A. Deuda Total	51,1%	58,0%	61,5%	53,4%	48,6%
1. Intereses/Exportaciones	24,7%	25,6%	25,7%	22,7%	18,7%
2. Amortizaciones/Exportaciones	26,4%	32,5%	35,8%	30,6%	29,9%
B. Deuda Pública	45,1%	52,3%	48,5%	44,8%	43,1%
C. Deuda Privada	6,0%	5,7%	12,9%	8,6%	5,5%
V. TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL					
1. DEUDA TOTAL	8,9%	1,8%	-2,1%	3,2%	-2,4%
2. MEDIANO Y LARGO PLAZO	9,5%	0,0%	-1,8%	3,9%	-1,5%
Pública	11,1%	-0,1%	0,1%	5,4%	-1,1%
Privada	-3,5%	0,9%	-20,2%	-14,9%	-7,6%
3. CORTO PLAZO	3,4%	18,7%	-4,3%	-1,9%	-10,2%
Pública	-54,1%	79,6%	25,5%	-5,9%	33,2%
Privada	26,8%	-1,0%	-18,7%	-8,6%	10,2%
S. Financiero	4,4%	26,1%	-0,8%	2,1%	-27,3%

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

En cuanto a la composición por fuentes de recursos la situación es estable, presentándose una pequeña recomposición entre las entidades multilaterales, BIRF y BID, una reducción en la exposición de la banca comercial en favor de la tenencia de bonos, una menor exposición de las entidades bilaterales de crédito, y un aumento en la exposición de los proveedores.

II. La política cambiaria

En materia cambiaria las autoridades tuvieron la enorme responsabilidad de desarrollar e implantar un nuevo régimen con características de flexibilidad, apto para el proceso de apertura comercial (Ley 9a. de 1991, Res. 57 JM, Res. 3 JD). La nueva política significó un cambio sustancial con respecto al estatuto que rigió los cambios internacionales desde 1967, el Decreto-Ley 444. Es así como se elimina el principio según el cual toda operación pasaba por el mecanismo de licencia de cambio en el Banco de la República, y se establece un mercado de cambios descentralizado cuyo elemento común son los intermediarios financieros (bancos y corporaciones financieras) en su calidad de "intermediarios del mercado cambiario".

De otro lado, se implantó el mecanismo de los certificados de cambio, en parte por su efecto dilatorio de la emisión monetaria y en parte porque permitía una flotación controlada de la tasa de cambio, la cual pasó a ser determinada libremente entre los agentes en las distintas operaciones, dentro de un rango preestablecido por las autoridades; modificación de veras fundamental si se tiene en cuenta el largo período en que la economía colombiana solamente tuvo la tasa oficial de cambio⁵. Otros aspectos del régimen se mantuvieron, con variaciones, como por ejemplo la condición de reintegro para las exportaciones de bienes y de registro para los movimientos de capital, al tiempo que se desarrolló un sistema **expost** de supervisión de las operaciones descentralizadas

y del manejo de la documentación correspondiente.

La liberación cambiaria, se vio a su vez complementada por incentivos tributarios para la repatriación de capitales y por la expedición de un nuevo estatuto de inversiones extranjeras (Res. 49 del CONPES) que concede un tratamiento igual a los inversionistas locales y de otros países, facilitando la inversión foránea prácticamente en todos los sectores de la economía.

La adopción del nuevo régimen cambiario ha sido bastante compleja. No solamente por lo que significó la eliminación de la centralización de las operaciones en el Banco de la República y el traslado del registro a manos de los intermediarios asignados, sino especialmente porque se ha tenido que desarrollar en presencia de un incremento de las reservas internacionales que desbordó todas las previsiones (la más alta en la historia colombiana), y donde la existencia de flujos de capital hacia el país explica una proporción importante de dicha acumulación. Ello ha requerido además un esfuerzo de contracción monetaria considerable por parte de las autoridades para poder sustentar la tasa de cambio en los niveles adecuados de mediano y largo plazo.

Siguiendo las experiencias de países en los cuales se han llevado a cabo procesos exitosos de apertura, las autoridades económicas adelantaron durante 1990 una política de devaluación real del peso, como elemento compensatorio de la desgravación arancelaria y de efectos desestabilizadores transitorios del programa (por pérdida súbita de protección a la producción

5. Existía, como es conocido, una tasa de cambio negra, pero la diferencia con respecto a la tasa oficial era generalmente poco significativa.

nacional y por crecimiento acelerado de las importaciones). Por esta razón el índice de la tasa de cambio real llegó a 116,9 en diciembre (Cuadro 7). Recordemos que las importaciones totales aumentaron un 12% durante dicho año, ritmo inferior al que cabía esperar dada la reducción de las restricciones para-arancelarias, lo cual sumado a un comportamiento favorable de las exportaciones se tradujo en un incremento de las reservas internacionales netas de US\$634 millones para 1990.

Así, 1991 se inicia en presencia de una Balanza de Pagos sólida, a la cual se agregan los resultados positivos de la balanza comercial y la acumulación de reservas internacionales; en retrospectiva cabe aceptar que la política de devaluación seguida durante el año anterior significó al término del mismo algún grado de subvaluación del peso colombiano. Ello puede interpretarse como una especie de "colchón" cambiario para la apertura, y por lo tanto como algo eminentemente transitorio. Sin embargo,

los resultados de la apertura a lo largo de 1991 no fueron los originalmente previstos y en consecuencia las autoridades económicas debieron ajustar la tasa de cambio nominal, tanto por el ritmo de la devaluación como a través del mecanismo del certificado de cambio, lo que se tradujo en la reducción del índice del tipo de cambio real a un nivel de 106,4 al final del año, ajuste que en la práctica significó hacer uso del citado "colchón" cambiario, retornando la tasa a su nivel de equilibrio, razón por la cual los ajustes cambiarios no deben afectar sensiblemente la competitividad de nuestras exportaciones.

Como parte integral del proceso de apertura y cambio estructural del país, el Congreso, por iniciativa del gobierno, expidió la Ley 9a. de 1991 contentiva del nuevo sistema cambiario. Las autoridades económicas debieron desarrollar la reglamentación de dicha Ley, lo cual exigió por su parte gran cautela con respecto a la velocidad con que se introducía un mercado

CUADRO 7
Índice de la tasa de cambio real promedio
 (Diciembre de 1986=100)

Mes	1989	1990	1991p
Enero	95,64	107,05	113,70
Febrero	95,93	107,31	113,69
Marzo	95,73	107,69	110,88
Abril	97,23	109,04	108,69
Mayo	96,76	109,34	108,73
Junio	96,86	109,72	107,55
Julio	100,75	112,11	104,17
Agosto	100,91	112,98	102,58
Septiembre	101,83	113,47	108,90
Octubre	102,97	115,77	110,52
Noviembre	102,74	116,93	108,55
Diciembre	105,02	116,93	107,41
Promedio	99,37	111,53	108,78

p: Provisional.

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

cambiario más flexible y libre. A través de la Resolución 4 de la Junta Monetaria se dio el primer paso, introduciendo a los bancos y corporaciones financieras en el manejo directo de la compra y venta de las divisas que la Ley 9a. declaró no sujetas a reintegros, regulando tales transacciones, y autorizando la libre determinación de la tasa de cambio por los intermediarios y los particulares.

El mercado cambiario

Tomando como base la experiencia que los intermediarios habían adquirido, durante el primer semestre de este año, en el manejo directo de la compra y venta de las divisas provenientes de prestación de servicios y donaciones, las autoridades reglamentaron, a través de las Resoluciones 55 y 57 de la Junta Monetaria, el establecimiento y funcionamiento de un mercado único de cambios a través del mecanismo del certificado de cambio. Dicho mercado está conformado por todas las divisas que obligatoria o voluntariamente sean negociadas a través de los intermediarios autorizados por la autoridad cambiaria para intervenir en él, a la tasa de cambio convenida libremente entre las partes, según ya explicamos. Con la Resolución 57 se dispuso también la descentralización operativa del régimen, transfiriendo la responsabilidad tanto del manejo de los documentos respectivos como del cumplimiento de las normas establecidas, a los intermediarios del mercado cambiario.

Teniendo en cuenta el paso de un régimen en el cual la tasa de cambio era determinada por la autoridad monetaria, quien además en cabeza del Banco de la República intermediaba todas las transacciones, a un sistema de mercado en el cual la tasa de cambio está determinada por la interacción de los agentes económicos, las autoridades estimaron conveniente autorizar al Banco de la República para que interviniera transitoriamente en el mercado cambiario, mediante la emisión y compra de certificados de

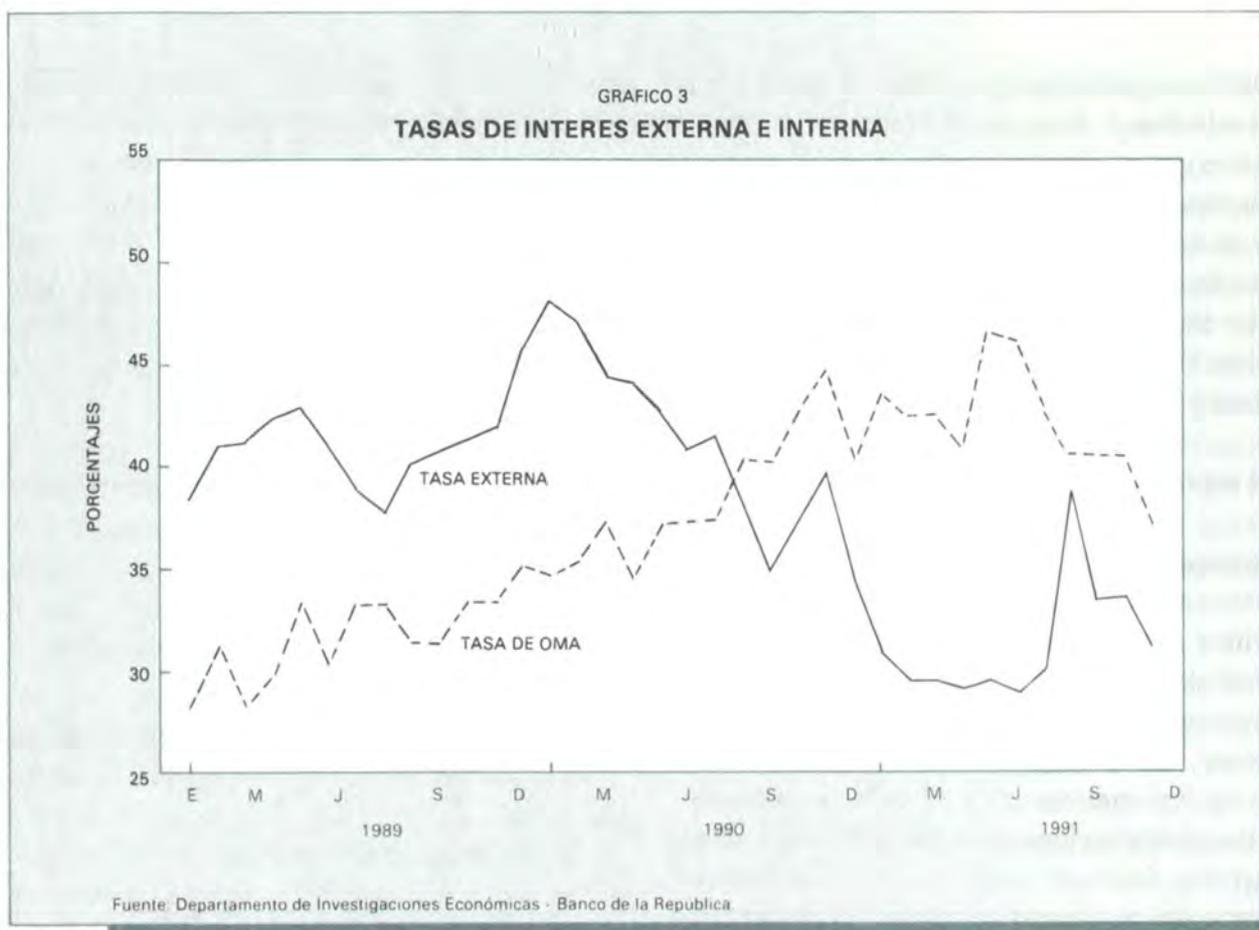
cambio, mecanismo que se constituía en un paso intermedio hacia el establecimiento de un mercado libre. En efecto, el uso de este instrumento tiene la virtud de permitirle a la autoridad cambiaria garantizar un rango dentro del cual se permita la flotación relativa de la tasa de cambio, acorde con los objetivos de largo plazo del programa de internacionalización de la economía, al establecerse un precio mínimo de recompra de los certificados de cambio y sustentar la tasa de cambio para los certificados que se mantengan hasta su vencimiento.

Flujos de capital

Si bien en un régimen de control de cambios pueden presentarse diferenciales de tasas de interés sin que se incentiven flujos importantes de capital, en la medida en que se libera parcialmente el mercado cambiario, los diferenciales se convierten en el determinante principal de los flujos de capital. Colombia no es la excepción en esta regla. Así, según se fue consolidando el proceso de apertura comercial y financiera, fue éste uno de los fenómenos que demandaron un manejo más cuidadoso por parte de las autoridades.

En efecto, ya en el tercer trimestre fue evidente que el país había alcanzado un grado de internacionalización elevado, que se estaba traduciendo en una integración importante de los mercados doméstico y externo de capitales. Bajo tal circunstancia, los flujos de capital resultan mucho más sensibles a los diferenciales de tasas de interés, con lo cual, dentro del nuevo régimen cambiario, desequilibrios de las tasas de interés de paridad claramente afectan el proceso de acumulación de reservas (Gráfico 3 y Cuadro 8).

La Junta Directiva del Banco de la República decidió actuar en este frente. Por una parte, adoptó medidas conducentes a reducir las tasas de interés que ofrecía el Banco de la República



sobre las OMA, además de promover una activa política de concertación directa con los intermediarios financieros que para finales de año ya empezaba a rendir sus frutos. Complementariamente, extendió el plazo de redención de los certificados de cambio de 90 a 360 días con el objeto de postergar la monetización de las divisas, lo cual simultáneamente permitía mantener un ritmo de devaluación estable, que es fundamental para el control de los diferenciales de tasas de interés.

En resumen, la política cambiaria constituyó uno de los grandes retos que enfrentaron las autoridades a lo largo de 1991. Aun si por el momento dejamos de lado el manejo de una acumulación de reservas sin precedentes en la historia del país, encontramos que el desarrollo e implantación de un nuevo régimen cambiario, acorde con el proceso de apertura de nuestra economía, significa un gran desafío. Pasar de un control de cambios completamente centralizado en el Banco de la República a un régimen

de mayor descentralización, flexibilidad y libertad cambiarias, junto con las implicaciones que esto tiene en términos de control monetario, pues la economía queda más expuesta a los movimientos internacionales de capital, es algo de mucho significado para el país y para la vida del Banco.

III. La política fiscal

Evaluar los resultados fiscales de 1991 es una tarea bastante compleja. Se presentan aspectos positivos que sin duda deben destacarse y otros que son materia de controversia frente a alternativas más ortodoxas, sobre todo en cuanto a la evolución del gasto.

Entre los primeros está la eliminación del déficit fiscal del sector público consolidado no financiero (Cuadro 10). En contraste con el año anterior en el cual el déficit había sido 0,4% del PIB, este resultado señala con toda claridad el grado de responsabilidad con que las autori-

CUADRO 8

Relación de tasas de interés Internas y externas

(Tasas promedio mensual)

	Tasa Libor Promedio	Devaluación anualizada (1)	Tasa externa (2)	Tasa Interna (3)
1989 Enero	9,4	26,8	38,7	28,5
Febrero	9,7	28,7	41,2	31,5
Marzo	10,3	28,4	41,5	28,5
Abril	10,2	29,5	42,7	30,0
Mayo	9,8	30,4	43,2	33,6
Junio	9,4	29,2	41,4	30,6
Julio	9,0	27,7	39,2	33,5
Agosto	8,8	26,8	38,0	33,5
Septiembre	9,0	28,7	40,3	31,5
Octubre	8,8	29,5	40,9	31,5
Noviembre	8,4	30,5	41,5	33,5
Diciembre	8,5	31,0	42,1	33,5
1990 Enero	8,4	34,7	45,9	35,3
Febrero	8,4	36,8	48,2	34,9
Marzo	8,5	35,8	47,4	35,5
Abril	8,6	33,3	44,7	37,5
Mayo	8,5	32,9	44,1	34,6
Junio	8,4	31,8	42,8	37,3
Julio	8,2	30,1	40,8	37,5
Agosto	8,1	31,1	41,7	37,5
Septiembre	8,2	27,4	37,8	40,5
Octubre	8,2	24,9	35,1	40,4
Noviembre	8,2	27,0	37,4	42,9
Diciembre	7,9	29,6	39,9	44,8
1991 Enero	7,3	25,4	34,5	40,5
Febrero	6,7	23,0	31,2	43,8
Marzo	6,6	21,8	29,8	42,7
Abril	6,2	22,1	29,7	42,8
Mayo	6,1	21,9	29,3	41,2
Junio	6,2	22,3	29,9	46,9
Julio	6,1	21,6	29,0	46,5
Agosto	5,7	23,3	30,3	43,1
Septiembre	5,6	31,6	39,0	40,7
Octubre	5,3	27,1	33,8	40,8
Noviembre	5,1	27,4	33,9	40,8
Diciembre	4,3	26,2	31,5	37,3

(1) Devaluación del último mes anualizada.

(2) $((1+Libor)(1+dev.)-1)$.

(3) Tasa de Títulos de Participación Clase B: OMA.

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

CUADRO 9

Tipos de cambio nominal y representativo del mercado

Promedios mensuales

Año	Mes	Tasa oficial	Tasa representativa (1)	Descuento de mercado
1991	Enero	574,1		
	Febrero	584,1		
	Marzo	593,8		
	Abril	603,7		
	Mayo	613,8		
	Junio	624,2		
	Julio	634,4	608,5	4,1%
	Agosto	645,6	601,1	6,9%
	Septiembre	660,5	638,6	3,3%
	Octubre	673,8	655,1	2,8%
	Noviembre	687,6	641,6	6,7%
	Diciembre	701,0	630,9	10,0%

(1) Entre julio 10. y noviembre 5 de 1991 se trabaja con el Tipo de Cambio Oficial aplicando el descuento promedio de los Certificados de Cambio en bolsa (Res. 55 JM y Res. 3 JD) con vencimientos entre 85 y 90 días. Entre noviembre 6 y 30 de 1991 se trabaja con el Tipo de Cambio Oficial aplicando el descuento promedio de los Certificados de Cambio en bolsa (Res 10 JD) con vencimientos entre 345 y 360 días. A partir del 10. de diciembre se trabaja con el Tipo de Cambio Representativo de Mercado.

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

dades manejaron las finanzas públicas. Así mismo, si además de analizar el comportamiento histórico se compara el desempeño en este campo con los de otras economías, se evidencia igualmente la seriedad de nuestra política fiscal.

Sin embargo, cuando el punto de comparación no es simplemente histórico o internacional, se llega a diagnósticos bien distintos. Tomemos el caso del equilibrio macroeconómico en su conjunto. Este, debido a la situación del sector externo, fortalecido en exceso por factores de origen exógenos, se vio notoriamente afectado

y requería, para hacer viable la reducción de la inflación, de la generación de algún grado de superávit del sector público, o sea un mayor esfuerzo fiscal. En este evento el peso del ajuste asumido por la política monetaria, necesario para financiar la acumulación de reservas, no habría tenido que ser tan exigente como lo fue.

Es así como la acertada política de ingresos tributarios y la ocurrencia del "boom" petrolero de finales del año anterior, hicieron que los recaudos aumentaran apreciablemente como se verá en los párrafos siguientes. Estos abundan-

CUADRO 10
COLOMBIA
Sector público no financiero 1991

(Miles de millones de pesos)

Conceptos	Sector eléctrico	Ecopetrol	Resto entidades	Fondo Nal. del Café	Gobierno Nacional	Total 1991	% PIB	Variación % 1990/1991
1. INGRESOS TOTALES	772,4	1.664,4	4.089,2	646,5	3.165,0	10.337,5	38,51%	35,7
1.1 Explotación bruta	679,3	1.590,0	1.345,4	513,3	0,0	4.128,0	15,38%	35,1
1.2 Aportes del Gob. Nal. Central	13,8	0,0	1.280,2	0,0	0,0	1.294,0	4,82%	26,6
1.2.1 Funcionamiento	0,2	0,0	1.023,1	0,0	0,0	1.023,3	3,81%	20,6
1.2.1 Inversión	13,6	0,0	257,1	0,0	0,0	270,7	1,01%	55,8
1.3 Otros Ingresos	79,3	74,4	1.463,6	133,2	3.165,0	4.915,5	18,31%	38,8
2. PAGOS TOTALES	714,1	1.634,5	4.048,0	736,4	3.203,0	10.336,0	38,50%	34,5
2.1 Pagos corrientes	592,0	1.418,1	3.149,1	758,0	2.440,0	8.357,2	31,13%	34,0
2.1.1 Intereses deuda externa	161,9	42,9	223,3	10,3	267,0	705,4	2,63%	28,4
2.1.2 Intereses deuda interna	149,8	5,0	77,3	15,4	98,0	345,5	1,29%	59,7
2.1.3 Otros	280,3	1.370,2	2.848,5	732,3	2.075,0	7.306,3	27,22%	33,6
2.2 PAGOS DE CAPITAL	242,9	166,3	923,8	19,2	610,0	1.962,2	7,31%	36,4
2.2.1 F.B.K.F.	236,6	147,5	856,7	19,2	67,1	1.327,1	4,94%	32,0
2.2.2. Otros	6,3	18,8	67,1	0,0	542,9	635,1	2,37%	46,6
2.3 PRESTAMO NETO	(120,8)	50,1	(24,9)	(40,8)	153,0	16,6	0,06%	17,9
3. DEFICIT (-) O SUPERAVIT (+)	58,3	29,9	41,2	(89,9)	(38,0)	1,5	0,01%	-102,1
4. FINANCIAMIENTO	(58,3)	(29,9)	(41,2)	89,9	38,0	(1,5)	-0,01%	-102,1
4.1 CREDITO EXTERNO NETO	(176,3)	(139,9)	12,4	12,2	11,0	(280,6)	-1,05%	273,9
4.1.1 Mediano y largo plazo	(169,0)	(71,9)	(4,2)	0,8	11,0	(233,3)	-0,87%	234,5
4.1.1.1 Desembolsos	168,3	25,0	275,0	0,8	457,0	926,1	3,45%	21,5
4.1.1.2 Amortizaciones	337,3	96,9	279,2	0,0	446,0	1.159,4	4,32%	39,3
4.1.2 Corto plazo neto	(7,3)	(68,0)	16,6	11,4	0,0	(47,3)	-0,18%	793,6
4.2 CREDITO INTERNO NETO	118,0	110,0	(53,6)	77,7	27,0	279,1	1,04%	95,5
DEFICIT (-) O SUPERAVIT (+)/PIB %	0,217	0,111	0,153	-0,335	-0,142	0,01	0,01%	

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

tes recursos, además de permitirle al gobierno incrementar el gasto en términos reales, sirvieron para compensar plenamente el costo fiscal de la apertura y el mayor déficit del Fondo Nacional del Café. Alternativamente, dichos recursos podrían haber facilitado, a través de su esterilización, la generación de un superávit fiscal, descargando de la política monetaria el peso del ajuste macroeconómico.

Gobierno Nacional Central

En el gasto se identifican dos tendencias bien definidas. Por un lado, se observó un moderado crecimiento en servicios personales y gastos generales (28% y 20% respectivamente), de acuerdo con la política salarial definida por el gobierno y el esfuerzo por racionalizar los gastos de funcionamiento (Cuadro 11). Por otra

CUADRO 11

Gobierno Nacional Central
Operaciones efectivas
1991

(Miles de millones de pesos)

Concepto	1990	1991	Var % 1991/1990
1. INGRESOS CORRIENTES BRUTOS	2.214,1	3.269,4	47,7
1.1 Menos papeles y devoluciones	126,0	104,4	-17,1
1.2 Ingresos corrientes netos	2.088,1	3.165,0	51,6
2. PAGOS TOTALES	2.268,5	3.203,0	41,2
2.1 Funcionamiento	1.555,3	2.075,0	33,4
2.1.1 Servicios personales	385,0	492,0	27,8
2.1.2 Gastos Generales	167,9	202,0	20,3
2.1.3 Transferencias	998,0	1.377,0	38,0
2.1.4 Embargos	4,4	4,0	-9,1
2.2 Intereses	262,3	365,0	39,2
2.2.1 Deuda interna	65,0	98,0	50,8
2.2.2 Deuda externa	197,3	267,0	35,3
2.3 Inversión	408,0	610,0(1)	49,5
2.4 Préstamo bruto a entidades	42,9	153,0	256,6
3. SUPERAVIT O DEFICIT	-180,4	-38,0	-78,9
4. FINANCIAMIENTO	180,4	38,0	-78,9
4.1 Crédito externo neto	54,1	11,0	-79,7
4.1.1 Desembolsos	369,3	457,0	23,7
4.1.2 Amortizaciones	315,2	446,0	41,5
4.2 Crédito interno neto	157,1	211,9	34,9
4.2.1 Desembolsos	194,5	620,7	219,1
4.2.1.1 Tesoros	0,0	381,7	
4.2.2 Amortizaciones	37,4	408,8	992,9
4.2.2.1 Tesoros	0,0	197,2	
4.2.2.2 Otros créditos	37,4	211,5	465,6
4.3 Variación de caja	-30,8	-184,9	500,3

(1) Incluye los siguientes conceptos: \$357 mil millones de pagos de la vigencia, \$188 mil millones del rezago del año anterior, \$28 mil millones de pagos directos a proveedores, \$23 mil millones de Bonos de Valor Constante y \$14 mil millones de la sobretasa CIF para vivienda de interés social. No incluye la transferencia a PROEXPO por \$68 mil millones correspondiente a los recursos de la sobretasa CIF. Fuente: Tesorería General de la República, Departamento Nacional de Planeación y Banco de la República.

parte, los pagos por transferencias e inversión fueron claramente expansivos, pues crecieron a tasas de 38% y 40,4% en su orden⁶. El comportamiento de las transferencias estuvo ligado en buena medida a la evolución del recaudo del IVA y al mayor porcentaje que sobre este tributo debe cederse a los municipios. En inversión prevaleció la decisión de elevar el gasto en infraestructura a niveles compatibles con las necesidades del programa de apertura. Adicionalmente, el gobierno tuvo que financiar parte de las necesidades de servicio de deuda externa del sector eléctrico, y debió cancelar a los cafeteros la deuda contraída durante la pasada bonanza cafetera.

El excelente comportamiento de los ingresos del Gobierno Central se debió primordialmente al recaudo de los impuestos de renta e IVA, que crecieron al 57% y 53% respectivamente. El dinamismo del tributo a la renta corresponde al efecto rezagado del "boom" petrolero de 1990, a la adopción de medidas sobre retención en la fuente, a la imposición del impuesto de guerra y especialmente al esfuerzo de gestión que en forma continuada ha adelantado durante los últimos años la Administración de Impuestos Nacionales para reducir el índice de evasión tributaria. Con relación al IVA debe destacarse la ampliación de la base gravable del impuesto, que incorporó nuevos servicios, y el aumento en la tarifa general que pasó del 10% al 12%. Como se mencionó, el incremento en los ingresos fue más que suficiente para compensar el costo fiscal del programa de modernización e internacionalización de la economía, pues las medidas sobre tarifas y cobertura del arancel y la sobretasa CIF representaron una reducción de los ingresos por comercio exterior cercana a los \$120 mil millones.

Siguiendo pautas sanas y diáfanas sobre el nivel de crédito primario al que puede tener acceso el sector público, se llevó a cabo durante el año un cambio fundamental en la naturaleza del financiamiento de las operaciones de la Tesore-

ría General de la República, que empezó a sustituir, como fuentes de financiamiento, recursos de emisión por otros que no generan expansión monetaria⁷. Estos últimos fueron captados a través de la emisión y colocación en el mercado libre de títulos de deuda denominados "Tesoros", cuyo valor ascendió a \$382 mil millones, que descontando las redenciones, significaron un endeudamiento neto por \$143 mil millones. Sin embargo, no deja de ser preocupante que a través de la utilización que hizo el Gobierno Nacional de la garantía de los Títulos de Ahorro Nacional, TAN, por \$154 mil millones, se estén violando los mismos principios en cuyo nombre se basó la autorización de endeudamiento a través de los Tesoros⁸.

El Fondo Nacional del Café

En las finanzas del Fondo Nacional del Café se presentó un déficit por valor de \$90 mil millones, en contraste con la situación relativamente equilibrada del año anterior cuando dicho déficit fue de \$3 mil millones. Aunque inicialmente el faltante para 1991 se estimó en \$18 mil millones, a lo largo del año se observó un sensible deterioro de los resultados financieros del Fondo como consecuencia de la disminución del volumen de las exportaciones y el apreciable aumento en la producción del grano,

6. Para calcular el incremento en inversión se descuentan del total de \$610 mil millones en 1991, los recursos de la sobretasa CIF destinados a inversiones en Bonos de Valor Constante (\$23 mil millones) y a financiar vivienda de interés social (\$14 mil millones).

7. Antes de la expedición de la Ley 51 de 1990 que prohíbe el crédito del Banco de la República al Gobierno Nacional Central, la Tesorería General de la República podía solicitar un préstamo temporal a principios de año, el cual era cancelado al finalizar el año con los recursos de la Cuenta Especial de Cambios que por Ley debía transferir el Banco de la República al Gobierno Nacional.

8. El pago de la garantía TAN corresponde al crédito monetario concedido por el Banco de la República al Gobierno Nacional para atender el servicio de la deuda de estos Títulos.

que como se mencionó antes, alcanzó un volumen de 16,1 millones de sacos.

Para aliviar esta situación se adoptó un recorte en los programas de inversión por \$23 mil millones y un reajuste en el precio interno menor al programado, que se había estimado en 22%, y fue sólo de 17%. De otra parte, con la emisión de los Títulos de Apoyo Cafetero, TAC, se logró un financiamiento cercano a \$26 mil millones durante los meses de octubre y diciembre, reduciéndose de esta manera los costos financieros. Por último, el Gobierno Nacional canceló en el mes de diciembre \$32 mil millones correspondientes al saldo de los préstamos concedidos durante la pasada bonanza cafetera.

Ecopetrol

Las finanzas de Ecopetrol se vieron bastante afectadas por la caída de los ingresos externos y los atentados contra los oleoductos y otras instalaciones petroleras. Por tal razón, la empresa registró un superávit de sólo \$30 miles de millones, cifra bastante inferior a la de \$221 miles de millones, prevista inicialmente en el Plan Macroeconómico y al superávit de 1990 (\$130 miles de millones). En los ingresos, contrasta la caída del 9% en el valor de las exportaciones de crudo y sus derivados, debido a la reducción tanto de los precios como del volumen exportado, con el crecimiento del 33% en aquellos generados por ventas internas. En los pagos, se destaca el recorte en inversión por aproximadamente US\$65 millones que se hizo para garantizar el flujo de recursos que Ecopetrol transfiere al resto del sector público. El valor de las regalías giradas, el impuesto de renta, las utilidades transferidas a la Nación y los pagos por concepto de "impuesto de guerra" ascendieron aproximadamente a la suma de \$348 mil millones. Cabe señalar que una parte de las utilidades transferidas (\$36 mil millones) y los pagos por impuesto de guerra (\$22 mil

millones), no estaban previstos en las proyecciones iniciales.

El sector eléctrico

La evolución financiera del sector eléctrico merece especial atención, ya que si bien registró un superávit de \$58 mil millones, éste fue posible por el apoyo financiero recibido por parte del Gobierno Nacional, que sólo en transferencias ascendió a \$121 mil millones; por un recorte sustancial en los programas de inversión; por un incremento significativo en términos reales de las tarifas de consumo (11%) y por el efecto de la menor devaluación sobre el servicio de la deuda externa.

La imperiosa necesidad de resolver los problemas financieros de corto plazo efectivamente desplazó en la agenda del sector público la implementación de políticas de fondo para solucionar la crisis del sector. En forma optimista se ha creído que el ritmo de incremento de las tarifas registrado durante el año es sostenible en el futuro, y que por este camino el sector estará en capacidad de generar internamente los recursos necesarios para servir sus obligaciones. Aun peor, la sustitución de deuda externa por deuda en pesos que se ha realizado a través de la FEN, ha ocasionado un incremento significativo de los gastos financieros que es inclusive mayor al registrado en las tarifas. Esta política de traspasarle al consumidor todas las ineficiencias administrativas tiene su límite y creemos llegada la hora de que se tomen las medidas necesarias para fortalecer en forma definitiva las finanzas del sector, reestructurando las empresas para reducir sus costos, de manera que las necesidades de inversión que plantea un exitoso programa de apertura no se vean postergadas por los sobrecostos que se derivan de las altas tarifas del servicio de energía.

La política de privatización

En tono con las exigencias de una economía que empieza a participar activamente en los mercados internacionales, el gobierno ha venido adelantando un programa de reforma del sector público con el objetivo de incrementar la productividad en el uso de los recursos del sector y lograr una asignación más eficiente de los recursos de la economía. Como parte del desarrollo de este plan, que incluye la privatización de los activos del sector industrial, agrícola, comercial y de servicios públicos en los cuales no se encuentra una justificación razonable para que exista la propiedad pública, el Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, FOGAFIN, ha venido adelantando con pleno éxito el proceso de reprivatización de las entidades financieras nacionalizadas a comienzos de la década pasada.

El FOGAFIN concretó la venta de los Bancos Tequendama, de los Trabajadores y del Comercio entre inversionistas locales y extranjeros, aprovechando las posibilidades abiertas por las reformas cambiaria, tributaria y financiera. La efectividad con que se llevaron a cabo las reprivatizaciones permite vislumbrar la culminación de un proceso que durante los años ochenta siempre se vio como transitorio, pues nunca se ha pensado en que el Estado deba prestar el servicio bancario, y que finalizaría con el retorno al sector privado de dichas entidades, una vez que hubiesen sido saneadas. Los resultados favorables del año que analizamos nos llevan a creer firmemente en que este proceso deberá continuar durante 1992 con la venta de los demás bancos, entre los que se encuentran el Banco de Colombia y del Estado. Vale la pena señalar que las utilidades provenientes de estas transacciones no constituyen disponibilidades del Gobierno Nacional, por cuanto ellas corresponden a activos del Fondo de Garantías.

Bajo el principio de que en el sistema financiero sólo la competencia entre los participantes en el mercado puede garantizar un grado de eficiencia que sea socialmente aceptable, consideramos necesaria la privatización de aquellos bancos oficiales que se desempeñen en áreas en las cuales su funcionamiento es sustitutivo del sector privado.

IV. Las políticas monetaria y crediticia

La persistencia en la aceleración de la inflación hasta finales de 1990 llevó a que las políticas monetaria y crediticia durante 1991 estuvieran firmemente orientadas hacia la estabilización de los precios, a través del control tanto de los medios de pago como del flujo de crédito ofrecido por el sistema financiero. Si bien la presencia activa del Banco de la República a través de las Operaciones de Mercado Abierto OMA en 1990 había logrado evitar un desbordamiento monetario, al terminar dicho año la situación era bien preocupante pues la tasa de aumento de M1 al último día del año era de 32,8% y en promedio para los doce meses de 28%, cifras consideradas como altas con relación al objetivo de reducir la inflación en 1991 al 22% partiendo del elevado nivel de 32,5% con que finalizó 1990. Por otra parte, el año pasado se observó una considerable expansión del crédito del sistema financiero que llegó a mostrar tasas del 33% anual.

El diagnóstico inicial sobre las causas de la aceleración de la inflación le asignaba buena parte de la responsabilidad a un desajuste de demanda agregada, con excesiva disponibilidad de crédito que resultaba inconveniente para los objetivos de estabilidad de precios y de la puesta en vigencia de las medidas de apertura, las cuales para su éxito demandaban la existencia de un cuadro macroeconómico equilibrado.

Medidas de política

La primera decisión de orden contraccionista adoptada en 1991 fue el establecimiento del encaje marginal del 100% sobre las exigibilidades de los establecimientos de crédito, a excepción de las corporaciones de ahorro y vivienda (Res. 1/91 JM). Dicha norma estuvo dirigida a suministrar un volumen de crédito por parte de las entidades del sistema financiero claramente inferior al demandado por los agentes privados; de esta manera se afectaba directamente la disponibilidad de crédito y se reducía la expansión secundaria del dinero a través de un menor nivel del multiplicador de la base monetaria. Como efecto final, se buscaba restringir la demanda agregada a través de los efectos conjuntos sobre los productores y consumidores. Por el lado del productor, éste se veía privado de fondos para financiar los inventarios de productos terminados, teniendo que

salir al mercado a competir a través del ofrecimiento de menores precios por sus productos. Por el lado del consumidor, la medida encarecía el crédito, desestimulando la demanda por bienes; el resultado final debía ser una reducción del crecimiento en los precios.

Adicionalmente el Banco de la República durante el primer semestre logró esterilizar recursos, a través de las OMA, por valor superior a los \$500 mil millones. El conjunto de disposiciones crediticias y monetarias consiguió que al finalizar la primera mitad del año la situación monetaria estuviera en términos generales acorde con las metas fijadas para los primeros meses del año, o sea con una tasa de expansión de los agregados monetarios entre 22% y 26%. Es así como se observó un crecimiento promedio de 26% para los medios de pago y 26,7% para la base monetaria (Cuadro 12) a pesar de que en el mes de mayo los me-

CUADRO 12

Evolución mensual de los agregados monetarios en 1991

Fin de	Base monetaria	% anual	Medios de pago	% anual	Multiplicador	% anual	Efectivo/ctas. ctes.	Reserva/ctas. ctes.
Enero	1.178,3	25,7	1.996,7	26,2	1,695	0,4	0,4942	0,3875
Febrero	1.140,6	22,6	1.937,1	22,4	1,698	(0,2)	0,4878	0,3882
Marzo	1.205,4	24,0	1.976,1	25,0	1,639	0,8	0,5024	0,4140
Abril	1.204,1	27,1	2.003,3	22,5	1,664	(3,6)	0,4503	0,4214
Mayo	1.255,8	27,7	2.112,4	30,4	1,682	2,1	0,4693	0,4042
Junio	1.338,5	32,9	2.161,0	26,3	1,614	(5,0)	0,5013	0,4286
Julio	1.343,6	37,2	2.120,1	26,8	1,578	(7,6)	0,5043	0,4490
Agosto	1.347,8	31,4	2.122,4	23,2	1,575	(6,3)	0,4732	0,4623
Septiembre	1.427,5	41,4	2.240,3	30,6	1,569	(7,6)	0,4343	0,4796
Octubre	1.514,4	47,3	2.333,2	30,1	1,541	(11,7)	0,5080	0,4708
Noviembre	1.714,7	54,5	2.483,0	33,3	1,448	(13,7)	0,4751	0,5432
Diciembre	2.146,0	54,5	2.843,2	32,8	1,325	(14,1)	0,6123	0,6050
PROMEDIO ANUAL	1.401,4	35,5	2.194,1	27,5	1,586	(5,5)	0,493	0,454

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

dios de pago tuvieron un incremento superior al 30% debido al comportamiento inusual de los depósitos oficiales⁹.

La expansión primaria en el primer semestre del año, está explicada básicamente por la acumulación de reservas internacionales por US\$655 millones, el desmonte de los depósitos previos para importación que significó una liberación de recursos por \$157 mil millones, y la eliminación del certificado de cambio sobre servicios establecido por la Resolución 66 de 1990 de la Junta Monetaria. Estos hechos fueron compensados con la colocación de un mayor volumen de OMA, que a junio ascendieron a \$866 mil millones y con los títulos del encaje marginal correspondientes a las exigibilidades del sistema financiero diferentes a las cuentas corrientes, que congelaron recursos por \$308 mil millones (Cuadro 13). Así mismo, a través del mecanismo de los certificados de cambio con plazo máximo de tres meses (Res. 55/91 JM), se congelaron recursos por \$21 mil millones durante este período.

La expansión secundaria se redujo, desde luego, por el efecto del encaje marginal sobre las cuentas corrientes. Fue así como el multiplicador monetario pasó de 1,6996 en junio de 1990 a 1,614 en junio de 1991. De igual forma la cartera de los bancos mostraba una importante desaceleración, llegando la tasa de crecimiento a niveles de sólo 14% en el mes de junio y la cartera del sistema financiero consolidado lo hacía a un ritmo del 21%. Tan sólo las CAV crecían al 30% en virtud de que no estuvieron sujetas al encaje marginal.

La situación del segundo semestre

No obstante estos logros específicos, la situación monetaria para el tercer trimestre del año presentaba serias dificultades, en especial con relación a la efectividad de los principales instrumentos de que disponía la autoridad monetaria, como las OMA y el encaje marginal;

ello en razón a los efectos que esta mismas herramientas estaban teniendo sobre las tasas de interés. Las tasas para los Títulos de Participación a 90 días aumentaron de un nivel de 43% en marzo, a 46,8 % en junio. Con una evolución de este tipo se generó un importante diferencial de tasas de interés interna-externa en favor de las primeras, elemento que tal como mencionamos, presionaba el ingreso de capitales especulativos desde el exterior, dando lugar a la generación de más reservas y por lo tanto a la necesidad de colocar una mayor cuantía de títulos del Banco con un nuevo efecto de elevación de la tasa de interés. (Gráfico 3).

En este sentido las limitaciones de la política monetaria para esterilizar por sí sola el superávit externo se acentuaron de manera evidente. El nivel de las reservas internacionales superaba en septiembre los US\$6.150 millones, con una acumulación durante el tercer trimestre de US\$971 millones, mientras que las operaciones de mercado abierto habían alcanzado la cifra récord de \$1.209 mil millones y los certificados de cambio congelaban la emisión correspondiente a US\$1.061 millones (Cuadro 14).

La persistente acumulación de reservas, superior a todas las previsiones hechas en la primera mitad del año, junto con la monetización inevitable de los certificados de cambio emitidos durante junio-agosto, con plazo de 90 días, los cuales ascendían a US\$1.044 millones, comprometía seriamente la efectividad del control

9. Como se anotó en las Notas Editoriales del mes de mayo, el comportamiento de los medios de pago en este mes obedeció a circunstancias muy particulares de los pagos de la Tesorería General de la República, que determinaron que las cuentas corrientes oficiales registraran para este período un crecimiento del 47%, significativamente superior al de los meses anteriores. En efecto, la Tesorería decidió efectuar los pagos atrasados, que al finalizar el mes de abril ascendían a \$80 mil millones y que definitivamente se constituyeron en el elemento que explicó el alto crecimiento de los medios de pago.

NOTAS EDITORIALES

CUADRO 13

**Principales fuentes de expansión y contracción
de la base monetaria 1991
(Variaciones absolutas) (1)**

(Miles de millones de \$)

Fuentes	Total 1990	1991				Total 1991
		Trim. I	Trim. II	Trim. III	Trim. IV	
BASE MONETARIA	262,4	(183,4)	133,1	89,0	718,5	757,1
Reservas internacionales netas	790,4	147,2	499,5	615,4	340,6	1.602,7
US\$ millones	631,9	31,8	632,6	971,3	283,5	1.919,2
Tesorería	49,3	128,0	(157,4)	51,3	119,5	141,5
I) Depósitos Tesorería Banco de la República	(33,7)	40,8	(144,4)	0,3	136,4	33,0
II) Resolución 3/88	(34,4)	87,3	(13,0)	(14,1)	(105,8)	(45,6)
III) Utilización Garantía TAN	7,3	0,0	0,0	65,1	89,0	154,1
IV) Traslado de la CEC	110	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Crédito neto FAVI	(89,6)	(48,0)	64,1	(25,1)	(29,4)	(38,4)
Operaciones de mercado abierto (2)	(236,0)	(359,5)	(143,8)	(273,4)	(120,5)	(897,3)
Títulos de participación	(238,0)	(388,5)	(169,7)	(285,2)	(111,4)	(954,7)
a) Sector financiero	(51,1)	(128,1)	45,6	(90,6)	78,0	(95,1)
b) Sector público	(27,7)	(4,1)	(27,6)	(35,7)	(31,3)	(98,7)
d) Sector privado	(159,3)	(256,2)	(187,7)	(158,9)	(158,0)	(760,9)
Títulos canjeables Res 66	2,0	28,9	25,8	11,8	(9,1)	57,4
Pasivos con FEDERECAFE (3)	(22,1)	14,0	34,7	(4,6)	71,7	115,8
Cuenta especial de cambios	(201,9)	(36,5)	(20,1)	40,0	7,3	(9,3)
Certificados de cambio	(19,4)	14,6	(35,3)	(540,1)	249,1	(311,6)
Obligaciones externas de largo plazo	(95,1)	(28,4)	(23,8)	(0,9)	(11,0)	(64,2)
Depósitos de giro	(28,8)	147,8	8,9	0,1	0,1	157,0
Encaje Marginal diferente a Ctas. Ctes.	0,0	(143,6)	(164,3)	222,8	85,0	0,0
Otras fuentes netas	115,7	(19,1)	70,6	3,4	6,1	61,0

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

(2) No incluye los Títulos de Participación y los títulos canjeables de FEDERECAFE.

(3) Incluye Títulos de Participación, títulos canjeables de Res. 66/86 y títulos TREC.

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

CUADRO 14

Saldos de las operaciones de mercado abierto y
de los certificados de cambio en 1991

Fin de	Títulos de Participac.	Títulos Canjeables	Total Oma	Certificados de cambio		Oma + certicambios
				\$	US\$	\$
Enero	507,4	65,8	573,2	74,4	140,8	647,6
Febrero	615,9	55,5	671,4	58,6	108,9	730,0
Marzo	724,9	50,6	775,5	46,5	85,0	822,0
Abril	697,3	99,5	796,7	30,0	53,7	826,8
Mayo	857,2	87,7	944,9	29,9	52,4	974,9
Junio	850,1	80,9	931,1	81,8	141,7	1.012,9
Julio	1.006,4	74,7	1.081,1	232,5	402,0	1.313,5
Agosto	919,0	71,7	990,7	423,5	728,9	1.414,1
Septiembre	1.140,2	69,2	1.209,4	621,8	1.061,2	1.831,2
Octubre	1.190,3	21,3	1.211,6	622,5	1.044,5	1.834,1
Noviembre	1.232,9	20,5	1.253,4	472,0	777,9	1.725,4
Diciembre	1.238,9	20,7	1.259,6	372,8	608,0	1.632,4

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

monetario para el cuarto trimestre. Esta situación se agravaba aún más al tener en cuenta que el costo de las OMA superaba los recursos de la Cuenta Especial de Cambios, disponibles para cancelar los intereses de los títulos hasta el punto de haberse generado una pérdida neta de cerca de \$40.000 millones durante el tercer trimestre.

De otra parte, los efectos de contracción de la demanda agregada logrados a través de la reducción en el crédito doméstico, producto del encaje marginal y del incremento en las OMA, habían redundado en un quiebre de la tendencia inflacionaria, por lo cual no se hacía necesario mantener la restricción crediticia, la cual podría comprometer el crecimiento económico más allá de lo buscado originalmente¹⁰.

En vista de esta situación, la Junta Directiva del Banco de la República, introdujo modificaciones importantes al manejo monetario. Fue así como diseñó una estrategia de eliminación del diferencial de tasa de interés interna-externa mediante una acción definida de reducción permanente de la tasa de colocación de las operaciones de mercado abierto, con el fin de reducir el incentivo a acumular reservas. Al mismo tiempo optó por un moderado relajamiento en el control del crédito doméstico, objetivo que requería el desmonte del encaje marginal.

Sin embargo, la existencia de factores de expansión monetaria derivados del término de vencimiento de los certificados de cambio y de la incertidumbre relacionada con el efecto de la nueva política de tasas de interés sobre las OMA, hizo necesaria la adopción de medidas contraccionistas adicionales que de todos modos garantizaran el adecuado control de los medios de pago. Estos fenómenos condujeron a intensificar el uso del certificado de cambio, cuyo plazo de maduración se amplió de los mismos 90 a 360 días y se crearon estímulos a la no monetización de los vigentes, garantizándoles

un interés de 9% anual sobre la devaluación. Adicionalmente se completó el ajuste monetario subiendo el encaje ordinario para depósitos de particulares a 41% y para los oficiales a 70%¹¹. Estas medidas fueron complementadas con el incremento en los requerimientos de posición propia de los intermediarios financieros, mecanismo por medio del cual se esterilizaron aproximadamente US\$252 millones (Res. 9/91 JD).

En razón de estas medidas, al finalizar el año el saldo de las OMA ascendía a \$1.260 miles de millones de pesos, mostrando un incremento trimestral de \$121 mil millones, que representa sólo el 13% de toda la contracción realizada durante el año con este instrumento. Por su parte el multiplicador había caído como consecuencia de los mayores encajes a 1,325, nivel que permitía hacer compatible un crecimiento de la base monetaria de 54,5% con el de los medios de pago de 32,8%.

La tasa de aumento de los medios de pago al término del año excedió el límite máximo de 30% revisado a comienzos del cuarto trimestre. A este respecto es conveniente señalar las consideraciones que la autoridad tuvo para ampliar el presupuesto monetario inicialmente establecido en 22%. En primer lugar es un hecho que, bajo la creciente apertura real y financiera de la economía colombiana, la capacidad de afectar discrecionalmente las variables sobre las que se ha ejercido el control moneta-

10. De acuerdo con las cifras del consolidado financiero, el crédito bruto al sector privado había crecido durante los tres primeros trimestres únicamente el 7,97%, lo cual combinado con un crecimiento de las OMAS de más del 200%, ciertamente restringía las posibilidades de financiamiento de las operaciones productivas del sector privado.

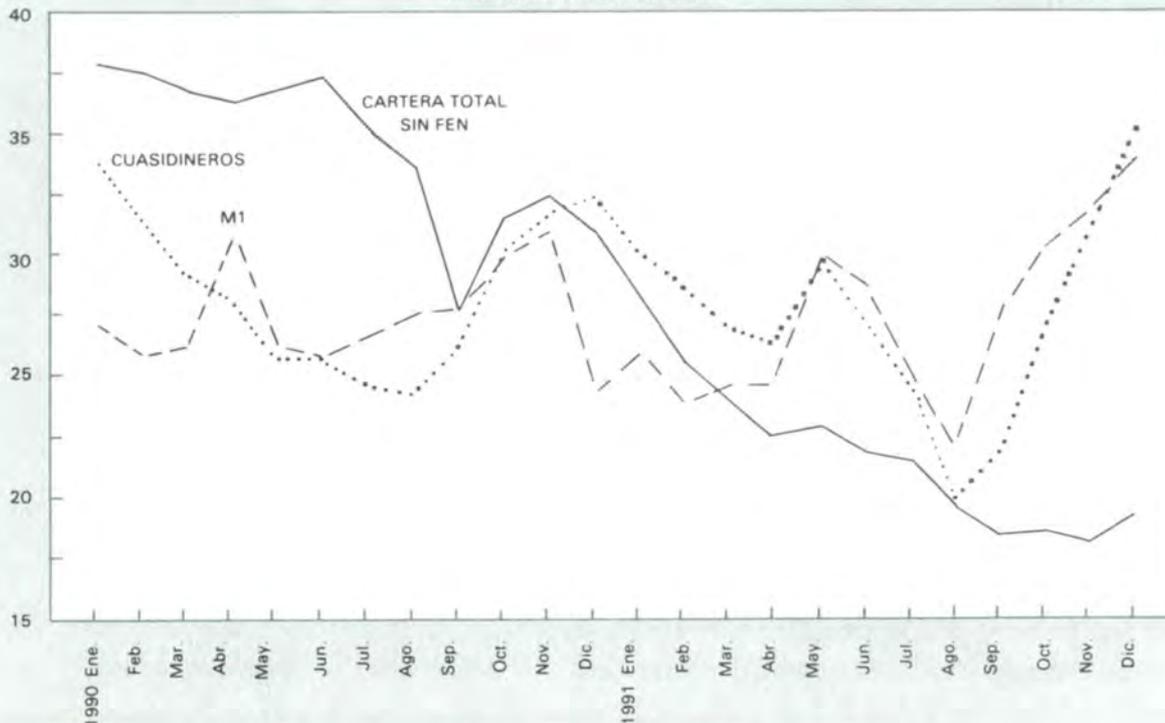
11. Resoluciones Externas Nos. 1 y 11 de la Junta Directiva. Se suprime el encaje marginal y se sustituye por aumentos de 3,5 puntos sobre las cuentas corrientes de particulares, 9,5 puntos sobre los depósitos oficiales, y 39 puntos sobre los depósitos fiduciarios.

rio en Colombia, se ve reducido. De otra parte, la mayor libertad a la movilidad de capitales derivada de las recientes reformas legales cambiaria y financiera, convierten a la oferta monetaria en una variable relativamente más endógena, que con el tiempo tiende a ajustarse a la demanda prevaleciente en el mercado. En tales circunstancias, y en esta precisa coyuntura, aceptar un nivel de los medios de pago más elevado no debe entenderse como una desviación del propósito central de estabilización, ya que se trata sólo de un fenómeno transitorio, mientras se reducen las tasas de interés internas, y se contribuye a suprimir los incentivos a la entrada de capital especulativo; más aún, puede dar lugar al movimiento contrario de salida de capitales, que vía una menor acumulación de reservas, sería contraccionista en la coyuntura actual.

En segundo lugar, la Junta consideró que la importante caída en la tasa de interés doméstica, a la que ya se hizo referencia, había ampliado el espacio monetario disponible por las autoridades al facilitar una favorable remonetización de la economía. Al fin y al cabo, si la tasa de interés se reduce, es de esperar que aumente la demanda por dinero de la economía. Estos argumentos fueron tenidos en cuenta para justificar la decisión de aceptar un presupuesto monetario más amplio (Cuadro 15).

De otra parte, la política crediticia tuvo un éxito relativo. El crecimiento de la cartera del sistema financiero, sin incluir la FEN, fue del 19,1% en el año, contribuyendo al objetivo de reducir la inflación (Gráfico 4). El descenso en la cartera durante los primeros ocho meses del año llegó a la significativa tasa de 18,7%, cifra que refle-

GRAFICO 4
CARTERA, M1 Y CUASIDINEROS (1)
Variaciones Porcentuales Anuales



(1) Promedios mensuales. Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas - Banco de la República

CUADRO 15

Tasa de interés nominal y real

Año	Mes	Tasa nominal (1)	Inflación (2)	Tasa real (3)
1990	Enero	34,42	26,7	6,1
	Febrero	34,15	27,1	5,5
	Marzo	34,65	27,6	5,5
	Abril	35,76	28,0	6,1
	Mayo	35,76	28,2	5,9
	Junio	36,23	29,0	5,6
	Julio	37,59	28,7	6,9
	Agosto	37,11	29,0	6,3
	Septiembre	37,56	30,2	5,7
	Octubre	37,94	30,7	5,5
	Noviembre	37,67	31,0	5,1
	Diciembre	38,45	32,4	4,6
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

(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.

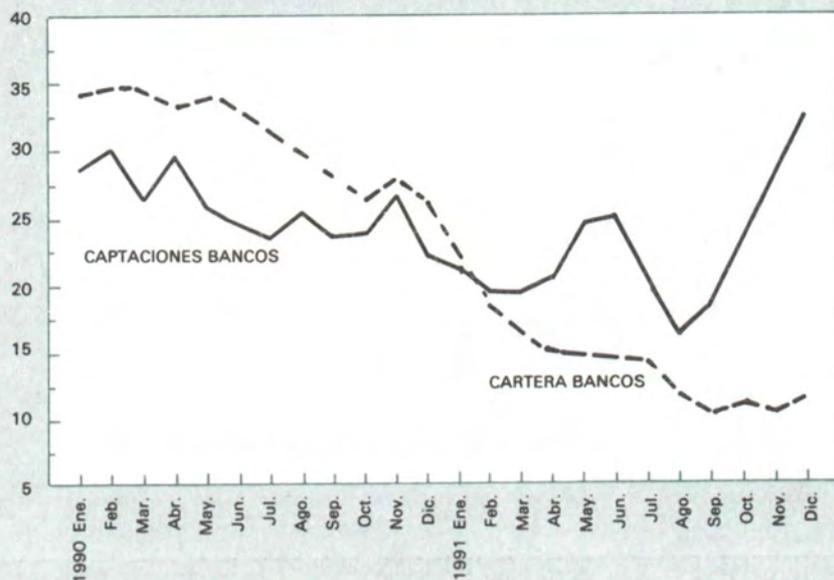
(3) Calculada como $((1 + \text{Tasa Nominal}/1 + \text{Inflación}) - 1) * 100$.

Fuentes: Superintendencia Bancaria, encuesta semanal CDT y pagarés a todos los plazos, y DANE.

GRAFICO 5

(a)

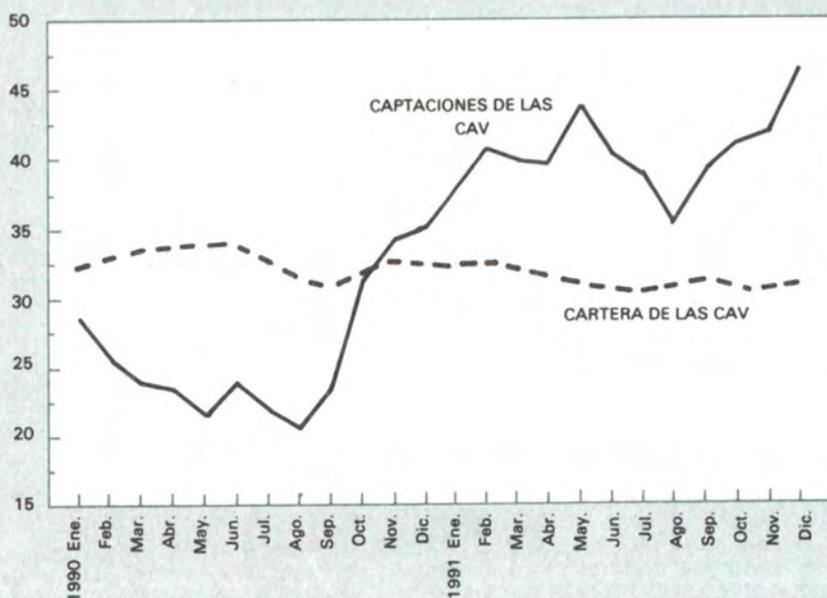
Captaciones y cartera del Sistema Bancario (1)
Variaciones Porcentuales Anuales



(1) Promedios mensuales.

(b)

Captaciones y cartera de las CAV (1)
Variaciones Porcentuales Anuales

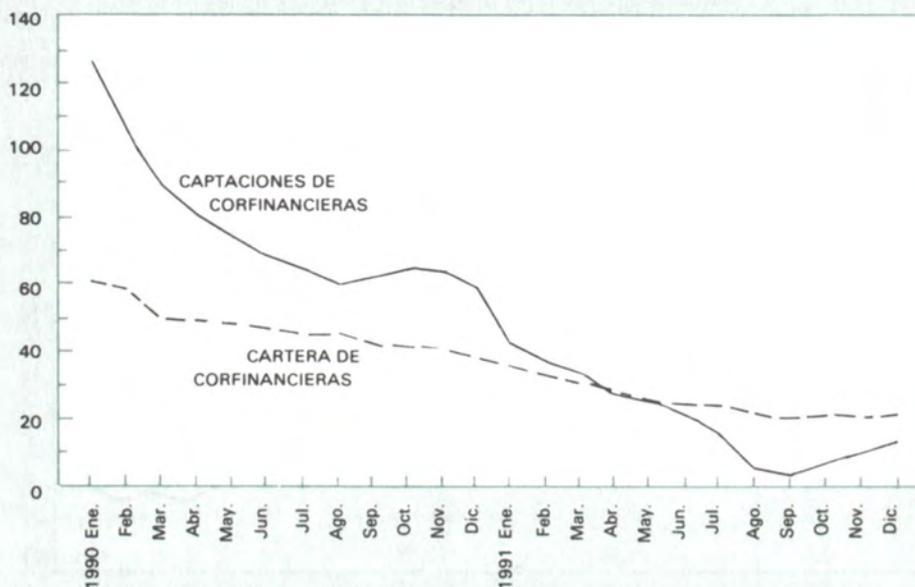


(1) Promedios mensuales.

GRAFICO 5 (Continuación)

(c)

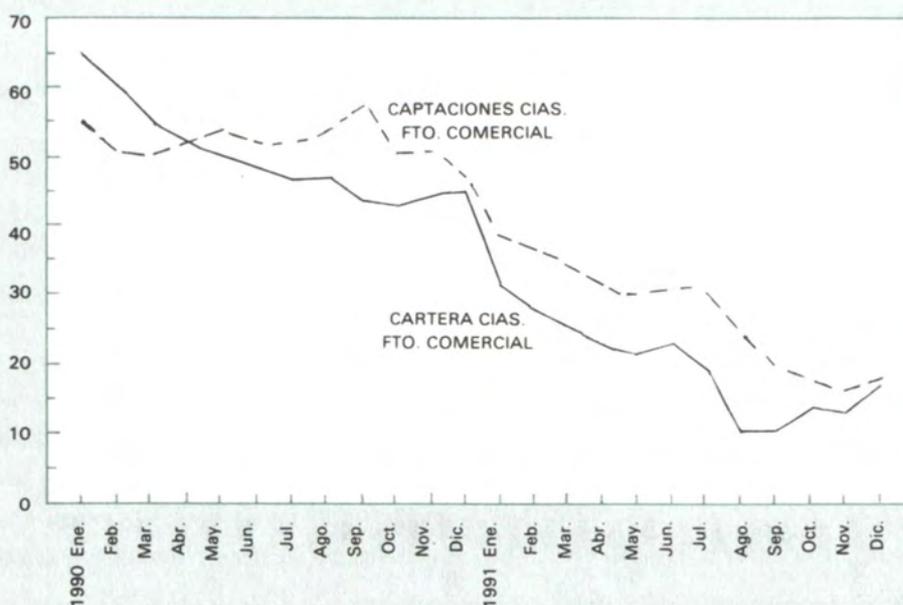
Captaciones y Cartera de Corfinancieras (1)
Variaciones Porcentuales Anuales



(1) Promedios mensuales.

(d)

Captaciones y Cartera Cias. Fto. Comercial (1)
Variaciones Porcentuales Anuales



(1) Promedios mensuales. Fuente: Departamento de Investigaciones Económicas - Banco de la República.

jaba el bajo crecimiento de los medios de pago y de los cuasidineros, fuente principal de los recursos prestables. Es interesante notar que cuando se levanta el encaje marginal del 100%, los medios de pago y los cuasidineros empiezan a crecer, generando un mayor volumen de recursos prestables, pero la cartera continuó cayendo hasta llegar al exiguo aumento anual de 18,4% en noviembre, y sólo en diciembre experimenta una ligera recuperación de menos de un punto porcentual. Aparentemente faltó dinamismo en la demanda por parte de los inversionistas, que sobreajustaron sus necesidades de crédito bancario o lo sustituyeron parcialmente por alternativas como las "aceptaciones"; esto significa que independientemente del nivel de crédito ofrecido por el sector financiero la actividad real había reducido su demanda por fondos. En todo caso es importante advertir que la caída en la inversión no fue causada exclusivamente por la restricción crediticia, sino que correspondió además a factores de incertidumbre derivados de los importantes cambios que enfrenta el país en su proceso de ajuste estructural y a otros hechos de naturaleza distinta, como es el caso de las dificultades de la Caja Agraria que perdió participación tanto en ahorros como en crédito.

En el Gráfico 5 podemos observar la variación de la cartera y la evolución de las captaciones para cada uno de los intermediarios financieros. La cartera cayó en todos los casos hasta la eliminación del encaje marginal, menos para las corporaciones de ahorro y vivienda, en donde se ha mantenido en los mismos niveles del año anterior, pese a que sus captaciones han crecido considerablemente, gracias a que fueron exentas de los requisitos de encaje marginal del 100%. En las compañías de financiamiento comercial y de corporaciones financieras, la elevación de las tasas de interés, junto con el encaje marginal, forzaron a la salida de estas instituciones del mercado de CDT, por lo tanto el descenso en la cartera estuvo acompañado por un des-

censo importante en las captaciones. En el caso de los bancos, el ritmo de crecimiento de sus captaciones totales se reduce moderadamente hasta el tercer trimestre, para luego experimentar una recuperación importante en el último trimestre. Por su parte, en razón a la vigencia del encaje marginal la cartera bancaria presenta una caída sustancial, al pasar de niveles de crecimiento cercanos al 30% a finales de 1990, a sólo 12% en septiembre de 1991, tasa esta que se mantiene a lo largo del último trimestre.

La experiencia de política monetaria y de crédito en 1991 fue particularmente rica, sobre todo por tratarse de un período en que la economía en su conjunto fue integrada en todos los frentes a la actividad mundial. Estos hechos obligaron a adoptar cambios importantes en la estrategia anti-inflacionaria que por ninguna razón pueden interpretarse como si el problema hubiese dejado de ser prioritario para la autoridad monetaria o que éste haya dejado de tener determinantes monetarios; más bien sugiere que, tal como ha sucedido en países con mercados financieros más sofisticados, hay que reconocer que la relación entre medios de pago e inflación ya no es tan automática y que el éxito del programa de estabilización debe medirse a partir de la baja en el ritmo de crecimiento de los precios y no en función de la evolución de algún agregado monetario en particular.

V. El sector real, empleo y precios

El sector real

En el sector real se reflejan los efectos de las medidas de política adoptadas por las autoridades económicas. Lo acontecido durante el año recoge ciertamente el objetivo de política de propiciar la reorientación del sector productivo hacia el mercado externo, sobre la base de un equilibrio macroeconómico estable, con bajas tasas de inflación.

Como lo habíamos previsto en la Notas Editoriales de octubre, la tasa de crecimiento del PIB real durante 1991 se estima en 2,4%. Esta cifra representa un desaceleramiento importante con respecto al año anterior, en parte consecuencia del programa de estabilización, que ha logrado reducir significativamente el ritmo de crecimiento de la inflación (Cuadro 16). Adicionalmente, el bajo ritmo de crecimiento del PIB refleja las condiciones desfavorables para el café en los mercados mundiales y los sabotajes a la infraestructura petrolera que llevaron a un crecimiento negativo del sector del 4,6%, más los efectos indirectos que esta caída tiene sobre las finanzas del sector público.

Los resultados en términos de la demanda agregada de la economía, de acuerdo con cifras preliminares, muestran un crecimiento estimado de la demanda interna con relación al producto doméstico de solamente 1%. Esta cifra está vinculada con la fuerte caída de la inversión privada, cuya reducción del 5,7% no alcanzó a ser compensada por los ligeros aumentos ocurridos en la inversión pública.

Un fenómeno especial en 1991, que conviene destacar, es el papel del sector externo y en particular de las exportaciones no tradicionales con relación al crecimiento del PIB. Esta actividad contribuyó de manera significativa a la expansión de la economía, pues el crecimiento de las exportaciones prácticamente correspondió con el del producto. Así la evolución de las exportaciones compensó en parte la caída de la inversión privada e imprimió una dinámica real, frente al relativo estancamiento del mercado interno, pues los exportadores reorientaron su producción a los mercados externos. El avance de las exportaciones no tradicionales fue prácticamente general para todos los sectores económicos, según se describió al comienzo de estas Notas en la sección sobre Balanza de Pagos (Cuadro 2). Los estudios sobre uso de insumos, consumo de energía y mano de obra confirman también que las exportaciones no tradicionales

constituyeron el renglón de mayor dinamismo de la economía, fenómeno que no se puede desconocer y menos rechazar por el hecho de que eventualmente se pueda haber presentado sobrefacturación en algunos productos.

En cuanto al producto por ramas de actividad, el sector agropecuario fue el que presentó un mayor dinamismo, especialmente debido al café que registró una producción récord de 16,1 millones de sacos, para un crecimiento del 12,9% en términos reales. Excluido el café, la actividad agropecuaria aumentó 4%, reflejando principalmente el incremento que han tenido en los últimos años las exportaciones del sector, entre las que sobresalen el banano, flores, azúcar, algodón, legumbres, carnes y crustáceos.

La industria manufacturera, por el contrario, presentó una caída de 1,1%, que refleja la reducción del 11,8% en trilla de café ante un menor volumen de exportaciones. Lo anterior fue parcialmente compensado por un crecimiento de 0,5% en el resto de las ramas manufactureras, cifra que no revela los cambios sustanciales que existieron al interior del sector. A este respecto tenemos, por ejemplo, que los subsectores que producen bienes de capital se vieron forzados a reducir su actividad ante la caída sustancial de la inversión privada¹², pero se observaron crecimientos importantes en renglones como cuero, tabaco, papel y calzado debido a que orientaron su producción hacia el mercado externo, según comentamos antes. De otra parte, tenemos que la reactivación de la construcción generó una demanda adicional por productos industriales.

12. Con base en la información que se tiene para agosto la producción del sector manufacturero de bienes de capital cayó 12,2% con respecto al mismo mes del año anterior, siendo sustancial la reducción en los rubros equipo y material de transporte (18,9%) y maquinaria eléctrica (11,6%).

CUADRO 16

Crecimiento del PIB
%

	1989	1990p	1991e
SEGUN SECTORES			
AGROPECUARIO	4,3	7,2	5,1
Café	-6,3	27,8	12,9
Resto	5,6	5,0	4,0
INDUSTRIA	5,6	3,3	-1,1
Trilla	8,9	19,9	-11,8
Resto	5,2	1,2	0,5
MINERIA	11,6	7,3	2,5
CONSTRUCCION	-8,1	-11,1	2,0
COMERCIO	1,8	3,3	2,4
RESTO SECTORES	2,5	4,8	2,9
CAFE Y TRILLA	1,5	23,5	-0,3
PETROLEO Y REFINACION	5,6	6,4	-4,6
PIB sin café, trilla petróleo y refinación	3,5	3,4	2,8
PIB	3,4	4,3	2,4
SEGUN COMPONENTES GASTO			
1. Consumo Final	3,5	3,9	1,6
Hogares	3,2	3,2	1,5
Admin. Públicas	5,6	8,4	2,3
2. Formación Capital	-7,3	-1,8	-2,3
Inversión Privada	-6,5	3,0	-5,7
Inversión Pública	-3,5	-10,8	0,0
Variación de Existencias	-24,4	10,0	8,0
3. Subtotal Demanda Interna	1,5	3,0	1,0
4. Exportaciones	8,4	16,7	2,0
5. Importaciones	-2,8	10,8	-6,5
6. PIB	3,4	4,1	2,4

p: Provisional.

e: Estimado.

Fuente: DANE-Banco de la República.

En efecto, este sector presentó una tasa de aumento del 2% en términos reales, indicativa de que logró revertir los resultados de los dos últimos años (tasas negativas del 8,1% y 11,1%). La reactivación fue impulsada por la expedición de las leyes que regulan el financiamiento y la construcción de vivienda de interés social (VIS) y por la disponibilidad de crédito, que ha sido abundante, pues las corporaciones de ahorro y vivienda no estuvieron cobijadas por el requisito de encaje marginal del 100%. Las perspectivas de la construcción son ampliamente favorables si se tienen en cuenta los mayores volúmenes de licencias y el aumento de las ventas de cemento y de materiales de construcción.

Empleo

Generalmente los programas de estabilización implican una reducción del crecimiento económico y la correspondiente elevación del número de desempleados en la economía. En el caso colombiano, los efectos sobre el empleo derivados de la desaceleración del crecimiento económico ha sido más que neutralizados por los efectos positivos de las reformas comerciales y laborales, observándose, además de un crecimiento del empleo del 5% durante el año, un descenso en la tasa de desempleo¹³ que pasó de 10,6 en diciembre de 1990 a 9,6 en el mismo mes de 1991 (Gráfico 6)¹⁴.

Aun cuando los beneficios de la reforma laboral consignada en la Ley 50 de diciembre de 1990 se obtendrán en el largo plazo, ya en 1991 se pudieron detectar algunos resultados derivados de la mayor movilidad del trabajo que permite la nueva legislación. Por un lado, y en términos cuantitativos, se observa en la muestra manufacturera mensual del DANE, que el incremento del empleo en el sector industrial (0,9%) se caracterizó por un mayor volumen del empleo temporal en 3,5%, fenómeno que sin duda alguna ha resultado de normas mucho más

flexibles en cuanto a las horas de trabajo y la duración de los contratos.

Por otro lado, durante 1991 se establecieron los fondos que se encargarán del manejo de las cesantías de la fuerza laboral, con la debida autorización y control por parte de la Superintendencia Bancaria; arreglo institucional que además de darle una mayor transparencia al manejo prestacional, garantiza un flujo adicional de ahorro transferible que indudablemente se traducirá en una más eficiente asignación de estos recursos. Por último, con base en las atribuciones concedidas por la Ley, y de acuerdo con la reglamentación prevista en el Decreto 1660 de 1991, el gobierno ha venido adelantando acciones de retiro voluntario de los trabajadores del Estado, con relativo éxito, como en los casos de Incomex, Adpostal, Ministerio de Hacienda y Alcalis de Colombia, las cuales son un primer paso en un ambicioso programa de racionalización de los gastos de funcionamiento del sector público.

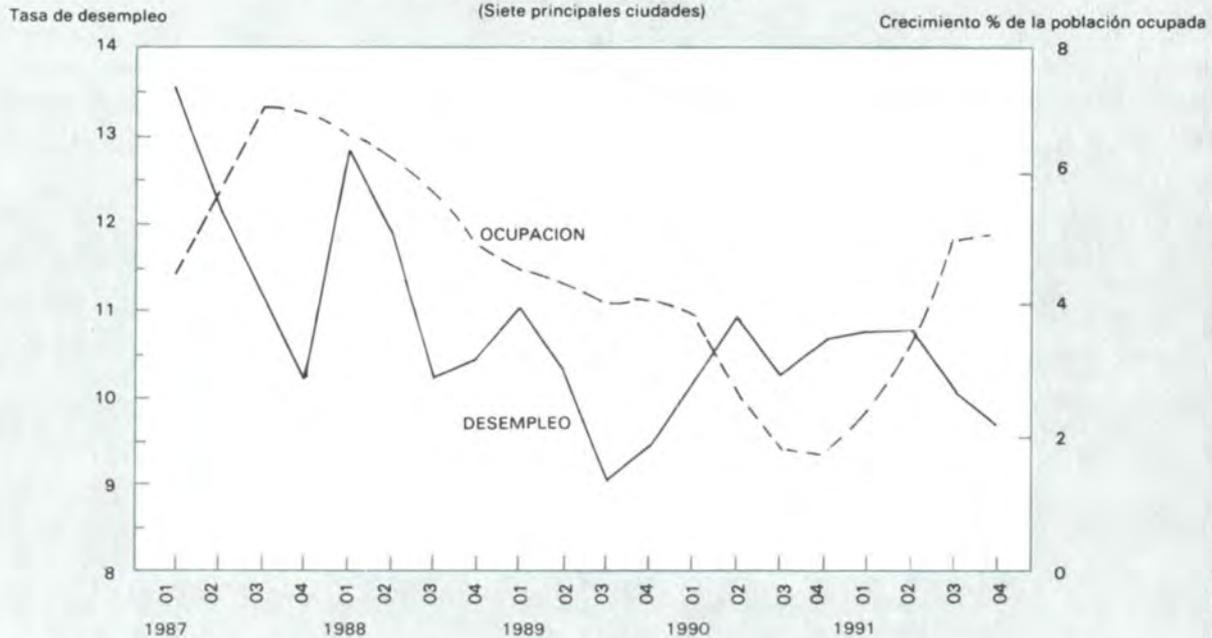
Precios

Como ya señalamos en varias partes de este documento, la reducción del ritmo creciente de la inflación ha sido la meta de la política macroeconómica y especialmente de la monetaria. Durante 1990, las autoridades pusieron en marcha un programa de estabilización, apoyado en un ajuste fiscal, una estricta política monetaria y crediticia, y una cuidadosa política salarial,

13. La tasa de desempleo se mide como la proporción entre el número de desempleados y la población económicamente activa (PEA).

14. Vale la pena señalar, que el descenso en la tasa de desempleo responde además a factores demográficos, ya que recientemente se empezaron a reflejar en los indicadores de empleo las políticas de reducción de la natalidad aplicadas en el país desde los años sesenta. Véase el Boletín Mensual del DANE, agosto de 1989.

GRAFICO 6
**CRECIMIENTO DE LA POBLACION OCUPADA (1)
 Y TASA DE DESEMPLEO**



(1) Variación % anual sobre datos promedio anual. Fuente: DANE y Banco de la República

acciones que encontraron este año una positiva coincidencia en la revaluación moderada de la tasa de cambio real.

El comportamiento de los precios fue altamente satisfactorio, habiéndose logrado reducir su incremento, medido a través del índice de precios al consumidor (IPC), del 32,5% en diciembre de 1990 a 26,8% en igual mes de 1991. Por su parte el IPP indica una desaceleración más acentuada de la inflación, que cayó en los doce meses cerca de 9 puntos porcentuales, de 29,9% en diciembre de 1990 a 23,1% el mismo mes del año pasado (Cuadro 17).

En el largo plazo, la inflación es un fenómeno monetario, y la evolución de los precios en el país durante los últimos años ciertamente ha exhibido una correlación de éstos con los medios de pago, corroborando así este planteamiento. La autoridad monetaria tiene la responsabilidad de controlar los agregados monetarios

para evitar que en el largo plazo aumentos temporales de la liquidez se conviertan en causa de validación de la inflación. Sin embargo, esto no significa que la variación de los medios de pago se esté moviendo en todo momento en forma proporcional con el incremento en los precios; existen en el corto plazo una variedad de factores que por su efecto sobre la oferta agregada, están en capacidad de determinar cambios en este aspecto como son, por ejemplo, la tasa de cambio, los precios administrados y los de los servicios básicos.

El comportamiento de la inflación en 1991 estuvo determinado en parte por la evolución de los medios de pago y en parte por los movimientos de la tasa de cambio real, como se puede observar en los gráficos 7 y 8. Hasta comienzos del cuarto trimestre de 1990, el incremento de los precios posiblemente estuvo impulsado por el crecimiento de los medios de pago, pero esa situación se modificó en los últimos meses debido al impacto de la devaluación.

CUADRO 17

Índice de precios al productor y al consumidor
Variaciones anuales

Mes Año (Fin de)	Consumidor IPC	Productor IPP
1990 Enero	26,7	25,2
Febrero	27,2	25,8
Marzo	27,7	26,0
Abril	28,0	25,1
Mayo	28,3	26,0
Junio	29,1	25,4
Julio	28,9	24,7
Agosto	29,2	24,9
Septiembre	30,5	27,4
Octubre	30,9	28,6
Noviembre	31,1	29,1
Diciembre	32,5	29,9
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	31,5	29,4
Agosto	31,2	28,5
Septiembre	30,0	25,9
Octubre	29,2	24,9
Noviembre	28,2	24,3
Diciembre	26,8	23,1

Fuente: DANE.

ción real de la tasa de cambio como determinante del crecimiento en los precios. Así, el efecto combinado de una menor tasa de cambio real y de aranceles más bajos sobre los precios se comprueba observando la descomposición del índice de precios al productor (Gráfico 9).

En efecto, el precio de los productos importados ha liderado en cierto grado la caída en el índice de precios, tanto por el peso que estos artículos tienen en el total de la canasta, como por el efecto indirecto sobre los bienes producidos y consumidos domésticamente. Sin duda la apertura comercial ha sido factor determinante en el establecimiento de una mayor relación entre los

precios internos y los internacionales, contribuyendo al forzoso alineamiento de los productores domésticos en un esquema que los obliga a incrementar sus utilidades a través de aumentos en productividad y no únicamente vía precios como en el pasado.

Factores estructurales que en el pasado habían determinado oscilaciones sustanciales del nivel de precios tuvieron un comportamiento favorable durante el año (Gráfico 10). Es así como los precios de los alimentos crecieron al 25% gracias a condiciones climáticas estables y a la sustitución de los precios de sustentación por los precios mínimos de garantía en aquellos

GRAFICO 7

INFLACION IPC, M1 Y TASA DE CAMBIO REAL

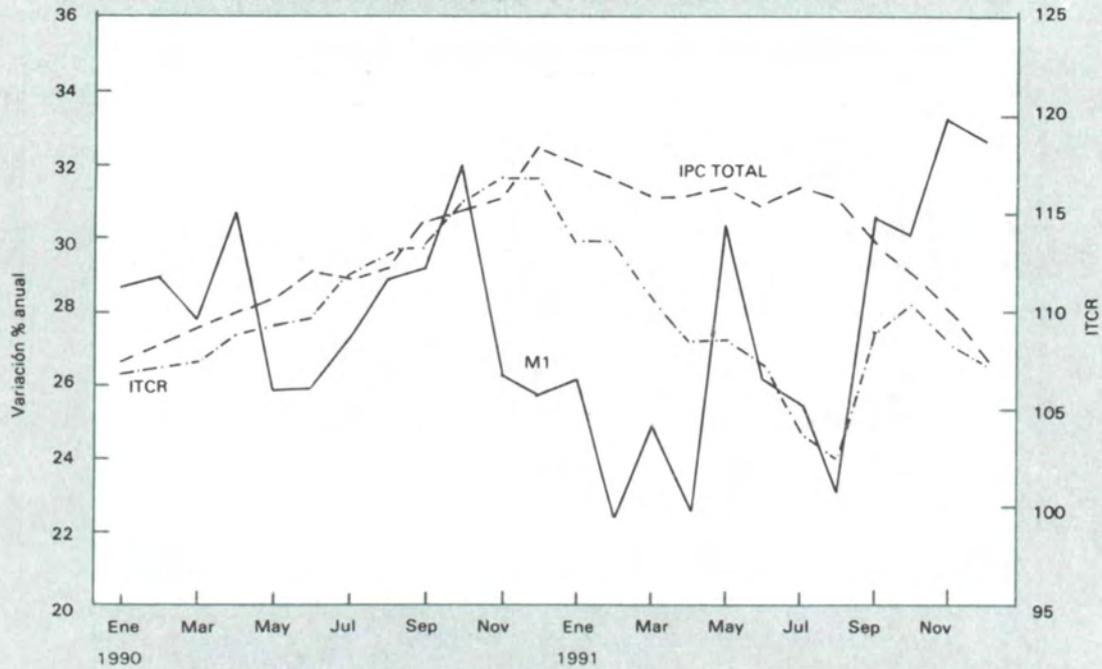


GRAFICO 8

INFLACION IPP, M1 Y TASA DE CAMBIO REAL

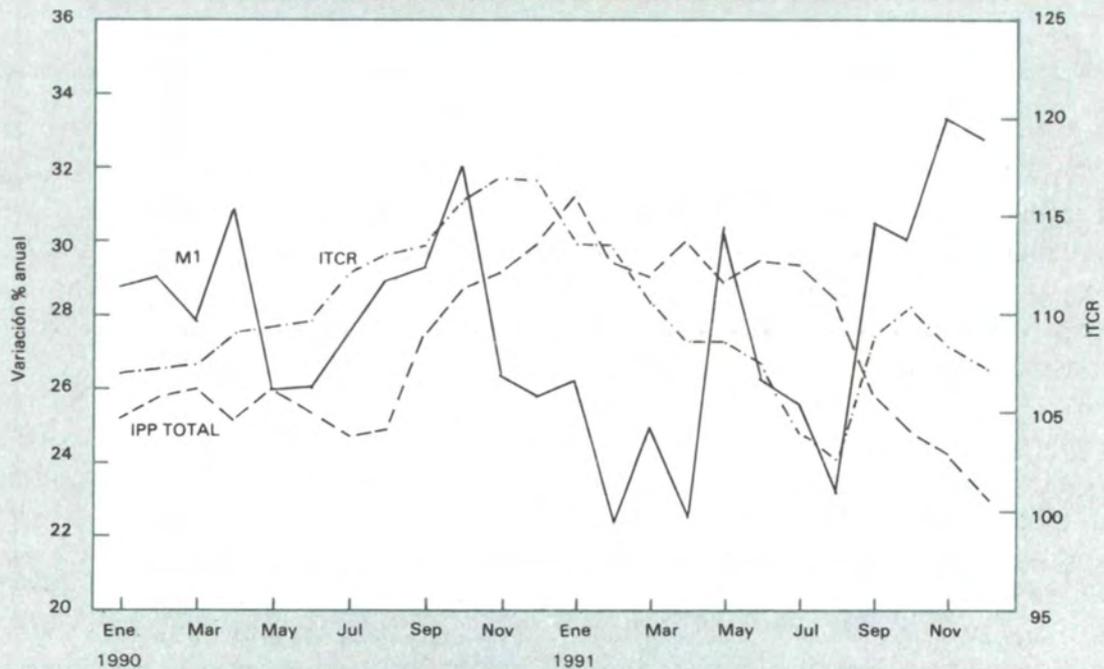


GRAFICO 9
INFLACION IPP TOTAL Y SUS COMPONENTES

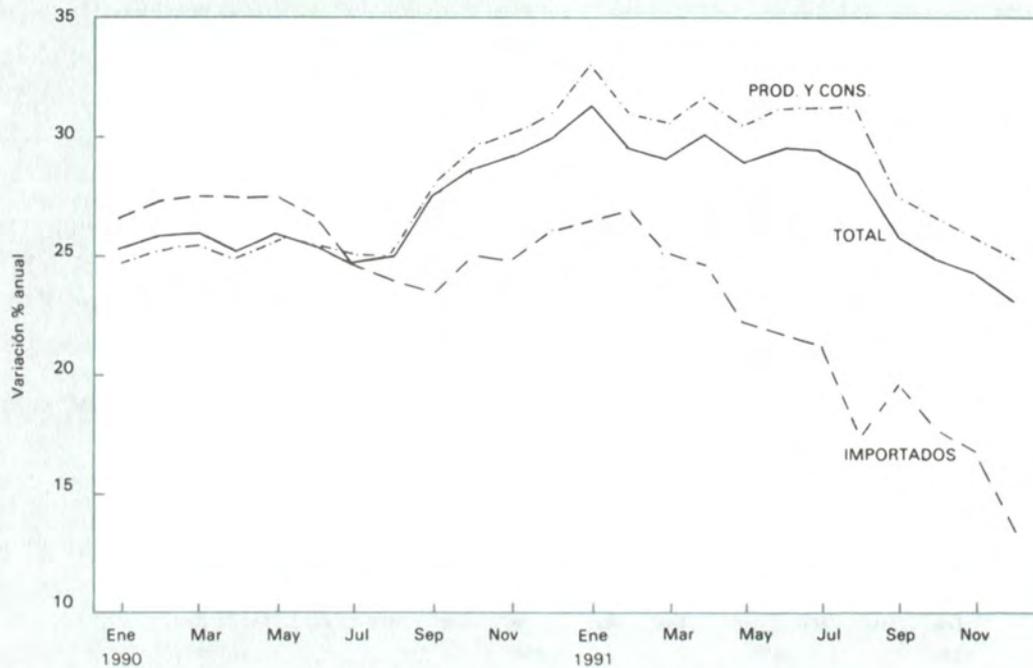
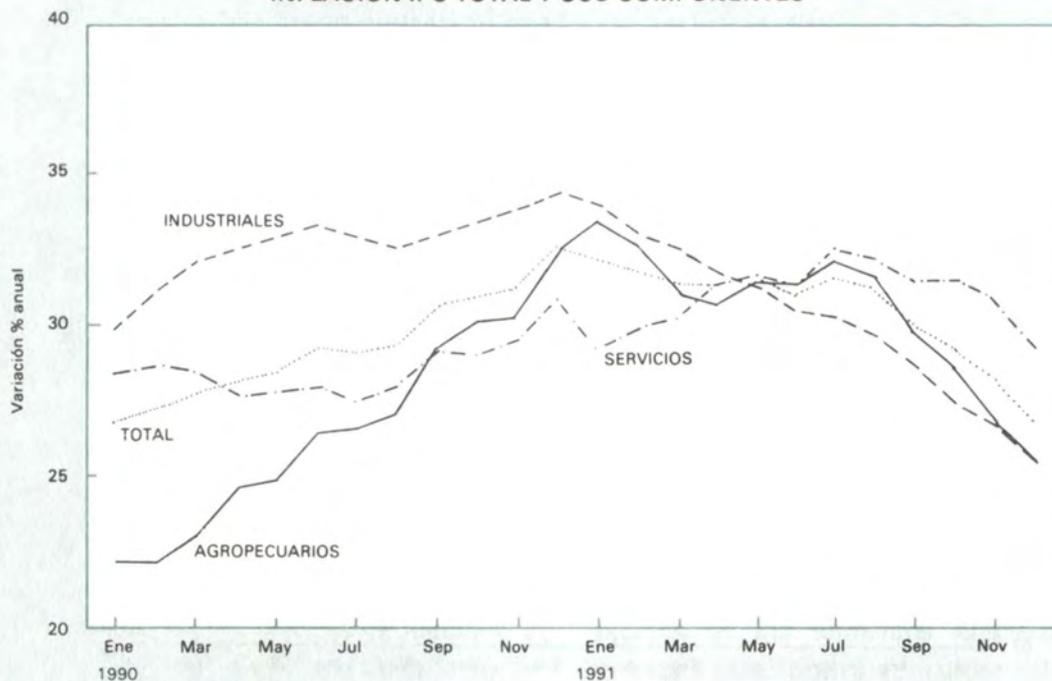


GRAFICO 10
INFLACION IPC TOTAL Y SUS COMPONENTES



productos con cotizaciones en el mercado internacional. Este comportamiento se vio favorecido por una reducción en la variación de las cotizaciones de los productos agrícolas procesados, que compensó el incremento desproporcionado de los precios de los productos avícolas y ganaderos. En forma similar, los precios industriales, directamente influenciados por aquellos de los productos importados, fueron los que más aportaron al descenso en el ritmo de crecimiento del IPC, revirtiendo la tendencia ascendente mostrada el año anterior. La canasta de servicios, por otra parte, tuvo un comportamiento prácticamente neutral con un crecimiento del 29%, explicado por el efecto desfavorable que tuvo sobre la canasta la medida de liberación de arriendos.

En síntesis, podemos concluir que la restricción monetaria iniciada a finales de 1990 y una cuidadosa política de revaluación cambiaria ciertamente contribuyeron a la estabilización del ritmo de inflación durante el primer semestre, y a su posterior desaceleramiento durante el segundo semestre.

VI. Resumen y consideraciones finales

Como es tradicional, las Notas Editoriales de la Revista del Banco de la República correspondientes al mes de diciembre se dedican a analizar los hechos más sobresalientes ocurridos en el transcurso del año en la economía colombiana. En esta ocasión recogen los trascendentales sucesos económicos de un período de cambios muy significativos para el futuro económico del país.

Se ha explicado que el año de 1991 se caracterizó por la realización simultánea de dos grandes tareas en materia de política económica: de una parte la puesta en vigencia de importantes reformas estructurales, y de otra está la búsqueda decidida de índices de inflación inferiores a los observados en la década pasada, compatibles con la formación de unas bases sólidas de crecimiento con estabilidad.

Las reformas cubrieron múltiples áreas de funcionamiento de la economía. En el plano institucional se destacan aquellas provenientes de la Reforma Constitucional, entre las cuales tiene particular importancia la transformación de la autoridad monetaria y la consagración del Banco de la República como banco central autónomo.

En cuanto a determinaciones de política económica, en primer lugar está la apertura del comercio exterior, orientada a buscar la inserción de la economía colombiana en los mercados internacionales, como base de una nueva estrategia de desarrollo de largo plazo. Para su cabal ejecución se requirió una labor continuada de eliminación de todo tipo de restricciones administrativas a las importaciones y a las exportaciones, así como la decisión de reducir los aranceles en corto tiempo con el fin de que las implicaciones de la internacionalización se manifestaran plenamente y se despejara cualquier interrogante con relación a la orientación y sostenibilidad de esta política.

Como complemento de la reforma comercial se avanzó en la integración con Venezuela, el resto de los países del Grupo Andino y con el llamado Grupo de los Tres que incluye a Venezuela y México. Donde existen áreas de más fácil concreción es en la integración con Venezuela que presenta excelentes posibilidades en el comercio y en proyectos conjuntos de inversión donde los mercados ampliados ofrecen una novedosa dinámica a los empresarios de ambas partes. Colombia y Venezuela recibirán muy pronto beneficios de la integración económica pues los hombres de negocios están volviendo realidad la unidad de los mercados.

La reforma cambiaria significó la descentralización y simplificación del régimen de control de cambios vigente desde los años 60. Los pasos dados en esta materia cobijan hechos de tanta trascendencia como la eliminación de la licencia de cambio y de la entidad encargada de aprobarla, o sea la Oficina de Cambios; la descentralización de todo el mecanismo cambiario, que permitió transferir del Banco de la República a los intermediarios del mercado cambiario el

registro y la ejecución de estas operaciones. Posiblemente la modificación más importante, consiste en los pasos dados para formar un mercado del cual se obtenga una tasa de cambio que refleje las condiciones de oferta y demanda de divisas. Sin duda entre los hechos ocurridos en 1991, conviene destacar la formación de una tasa de cambio de mercado, ya que apartarse del sistema tradicional de fijación de este importante precio por parte del Banco de la República parecía una meta muy lejana. Ciertamente para introducir este cambio se ha recurrido al mecanismo transitorio de los certificados de cambio, que implica mantener parte del viejo sistema, pero ello no le quita importancia a lo alcanzado en cuanto a la formación de una tasa representativa del mercado. La forma cautelosa y gradual como se ha ido separando el Banco de la República de la fijación directa de la única tasa de cambio existente, comportamiento que no significa su retiro de la intervención directa en el mercado comprando y vendiendo divisas, ha permitido que la transición de un sistema totalmente regulado a uno relativamente libre se realice sin traumatismos para el funcionamiento de la economía.

La reforma financiera establecida por la Ley 45 de 1990 ha permitido crear un marco institucional idóneo para aumentar la competencia entre los intermediarios financieros y la productividad del negocio. Los progresos en cuanto a la eliminación de barreras a la canalización de ahorro y libre asignación del crédito, en un marco de menores restricciones institucionales y de tasas de interés, permiten visualizar un sector financiero nuevo sobre la base de menores regulaciones y una supervisión más técnica y efectiva. Pensamos pues que están dadas las condiciones para que las instituciones financieras presten sus servicios con mayor eficiencia, objetivo que se irá consiguiendo en la medida que el FOGAFIN vaya privatizando un mayor número de instituciones financieras, tarea que ya dio frutos con la venta de tres de los bancos oficializados: Trabajadores, Tequendama y Comercio.

La búsqueda de una mayor estabilidad de precios, condición para la operatividad eficaz de

las citadas reformas, constituye materia de la mayor preocupación y de acción permanente por parte de las autoridades; la reducción de la inflación es un propósito esencial y la prioridad indiscutible de la política económica. En Colombia durante las últimas dos o tres décadas siempre se ha buscado conseguir índices bajos de inflación y por períodos cortos se ha tenido éxito; ahora el Gobierno y el Banco tienen el propósito firme de que la estabilización se consiga, en forma permanente, hasta llegar a niveles cercanos a un dígito.

La dirección de las políticas monetaria y fiscal, junto con la estrategia de la apertura comercial constituyen un fundamento contundente en la lucha anti-inflacionaria. Los esfuerzos de estabilización eran inaplazables pues habiendo llegado al nivel sin precedentes del 32% a finales de 1990, luego de sucesivos años de incrementos pequeños pero sostenidos, era necesario adoptar acciones drásticas para derrotar los intereses que se nutren de la permanencia de la inflación. El éxito se observó ya en este año con la reducción del IPP de 29,9% a 23,1% y del IPC de 32,5% a 26,8%.

Según se ha comentado, el manejo monetario del año fue particularmente difícil en razón de la cuantiosa acumulación de reservas internacionales. Estas fueron producto del fortalecimiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y especialmente de la positiva evolución de la cuenta de bienes, donde las exportaciones no tradicionales sobresalen por sus resultados frente a unas importaciones estancadas; el rubro de transferencias canalizó también importantes flujos de divisas, recogiendo posiblemente operaciones de repatriación de capitales; la inversión extranjera de la cuenta de capitales fue otro renglón dinámico de ingresos de cambio exterior. Es decir, con excepción del endeudamiento de corto plazo, coincidieron todos los elementos de la balanza en la dirección de un mayor aumento de reservas internacionales.

Las medidas adoptadas para evitar un desbordamiento monetario fueron drásticas y en gran medida efectivas. Se apeló a todos los instrumentos disponibles, desde los encajes hasta las

OMA, y se congeló por un tiempo la expansión causada por las reservas externas apelando a la colocación forzosa de certificados de cambio. Estos dos últimos mecanismos sirvieron para congelar \$1,6 billones al finalizar el año, cifra que cuadruplicó el monto existente al término de 1990 y representó el 80% de la base monetaria. Por su parte los encajes elevaron la reserva bancaria a tasas anuales del 92,8%, rebajando el multiplicador de 1,511 a 1,325. De esta manera fue posible financiar gran parte de los US\$1.919 millones en que se incrementaron las reservas, evitando que la compra de estas divisas por parte del Banco de la República generara emisión neta.

A pesar de esta ingente tarea de contracción monetaria, apoyada por una reducción del déficit fiscal que contribuyó a este mismo propósito, los medios de pago se expandieron en el año a razón de 32,8%, tasa superior a la meta deseada de 28%. Por su parte el crédito del sistema financiero redujo apreciablemente su crecimiento, a niveles de 19,1% para el total, 11,8% los bancos, 18,1% las corporaciones financieras y 19,4% las corporaciones de ahorro y vivienda.

Por otra parte, las medidas monetarias tuvieron un importante impacto sobre las tasas de interés. En la primera mitad del año las de captación aumentaron de 40,5% a 46,9% como consecuencia del esfuerzo para colocar volúmenes muy cuantiosos de Títulos de Participación. En vista del pronunciado diferencial que se fue formando con relación a la tasa de interés externa (acentuado por la caída de la tasa de interés en los Estados Unidos), a partir del mes de septiembre se decidió cambiar la estrategia de colocación de OMA para procurar la reducción de las tasas de interés internas y del diferencial. Fue así como la tasa promedio de los Títulos de Participación a 90 días bajó de 40,7% a 37,3%. La orientación en materia de tasas de interés resultaba indispensable para rebajar el ritmo de acumulación de reservas; de esta forma se logró mermar apreciablemente la velocidad de este fenómeno, hasta el punto que en los tres últimos meses del año éstas aumen-

taron US\$283 millones, el 14,7% del total del período.

Observando lo ocurrido en el transcurso del año, la autoridad monetaria modificó el énfasis en el uso de los diferentes instrumentos, reconociendo que el proceso de apertura, junto con la reforma cambiaria, de hecho implicaban una mayor integración de los mercados financieros domésticos e internacionales. Por lo tanto se optó, como dijimos, por una estrategia de eliminar movimientos especulativos de capital, por medio de reducciones de las tasas de interés internas. Así mismo se trabajó en la última parte del año con un presupuesto monetario menos restringido, aceptando que en las nuevas circunstancias de la economía colombiana, la oferta monetaria se ha endogenizado en algún grado. Este nuevo marco, junto con los primeros resultados de quiebre de la tendencia inflacionaria, hizo viable la liberación parcial de las restricciones al crédito, que amenazaban con elevar excesivamente el costo, en términos de crecimiento, de la lucha contra la inflación.

En materia cambiaria ya se explicaron los avances logrados para ir formando un mercado en el que se pueda determinar la tasa de cambio con mayor libertad, bajo un esquema de intervención por parte del Banco. La existencia de los certificados de cambio hizo posible la adopción de estas modificaciones al tiempo que se mantenía el sistema de las minidevaluaciones, tradicional en el país. El índice de la tasa real de cambio, indicador importante de nuestra competitividad comercial, fluctuó alrededor del valor 105 (base 1986 = 100) nivel que se consideró apropiado a pesar de representar una revaluación de 10% con respecto a diciembre de 1990.

El nivel del ITCR recoge el efecto de la labor de sustentación de la tasa de cambio por parte del Banco de la República, con el fin de estabilizarla alrededor del valor que se considera apropiado para la protección de la producción nacional en el mediano plazo. Se ha evitado así que el superávit de la cuenta corriente de balanza de pagos y la repatriación de capitales ocasionaran una revaluación intempestiva, con

juicio para el crecimiento económico y el futuro de la balanza de pagos. Naturalmente el objetivo de sustentación de la tasa de cambio ha dificultado el control monetario pues ha sido necesario buscar simultáneamente dos fines de difícil compatibilidad: una reducida expansión monetaria y una tasa de cambio que refleje las condiciones de equilibrio deseables en el mediano término; en ambos frentes se continúa trabajando activamente.

En cuanto al tema fiscal, se comentó con amplitud la complejidad de sus resultados. De una parte tenemos que el monto del déficit del sector público no financiero se redujo para buscar una mayor coherencia con el resto de la política macroeconómica, tendencia a todas luces positiva, sobre la cual la Junta Directiva del Banco hizo planteamientos precisos. De otra, se observa que el ritmo de crecimiento del gasto público fue muy elevado, alcanzando tasas de 32,2% para los pagos totales y de 35,3% para los gastos de inversión. La evolución del gasto público que se desprende de estas cifras se considera muy acelerada, aún con un crecimiento de los ingresos tan alto como el que se registró este año. En esta coyuntura anti-inflacionaria sería aconsejable que la expansión del gasto público fuese más baja.

Anotamos también que el sector real creció a una tasa inferior a la observada para el PIB en los últimos 9 años; la tasa del 2,4% incorpora serias dificultades en dos componentes de gran importancia: la trilla de café y la explotación de hidrocarburos. Además, esta desaceleración era explicable como consecuencia de las políticas de reducción de demanda agregada puestas en vigencia. Vista la tendencia de la economía y de los precios en 1990, para perseguir una reducción de la inflación del tamaño deseado y con la celeridad requerida, resultaba inevitable afectar la tasa de crecimiento del producto. Desde comienzos del año se advirtió que este

hecho era previsible. Cabe destacar, sin embargo, que el desempleo estuvo bajo control por razones del menor ritmo de aumento de la población económicamente activa y por la evolución de las exportaciones; la tasa de 9,6% observada en diciembre, es la más baja de los últimos cuatro años.

Es importante señalar que en el país se debe ir creando conciencia sobre la capacidad de las políticas macroeconómicas para promover el crecimiento económico, con base en la actividad privada, y en ausencia de expectativa de inflación. Según estos postulados, evidentemente las autoridades adquieren la inmensa responsabilidad de darle estabilidad a las políticas para que exista un clima de confianza apropiado para las decisiones de inversión, bajo actitudes empresariales de permanente búsqueda de mayores beneficios. Dicha credibilidad en las políticas y en su permanencia irá mejorando por la labor autónoma de la Junta Directiva del Banco de la República, que tiene en cuenta siempre consideraciones de largo plazo y evita alteraciones imprevistas movidas por factores coyunturales.

Finalmente quisiéramos señalar que la política económica tuvo en 1991 un elemento común, un hilo conductor, consistente en buscar por todos los medios un mejor funcionamiento de los mercados en general y particularmente de los de ahorro, crédito y divisas. Esta orientación traerá grandes beneficios, producto de una asignación eficiente de los recursos. Además, servirá para formar un ambiente de cambio y de alerta para todos los agentes económicos, los cuales deberán habituarse a la existencia de un ambiente de competencia, y de actualización diaria. Vemos así que el primer año de la década de los 90 se caracteriza por las profundas decisiones adoptadas para darle a la economía las condiciones necesarias para un crecimiento sostenido con estabilidad de precios.