

# La política económica en 1990

## I. Introducción

Las autoridades económicas decidieron formular en 1990 un conjunto de políticas tendientes a reorientar la producción doméstica hacia el sector externo, bajo el convencimiento de que una estrategia de desarrollo basada en el mercado interno difícilmente ubicaría a la economía colombiana en el sendero deseado de crecimiento. Partiendo de este planteamiento central, se comenzaron a adoptar medidas destinadas a lograr una apertura económica y la modernización del aparato productivo. Estas decisiones se fueron complementando con disposiciones de índole estructural en los órdenes financiero, fiscal y laboral.

La experiencia de varios países indica que el éxito de este tipo de reformas, y de otras que se tomen en su apoyo, está íntimamente ligado a que se pongan en práctica en situaciones de consistencia macroeconómica. De lo contrario, no sólo pueden exacerbar los desequilibrios fiscales, sino también poner en peligro la estabilidad cambiaria.

En tal sentido, los resultados favorables de los principales indicadores a finales de 1989 mostraban que el plan de ajuste vigente estaba dando sus frutos y señalaban que las bases para llevar a cabo importantes cambios estructurales eran sólidas. Específicamente, al iniciarse 1990 el déficit fiscal y la tasa de inflación, aunque relativamente elevados, mostraban claros signos de estar disminuyendo. El aumento anual del IPC se ubicaba en 26.1% al finalizar 1989, dos

puntos porcentuales por debajo del resultado obtenido un año antes. De igual forma, el déficit del sector público consolidado se había reducido, como porcentaje del PIB, de 2.1% en 1988 a 1.9% en 1989. Finalmente, las reservas internacionales ascendían a US\$ 3.867 millones, saldo equivalente a más de 10 meses de importaciones de bienes. Las condiciones eran pues apropiadas.

Infortunadamente, el resurgimiento de presiones inflacionarias de magnitud considerable condicionó, en buena medida, el manejo económico durante 1990 e hizo necesario introducir modificaciones al ritmo de ejecución de algunas de las reformas. Las causas del fenómeno inflacionario fueron múltiples. El déficit fiscal se incrementó de manera sustancial durante la primera parte del año; la oferta monetaria, presionada por la situación fiscal y por la acumulación de reservas internacionales, se expandió en algunos momentos por encima de las metas trazadas por la Junta Monetaria, no obstante la considerable contracción de la liquidez realizada a través de las operaciones de mercado abierto (OMA); finalmente, el crédito otorgado por el sistema financiero se elevó excesivamente a comienzos de 1990.

En estas Notas se analiza el conjunto de tales fenómenos y se describen las diversas medidas de carácter estructural que se han ido adoptando con miras a lograr una mayor eficiencia en el aparato productivo; se señalan los esfuerzos que se han venido realizando para hacer compatible este objetivo de mediano plazo con el

apremiante de evitar y frenar un desbordamiento inflacionario, y se explican las decisiones de política adoptadas a lo largo del año para lograr las metas de la programación macroeconómica.

## II. Los cambios estructurales y el marco de análisis

Las acciones para la modernización de la economía colombiana comprenden un conjunto coherente de enmiendas, orientadas a incrementar la competitividad del sistema, reduciendo o eliminando las distorsiones causadas por la intervención estatal. Hacen parte de esta estrategia las reformas en materia de comercio exterior, de cambios internacionales, laboral, y la de aspectos financieros.

Con miras a lograr los objetivos mencionados, en el presente año se inicia un proceso gradual de apertura del comercio exterior y de modernización del aparato productivo. En cuanto a lo primero, el esquema adoptado contempla la remoción de restricciones cuantitativas a las importaciones, para lo cual, prácticamente, se suprime el mecanismo de la licencia previa y se sustituye con la protección de precios dada por la tasa de cambio y las tarifas. Por su parte, estas últimas serán unificadas y reducidas programadamente en un período de tres años.

La reforma del comercio exterior, aparte de racionalizar la protección a la industria doméstica para hacerla más competitiva, tiene como elemento central la modificación de la estructura institucional del sector, con el fin de apoyar más ampliamente el proceso de reorientación de la economía hacia los mercados externos. En esta dirección, la reforma aprobada por el Congreso otorga facultades extraordinarias al Ejecutivo para

crear el Ministerio de Comercio Exterior, modificar la organización y funciones del Ministerio de Desarrollo, el Incomex, la Junta de Importaciones, el Consejo de Política Aduanera y la Oficina de Cambios, entre otras; además, convierte a Proexpo en un banco de comercio exterior.

En lo que concierne a la reforma cambiaria (Ley 9 de 1991), cabe destacar que ésta facilita las operaciones de giro y reintegro de divisas, mediante la descentralización a través de agentes especializados del sistema financiero, a la vez que introduce mecanismos para hacer más atractiva la inversión extranjera. Por su parte, para mejorar y hacer eficiente la generación y canalización de ahorro financiero que requiere el proceso de modernización se promulgó la reforma financiera, entre otras razones porque con ella se precisa la naturaleza de las instituciones que requiere el sector y se simplifica la transformación de un tipo de intermediario en otros, permitiendo la obtención de la escala de operación más adecuada. Finalmente, la ágil movilización de los factores de producción, elemento indispensable para el éxito del proceso de apertura, se facilita con la reforma laboral que, entre otras cosas, incluye los siguientes aspectos: i) flexibilidad de la jornada de trabajo; ii) ampliación del período de prueba; iii) establecimiento del salario integral; iv) reglamentación de los despidos colectivos; v) agilización de las negociaciones sindicales y otorgamiento de facultades extraordinarias para modificar el régimen de cesantías.

Evidentemente, los efectos de las anteriores reformas solamente se observarán en forma plena transcurridos varios años, tanto por la gradualidad de la aplicación de las medidas en sí, como por el tiempo que toma la reglamentación de las mismas. Por lo tanto, en las presentes Notas no se pretende evaluar el resultado hasta ahora incipiente de la estrategia que

actualmente se está poniendo en marcha, pero sí se quisiera destacar que varios hechos importantes de la política económica en 1990 están estrechamente vinculados con la puesta en práctica del plan de apertura económica.

El proceso de apertura, al modificar los precios relativos de los bienes que se transan con el exterior, favorece la ampliación de los mercados de importaciones y de exportaciones. Las primeras se incrementan en la medida en que se suprimen las restricciones administrativas y disminuyen los aranceles, mientras que las segundas se benefician de menores precios bien sea de insumos importados o de sus sustitutos nacionales. Por la misma razón, cuando la producción doméstica se ve obligada a enfrentar mayores niveles de competencia, se obtienen ganancias en eficiencia en la elaboración de tales bienes, las cuales no sólo conducen a una mejor asignación de los factores de producción, sino que, además, repercuten favorablemente sobre el consumidor nacional, a través de menores precios.

Como es apenas lógico, los beneficios derivados de una apertura económica no están exentos de algunos costos en el corto plazo. Por un lado, se pueden presentar efectos adversos en materia distributiva, por cuanto es probable que trabajadores y empresarios de industrias antes protegidas se vean afectados, al menos temporalmente, por la reducción de las barreras a las importaciones. Evidentemente, la apertura puede ocasionar desempleo de recursos durante el proceso de reasignación de los mismos, aspecto que desaparece en el mediano plazo, una vez se establezcan las nuevas ramas productivas destinadas al mercado de exportación.

De otra parte, en relación con la balanza de pagos, puede surgir inicialmente un desequilibrio causado por la velocidad de respuesta de importaciones y exportaciones a las medidas de apertura; concre-

tamente, sería de esperar que las importaciones aumenten más rápido que las exportaciones, ya que los empresarios requieren tiempo para reorientar sus recursos y colocar sus productos en el mercado externo.

Las autoridades han sido conscientes de las posibles connotaciones adversas que en el corto plazo podría tener el programa de apertura. En razón a ello, no sólo se le imprimió un importante elemento de gradualidad a la reducción arancelaria, sino que, además, se llevó a cabo un manejo activo de la tasa de cambio. De hecho, el resultado inicial del proceso fue una importante ganancia en tasa de cambio real, la cual compensó la reducción de aranceles y representó un importante estímulo al sector exportador. Si adicionalmente se tiene en cuenta que, en espera de futuras rebajas arancelarias, se postergaron algunas importaciones, es claro que, contrario a lo esperado, el primer año de apertura económica resultó ser uno de considerable mejoría en la balanza de pagos.

De otra parte, la mayor devaluación trajo efectos adversos no deseados sobre los precios domésticos no sólo por su impacto directo en la cotización de los bienes importados, sino además porque, al coincidir con un incremento de las reservas internacionales, afectó el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria. El desfase en el tiempo entre la política cambiaria y las decisiones en materia arancelaria contribuyó a acentuar el fenómeno superavitario en la cuenta corriente de la balanza de pagos y dio lugar a las dificultades monetarias que vivió la economía colombiana en 1990. Por lo tanto, el reto de la política económica durante el año tuvo que ver no con los efectos adversos usuales de una apertura económica, sino con la necesidad de contrarrestar el importante resurgimiento de la inflación, ocasionado, entre otras razones, por cierta falta de coordinación en la puesta en

práctica de una estrategia de desarrollo conceptualmente bien concebida.

Como se detalla más adelante, la política anti-inflacionaria contempló la adopción de medidas que, en cierta forma, obligaban a la postergación de otras importantes iniciativas que forman parte integral del nuevo esquema de desarrollo. La estrategia de estabilización determinó que fuera necesario acompañar las políticas de reasignación de recursos (liberación comercial y devaluación real) con acciones de regulación del gasto más severas que las inicialmente previstas. Estas tienen que ver con medidas de índole fiscal y monetaria, las cuales se detallan en posteriores secciones de estas Notas.

### III. El sector externo

En las Notas Editoriales del mes de noviembre se hizo un análisis detallado

de la evolución del sector externo durante el presente año. Por tal motivo, en esta ocasión se ofrece una explicación breve y en alguna medida complementaria a la realizada en esa oportunidad.

Como se señaló, dos tipos de medidas de política incidieron de manera particular sobre el comportamiento del sector externo en el presente año. En primer lugar, la apertura de la economía y en segundo lugar, la aceleración en la devaluación. La primera contempla la remoción de restricciones cuantitativas a las importaciones y su sustitución por tarifas, así como la reducción gradual del nivel y la dispersión de éstas. En el Cuadro 1 se observa que ya no hay artículos de prohibida importación y que se ha realizado un traslado prácticamente generalizado de posiciones en régimen de licencia previa al de libre importación, el cual, al finalizar noviembre, cobijaba al 96.8% del universo arancelario.

CUADRO 1  
Posiciones arancelarias según régimen de licencias

Régimen	1989		1990					
	Diciembre		Marzo		Septiembre		Noviembre	
	No.	%	No.	%	No.	%	No.	%
Libre .....	1.999	38.9	2.860	55.7	3.940	76.4	4.995	96.8
Previa .....	3.090	60.1	2.229	43.3	1.218	23.6	168(1)	3.2
Libre .....			781	15.2	76	1.5	—	—
Previa .....			354	6.9	354	6.9	—	—
Cupo .....			350	6.8	236	4.6	—	—
Encuesta .....			744	14.5	552	10.7	—	—
Prohibida .....	54	1.0	54	1.0	0	0.0	0	0.0
Total .....	5.143	100.0	5.143	100.0	5.158	100.0	5.163	100.0

(1) De las cuales 94 corresponden al sector agropecuario, 15 al sector salud y 59 a seguridad.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

CUADRO 2  
Arancel y sobretasa por sub-grupos, según uso o destino económico — 1990

Agrupación	Arancel y sobretasa (%)			Total posiciones a marzo
	Marzo	Septiembre	Noviembre	
I. Bienes de consumo .....	53.2	49.9	49.6	981
Duraderos .....	51.7	48.2	48.5	351
No duraderos .....	54.1	50.9	50.3	630
II. Materias primas y productos intermedios .....	35.7	32.0	30.9	2.928
Agricultura .....	21.1	18.4	18.1	115
Industria .....	36.4	32.7	31.5	2.779
Combustibles y lubricantes .....	26.4	23.9	24.7	34
III. Bienes de capital .....	34.3	27.9	27.3	1.234
Agricultura .....	24.9	19.4	19.8	70
Industria .....	33.0	25.5	24.8	828
Construcción .....	43.2	38.8	37.4	147
Equipo de transporte .....	37.0	33.3	33.3	189
Total .....	38.6	34.4	33.5	5.143

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

En el Cuadro 2 se consignan los resultados de la política de reducción de aranceles. El arancel promedio se rebajó en 5.1 puntos porcentuales entre marzo y noviembre del presente año, pasando de 38.6% a 33.5%. Gran parte de la reducción arancelaria se dio a través de la disminución en la sobretasa a las importaciones, la cual pasó de 18% a 13%. La mayor caída en aranceles se dio para las importaciones de bienes de capital (7 puntos porcentuales en promedio), en particular para aquellos destinados a la industria (8.2 puntos porcentuales), como consecuencia de una estrategia para facilitar la modernización de la economía. En la actualidad, los menores aranceles son los aplicables a materias primas, bienes intermedios y bienes de capital del sector agrícola.

En lo que concierne a la reducción en la dispersión de los aranceles, el Cuadro 3 indica que el número de éstos se simplificó de 20 a 9 entre diciembre de 1989 y noviembre de 1990. De igual forma, el nivel máximo bajó de 200% a 100%.

No obstante la favorable evolución arancelaria, las tasas de protección efectiva siguen siendo elevadas y superiores a las de protección nominal, tal como se desprende del Cuadro 4, debido a la tradición de mantener mayores aranceles para los productos finales que para los insumos. Es decir, en términos relativos, aún se está estimulando más a quien desee importar materias primas para elaborar determinado producto que a quien importe el producto terminado; este sesgo se irá eliminando gradualmente en los próximos años.

Como complemento de la apertura se adoptaron otras medidas en el frente comercial, entre las que se cuentan las siguientes: se levantó la reserva de carga, lo cual elimina la obligatoriedad de los importadores de transportar parte de sus mercancías en buques de bandera nacional; se modificó la estructura del CERT, haciéndolo más selectivo por productos y mercados y cubriendo nuevos bienes, y se

CUADRO 3  
Dispersión de la estructura arancelaria

Tipo de bien	Número posiciones	Diciembre 1989		Noviembre 1990	
		Número niveles	Arancel máximo (%)	Número niveles	Arancel máximo (%)
Bienes de consumo .....	981	12	200	8	100
Bienes intermedios .....	2.931	10	70	8	50
Bienes de capital .....	1.232	9	100	8	50
No clasificados .....	21	2	60	2	5
<b>Total de bienes .....</b>	<b>5.165</b>	<b>20</b>	<b>200</b>	<b>9</b>	<b>100</b>

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

CUADRO 4  
Protección efectiva del arancel y la sobretasa por sub-grupos según uso o destino económico (1)

Agrupación	Protección efectiva (%)			
	1989 Diciembre	1990		
		Marzo	Septiembre	Noviembre
<b>I. Bienes de consumo .....</b>	<b>127.5</b>	<b>109.2</b>	<b>104.1</b>	<b>105.6</b>
Duraderos .....	111.8	96.5	92.0	95.2
No duraderos .....	136.2	116.3	110.9	111.4
<b>II. Materias primas y productos intermedios .....</b>	<b>65.8</b>	<b>60.8</b>	<b>54.8</b>	<b>52.7</b>
Agricultura .....	25.5	29.8	25.3	29.0
Industria .....	67.8	62.3	56.2	53.8
Combustibles y lubricantes .....	42.9	43.3	40.6	43.7
<b>III. Bienes de capital .....</b>	<b>56.4</b>	<b>48.3</b>	<b>39.0</b>	<b>37.9</b>
Agricultura .....	26.9	27.9	24.2	21.0
Industria .....	52.0	44.2	32.3	31.5
Construcción .....	74.3	69.5	62.9	60.3
Equipo de transporte .....	73.8	57.2	55.6	54.8
<b>Total .....</b>	<b>75.1</b>	<b>66.9</b>	<b>60.2</b>	<b>59.0</b>

(1) La protección efectiva resulta de corregir la protección nominal proveniente de los aranceles y la sobretasa al bien final (Cuadro 2), por aranceles y sobretasas a los insumos utilizados.

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

adoptó un programa de emergencia para recuperar las vías férreas que comunican al centro del país con los puertos de embarque.

Por su parte, la política cambiaria estuvo encaminada a mejorar el nivel de la tasa de cambio real. La devaluación nominal fue del 31% que, acompañada de una

caída del dólar respecto a otras monedas fuertes permitió una ganancia del orden del 11% en el indicador de la tasa real, no obstante la alta inflación doméstica <sup>(1)</sup>. Este avance, de otra parte, supera la reducción promedio en los aranceles, otorgando un grado aceptable de protección <sup>(2)</sup>.

Esto significa que la tasa de cambio real efectiva, es decir, la tasa de cambio real corregida por impuestos y subsidios al comercio exterior, tuvo un incremento <sup>(3)</sup> que explica en parte el superávit en la balanza comercial. Adicionalmente, coadyuvaron a la generación de éste la postergación de algunas importaciones, debido al anuncio de futuras reducciones arancelarias y a la racionalización de los inventarios de productos importados.

El resultado de lo anterior se reflejó en un superávit de US\$ 634 millones en la balanza de pagos, proveniente de un saldo favorable de US\$ 510 millones en la cuenta corriente y un superávit de US\$ 173 millones en la cuenta de capitales (véase Cuadro 5). A su vez, el resultado en la cuenta corriente se explica por un balance comercial positivo en US\$ 1.962 millones y transferencias por US\$ 1.037 millones, frente a un déficit en la cuenta de servicios de US\$ 2.489 millones, explicado este último fundamentalmente por el pago de intereses de la deuda externa <sup>(4)</sup>.

*Cuenta corriente.* Durante 1990 las exportaciones alcanzaron US\$ 7.064 millones, observando un crecimiento de US\$ 1.032 millones (17.1%) con respecto al año anterior. Los productos más dinámicos fueron el petróleo, el carbón y algunos renglones no tradicionales, especialmente los del sector industrial.

Las exportaciones de café llegaron a US\$ 1.483 millones, sin variación con respecto al año anterior, como producto de un incremento de 29% en el volumen exportado, el cual compensó la reducción en el precio externo, que de un promedio

“ex-dock” de US\$ 1.16 la libra en 1989 se redujo a US\$ 0.91 en 1990. Este resultado, que puede considerarse satisfactorio dada la no operatividad de las cláusulas económicas del Acuerdo Internacional del Café, es atribuible en gran parte a la agresiva política de comercialización del café colombiano y a la forma como se manejaron los recursos del Fondo Nacional del Café para permitir una mejoría en el volumen de oferta.

El petróleo fue uno de los renglones de exportación más dinámicos, con aumento de 36% (US\$ 507 millones) respecto del año anterior, producto de incrementos tanto en volúmenes como en precios; estos últimos reaccionaron a partir de agosto ante los eventos en el Golfo Pérsico. De igual forma, también se presenta un aumento en las exportaciones de carbón, que pasan de US\$ 457 millones en 1989 a US\$ 565 millones en 1990. En cuanto al oro, el valor de las compras se mantuvo estable en 1990, como efecto de mayores volúmenes adquiridos y menores precios.

Las exportaciones de algunos productos no tradicionales fueron no sólo las que contribuyeron en mayor medida a explicar el favorable resultado de la balanza comercial, sino a mantener el nivel de actividad económica por encima de lo inicialmente previsto. Por renglones sobresalen las confecciones, el cuero y sus manufacturas, los metales comunes, el

(1) Se refiere al indicador que elabora el Banco de la República, el cual contempla las variaciones en precios y tasa de cambio de los 18 principales socios comerciales de Colombia. El avance del indicador que considera la competitividad relativa de nuestro país con respecto al resto del mundo, sin excluir país alguno, fue de 19%.

(2) No sobra aclarar que este fenómeno no necesariamente se presenta en aquellos casos en los que se eliminó la licencia previa, instrumento que, independientemente del nivel del arancel que lo acompañara, brindaba elevada protección a la producción nacional.

(3) Con las salvedades mencionadas en la nota 2.

(4) Como se mencionó anteriormente, dichos resultados difieren sustancialmente de aquellos que se habían previsto a comienzos de año. En el documento de Programación Macroeconómica aprobado por el CONPES en febrero se proyectaba un déficit de US\$ 1.200 millones en la cuenta corriente.

## NOTAS EDITORIALES

CUADRO 5  
Balanza de pagos

(Millones de US\$)

	1988	1989 (Preliminar)	1990 (Proyectado)
<b>I. Cuenta corriente</b> .....	<b>(166.9)</b>	<b>(193.4)</b>	<b>509.7</b>
<b>A. Bienes</b> .....	<b>827.4</b>	<b>1474.0</b>	<b>1962.0</b>
1. Exportaciones FOB .....	5342.7	6031.8	7064.1
Café .....	1621.2	1476.8	1482.5
Petróleo y derivados .....	988.2	1399.8	1907.0
Carbón .....	304.2	457.0	564.9
Ferroniquel .....	160.5	187.7	140.0
Oro .....	412.7	365.7	374.4
No tradicionales .....	1855.9	2144.8	2595.2
2. Importaciones FOB .....	4515.3	4557.8	5102.0
Bienes de consumo .....	514.8	470.4	521.6
Bienes intermedios .....	2413.2	2492.4	2670.9
Bienes de capital .....	1587.3	1595.0	1909.6
<b>B. Servicios</b> .....	<b>(1957.8)</b>	<b>(2565.6)</b>	<b>(2489.0)</b>
1. Embarques y otros transportes .....	(71.2)	(159.0)	(179.8)
2. Viajes .....	(76.8)	(158.9)	(179.9)
3. Renta de la inversión .....	(1593.9)	(1971.2)	(1939.2)
Ingresos .....	247.4	278.9	344.2
Egresos .....	1841.3	2250.1	2271.2
4. Otros bienes, servicios y rentas .....	(215.9)	(276.5)	(190.2)
Transacciones petroleras .....	(135.5)	(281.1)	(202.5)
Otras transacciones .....	(80.4)	4.6	12.3
<b>C. Transferencias</b> .....	<b>963.5</b>	<b>898.2</b>	<b>1036.7</b>
<b>II. Cuenta de capital</b> .....	<b>958.3</b>	<b>373.4</b>	<b>173.4</b>
<b>A. Capital largo plazo</b> .....	<b>853.9</b>	<b>653.4</b>	<b>236.0</b>
1. Inversión directa .....	178.9	547.1	344.5
2. Inversión de cartera .....	0.0	185.0	0.0
3. Endeudamiento externo .....	675.0	(78.7)	(51.2)
a) Sector oficial .....	620.0	217.6	125.8
Desembolsos .....	2247.0	1924.0	1989.8
Amortizaciones .....	1627.0	1706.4	1864.0
b) Sector privado .....	55.0	(296.3)	(177.0)
Desembolsos .....	152.0	155.0	146.0
Amortizaciones .....	97.0	451.3	323.0
4. Aportes organismos internacionales .....	0.0	0.0	(57.3)
<b>B. Capital corto plazo</b> .....	<b>104.4</b>	<b>(280.0)</b>	<b>(62.6)</b>
1. Endeudamiento externo neto .....	420.3	(-160.2)	(46.0)
2. Movimiento de activos en el exterior .....	(315.9)	(-119.8)	(16.6)
<b>III. Errores, omisiones y contrapartidas</b> .....	<b>(431.4)</b>	<b>(122.9)</b>	<b>(48.8)</b>
<b>IV. Variación reservas netas</b> .....	<b>360.0</b>	<b>57.1</b>	<b>634.3</b>
<b>V. Saldo reservas netas</b> .....	<b>3809.9</b>	<b>3867.0</b>	<b>4501.3</b>

Fuente: Banco de la República.

cemento, las publicaciones, los crustáceos y moluscos, el azúcar, el banano y el tabaco. Experimentan un estancamiento, por causas no muy claras, las exportaciones de flores y algodón.

En 1990 las importaciones alcanzan US\$ 5.102 millones, con aumento de 12% en el año. Este mayor valor se explica fundamentalmente por el comportamiento de cuatro renglones: gasolina y derivados del petróleo, equipo militar, productos metálicos y maquinaria y equipo. En el caso específico de los bienes de capital, el incremento respecto de 1989 es del orden de 20%.

Por su parte, la cuenta de servicios registró un déficit de US\$ 2.489 millones, inferior en US\$ 77 millones al observado el año anterior. El pago de intereses sobre la deuda es el principal determinante de estos flujos hacia el exterior. Si bien estos pagos, aunados a las amortizaciones de capital, siguen comprometiendo un porcentaje significativo de los recursos del país, es interesante observar que los indicadores de endeudamiento en el presente año señalan una reducción sustancial, tal como se muestra en el Cuadro 6.

CUADRO 6  
Principales indicadores de endeudamiento

(Millones de US\$)

	1988	1989p	1990e
I. Saldo deuda externa total (1) .....	16.434	17.071	16.929
II. Saldo deuda pública total .....	13.062	14.117	14.223
III. Servicio de la deuda .....	3.084	3.744	3.606
A. Pago de intereses y comisiones .....	1.360	1.587	1.419
1. Deuda pública .....	1.154	1.206	1.180
a) Mediano y largo plazo .....	1.137	1.182	1.156
b) Corto plazo .....	17	24	24
2. Deuda privada .....	206	381	239
a) Mediano y largo plazo .....	78	188	67
b) Corto plazo .....	34	30	28
c) Sistema financiero .....	94	122	108
d) Proveedores .....	38	41	36
B. Amortizaciones deuda mediano y largo plazo .....	1.724	2.157	2.187
1. Sector público .....	1.627	1.706	1.864
2. Sector privado .....	97	451	323
IV. Indicadores de endeudamiento			
a) Servicio de la deuda como porcentaje del PIB (2) .....	8.1	8.9	7.4
b) Servicio de la deuda como porcentaje de las exportaciones de bienes .....	57.7	62.1	51.0
c) Saldo de la deuda como porcentaje del PIB (2) .....	42.9	40.7	34.7
d) Saldo de la deuda pública como porcentaje del PIB (2) .....	34.1	33.7	29.2

(1) A partir de 1989 la totalidad de la deuda externa está valorada a las tasas de cambio del dólar frente a las monedas de contratación vigentes al final de cada año.

(2) Las relaciones se calcularon utilizando cifras del PIB en dólares ajustadas por el índice de la tasa de cambio real.

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

La cuenta de transferencias registró un crecimiento de 15%, atribuible en parte a flujos de capital inducidos por diferencias entre las tasas de interés internas y las externas corregidas por la devaluación. La evolución de este diferencial se puede observar en el Cuadro 7 y en la Figura 1, de donde se desprende que a partir de septiembre la rentabilidad doméstica de los activos financieros supera a la externa, creándose así un estímulo al ingreso de capitales del exterior.

*Cuenta de capital.* En lo que se refiere a la cuenta de capital, es importante destacar la caída de 37% en la inversión extranjera directa, pese a los estímulos que ésta ha recibido en los últimos años. Tal resultado se vincula con la disminución de la inversión en la industria petrolera, en parte originada en que una elevada proporción de los recursos para financiar la construcción del Oleoducto Colombia había ingresado en 1989. Por su parte, la inversión extranjera en la industria manufacturera crece US\$ 118 millones.

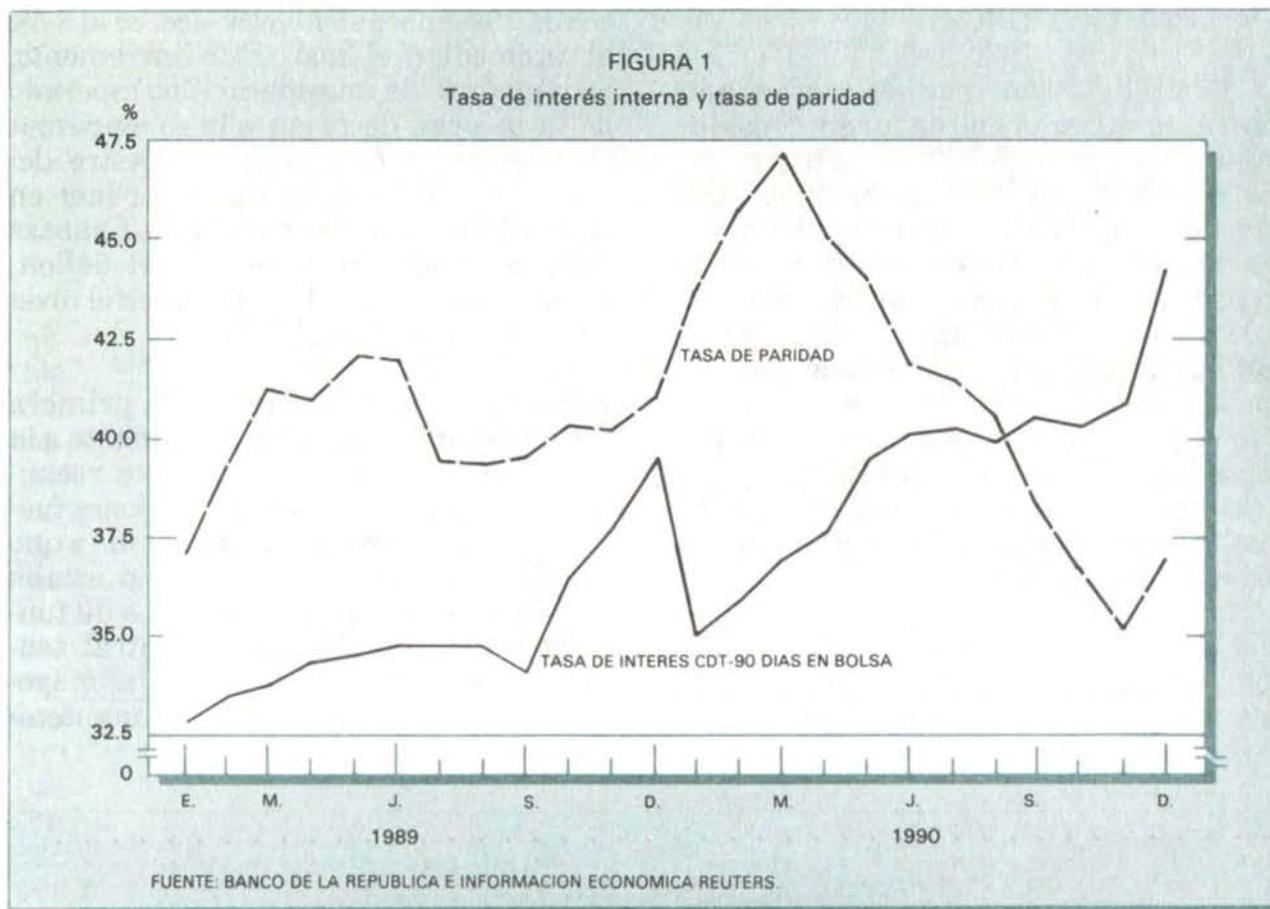
CUADRO 7  
Condición de paridad de las tasas de interés

Año	Mes	Tasa de interés CDT-90 días en Bolsa (%)	Devaluación Anual (%)	Tasas de interés Certif. Depósito 3 meses Estados Unidos (%)	Tasa de paridad (%)	Diferencial (4)-(1)
		(1)	(2)*	(3)	(4)**	(5)
1989	Enero .....	32.8	26.0	8.8	37.1	4.3
	Febrero .....	33.4	27.0	9.7	39.3	5.9
	Marzo .....	33.7	28.7	9.7	41.2	7.5
	Abril .....	34.3	28.9	9.4	41.0	6.7
	Mayo .....	34.5	29.6	9.6	42.0	7.5
	Junio .....	34.7	29.8	9.3	41.9	7.2
	Julio .....	34.7	28.4	8.6	39.4	4.7
	Agosto .....	34.7	27.8	9.0	39.3	4.6
	Septiembre .....	34.1	27.7	9.2	39.4	5.3
	Octubre .....	36.4	29.1	8.7	40.3	3.9
	Noviembre .....	37.6	29.9	7.9	40.2	2.6
	Diciembre .....	39.4	30.7	7.9	41.0	1.6
1990	Enero .....	35.0	33.2	7.9	43.7	8.7
	Febrero .....	35.9	35.0	7.9	45.7	9.8
	Marzo .....	36.9	36.4	7.9	47.2	10.3
	Abril .....	37.6	34.3	8.0	45.0	7.4
	Mayo .....	39.5	33.7	7.7	44.0	4.5
	Junio .....	40.1	31.7	7.7	41.8	1.7
	Julio .....	40.2	31.5	7.5	41.4	1.2
	Agosto .....	39.9	30.6	7.5	40.4	0.5
	Septiembre .....	40.5	28.5	7.6	38.3	-2.2
	Octubre .....	40.3	27.2	7.5	36.7	-3.6
	Noviembre .....	40.9	25.7	7.5	35.1	-5.8
	Diciembre .....	44.7	27.8	7.1	36.9	-7.8

(\*) Devaluación trimestral anualizada.

(\*\*) Calculada como  $\left(1 + \frac{(2)}{100}\right) \left(1 + \frac{(3)}{100}\right) - 1 \times 100$

Fuentes: Banco de la República e Información Económica Reuters.



El endeudamiento externo de largo plazo del sector público se incrementó en términos nominales durante 1990, producto de desembolsos por US\$ 1.990 millones y amortizaciones de US\$ 1.864 millones, sin embargo, como proporción del PIB se redujo de 33.7% en 1989 a 29.2% en 1990 (véase Cuadro 6). Del total de desembolsos, US\$ 785 millones corresponden al segundo tramo del crédito sindicado con la banca comercial internacional, US\$ 538 millones a crédito de la banca multilateral (Banco Mundial y BID), y el monto restante a créditos de entidades bilaterales y proveedores <sup>(5)</sup>. Las amortizaciones presentan un crecimiento importante, como consecuencia de la estructura de plazos de la deuda y de la existencia de períodos de gracia entre 4 y 5 años, que concentraron en 1990 una parte importante del servicio del crédito Jumbo contratado en 1986. En cuanto al endeudamiento de corto plazo del sector público,

se debe anotar que éste se reduce en US\$ 20 millones para el caso del Fondo Nacional del Café.

La deuda externa de largo plazo del sector privado muestra una reducción en 1990. Dentro de las amortizaciones, se destaca el pago de US\$ 100 millones a través de la Resolución 33 de 1984, norma que permitió la reestructuración de la deuda privada. De igual forma, en el año que se comenta se presentó una disminución en la deuda externa privada de corto plazo, lo cual lleva a pensar que este sector pudo haber financiado sus importaciones, en parte, con recursos disponibles en el exterior o mediante mecanismos alternativos no registrados.

(5) El segundo tramo del crédito sindicado se distribuye en US\$ 503 millones para el Gobierno Nacional Central, US\$ 182 millones para la FEN y US\$ 100 millones para Carbocol.

## IV. Política fiscal

El déficit del sector público consolidado cayó al finalizar el año en forma considerable, pasando de \$ 282 mil millones en 1989 a \$ 213 mil millones en 1990, una reducción de 24.5% en términos nominales (véase Cuadro 8). Como proporción del PIB, el déficit se redujo de 1.9% en 1989 a 1.0% en 1990. Tal disminución ha implicado gran esfuerzo, justificado porque constituye una condición necesaria para que el proceso de apertura pueda realizarse bajo un marco favorable de equilibrio macroeconómico interno, de manera que la reducción del ritmo de inflación sea efectiva y permanente.

El déficit fiscal no tuvo, sin embargo, un comportamiento uniforme a lo largo del año; se estimaba en 2.2% del PIB a comien-

zos de 1990, pero su nivel se acercó al 3.5% al promediar el año. Este incremento, acompañado de un superávit no esperado de la balanza de pagos que se empezó a manifestar en el segundo trimestre del año, obligó a las autoridades a poner en ejecución un plan de ajuste de las finanzas públicas orientado a reducir el déficit, hasta situarlo, a finales del año, en el nivel mencionado de 1% del PIB.

El incremento del déficit en la primera mitad del año obedeció parcialmente a la evolución del sector externo. Los recaudos de impuestos a las importaciones fueron menores a los esperados, debido a que aquellas no evolucionaron como estaba previsto. Por otro lado, los gastos de funcionamiento del Gobierno Central tendieron a elevarse, en parte, por las mayores erogaciones derivadas del manteni-

CUADRO 8  
Finanzas del sector público no financiero — 1990

(Miles de millones de pesos)

Conceptos	Ecopetrol	Fondo Nat. del Café	Resto sector público	Gobierno Nacional	Total sector público	% PIB	Variación porcentual 1989/1990
<b>1. Ingresos totales</b> .....	1 295.5	509.1	3 718.3	2 088.4	7 611.1	36.3	37.2
1.1 Explotación bruta .....	1 253.7	445.8	1 365.4	0.0	3 064.9	14.6	42.6
1.2 Aportes del Gobierno Nacional							
Central .....	0.0	0.0	1 018.4	0.0	1 018.4	4.9	32.1
1.3 Otros ingresos .....	41.8	63.3	1 334.5	2 088.4	3 528.0	16.8	34.3
<b>2. Pagos totales</b> .....	1 268.9	512.2	3 834.7	2 268.5	7 824.3	37.3	34.2
2.1 Pagos corrientes .....	989.1	510.0	2 946.5	1 817.6	6 258.2	29.9	36.9
2.1.1 Intereses deuda .....	44.8	11.6	434.3	262.3	753.0	3.6	92.3
2.1.2 Otros .....	939.3	498.4	2 512.2	1 555.3	5 505.2	26.3	31.7
2.2 Pagos de capital .....	158.6	11.2	978.3	408.0	1 556.1	7.4	25.0
2.2.1 F.B.K.F. ....	137.5	1.5	916.0	44.9	1 099.9	5.2	23.7
2.2.2 Otros .....	21.1	9.7	62.3	363.1	456.2	2.2	28.5
2.3 Préstamo neto .....	66.2	-9.0	-90.1	42.9	10.0	0.0	-31.5
<b>3. Déficit (-) o superávit (+)</b> .....	86.5	-3.1	-116.4	-180.1	-213.1	-1.0	-25.0
<b>4. Financiamiento</b> .....	-86.5	3.1	116.4	180.1	213.1	1.0	-25.0
4.1 Crédito externo neto .....	-76.2	-11.0	91.7	4.5	9.0	0.0	-92.8
4.2 Crédito interno neto .....	-10.4	14.1	24.7	175.6	204.0	1.0	28.1
<b>Déficit/PIB (%)</b> .....	0.41	-0.01	-0.56	-0.86	-1.02		

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

miento del orden público y la lucha contra el narcotráfico. Para financiar este mayor déficit se utilizaron recursos del crédito transitorio del Banco de la República a la Tesorería, los cuales se constituyeron, como se muestra más adelante, en la mayor fuente de expansión de la base monetaria en el primer trimestre del año.

La reducción del déficit en la última parte del año fue el resultado de la adopción de severas medidas de ajuste, entre las cuales se destacan las siguientes: i) recorte de apropiaciones presupuestales para inversión del Gobierno Central; ii) congelamiento en el Banco de la República de recursos del Fondo Nacional del Café; iii) incremento del 10% en el precio de la gasolina en el mes de agosto, adicional a la corrección por inflación aprobada a comienzos de año; iv) disminución en términos reales del total de inversión pública, gracias a un aumento nominal de tan sólo 23.7%, habiendo ocurrido los mayores recortes en el sector eléctrico, Ecopetrol y el Metro de Medellín.

En el esfuerzo por mejorar el grado de cumplimiento de los objetivos fiscales y monetarios, se observó un manejo ordenado en varios de los frentes del sector descentralizado. Es especialmente destacable el caso del Fondo Nacional del Café, el cual contribuyó en todos sus frentes a los resultados de la política macroeconómica: de una parte, por la reducción de su propio déficit (que, como porcentaje del PIB, bajó de 0.16% en 1989 a cero en 1990) no obstante los mayores costos que debió afrontar por la sustentación de los precios internos, y, en segundo lugar, debido a la cooperación en materia de inversión de los excedentes de liquidez del Fondo en títulos del Banco de la República. Cabe resaltar que las proyecciones financieras del Fondo Nacional del Café y los compromisos en materia de política de exportaciones, de gasto y de contracción monetaria se atendieron de manera rigurosa.

Por el lado de los ingresos, los del Gobierno Nacional aumentaron 36% en 1990 (véase Cuadro 9). Al respecto, sobresale el comportamiento de los impuestos directos (aumentan 50%) y la notable elevación de las regalías de Ecopetrol. En cuanto a los ingresos de operación comercial del sector público descentralizado, cuyo aumento fue de 43%, se destaca el favorable comportamiento en Ecopetrol, Carbocol y el sector eléctrico. De otra parte, los ingresos por impuestos al comercio exterior tuvieron una evolución poco favorable, aumentando tan sólo 14.6% con respecto a 1989, lo cual representó menores ingresos por \$ 80.000 millones respecto de lo proyectado a principios de año. El poco dinamismo de dichos recaudos se explica por la reducción en la sobretasa, la lenta evolución de las importaciones, y el cambio que en la composición de estas se viene presentando en los últimos años, hacia bienes no gravados o con aranceles bajos en términos relativos <sup>(6)</sup>.

Como resultado del importante desarrollo que en los últimos años ha caracterizado el sector de hidrocarburos, tanto el Gobierno Nacional como otras entidades y empresas descentralizadas, han venido aumentando considerablemente su dependencia de la actividad petrolera. Es así como los pagos realizados por Ecopetrol a la Nación por concepto de impuesto a la renta, ad-valorem a la gasolina y regalías, crecieron 89% en el último año, pasando de representar el 9.5% del total de ingresos en 1989 al 13.3% en 1990 (véase Cuadro 9). Adicionalmente, los departamentos y municipios, Carbocol, el Plan Nacional de Rehabilitación y otros, se han visto beneficiados por diferentes transferencias realizadas de aquella empresa. Esta

(6) Como se mencionó en la anterior sección, las importaciones más dinámicas en 1990 fueron las de maquinaria y equipo (donde se presentaron las mayores reducciones arancelarias), las de equipo militar (exentas de todo gravamen) y las de gasolina y derivados del petróleo, productos con importantes preferencias arancelarias.

CUADRO 9

## Gobierno Nacional Central - Ingresos

(Miles de millones de pesos)

	1989	1990	Var. %
Ingresos totales .....	1.536.0	2.088.4	36.0
<b>A. Ingresos corrientes .....</b>	<b>1.495.6</b>	<b>2.041.8</b>	<b>36.5</b>
<b>1. Ingresos tributarios .....</b>	<b>1.398.9</b>	<b>1.880.3</b>	<b>34.4</b>
a) Impuestos directos .....	542.0	814.0	50.2
— Renta Ecopetrol .....	15.0	60.3	302.0
— Renta y complementarios (neto) .....	527.0	753.7	43.0
b) Impuestos indirectos .....	856.9	1.066.3	24.4
— Aduanas y recargos (neto) .....	161.2	189.4	17.5
— Ad-valorem café 2.5% .....	12.8	16.6	29.7
— CIF Ley 75 de 1986 .....	122.3	130.2	6.5
— Impuestos a las ventas .....	426.0	551.4	29.4
Recaudo DIN (neto) .....	270.0	367.4	36.1
Recaudo DGA (neto) .....	156.0	183.9	17.9
— Ad-valorem gasolina y ACPM .....	104.5	141.3	35.1
— Timbre Nal. salidas exterior .....	26.1	31.7	21.5
— Proturismo 5% y cine 16% .....	4.0	5.8	45.0
<b>2. Ingresos no tributarios .....</b>	<b>96.7</b>	<b>161.5</b>	<b>67.0</b>
— Servi. Admin. tasas y multas .....	10.0	13.6	36.0
— Rentas contractuales .....	45.5	97.2	113.6
— Recuperación cartera .....	16.0	20.2	26.3
— Regalías Ecopetrol .....	26.8	75.4	181.3
— Otras rentas .....	2.6	1.5	-42.3
— Fondos especiales .....	41.2	50.7	23.1
— Proexpo .....	33.9	39.7	17.1
— Otros (consig. a Tesoral) .....	7.3	11.0	50.7
<b>B. Otros ingresos .....</b>	<b>40.5</b>	<b>46.7</b>	<b>15.3</b>

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

dependencia de las finanzas públicas respecto de la actividad petrolera es preocupante, si se tiene en cuenta que los últimos años no han sido positivos en materia de nuevos hallazgos y que el precio externo es altamente volátil.

## V. Política monetaria

La orientación de la política monetaria en el presente año buscó que el crecimiento de la oferta monetaria fuera siempre compatible con los propósitos de estabilización de precios. Específicamente, la Junta Monetaria estableció como meta el crecimiento anual de los medios de pago en

una franja de 24% a 27%, que, dado el aumento en la velocidad de circulación del dinero, resultaba armónica con una reducción del crecimiento de los precios a la meta de 24% anual <sup>(7)</sup>. De esta manera había consistencia con las proyecciones de crecimiento del producto real y la inflación deseada, y se proporcionaba un flujo de liquidez restringido en razón al objetivo de reducción de la inflación.

(7) Es de anotar que la franja mencionada, establecida en febrero, fue sucesivamente corregida hacia abajo, en el afán de no acomodar las mayores presiones inflacionarias. Es así como en mayo se estableció en 22.2—25.2% y en septiembre en 20.8—23.8%.

Entre diciembre de 1989 y el mismo mes de 1990 los medios de pago crecieron 25.8%, tasa inferior a la del año anterior (véase Cuadro 10), cercana a la meta propuesta por la Junta Monetaria. Sin embargo, es importante anotar que la evolución de los medios de pago no conservó un patrón estable a lo largo del año, habiéndose observado períodos en los que, aunque cortos, estos crecían a tasas superiores, influyendo para que el crecimiento promedio en el año fuera de 27.9%. En lo que respecta a la base monetaria, durante el año que se comenta su crecimiento se originó fundamentalmente en la acumulación de reservas internacionales y, en menor medida, por el aumento en el crédito neto al Gobierno Nacional (véase Cuadro 11).

CUADRO 10  
Crecimiento de los medios de pago  
Variaciones porcentuales anuales

Mes	1988	1989	1990
Enero .....	33.0	21.4	27.7
Febrero .....	29.8	23.5	27.8
Marzo .....	28.5	25.9	27.8
Abril .....	26.4	24.3	30.8
Mayo .....	24.3	28.7	25.9
Junio .....	28.4	27.2	26.0
Julio .....	24.7	27.3	26.1
Agosto .....	24.4	28.2	28.9
Septiembre...	24.9	26.1	29.3
Octubre .....	23.9	24.5	32.0
Noviembre ...	32.4	22.2	26.3
Diciembre ...	25.8	29.1	25.8
<b>Promedio</b>	<b>27.2</b>	<b>25.7</b>	<b>27.9</b>
<b>Coef. Variación</b>	<b>0.117</b>	<b>0.098</b>	<b>0.073</b>

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

CUADRO 11  
Principales fuentes de expansión y contracción de la base monetaria 1990 (1)  
(Miles de millones de pesos)

Fuentes	Trimestre				Total año
	I	II	III	IV	
Base monetaria .....	-142.4	34.1	7.7	367.6	267.0
Reservas internacionales netas .....	98.4	133.3	311.5	253.0	796.2
Tesorería .....	53.8	-23.8	-135.2	146.9	41.7
i) Depósitos Tesorería Banco República .....	-23.2	-63.0	7.4	44.8	-34.0
ii) Resolución 3/88 .....	-33.0	39.2	-142.6	102.1	-34.3
iii) Crédito transitorio a Tesorería .....	110.0	0.0	0.0	-110.0	0.0
iv) Traslado de la CEC .....	0.0	0.0	0.0	110.0	110.0
Crédito neto FAVI .....	-79.7	-8.0	-30.7	28.8	-89.6
Operaciones de mercado abierto (OMA) .....	-77.2	-84.6	-87.8	4.0	-245.6
a) Sector financiero .....	-3.3	-11.3	-34.8	19.5	-29.9
— Corto plazo (7 y 15 días) .....	-3.0	-11.8	-35.3	24.7	-25.4
— Otros .....	-0.3	0.5	0.5	-5.2	-4.5
b) Particulares .....	-32.2	-17.1	-13.4	-96.1	-158.8
c) Convenidas .....	-11.4	-34.0	-18.0	10.3	-53.1
d) FEDERACAFE .....	2.2	-25.5	-31.0	53.0	-1.3
e) Títulos canjeables .....	-32.5	3.3	9.4	17.3	-2.5
Cuenta especial de cambios (2) .....	-55.4	-32.7	-53.8	-59.0	-200.9
Certificados de cambio .....	-22.2	11.2	4.0	-12.4	-19.4
Obligaciones externas de largo plazo .....	-9.1	-22.5	-10.4	-44.0	-86.0
Depósitos de giro .....	-38.5	31.5	-36.0	13.9	-29.1
Canjeables FEN .....	-24.3	43.8	-19.3	28.2	28.4
Otras fuentes netas .....	11.8	-14.1	65.4	8.2	71.3

(1) En todos los casos un (-) significa un efecto monetario contraccionista.  
(2) En el cuarto trimestre, es el efecto antes de realizarse el traslado de los \$ 110 mil millones a la Tesorería.

El efecto monetario de las operaciones de la Tesorería durante el primer trimestre del año fue de \$ 53.800 millones, incluyendo el crédito de corto plazo por \$ 110.000 millones otorgado por el Banco de la República, el cual fue cancelado en diciembre con recursos de la Cuenta Especial de Cambios (CEC), procedimiento que, se sabe, trae consecuencias monetarias expansionistas. Con el propósito de compensar esta fuente de expansión, durante el primer trimestre se hicieron grandes esfuerzos en materia de colocación de OMA, las cuales contrajeron \$ 77.200 millones en ese período.

A lo largo del segundo semestre se ejecutó una política de reducción del gasto público y se retrasaron los pagos de la Tesorería según ya se comentó, hasta el punto que al cierre del año el Gobierno Nacional había reducido o aplazado pagos por \$ 164 mil millones respecto a lo originalmente presupuestado, como único medio para ajustar el déficit a la cifra ya reseñada de 0.9% del PIB.

Gracias al ajuste fiscal, a partir del segundo semestre el aumento en la base monetaria se explica fundamentalmente por la acumulación de reservas internacionales. El mayor valor en dólares de éstas, producto del superávit en la balanza de pagos, tiene un impacto monetario directo; no así, en teoría, la mayor valoración en pesos del "stock" de reservas internacionales, producto de la variación de la tasa de cambio, suma que, en principio, no tiene por qué generar expansión adicional<sup>(8)</sup>. Infortunadamente, diversas reformas a la operatividad de la CEC han permitido que, de hecho, tal valorización se traduzca en un importante efecto monetario expansionista. Así, la Ley 38 de 1989 autorizó que parte de las utilidades de la cuenta se trasladaran al Gobierno en calidad de ingreso de capital y, recientemente, la Ley 51 de 1990 permitió cargar a la CEC el costo financiero de los Títulos de Ahorro Nacional. Se configura así una situación preocupante, por cuanto

se restablecen vínculos poco deseables entre las políticas cambiaria, fiscal y monetaria, con evidentes costos en términos de manejo monetario, según se desprende de lo ocurrido en la década pasada.

Para contrarrestar la expansión de las reservas se tuvo que adoptar una política agresiva en materia de colocación de OMA. El Cuadro 11 indica que el esfuerzo contraccionista llevado a cabo por el Banco de la República cobijó toda una gama de operaciones, que incluyen colocaciones de Títulos de Participación y Títulos Canjeables por Certificados de Cambio entre el público, el sistema financiero y algunas empresas del Estado. Resulta especialmente importante destacar la colocación de Títulos de Participación entre el público en un monto cercano a los \$ 160 mil millones, operación que refleja el desarrollo de este instrumento, el cual permite ejecutar la política monetaria apelando casi con exclusividad a intervenciones en el mercado.

A finales de diciembre de 1990 el saldo de OMA fue de \$ 406 mil millones, \$ 245 mil millones superior al de igual fecha del año anterior. Las OMA con particulares aumentaron \$ 161 mil millones; con el sector financiero \$ 30 mil millones; y las convenidas \$ 53 mil millones. De estas últimas, \$ 18.000 millones corresponden a un aumento en las inversiones del Fondo de Amortización del TAN y \$ 35.000 millones a inversiones de Findeter y el Seguro Social, entre otras. La estructura de plazos del total de OMA es favorable, por cuanto papeles con plazo hasta de 60 días representaban el 26.4% del total, mientras que el restante 73.6% correspondía a títulos con plazos entre 90 y 360 días, garantizando así la estabilidad del efecto contraccionista.

(8) Ello en razón a que la devaluación también aumenta el valor en pesos de diversos pasivos no monetarios del Banco de la República, dentro de los cuales aparece el resultado de la CEC. De esta manera, se debería esterilizar el mayor valor en pesos de los activos internacionales del Emisor.

Como es explicable, esta política de esterilización de circulante utilizando operaciones de mercado abierto tiene implicaciones de carácter alcista sobre las tasas de interés. Así por ejemplo, en el mercado de Títulos de Participación a 90 días se aceptaron ofertas de particulares a una tasa promedio ponderada de 29.2% en marzo, 37.6% en septiembre y 43% en diciembre. La elevación en las tasas de interés constituye un inevitable costo transitorio de la política de OMA; sin embargo, en el mediano plazo, la reducción de la oferta monetaria y de la inflación permiten la rebaja de las tasas nominales y reales a niveles inferiores a los del inicio del proceso.

En el Cuadro 12 se observa por su parte que en los últimos dos años se ha presentado un aumento sostenido en la tasa de interés de captación de los intermediarios financieros, evolución que coincide con la aceleración de la inflación, y que consiguientemente se refleja en una estabilidad relativa de la tasa real de interés. El control monetario a través de OMA no sólo conlleva el inevitable costo transitorio a que hemos hecho referencia, sino que, por la misma razón, puede producir movimientos especulativos de capital que le restan efectividad a la política monetaria. De nuevo, se trata de un problema ineludible en el corto plazo, cuyas bondades se manifiestan más adelante, en la medida en que la reducción en las expectativas de inflación se traduzcan en un menor nivel de tasas nominales de interés.

CUADRO 12  
Tasas de interés nominal y real

Año	Mes	Tasa nominal (1)	Inflación (2)	Tasa real (3)
1989	Enero	32.2	27.9	3.4
	Febrero	33.0	27.0	4.7
	Marzo	33.2	26.5	5.3
	Abril	33.7	24.8	7.1
	Mayo	33.7	24.9	7.0
	Junio	33.9	23.6	8.3
	Julio	33.9	23.8	8.2
	Agosto	34.0	25.7	6.6
	Septiembre	33.6	26.5	5.6
	Octubre	34.0	26.6	5.8
	Noviembre	34.6	27.1	5.9
	Diciembre	34.9	26.1	7.0
1990	Enero	34.4	26.7	6.1
	Febrero	34.2	27.1	5.6
	Marzo	34.7	27.6	5.6
	Abril	35.8	28.0	6.1
	Mayo	35.8	28.2	5.9
	Junio	36.2	29.0	5.6
	Julio	37.6	28.7	6.9
	Agosto	37.1	29.0	6.3
	Septiembre	37.6	30.2	5.7
	Octubre	39.2	30.7	6.5
	Noviembre	37.6	31.0	5.0
	Diciembre	38.5	32.4	4.6

(1) Tasa de interés de captación (efectiva anual). Calculada como un promedio ponderado de las tasas de bancos, corporaciones y compañías de financiamiento comercial. Fuente: Superintendencia Bancaria, encuesta semanal de CDT y pagarés a todos los plazos.

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

(3) Calculada como  $\left( \frac{1 + \text{Tasa Nominal}}{1 + \text{Inflación}} - 1 \right) \times 100$ .

Adicional a la utilización de OMA como instrumento de control monetario, durante el último trimestre del año, ante la continuación de los efectos perturbadores causados por la excesiva acumulación de reservas, se adoptaron medidas complementarias de control. Estas incluían la agilización de pagos al exterior, la monetización diferida de los reintegros por servicios personales y transferencias, la ampliación de la posición propia de los bancos y la elevación de la tasa de interés de los cupos de redescuento de los bancos en el Banco de la República.

De otra parte, y con el objeto de reducir el multiplicador de la base monetaria, la Junta Monetaria aumentó el encaje para todas las exigibilidades en un punto porcentual e incrementó la sanción por desencaje. Si bien estas medidas no son las más convenientes por sus efectos en el mediano plazo, ya que retrasan el cambio estructural dirigido a la remoción de controles a la operación del sistema financiero, son disposiciones de carácter coyuntural, con las que se busca impedir que el crecimiento monetario amenace los objetivos de estabilidad de precios.

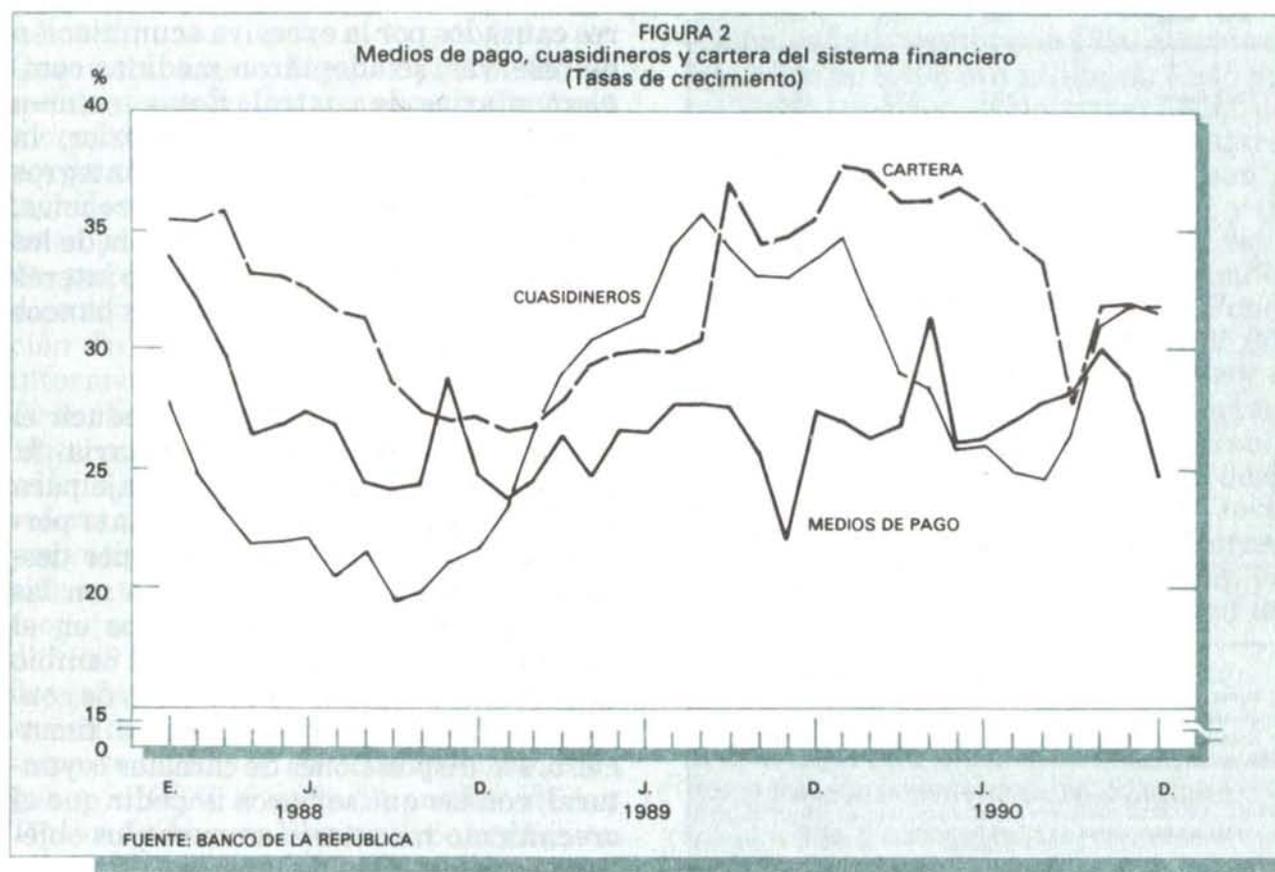
Otra importante fuente de reducción de la base monetaria la constituyó el exceso de liquidez de las corporaciones de ahorro y vivienda y su congelación a través del FAVI. En lo que respecta al cierre del año, dicho Fondo tuvo un considerable efecto contraccionista debido a que, contrario a lo sucedido en años anteriores, el aumento estacional en la demanda por efectivo se suplió con fuentes de expansión primaria diferentes al FAVI, tales como las reservas internacionales.

## VI. Crédito

En varias oportunidades hemos afirmado que el desarrollo del mercado financiero ha permitido, en cierto grado, la independencia de las políticas monetarias y

crediticia. Desde un punto de vista de muy corto plazo esta independencia es favorable, por cuanto permite que esfuerzos temporales de contracción de la oferta monetaria no tengan que traducirse en recortes simétricos en la financiación a la actividad productiva.

De la Figura 2 se desprende que los controles en el crecimiento de los medios de pago no necesariamente se traducen en restricciones de crédito. En el promedio para los últimos tres años, la cartera creció a una tasa del 32% anual mientras los medios de pago lo hicieron al 26.7%. Este hecho tiene una explicación sencilla. Dado que los depósitos en cuenta corriente no son la principal fuente de recursos del sistema financiero (representan cerca del



20% del total), la evolución de la financiación de la economía depende más de la tendencia de los cuasidineros. La figura en mención muestra una mayor correlación entre cartera y cuasidineros que entre cartera y medios de pago. Ello indica que el desarrollo crediticio presenta bastante independencia de la política monetaria cuando ésta se circunscribe a controlar M1. Como se afirma en las Notas Editoriales de junio del presente año, la estabilidad y crecimiento de los cuasidineros es más importante para el crédito que lo que suceda en términos de medios de pago.

A este respecto, hay que mencionar adicionalmente que entre los meses de septiembre de 1989 y 1990 la cartera del sistema financiero creció incluso más que los cuasidineros, fenómeno que, en parte, obedeció a la reducción de las inversiones forzadas, y en menor grado, a los aumentos patrimoniales del sistema financiero en los últimos años, hechos que posibilitaron una oferta de crédito superior a la que las captaciones permitían. Este considerable crecimiento de la cartera, que amenazaba con acelerar aún más la inflación, fue la circunstancia que obligó a las autoridades monetarias a adoptar, a finales de año, medidas tendientes a restringir el incremento de la cartera, como fue el caso del aumento en el requisito de encaje.

Si bien es claro que una política monetaria dirigida a controlar el crecimiento de M1 no necesariamente conduce a una contracción del crédito, resulta muy preocupante el hecho varias veces anotado de que la generación de volúmenes excesivos de cartera tengan la capacidad de limitar el control monetario. Un aumento acelerado del crédito, muy superior al de la variable de control monetario, tal como sucedió durante 1989 y el primer semestre de 1990, puede erosionar la efectivi-

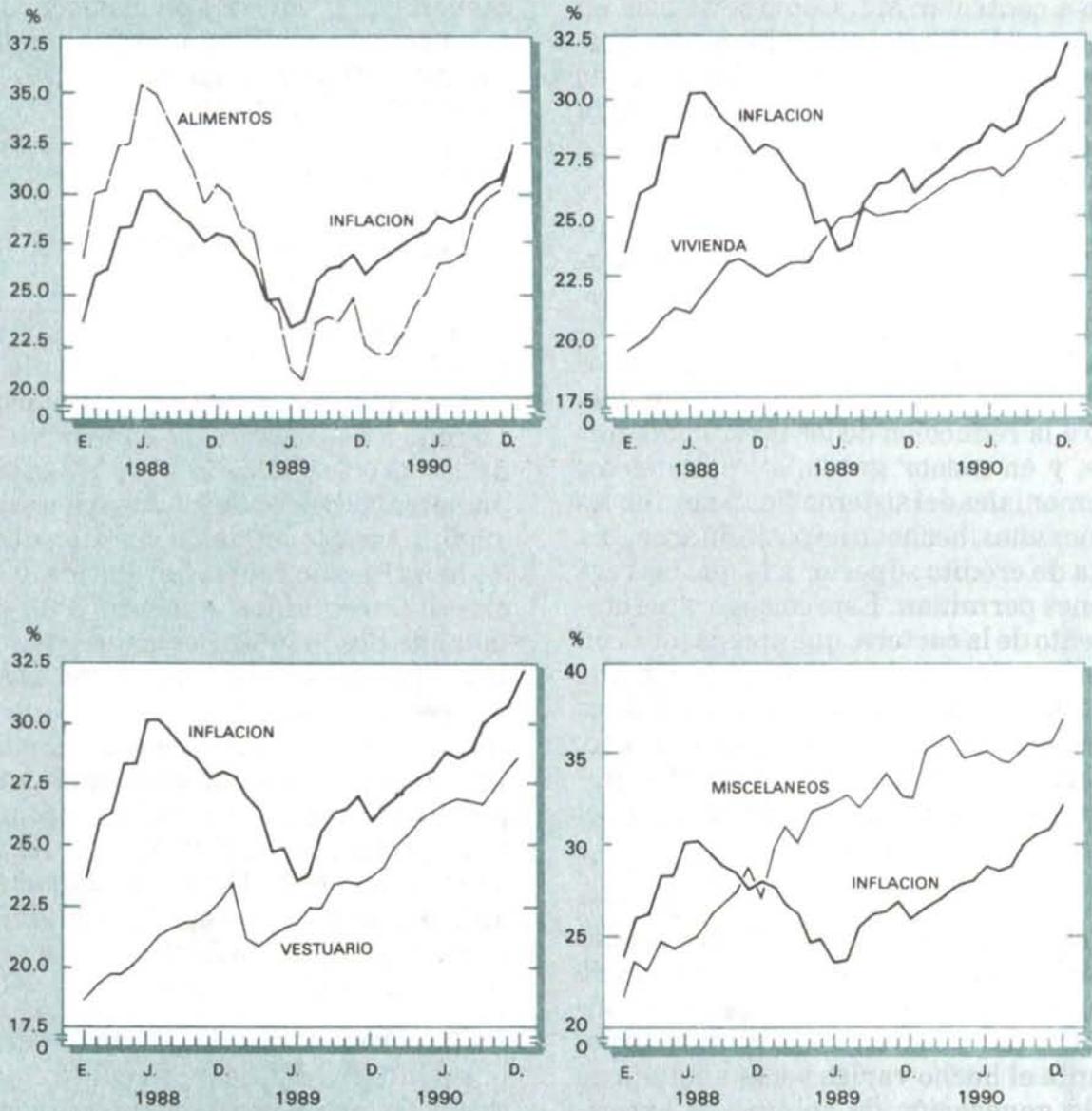
dad de la política de estabilización, por cuanto en el proceso de generación de crédito los bancos comerciales crean cuentas corrientes. En tal sentido, en una perspectiva de mediano plazo resulta evidente que se puede caer en una contradicción al permitir una evolución acelerada de la cartera, en la medida en que ello debilita el control sobre la oferta monetaria, al volverla en parte endógena a las decisiones de financiamiento de los intermediarios financieros.

## VII. La política de estabilización

La alta y creciente inflación del año constituyó el resultado más preocupante para los responsables de la política económica. La reducción drástica de la presión alcista de los precios ha sido y sigue siendo el principal objetivo de las autoridades. En 1990, la tasa de inflación, medida a través de la variación anual del Índice de Precios al Consumidor, ascendió a 32.4%, la más alta desde 1963. Por componentes del IPC, el grupo de misceláneo, con una tasa de crecimiento de 37.3%, fue el que mostró los mayores incrementos. Todos los subgrupos de esta categoría aumentaron por encima de la inflación promedio: transporte 40%, salud 36.4%, educación 34.9% y otros 37.4%. De otra parte, los alimentos aumentaron 32.5%, la vivienda 29.5% y el vestuario 28.7%.

Es importante anotar que como parte de la estrategia de ajuste fiscal dirigida a crear las condiciones macroeconómicas para que la inflación se reduzca sustancialmente en el mediano plazo, el Gobierno se vio obligado a hacer importantes correcciones en algunos precios bajo su control, con un impacto adverso de corto plazo sobre el IPC. Tal es el caso durante 1990

**FIGURA 3**  
Comportamiento de la inflación y de sus componentes  
1988-1990



FUENTE: DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADISTICA DANE

del aumento en el precio de la gasolina y de las tarifas de diversos servicios públicos, especialmente la energía. Dicha estrategia está plenamente justificada, por cuanto es indispensable que el precio de venta de artículos y servicios que suministra el Estado reflejen el costo de oportunidad de los recursos utilizados en su elaboración.

En la Figura 3 se presenta el comportamiento del IPC y sus componentes en los últimos tres años. Resulta conveniente destacar dos aspectos: por un lado, en razón a diferentes mecanismos de indización prevalecientes, el aumento en el precio relativo de los alimentos en 1988 se tradujo eventualmente en un aumento generalizado de precios. De otra parte, es claro que desde comienzos de 1989 el componente de misceláneo se convierte en el de mayor crecimiento en precios.

Tanto la evidencia empírica como la teoría económica señalan que de un proceso inflacionario en aumento se derivan importantes costos en términos de crecimiento, asignación de recursos y distribución del ingreso, los cuales a su vez se relacionan y alimentan entre sí. Un aumento continuo y generalizado en el nivel de precios disminuye la competitividad externa de la economía, suele acortar el horizonte de las decisiones de inversión, redistribuye el ingreso y la riqueza en forma regresiva, y, a través de diferentes mecanismos de propagación, limita el papel que, como señal para una eficiente asignación de los factores de producción, desempeñan los cambios en precios relativos.

Los efectos adversos que se derivan de la inflación han condicionado el manejo de la política económica desde tiempo atrás. Este hecho se manifiesta en forma acentuada durante el presente año, en razón a

que la aceleración de la inflación dificulta la aplicación programada del proceso de apertura económica. Al respecto, se presenta un conflicto entre los objetivos de corto y largo plazo de la política económica. Las autoridades son conscientes de que la inflación afecta en forma adversa el desarrollo de largo plazo del esfuerzo de reorientación hacia el exterior de la economía. Sin embargo, no menos cierto es el hecho de que diversas políticas que se han puesto en práctica para combatir el flagelo inflacionario pueden, en el corto plazo, incidir desfavorablemente sobre la nueva estrategia. En tal sentido, se es firme en el propósito de combatir la inflación asumiendo las repercusiones de tipo inmediato, pues su disminución es una condición necesaria para que se materialice y consolide la internacionalización de la economía.

A lo largo de las presentes Notas se ha hecho referencia a diversas iniciativas que, en alguna forma, han tenido que ser temporalmente relegadas en virtud de la necesidad de combatir el problema inflacionario. Tal es el caso del recorte en los gastos públicos de inversión, muchos de ellos esenciales para proveer a la economía de la infraestructura necesaria a fin de poder competir eficazmente con el resto del mundo. De igual forma, medidas monetarias que implicaron mayor intervención en el negocio de intermediación o que trajeron consigo reducciones importantes en las posibilidades de generación de crédito, pueden no ser consistentes con el objetivo de largo plazo de estimular la canalización de importantes recursos del ahorro financiero hacia el proceso de reconversión industrial.

El ajuste fiscal y la restricción monetaria en un ambiente de cambios estructurales, lejos de conformar una política contradictoria, son medidas necesarias para garan-

tizar que las reformas se den en un ambiente de estabilidad macroeconómica, pues sólo de esta forma podrán ser exitosas. Precisamente, la seriedad y credibilidad de la actual política económica del Gobierno emana del hecho de que éste ha sido claro en expresar que mientras no se corrija el problema inflacionario, insistirá en el mantenimiento de políticas correctivas en dicho frente, así éstas determinen una demora en la consolidación de las reformas estructurales.

Así mismo, la búsqueda de la estabilidad de precios tiene prioridad sobre los costos de corto plazo en términos de desaceleración del crecimiento económico; de hecho, las autoridades son conscientes de que la inflación solamente puede bajar drásticamente y aceleradamente si hay una disminución en el ritmo de actividad económica. Las medidas adoptadas en los frentes fiscal y monetario durante 1990 son de índole contraccionista y, por la misma razón, consistentes con el precepto de que, con antelación a la aceleración de las reformas estructurales, se tiene que contener el ritmo acelerado de crecimiento en los precios. En el mediano plazo, dichas reformas, al promover la eficiencia a través de mayor competencia, coadyuvarán en el proceso de disminución de la inflación.

## VIII. Conclusiones

La evaluación de la política económica durante 1990 constituye en esta ocasión un ejercicio de análisis particularmente complejo; al tiempo que ocurren hechos positivos como una ligera mejoría del crecimiento económico, el mantenimiento del nivel de empleo y un sector externo con un marcado fortalecimiento, se presentan factores negativos como la peligrosa aceleración de la inflación, fenómeno altamente perturbador que obligó a

adoptar medidas drásticas dirigidas a su control.

Desde el punto de vista normativo el año se caracteriza por la adopción de trascendentales disposiciones de índole estructural, encaminadas a permitir que los mecanismos de mercado ejerzan un efecto determinante en el proceso de asignación del ahorro, de las divisas, de la mano de obra, y en general de todos los factores productivos. Para aplicar esta estrategia ha sido necesario remover muchos de los obstáculos vigentes, los cuales posiblemente coinciden con normas que en el pasado buscaron darle al Estado una amplia capacidad de intervención, pero que en el momento actual constituyen barreras para el correcto funcionamiento del aparato económico y frenan el crecimiento.

Un ejemplo muy representativo a este respecto es el de comercio exterior, que contaba no sólo con un alto grado de protección a través de elevados aranceles sino que, además, por medio de restricciones administrativas tales como las licencias de importación, aislaba la economía colombiana de los mercados internacionales. De igual manera, el sistema cambiario, en un todo armónico con las limitaciones existentes al comercio internacional, también demandaba una urgente actualización para descentralizar y flexibilizar las operaciones externas, tal como quedó plasmado en la Ley 9a. de 1991. El caso del sector financiero, aunque había sido materia de importantes cambios desde mediados de la década pasada, aún sobrellevaba la carga que representan distintos tipos de inversiones forzosas, altos encajes e instituciones ineficientes, muchas de ellas de carácter oficial, factores todos limitantes tanto de la competencia en materia de distribución de crédito como del desarrollo del mer-

cado de capitales. Por último, el entorno laboral requería de mayores índices de movilidad, objetivo conseguido gracias a la Ley 50 de 1990.

Para la aplicación de estas reformas estructurales y con el fin de garantizar el éxito de las mismas se ha tenido en cuenta la existencia previa de un aceptable equilibrio macroeconómico. La presencia de condiciones de relativa estabilidad en materia fiscal y monetaria, un saldo de reservas internacionales amplio (más de 10 meses de importaciones), junto con un nivel de tasa de cambio adecuado para estimular las exportaciones y regular la demanda por importaciones, son factores que permiten al productor de bienes y servicios recibir las señales de precios correctas. De no darse tales requisitos, las medidas de ajuste estructural se traducirán en menor crecimiento, debilitamiento de la balanza de pagos y condiciones posiblemente más inflacionarias.

No obstante, en el frente doméstico la situación de equilibrio presentó desmejoras en algunos períodos del año. A pesar de los aceptables indicios de que se disponía a comienzos del año, no fue posible perseverar en la tendencia de reducción de los precios, presentándose, por el contrario, un acentuado resurgimiento de la inflación, que al finalizar 1990 mostraba una de las tasas más elevadas de los últimos treinta años.

La aceleración de la inflación obligó a las autoridades a revisar a lo largo del año las metas de las políticas en materia fiscal y monetaria con el fin de reducir la perniciosa tendencia al alza de los precios. Las acciones tomadas en el frente monetario para limitar los excesos de demanda eran indispensables, pues el problema inflacionario se viene consolidando peligrosamente en los últimos años y para corre-

girlo ya no basta con acciones sencillas de carácter transitorio, sino que se requiere de medidas drásticas con una permanencia adecuada en el tiempo. No se desconoce, desde luego, que diversas iniciativas adoptadas con el propósito de reducir las presiones inflacionarias tienen, inevitablemente, efectos adversos de corto plazo sobre el ritmo de actividad económica, y que debido a ellas el crecimiento será menor y puede aumentar el desempleo.

De igual forma, lo sucedido con la inflación perturbó el desarrollo de las reformas estructurales. Si bien la importancia de éstas aconsejaba continuar con su adopción, la necesidad de contrarrestar el problema inflacionario hizo que su ejecución fuera más lenta de lo inicialmente previsto, con lo cual se garantizaba el ordenamiento seguido frecuentemente en experiencias exitosas, en las que la reducción de la inflación ocurrió primero.

Así mismo, puesto que se tiene la convicción de que las fallas de orden estructural no sólo afectan el crecimiento económico sino también la estabilidad de precios, la aplicación casi simultánea de políticas de estabilización y reformas estructurales no resulta necesariamente opuesta. Infortunadamente, la puesta en práctica de estas últimas enfrentó diversas dificultades de carácter operativo que han impedido obtener varios de sus beneficios con la rapidez deseada; tal lo sucedido, por ejemplo, con el incremento esperado en la oferta de bienes derivado de la apertura de las importaciones, cuya expansión vino a darse, pero tardíamente.

Del análisis se desprende, finalmente, como punto a destacar, que la orientación general de la economía y de las reformas que se han puesto en marcha es correcta, oportuna y coherente y que los sectores productivos derivarán de ella, en el me-

diano plazo, todas las ventajas en términos de empleo, diversificación y modernización. Aquellas serán, con seguridad, más amplias, ahora que se dispone de unos mercados con mejor funcionamiento gracias a las reformas estructurales adopta-

das. Dado que el ambiente propicio para que se materialicen los beneficios de las reformas debe ser uno de estabilidad macroeconómica, las medidas para contrarrestar la inflación se han mantenido con firmeza, lo que contribuye a su credibilidad.