

Colombia

COLOMBIA	1987	1988	1989	1990
Crecimiento PIB (%)	5.4	4.1	3.2	4.2
Agricultura	6.4	2.8	4.7	6.7
Industria	6.2	1.9	2.9	6.6
Minería	24.1	4.5	12.9	8.0
Construcción	-10.0	13.2	0.4	-6.7
Comercio	4.8	5.6	1.1	2.3
Otros	4.5	4.7	2.5	2.7
Consumo privado	3.8	3.7	2.2	2.1
Consumo del gobierno	5.6	9.9	4.0	4.5
Formacion bruta de capital fijo	0.8	10.9	-0.9	-1.1
Variación de existencias	141.5	-10.8	47.7	0.1
Exportaciones	7.8	0.3	9.1	18.1
Importaciones	5.3	6.6	-5.0	6.2
Inflación (Crecimiento % anual)	24.0	28.1	26.1	32.4
Crecimiento M1	32.9	25.8	29.1	25.8
Tasa de cambio por dólar	263.7	335.9	433.9	568.7
Tipo de cambio real (Indice FMI)	66.5	64.1	61.8	54.5
Exportaciones de bienes (US\$ Mill.)	5661.0	5343.0	6031.0	7106.0
Importaciones de bienes	3793.0	4515.0	4558.0	5088.0
Balanza comercial	1868.0	828.0	1473.0	2018.0
Balanza en cuenta corriente	-20.0	-220.0	-193.0	382.0
Cambio en reservas	-28.0	360.0	57.0	634.0
Reservas internacionales	3450.0	3810.0	3867.0	4501.0
Deuda externa total (US\$ Mill.)	15663.0	16434.0	16249.0	16145.0
Deuda externa/PIB	33.4	32.1	30.4	26.2
Servicio deuda/exportaciones	49.2	56.7	54.6	49.3
Déficit fiscal (% del PIB)	-2.0	-2.5	-1.3	0.3
Tasa de desempleo	10.1	10.4	9.1	10.6
Salario real (Crecimiento % anual)	-0.7	-1.3	1.2	1.5

Fuente:

- Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. CEPAL.

- International Financial Statistics. FMI.

Por diferencias entre las fuentes estadísticas, estas cifras pueden no coincidir con las publicadas en el informe.

Colombia

Patricia Correa¹

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

Al comenzar el nuevo mandato presidencial en agosto de 1990, la reestructuración y modernización del Estado y la economía se plantearon como ejes centrales del programa de gobierno. En el lenguaje coloquial del Presidente, el lema central era el “revolcón institucional” que tendría lugar en su administración. Como se señaló en la anterior entrega de este informe, la aceleración inflacionaria que se venía presentando desde 1986 amenazaba convertirse en un serio limitante para consolidar el proceso de reforma estructural que había dado sus primeros pasos durante los últimos meses del gobierno anterior, y para los propósitos de conducir a la economía colombiana hacia una senda estable con altas tasas de crecimiento económico.

Pocos días después de la posesión del nuevo Ministro de Hacienda, la dimensión del problema de precios llevó a las autoridades a tomar conciencia sobre la necesidad de supeditar las políticas de estabilización y crecimiento al control de este flagelo. Los lemas de “quebrarle el espinazo a la inflación” y “apretarse el cinturón” rápidamente

desplazaron al del “revolcón” en los pronunciamientos oficiales. Se anunció una meta inflacionaria de 22% para 1991 (en 1990 llegó a 32.4%) y se hizo pública la decisión de combatir el crecimiento de los precios como objetivo prioritario del gobierno en el campo económico.

Lo anterior no fue impedimento para que a finales de 1990, antes que empezaran a adoptarse medidas drásticas sobre control a la inflación, el gobierno presentara al Congreso un gran paquete de propuestas de reforma estructural que cubría prácticamente todos los campos en materia económica y social: financiero, fiscal, cambiario, laboral, etc. En menos de un mes, y dentro de un ambiente de agitada discusión política, se aprobaron una serie de reformas que habrían de cambiar significativamente el marco legal bajo el cual había operado la economía colombiana durante varias décadas.

Dentro de las principales cabe enumerar las siguientes²:

- Se eliminaron los controles a las importaciones y se redujeron los aranceles. Además, se simplificaron

¹ La autora agradece los valiosos comentarios de Javier Fernández, Eduardo Lora, Roberto Steiner, Miguel Urrutia y Leonardo Villar a una versión preliminar de este artículo.

² Un análisis detallado de éstas se encuentra en *Coyuntura Económica* de abril de 1991, o en Lora ed. (1991).

los trámites administrativos y de registro de exportación e importación y se creó el Ministerio de Comercio Exterior, bajo cuya dirección quedaron todos los organismos estatales del sector.

- Se flexibilizó el control de cambios a través de la Ley 9 de 1991.
- Se eliminaron las restricciones a la inversión extranjera (incluida la inversión en el sector financiero).
- Se avanzó en el proceso de desmonte de inversiones forzosas del sistema financiero, se redujo el encaje ordinario, se adoptó un modelo de banca de filiales y se reglamentó la creación y transformación de entidades financieras.
- Se flexibilizó el régimen laboral con miras a mejorar la estabilidad del empleo.
- Se elevó del 10 al 12% la tasa del IVA.

Con la Ley 9/91 se reemplazó el régimen cambiario vigente desde 1967, caracterizado por un estricto control a todas las operaciones de compra-venta de divisas. La nueva Ley creó un marco legal muy amplio mediante el cual se otorgaron facultades generales al gobierno para flexibilizar o liberar el control de cambios en forma totalmente discrecional³, y acabar con el monopolio del Banco Central como administrador de dichas operaciones. En junio de 1991 la Junta Monetaria expidió una resolución mediante la cual se estableció que a partir del primero de octubre habrá total descentralización de las operaciones de cambio (las cuales podrán efectuarse a través de bancos comerciales y otros intermediarios) y se anunció que comenzará a operar un mercado de cambios

más libre. En adición, la ley concedió amnistía fiscal a las divisas o activos poseídos en el exterior al 30 septiembre de 1990.

De los resultados macroeconómicos hasta mayo de 1991, y del análisis de las políticas de largo y corto plazo adoptadas hasta el momento, se deduce lo siguiente :

1. Tal como ha sucedido en la mayoría de los países que iniciaron un proceso de apertura comercial y ajuste estructural de la economía, en Colombia ya han salido a flote los inevitables problemas de inconsistencia entre algunos de los objetivos de largo plazo y los de estabilización de corto plazo⁴.

2. Sin embargo, los actuales problemas de estabilización son diferentes a los típicos de otros países que realizaron ajustes estructurales. En estos últimos se produjo por lo general un rápido deterioro en la balanza de pagos, acompañado por una revaluación real y por la dificultad de devaluar posteriormente ante el temor de alimentar presiones inflacionarias. En países como México y Chile, inicialmente las importaciones crecieron mucho más rápido que las exportaciones, y los capitales privados tardaron en llegar. En Colombia ha sucedido exactamente lo contrario: primero se devaluó en términos reales, el ritmo de crecimiento de las exportaciones ha sido significativamente superior al de las importaciones, y la entrada de capitales se empezó a producir antes que se consolidara el proceso de apertura. El problema coyuntural es, por consiguiente, el de estabilizar los efectos de la acumulación de reservas, con el riesgo de dejar revaluar el tipo de cambio sin haber acabado de realizar el proceso de liberación comercial.

3. La secuencialidad de las medidas de política cambiaria, y el haber diseñado la apertura

³ Unicamente en el caso particular de los ingresos de divisas provenientes de la exportación de algunos servicios, la Ley estableció de inmediato la total libertad de cambios en un mercado libre de divisas. Este régimen ampara a las divisas originadas en turismo, servicios personales y donaciones.

⁴ Véase al respecto Lora (1991) y *Coyuntura Económica* de abril de 1991.

importadora en forma gradual (particularmente en materia de aranceles), son las principales razones que explican este fenómeno. Por una parte, el ajuste en materia de tasa de cambio ocurrió antes que la liberación de importaciones, y se hizo en forma gradual y prolongada (el país lleva devaluando el tipo de cambio real desde 1985). Así, las exportaciones menores comenzaron a reaccionar a los estímulos de tasa de cambio antes de que comenzaran a operar los efectos favorables de oferta que se supone vienen con la apertura (menores costos de insumos importados, mayor competencia y eficiencia, etc.). La aceleración inicial en la tasa de devaluación, además, compensó en gran parte el efecto precio de la ligera desgravación arancelaria.

Por otra parte, la percepción de los agentes respecto a que la tasa de cambio estaba subvaluada coincidió con las reformas al régimen de control de cambios y las amnistías otorgadas a capitales previamente "fugados". Así, las expectativas de revaluación, sumadas a las altas tasas de interés internas y a estos cambios estructurales, implicaron una entrada masiva de capitales⁵. En la segunda mitad de 1991, además, es posible que entren a operar otros estímulos al influjo de capital extranjero, como quiera que acaban de hallarse nuevos yacimientos petrolíferos de considerable magnitud (cabe recordar que la apreciable dinámica de las exportaciones mineras desde 1985 ha contribuido sustancialmente a fortalecer la balanza comercial del país).

Los mayores factores de incertidumbre en este campo son: ¿Qué tan inestables son los capitales que han entrado? ¿Cuánto durará el dinamismo exportador y qué tan sensible será a una revaluación del tipo de cambio? ¿Cuándo reaccionarán las importaciones a la apertura?

⁵ A ello se pueden adicionar el mayor riesgo asociado a la inversión de recursos en Panamá y Estados Unidos, en particular debido a la investigación y congelamiento de depósitos de colombianos en este último país como parte de su política anti-narcóticos.

4. Así, el problema central de política económica para la actual administración ha sido el de combatir los efectos inflacionarios que genera la situación anterior sin erosionar las condiciones de solidez del sector externo, para poder continuar con el proceso de apertura importadora y reestructuración económica.

Hasta junio de 1991 la estrategia para enfrentar este reto fue la de recurrir fundamentalmente a instrumentos monetarios y fiscales como defensa contra la inflación, y dejar prácticamente inmodificadas las tradicionales reglas en materia cambiaria (i.e. se continuó devaluando bajo el sistema "crawling peg" y control de cambios tradicional).

Los principales cuellos de botella y dilemas que acarrea dicha estrategia son: Hasta qué punto la política monetaria y fiscal puede contrarrestar los efectos expansionistas del sector externo? Si no se obtiene el objetivo deseado, se debe retroceder en la reforma al control de cambios e imponer restricciones a la compra de divisas en el mercado oficial, o liberar el mercado totalmente? Cómo reducir el déficit fiscal sin atrasar los proyectos de infraestructura y reestructuración requeridos por la apertura y la modernización estatal?

5. Hasta el momento, los objetivos de política que se han propuesto las autoridades han sido más numerosos que los instrumentos a su disposición⁶. En las condiciones actuales no es posible, simultáneamente, lograr una disminución de la inflación al 22%, continuar estimulando las exportaciones a través de una elevada tasa de cambio, hacer una liberación gradual de las importaciones, estimular el sector de la construcción, generar superávit fiscal y reestructurar la economía. A nuestro modo de ver, la baja efectividad de las medidas antiinflacionarias se

⁶ Este punto lo señaló Ocampo J.A. en otro contexto, al comentar las propuestas de política de Herrera y Calderón (1990) en un seminario organizado por FEDESARROLLO.

explica en gran parte por el temor de las autoridades de asumir grandes costos en materia de crecimiento y reestructuración.

A la postre, como lo confirman los resultados macroeconómicos actuales (Cuadro 1), alguno de estos objetivos tendría que sacrificarse en aras de conseguir otros. O bien el país aún no está preparado para realizar reformas tales como la eliminación de los controles cambiarios ni para una revaluación nominal del tipo de cambio, o no conviene asumir los costos de reducir tan rápido la inflación, entre los cuales se incluye la generación de un significativo superávit fiscal.

6. Como se deduce del recuento de medidas de política que se presenta a continuación, en los últimos meses han predominado el activismo y las "sorpresas" en materia de política económica sobre la formulación de reglas anunciadas y estables. Activismo que, naturalmente, ha aumentado la incertidumbre de los agentes económicos.

Inicialmente se plantearon como bases generales de la política anti-inflacionaria las siguientes: severa restricción monetaria, ajuste fiscal para eliminar completamente el déficit del sector público, y una política de ingresos y salarios que consistiría en un acuerdo entre gobierno, empresarios y trabajadores, a través del cual todos estos sectores se comprometerían a incrementar sus respectivos precios en no más del 22% en 1991. Para los sectores en los que se observarían incrementos de la inflación por encima de esa meta, además, se aplicarían rebajas arancelarias con el objeto de introducir mayor competencia al mercado doméstico y evitar prácticas monopólicas. En junio, a este conjunto de medidas se agregaron controles de precios de algunos bienes como drogas y transporte.

Al terminar el primer semestre de 1991, el fracaso en el intento de concretar un acuerdo sobre precios entre sectores y el poco éxito en cuanto a la reducción del crecimiento de los agregados

Cuadro 1. COLOMBIA: INDICADORES MACROECONOMICOS GENERALES: Comportamiento reciente y perspectivas (Porcentajes)

	1988	1989	1990	1991 P	1992P
A. PIB real	4.1	3.2	4.2	1.4	2.1
B. Inflación	28.1	26.1	32.4	27.0	22.0
C. Crecimiento M1	25.8	29.1	25.8	25.0	24.2
D. Devaluación nominal	27.4	29.2	31.1	24.0 *	26.0
E. Tasas de interés pasivas ^a	32.1	34.9	38.4	38.0	37.0
F. Balances Financieros (% del PIB)					
1. Sector Público Consolidado	-2.5	-1.3	0.3	-0.9	-1.1
2. Gobierno Nacional Central	-1.0	-1.1	-0.3	-	-
3. Cuenta Corriente B. de Pagos	-0.6	-0.5	0.9	1.1	0.2
4. Sector Privado (3-1)	2.0	0.8	0.6	2.0	1.3

P Proyección FEDESARROLLO.

* Supone una devaluación promedio anual del 22% hasta el mes de agosto y del 28% para los últimos cuatro meses del año.

^a Fin de período.

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

monetarios y precios, forzaron a las autoridades a tomar medidas más drásticas. Por un lado, se aceleró el proceso de desgravación arancelaria; por otro, los esfuerzos de política monetaria fueron reorientados para atacar el problema de expansión de los medios de pago en su principal fuente, la excesiva acumulación de reservas internacionales.

Así, las autoridades han tenido que escoger entre varias alternativas de política para desestimular la entrada de divisas (particularmente aquellas por concepto de movimientos de capital de corto plazo). Las principales en la discusión han sido dos: utilizar la tasa de cambio nominal, revaluándola nominalmente para después acelerar el ritmo de devaluación y desestimular así la entrada de capitales, o intensificar los controles cambiarios directos. Ambas medidas tienen costos. La primera podría romper la credibilidad de la que ha gozado por 25 años el sistema de minidevaluaciones sucesivas en Colombia, y a la que se atribuye gran parte del éxito de las políticas de exportación y estabilización en este país. La segunda va en contra del espíritu liberacionista de las reformas estructurales que ha defendido el gobierno.

Hasta comienzos de junio, el gobierno había sido enfático en su decisión de no revaluar en términos nominales con el objeto de corregir desequilibrios financieros de corto plazo. La tasa de cambio, se decía, debería continuar manejándose con el criterio de mantener estable el nivel de competitividad de las exportaciones colombianas en los mercados externos. Por esta razón, en la práctica se había escogido la segunda entre las alternativas mencionadas (es decir, la de imponer algunas restricciones administrativas a la entrada de divisas), aunque en forma tímida y poco efectiva, como lo demuestran los resultados monetarios y financieros hasta mayo de 1991.

Esto último llevó a que se produjera un fuerte viraje en dicha política a finales de junio: se reforzaron los controles cambiarios al obligar a todos los agentes que reintegraran divisas por cualquier

concepto, a cambiarlas por certificados de cambio redimibles a los 90 días, en vez de cambiarlas por pesos. Dado que los certificados son negociables con descuento en el mercado secundario, en los primeros días de julio ello implicó una revaluación nominal efectiva del peso del orden del 3%. Aunque, como se mencionó anteriormente, al mismo tiempo el gobierno anunció una mayor liberación del mercado cambiario a partir de octubre, todavía existe un elevado nivel de incertidumbre respecto a cómo se realizará ésta, y cómo será la intervención del banco central en dicho mercado.

Finalmente, a finales de agosto de 1991 el gobierno aplicó un nuevo y trascendental cambio en la política discutida hasta ahora. Esta decisión fue tomada cuando la presente edición de Coyuntura Económica Latinoamericana se disponía a entrar a imprenta; por esta razón nos limitamos a registrarla, sin profundizar en su análisis.

Buscando una salida a la situación creada por la fuerte entrada de divisas, el gobierno decidió acelerar el proceso de apertura a las importaciones. A juicio del equipo económico, la excesiva acumulación de reservas en lo corrido de 1991 resultó, en buena medida, del lento crecimiento de las importaciones, que crecieron muy por debajo de su potencial. El escaso dinamismo de las importaciones se debió a factores como la baja demanda interna y el deterioro en el clima de los negocios, pero también a las sucesivas modificaciones al cronograma de reducciones arancelarias, que llevaron a los agentes económicos a diferir sus decisiones de importación a la espera de una mayor claridad en el panorama.

El gobierno reconoció así los efectos perturbadores de los constantes cambios en las reglas de juego para las importaciones, y procedió a realizar de una sola vez las reducciones arancelarias que estaban programadas para ser ejecutadas gradualmente entre 1991 y 1994. Así, se fijarán cuatro niveles arancelarios:

1. 0% para materias primas, insumos, bienes intermedios y de capital no producidos en el país.
2. 5% y 10% para materias primas, insumos, bienes intermedios y de capital con producción nacional.
3. 15% para bienes de consumo final.
4. La sobretasa que afecta a todas las importaciones fue reducida de 10% a 8%.

Las tarifas para vehículos de uso particular se mantuvieron en 75%. El grupo de productos agropecuarios para los cuales se había determinado un mecanismo de aranceles flexibles, de acuerdo con unas franjas de precios, se mantuvo bajo dicho sistema. Como consecuencia de estas decisiones, el arancel promedio no ponderado (con sobretasa) desciende de 24.7% a 14.8%, el arancel ponderado (con sobretasa) baja de 20.2% a 12.6%, y la protección efectiva promedio baja de 44% a 24.8%.

Paralelamente a las medidas sobre aranceles se tomó la decisión de acelerar la devaluación, cuyo ritmo vuelve a colocarse en niveles cercanos al 30% anual⁷. Con ello se pretende mantener los estímulos a las exportaciones, compensar parcialmente el efecto de la reducción de los aranceles y, en el más corto plazo, desestimular la entrada de capitales especulativos.

Como consecuencia de este nuevo giro de la política, cabe esperar un crecimiento que el PIB en 1991 se aproximará a 1.4%, inferior incluso al que se calculaba hasta este momento. En el corto plazo, el aumento de la devaluación puede tener efectos inflacionarios, por lo que no debe esperarse que contribuya al logro de las metas de precios que se fijó el gobierno. Por lo demás, no es claro que las

medidas sean suficientes para resolver la encrucijada macroeconómica actual. La liberación de importaciones no va a producir una salida de divisas con la rapidez requerida para ajustar las cuentas monetarias. Además, no han desaparecido todas las motivaciones para la entrada de divisas, pues las tasas de interés pagadas por el banco central en sus operaciones de mercado abierto siguen siendo elevadas, y la escasez de crédito aún obliga a quienes tienen recursos en el exterior a traerlos al país para financiar sus operaciones corrientes.

Por lo tanto, no sólo es necesario reducir las ventajas de traer dólares al país, sino también la necesidad de hacerlo. El esquema no está completo si, aparte de la aceleración de la devaluación, no se produce una reducción más profunda en las tasas de interés y una expansión del crédito. Para ello se requieren disminuciones tanto del encaje como de las tasas de interés pagadas en las operaciones de mercado abierto del banco central. No es posible llevar el encaje a los niveles normales si no se genera previamente un margen monetario suficiente, pues de lo contrario se produciría una nueva expansión que arruinaría la política monetaria. Para generar este margen monetario se requiere un nuevo ajuste fiscal, superior al necesario para compensar los efectos de la caída de los ingresos provenientes de los impuestos al comercio exterior. Ello implicaría reducciones en los gastos y aumentos de los ingresos del sector público, obviamente a través de aumentos en los impuestos.

II. PRODUCCION Y PRECIOS

Los resultados en materia de producción y precios para 1990 sobrepasaron con creces las proyecciones que se tenían a mediados del año (Cuadro 1). De acuerdo con estimativos oficiales preliminares, la economía creció el año pasado 4.2% en términos reales, cifra significativamente superior a la observada en 1989 (3.2%) y a las proyecciones mencionadas. Como consecuencia de ello, la tasa de ocupación aumentó de 52.5% en 1989 a 53.3%

⁷ Durante los siete primeros meses del año se mantuvo un ritmo que habría llevado a cerrar el año con una devaluación de 22% entre enero y diciembre.

en 1990⁸. Por su parte, la tasa de crecimiento anual del índice de precios al consumidor alcanzó en diciembre de 1990 un nivel no registrado desde 1963, de 32.4%, (en promedio durante el año, la inflación fue de 29% aproximadamente), frente a un valor de 26.1% para este mismo indicador en 1989.

Los principales factores que determinaron estos resultados fueron los siguientes: a) Un aumento mayor al esperado en el volumen de producción cafetera, renglón que genera grandes efectos multiplicadores sobre la demanda agregada de toda la economía ; b) Una expansión no prevista en las reservas internacionales, cuyos efectos monetarios y sobre la demanda agregada habrían de reflejarse en un mayor nivel de producción y precios y c) Un incremento de carácter especulativo en la mayoría de los precios y salarios de la economía en el último trimestre del año, debido a los reajustes del precio de la gasolina y otros servicios públicos entre agosto y octubre, y a la expectativa creada por el gobierno respecto a la adopción de medidas de control de precios a través del "pacto social" mencionado anteriormente.

Las cifras sobre inflación disponibles a finales de julio de 1991 mostraban un panorama poco alentador, pese a las medidas adoptadas en el frente monetario y fiscal a partir de diciembre: el crecimiento anual del índice de precios al consumidor sólo se había reducido a 31.6%, inferior en sólo 0.7 puntos porcentuales al registrado en diciembre de 1990, superior en casi tres puntos al registrado un año atrás en el mismo mes, y bastante lejano de la meta de 22%. Como se verá posteriormente, sin embargo, algunos indicadores sugieren que la inflación sí cederá algunos puntos en lo que queda de 1991, para llegar en diciembre a un nivel entre 26% y 27% en el escenario más optimista.

⁸ La tasa de desempleo, sin embargo, aumento de 9.4% a 10.7%, respectivamente, acompañada de un incremento en la tasa de participación laboral.

Por su parte, los indicadores sobre actividad productiva disponibles en mayo de 1991 sugieren que el comportamiento de la producción y de la inversión en lo corrido del año ha sido mucho menos favorable que en 1990. Los resultados de las simulaciones del modelo de equilibrio general de FEDESARROLLO⁹ bajo escenarios alternativos para 1991, consistentes con una tasa de inflación cercana a 27%, arrojan una proyección de crecimiento del PIB real de 1.8%. Así las cosas, si el programa antiinflacionario da mejores frutos durante el segundo semestre del año, 1991 cerrará con una tasa de inflación superior en cuatro puntos porcentuales al nivel promedio observado durante la década pasada (23% anual) y con un ritmo de crecimiento anual inferior al promedio registrado durante igual lapso (3.5%).

A. Demanda y oferta agregadas

1. Demanda agregada

El Cuadro 2 muestra cómo la demanda externa y el consumo interno fueron los únicos renglones que contribuyeron a la expansión de la demanda agregada en 1990, siendo las exportaciones y el consumo del gobierno los componentes más dinámicos.

Conviene resaltar que, como proporción del PIB, las exportaciones alcanzaron el máximo nivel observado en los últimos cuarenta años (cerca de 20%) en tanto que los demás componentes de la demanda, y en especial el del consumo privado y la inversión, perdieron participación en el valor agregado nacional. La caída en este último componente de la demanda se debió casi exclusivamente a la contracción de la inversión real del sector público, ya que la acumulación de capital del sector privado mantuvo el dinamismo de años anteriores.

⁹ Véase el capítulo de "Análisis Coyuntural" en *Coyuntura Económica* de abril de 1991.

Cuadro 2. COLOMBIA: PRODUCTO INTERNO POR COMPONENTES DEL GASTO (%)

	Tasas de crecimiento					Participación en el PIB		Contribución al crecimiento	
	1986	1987	1988	1989 ^e	1990 ^e	1989 ^e	1990 ^e	1989 ^e	1990 ^e
Consumo privado	3.2	3.8	3.7	2.2	2.1	68.2	67.4	1.5	1.6
Consumo del gobierno	1.4	5.6	9.9	4.0	4.5	11.1	11.2	0.4	0.5
Formación capital fijo	7.6	0.8	10.9	-0.9	-1.1	15.8	15.4	-0.2	-0.2
Variación existencias	-29.6	141.5	-10.8	-47.7	0.1	1.0	1.5	-1.0	0.0
Exportaciones	20.7	7.8	0.3	9.1	18.1	18.5	19.6	1.6	3.4
Importaciones	4.1	5.3	6.6	-5.0	6.2	-14.7	-15.1	0.8	-0.9
Total PIB	5.8	5.4	4.1	3.2	4.2	100.0	100.0	3.2	4.2

^e Estimado.

Fuente: DANE, datos preliminares para 1989 - 1990 y cálculos de FEDESARROLLO.

Para 1991 se espera una continuación en las tendencias observadas en los componentes de demanda agregada, con un crecimiento en la participación de las exportaciones dentro de las fuentes de demanda. Se prevé que los balances macroeconómicos no cambiarán apreciablemente con respecto al año anterior (Cuadro 1), salvo que disminuirá el exceso de ahorro interno público y aumentará el del sector privado.

2. Oferta agregada y por sectores

La oferta para el mercado doméstico (importaciones más producción nacional para consumo interno) experimentó un incremento real del 1.8% en 1990. La participación de los productos importados dentro de la oferta aumentó a 16%, en contraste con el 15.3% del año anterior. Sin embargo, el valor real de estos últimos no aumentó significativamente como proporción del PIB; pese al mayor dinamismo de las compras externas con respecto a 1989, su nivel fue inferior al que se tenía previsto dada la significativa flexibilización de los controles a las importaciones que se produjo en el segundo semestre del año (recuadro 1). El proceso de apertura

importadora de Colombia aún no se ha reflejado en un cambio significativo en la estructura de oferta o de demanda agregadas de la economía.

A nivel de sectores económicos (Cuadro 3), nuevamente se encuentra evidencia de la alta inestabilidad de las fuentes de crecimiento de la economía colombiana. El incremento del producto en 1990 se debió en su mayor parte al comportamiento de las actividades ligadas al café (producción y trilla), las cuales explicaron aproximadamente el 24.6% del incremento total del valor agregado de la economía; en 1989, la contribución de estas había sido únicamente del 1.5%. El sector agropecuario sin café contribuyó en 21.7% al crecimiento, experimentando una ligera reducción en su dinámica con respecto al año anterior.

Sobresalió también el repunte de la actividad industrial (sin incluir la trilla de café), la cual se había desacelerado notablemente en 1989. Su contribución al crecimiento del valor agregado fue de 17.2% en 1990. Los resultados de la encuesta de opinión de FEDESARROLLO en el sector

Cuadro 3. COLOMBIA: CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (%)

Sector	1986	1987	1988	1989 ^e	1990 ^e	1991 ^P	
						Baja	Alta
AGROPECUARIO	3.4	6.4	2.8	4.7	6.7	3.9	4.3
Café	-4.9	12.2	-5.3	-6.3	17.5	3.0	3.0
Agropecuario sin Café	4.5	5.4	3.9	5.9	4.7	4.0	4.5
Agrícola	4.1	4.3	3.8	6.0	-	-	-
Pecuario	5.9	6.9	4.3	6.0	-	-	-
Silvicultura, caza y pesca	3.9	6.6	0.7	3.4	-	-	-
MINERIA	72.3	24.1	4.5	12.9	8.0	7.0	7.0
INDUSTRIA	5.9	6.2	1.9	2.9	6.6	-1.8	-1.0
Trilla	12.9	-5.8	-12.5	8.6	27.0	-5.0	-7.0
Resto	4.8	8.3	4.0	2.2	3.9	-1.0	0.0
CONSTRUCCION	4.9	-10.0	13.2	0.4	-6.7	2.2	4.5
COMERCIO	4.2	4.8	5.6	1.1	2.3	2.0	2.5
OTROS ¹	3.8	4.5	4.7	2.5	2.7	2.2	2.5
TOTAL	5.8	5.4	4.1	3.2	4.2	2.0	2.4

^e Estimación preliminar del DANE.^P Proyección.¹ Incluye: transporte; electricidad, gas y agua; servicios comunales, sociales y personales; servicios bancarios, impuestos, derechos de importaciones.

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

empresarial mostraron aumentos en el nivel de utilización de la capacidad instalada y una mejoría en el comportamiento y clima de la inversión a lo largo del año.

En contraste, la actividad constructora fue la menos dinámica, con una caída de 6.7% en términos reales. La complejidad de la actual legislación y los continuos cambios en la política de vivienda de interés social desde el gobierno anterior son los grandes responsables de que la parte descendente del ciclo típico de la construcción de vivienda, que se presenta usualmente cada dos o tres años, se

haya prolongado por más de tres años. Al estancamiento que viene sufriendo la construcción privada desde 1988 se sumó en 1990 la fuerte caída de la inversión real en obras públicas del gobierno (véase el Capítulo IV).

Aun cuando todavía no se dispone de cifras oficiales actualizadas, las encuestas de opinión realizadas por FEDESARROLLO y otras entidades permiten estimar una apreciable reducción en el ritmo de crecimiento de la producción en varios renglones económicos durante el primer semestre de 1991.

RECUADRO 1. PRINCIPALES MEDIDAS DE POLITICA ECONOMICA

(Agosto 1990 - Junio 1991)

Política financiera	1- Incremento de los niveles de capital mínimo obligatorio para los intermediarios financieros.	Diciembre 1990
	2- Eliminación de restricciones a la inversión extranjera en las entidades financieras.	Diciembre 1990
	3- Autorización a intermediarios financieros para realizar diversas operaciones a través de filiales, acercándose a un modelo intermedio entre la banca especializada y la universal.	Diciembre 1990
	4- Agilización y flexibilización del régimen de fusiones, escisiones, conversión y liquidación de entidades.	Diciembre 1990
	5- Se otorgó facultades a la Junta Monetaria para fijar tasas de interés pasivas máximas de los establecimientos de crédito (antes sólo fijaba topes a las tasas activas).	Diciembre 1990
	6- Se inició el proceso de desmonte de las inversiones forzosas: suspendiendo nueva inversión de este tipo y decretando inversiones sustitutivas de inversiones forzosas, entre otras medidas.	Diciembre 1990
	7- Se permitió la capitalización de intereses para créditos de largo plazo.	
	8- Liberación de las tasas de interés de los depósitos de ahorro, comunes y a término, y de la forma de liquidación de los mismos.	Diciembre 1990
	9- Los excesos de liquidez de las CAV's podrán invertirse en títulos emitidos por el Banco de la República o la Tesorería o en compra de cartera u obligaciones de otras CAV's o cartera del INURBE.	Marzo 1991
Política monetaria	1- Política agresiva de colocación de OMAs para contrarrestar la expansión de reservas (con excepción de los meses de nov. y dic. de 1990).	Junio-junio 1990-1991
	2- Congelación de fondos correspondientes a excesos de liquidez de los establecimientos públicos, los que sólo podrán invertirse en títulos de deuda pública nacional o del Banco de la República (excepto saldos en UPAC que tuvieran las entidades antes del 1 de nov. de 1990).	Noviembre 1990
	3- Elevación transitoria del interés del cupo de redescuento en el Banco de la República.	Nov.1990 a Enero 1991
	4- Incremento transitorio del encaje de los intermediarios financieros en un punto.	Nov.1990 a Enero 1991
	5- Establecimiento de un plazo máximo para el pago de importaciones registradas en 1990.	Enero 1991
	6- Fijación del encaje marginal del 100%, de duración indefinida sobre todas las exigibilidades sujetas a encajes, a excepción de las de las CAV's.	Enero 1991
	7- Eliminación de los depósitos previos al giro de importaciones	Febrero 1991
	8- Se relajaron las obligaciones sobre plazos máximos de giro de las importaciones (en particular, para bienes de capital).	Febrero 1991
	9- Autorización a la Tesorería General de la Nación para "emitir títulos de deuda pública ("Tesoros") destinados a" financiar sus faltantes de liquidez de corto plazo.	Febrero 1991
	10- Se concede un cupo de crédito especial en el Emisor por	Junio 1991

	600 millones de US\$ para financiar importaciones de materias primas sin riesgo cambiario. Eliminación del encaje marginal del 100%. Aumento del encaje ordinario, que compensa el efecto y mantiene aproximadamente estable el crecimiento de la cantidad de dinero.	Septiembre, 1991
Política cambiaria */	1- Se otorgó permiso al Gobierno para liberar las operaciones cambiarias de bienes y servicios, darle mayor injerencia al mercado y descentralizar la administración de controles. En particular: 2- Se declaró legal la tenencia de activos poseídos en el exterior con anterioridad al 1 de septiembre de 1990. 3- Se declararon exentos de controles administrativos los ingresos de divisas por concepto de servicios prestados en el exterior (excepto cuando las reservas internacionales lleguen a ser inferiores a 3 meses importaciones); estas serán de libre tenencia y negociación. 4- Se dió Autorización a los residentes en el país para realizar operaciones de cobertura de riesgo cambiario en los mercados internacionales de futuros y en los mercados de opciones del exterior. 5- La compra, venta, posesión y exportación de oro será libre, pero el gobierno determinará, por un término de dos años, quienes podrán exportar oro. 6- Se concedieron facultades al Gobierno para autorizar a los intermediarios financieros la negociación y transferencia de divisas. 7- Se autorizó a los bancos y las corporaciones financieras para fijar libremente las tasas de compra y venta de divisas. Estas se podrán comprar y vender a particulares, o entidades similares; estas divisas deberán destinarse a gastos o inversión en el exterior. 8- Se permitió la legalización de los giros de importación cancelados con divisas del mercado negro, mediante el pago de los derechos cambiarios al presentar la licencia de importación en el Banco de la República. 9- Imposición de un plazo de 80 días para la monetización de las divisas provenientes de las exportaciones de servicios y "transferencias; derogada a principios de enero de 1991." 10- Se fijaron diferentes plazos para efectuar los giros por pago de importaciones, dependiendo de la utilización de las licencias de cambio. 11- Establecimiento de una comisión del 5% para las divisas, en efectivo o en cheque, ofrecidas en venta por los particulares al Banco de la República y del 3.8% para las divisas vendidas a éste por el sistema bancario. 12- Se impone una tasa de retención del 3% sobre la venta de divisas por particulares en el Banco de la República o en el sistema bancario	Diciembre 1990 Diciembre 1990 Diciembre 1990 Diciembre 1990 Diciembre 1990, Enero Diciembre 1990 Diciembre 1990 Marzo 1991 Abril 1991 Junio 1991
	*/Algunas de las reformas aún no se han acabado de reglamentar y por lo tanto no han entrado a operar cabalmente.	
Política de liberación de	1- El 76% del universo quedó libre de controles. 2- Se desmontó el sistema de transición para las	Septiembre 1990 Noviembre

importaciones	importaciones sometidas a licencia previa, que se había implantado en febrero de 1990 (encuestas arancelarias); el 96.7% de las posiciones arancelarias quedaron en régimen de libre importación, el resto en licencia previa (se eliminó el régimen de prohibida importación).	1990
Política arancelaria	1- La meta de conformación de la zona de libre comercio para los países andinos se adelantó para fines de 1991 (antes se había fijado para 1999). Sólo se excluirán del esquema de desgravación total los productos del grupo de las listas de excepciones y aquellos sensibles a los sectores de programación industrial conjunta (siderurgia, metalmecánica y automotriz).	Noviembre 1990
	2- Se redujo la sobretasa de 18% a 13%, el número de tarifas arancelarias pasó de 23 a 9 y el nivel promedio ponderado (incluyendo sobretasa) pasó de 43.7% a 33.5%, en términos nominales y de 75.1% a 59% en términos de protección efectiva.	Diciembre 1990
	3- Reducción de los gravámenes ad-valorem para algunos bienes (insumos químicos, ladrillos, barras de hierro, etc.)	Diciembre 1990
	4- Se redujo la sobretasa a las importaciones de algunos insumos y productos agropecuarios, fijándola entre 0.5 y 10%.	
	5- Se creó un sistema de aranceles variables para los bienes agrícolas, con franjas para trigo, cebada, maíz, arroz, sorgo y soya (esta franja regirá del 1 de junio al 31 de noviembre de 1991, con correcciones posteriores).	
	6- Se amplió la Preferencia Arancelaria Regional para los países de la ALADI, otorgándose así rebajas para todo el universo arancelario (con unas pocas excepciones) y no sólo para productos específicos, como es el caso de los acuerdos bilaterales.	
	7- Entró a operar el régimen arancelario aplicado a los países menos avanzados para las importaciones de la Comunidad Económica Europea provenientes de Colombia, que tendrá una duración de 4 años.	Enero 1991
	8- Se eliminó arancel sobre todo el equipo y bienes de capital importados no producidos en el país, y se redujo de 13% a 10%. La sobretasa CIF aplicable a estas importaciones.	Junio 1991
	9- Se estableció una reducción generalizada de aranceles sobre importación de materias primas y algunos bienes de consumo.	Junio 1990
	10. Se realizan de una sola vez las reducciones arancelarias que estaban programadas para ser ejecutadas entre 1991 y 1994. Se fijan cuatro niveles arancelarios con una tas máxima del 15%	Agosto 1991
Política tributaria	1- Se elevó la tarifa general del IVA de 10% a 12%.	
	2- Extensión del IVA a diversos servicios (telecomunicaciones, restaurantes, hoteles).	Diciembre 1990
	3- Unificación de todos los gravámenes cafeteros en un único impuesto ad-valorem, contribución con destino al FNC, con el fin de mantener el ingreso cafetero.	Diciembre 1990
	4- Se creó el impuesto extraordinario de "guerra" como contribución al reestablecimiento del orden público y para financiar los requerimientos de las fuerzas armadas y organismos de seguridad del Estado: 5% adicional de impuesto a la renta, sobretasa de 2% sobre el IVA para llamadas	Febrero 1991

	<p>telefónicas de larga distancia, e impuestos extraordinarios a la producción minera.</p> <p>5- Se determinaron las características de los títulos de deuda privada, por medio de cuya suscripción podrán ser pagados los impuestos de importación de los bienes de capital.</p>	
Régimen de inversión extranjera	<p>1- Se eliminaron prácticamente todas las restricciones de entrada y remisión de los capitales y sus utilidades.</p> <p>2- Hidrocarburos: se mantuvo la exigencia de aprobación del Ministerio de Minas, pero se eliminó la obligación de reintegro parcial de divisas originadas en sus exportaciones.</p> <p>3- Inversiones en servicios públicos o garantizadas por convenios internacionales de cobertura de riesgos deberán ser aprobadas por el DNP.</p> <p>4- Se prohibió la inversión extranjera en actividades de seguridad nacional, de disposición y desecho de basuras.</p> <p>5- Se permitió remitir al exterior utilidades equivalentes al 100% del capital registrado para el año anterior y se fijan condiciones para que las utilidades que superen el límite de giro sean registradas como inversión directa.</p>	<p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p>
Reforma laboral	<p>1- Se desmontó la doble retroactividad de las cesantías.</p> <p>2- Se determinó que las cesantías se liquidarán anualmente para los nuevos empleados y para los antiguos que los deseen; estas se trasladarán a fondos creados para esto.</p> <p>3- Se eliminó la "acción de reintegro" pero se elevó la indemnización por despido injustificado.</p> <p>4- Ligera flexibilización de la jornada laboral para las nuevas empresas, donde se establezcan turnos sucesivos (36 horas semanales y 6 horas diarias; las horas extras no pueden superar las 2 horas diarias y 12 semanales).</p> <p>5- Creación del salario integral para los trabajadores que ganen más de 10 salarios mínimos.</p> <p>6- La licencia de maternidad se extendió de 8 a 12 semanas, una de las cuales puede ser cedida al esposo.</p>	<p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p> <p>Diciembre 1990</p>

En el campo de la producción de energéticos este es el resultado de determinantes exógenos, como el recrudecimiento de los atentados guerrilleros contra la infraestructura petrolera y de energía eléctrica. El desarrollo futuro de la situación de orden público en esta área dependerá, entre otros factores, de los cambios consagrados en la nueva Constitución y de los resultados de las negociaciones de paz con los grupos insurgentes.

En el sector agropecuario, la actividad pesquera y pecuaria atraviesan por un período especialmente difícil. Por una parte, la demanda de pescado ha

disminuido sensiblemente por el temor de al contagio del cólera. Por otra, el ciclo de la ganadería bovina está en su punto más crítico, presentándose una severa escasez de cabezas para sacrificio y un incremento del contrabando de ganado hacia los países vecinos. Esto ha tenido repercusiones indeseables sobre el comportamiento del índice de precios al consumidor, pues este tipo de productos tiene un peso de casi 13% dentro de la canasta de consumo familiar. Para el segundo semestre del año es poco probable que la producción en este sector se recupere significativamente.

En los sectores industrial y comercial la situación actual y perspectivas tampoco son favorables (Gráficos 1 y 2), y predomina un elevado nivel de incertidumbre respecto a su comportamiento futuro. Por una parte, dada la resistencia a la baja que ha mostrado la inflación durante el primer semestre, es de esperar que las medidas antiinflacionarias en el campo monetario y cambiario se refuercen en lo que queda del año. Esto, naturalmente, tendrá un efecto negativo a través de la demanda agregada y la restricción crediticia sobre la actividad productiva y la inversión en estos sectores.

Sin embargo, varios factores pueden compensar parcialmente el impacto recesivo de dichas medidas. En primer lugar, los excelentes resultados financieros de las principales empresas del país durante 1990 permitirían financiar algunos de los planes de inversión para este año. En segundo lugar, la repatriación de capitales y la mejoría en las condiciones para la inversión extranjera también podrían dar un empujón adicional a estas actividades. Finalmente, las rebajas arancelarias para importación de insumos y bienes de capital que se produjeron en junio (Recuadro 1), serían otro factor de oferta positivo para la industria. Por último, el sector de la construcción, por primera vez en tres años, presenta indicios de recuperación (Gráfico 3).

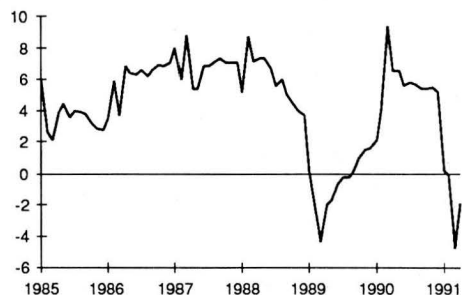
B. Precios

Como lo señaló FEDESARROLLO en diversas oportunidades antes de concluir el año, Colombia venía experimentando un preocupante proceso de aceleración inflacionaria, cuyas principales características eran las siguientes:

1. Era un fenómeno generalizado a todo lo largo de la canasta de bienes que sirve de base para calcular el índice de precios al consumidor;
2. Como tradicionalmente ocurre en períodos de expansión de la demanda agregada, en 1990 se había presentado una aceleración marcada en el

Gráfico 1. COLOMBIA: ACTIVIDAD INDUSTRIAL
Enero 1985 - Abril 1991

A. PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA

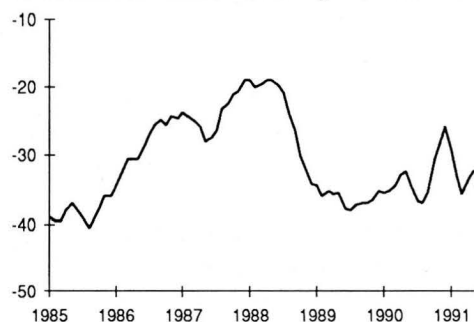


Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

B. INDICADORES DE LA OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL Ene. 1985 - Jun. 1991



C. DEMANDA EN RELACION CON CAPACIDAD INSTALADA^a Ene. 1985 - Jun. 1991

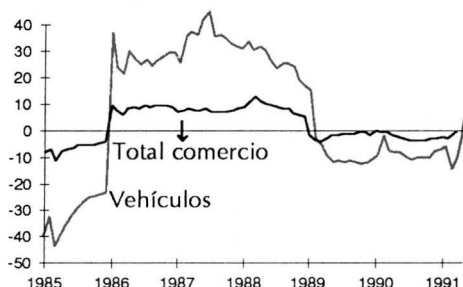


^a Balances entre respuestas que consideran el nivel de capacidad instalada suficiente y aquellas que lo consideran más que suficiente en relación con el nivel de pedidos.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

Gráfico 2. COLOMBIA: ACTIVIDAD COMERCIAL
Enero 1985 - Mayo 1991

A. COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Var acumulada)



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

B. INDICADORES DE LA OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD COMERCIAL Enero 1985 - Junio 1991

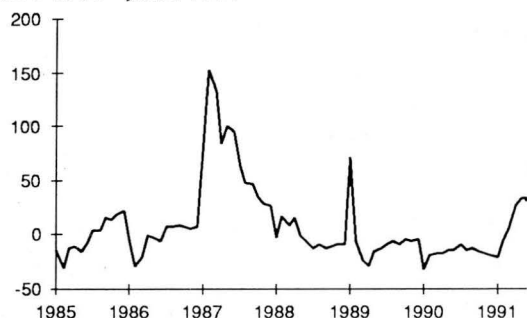


Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

de un largo período en el que permanecieron rezagados con respecto a los niveles normales en otros países y también con relación a la inflación promedio de la economía.

A las condiciones anteriores se sumó, al finalizar el año, el mencionado efecto especulativo o de

Gráfico 3. COLOMBIA: ACTIVIDAD EDIFICADORA EN BOGOTA (Variación acumulada)
Enero 1985 - Junio 1991



Fuente: Camacol - Seccional Cundinamarca y cálculos de FEDESARROLLO.

expectativas generado por los anuncios del gobierno. En el último trimestre de 1990 los bienes industriales experimentaron un incremento anual sin precedentes de 35.5%, mientras los precios de la gasolina, de los servicios públicos y de los alimentos crecieron al 36.7%, 33.7% y 31%, en su orden¹⁰.

Los resultados del primer semestre del año ponen en evidencia tanto las dificultades que existen para bajar rápidamente la inflación en Colombia, como el fracaso de algunas de las medidas que se adoptaron inicialmente. Antes de evaluar en detalle las políticas en las siguientes secciones, conviene examinar la evolución de los precios a nivel más desagregado.

¹⁰ De la observación del comportamiento mensual de la inflación se puede confirmar, además, que los mayores incrementos en precios se produjeron en los últimos meses del año, por las razones aducidas anteriormente.

crecimiento de los precios del sector de bienes de origen primario (fundamentalmente alimentos), caracterizado por tener mercados de precios flexibles;

3. En lo que respecta a los bienes del sector industrial y de servicios privados, esta aceleración no era un fenómeno nuevo. El ritmo de inflación inercial típico de estos mercados venía aumentando en forma preocupante desde 1986.

4. Finalmente, como parte del plan de ajuste estructural en las finanzas del sector público, los precios de la gasolina y de algunos servicios públicos se habían reajustado en los últimos meses, después

Cuadro 4. COLOMBIA: INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR SEGUN SECTORES DE ORIGEN

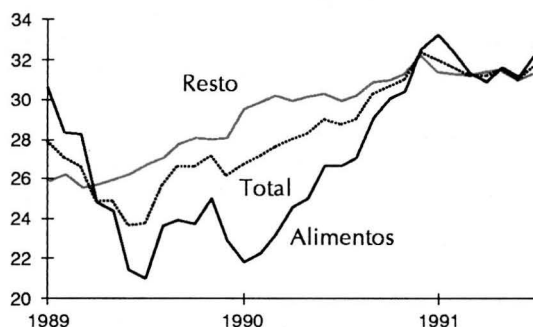
	Tasa de crecimiento			Ponderación	Contribución		
	Enero-junio				Enero-junio		
	1989	1990	1991	1989	1989	1990	1991
1. Productos de origen agropecuario	14.48	17.21	16.30	33.82	4.90	5.82	5.51
a. Agropecuarios sin procesar	17.08	21.87	9.07	8.71	1.49	1.90	0.79
b. Avícolas y ganaderos procesados	12.42	16.37	25.50	13.26	1.65	2.17	3.38
c. Agrícolas procesados	14.48	14.46	10.39	10.39	1.50	1.50	1.08
d. Otros productos alimentos (incluye almuerzo, perico, sal)	17.60	16.63	17.98	1.46	0.26	0.24	0.26
2. Productos industriales	15.29	18.77	15.48	30.28	4.63	5.68	4.69
a. Textiles y confecciones	11.39	14.60	13.61	8.12	0.92	1.19	1.11
b. Cuero y calzado	9.93	11.37	11.54	2.16	0.21	0.25	0.25
c. Tabacos	23.03	34.59	19.34	0.76	0.18	0.26	0.15
d. Bebidas	12.14	22.70	16.90	2.43	0.29	0.55	0.41
e. Muebles y artículos de hogar	14.56	15.83	11.88	4.23	0.62	0.67	0.50
f. Artículos de aseo y limpieza	19.32	21.32	19.18	4.90	0.95	1.04	0.94
g. Farmacéuticos	33.37	32.99	21.50	1.65	0.55	0.55	0.36
h. Papelería y publicaciones	19.35	30.96	30.84	1.54	0.30	0.48	0.47
i. Vehículos y mantenimiento	12.80	13.80	10.63	2.49	0.32	0.34	0.26
j. Otros	14.52	17.91	11.93	2.01	0.29	0.36	0.24
3. Servicios	15.72	17.45	17.71	35.90	5.64	6.27	6.36
a. Arrendamientos	11.65	12.97	14.89	20.08	2.34	2.61	2.99
b. Estatales	18.44	20.41	23.82	5.53	1.02	1.13	1.32
c. Personales	19.99	20.10	20.14	3.54	0.71	0.71	0.71
d. Enseñanza, cultura y esparc.	24.50	23.93	22.32	3.35	0.82	0.80	0.75
e. Transporte	21.88	29.92	17.13	3.36	0.74	1.01	0.58
f. Otros servicios	44.35	31.52	39.13	0.05	0.02	0.01	0.02
Total	15.17	17.77	16.56	100.00	15.17	17.77	16.56

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

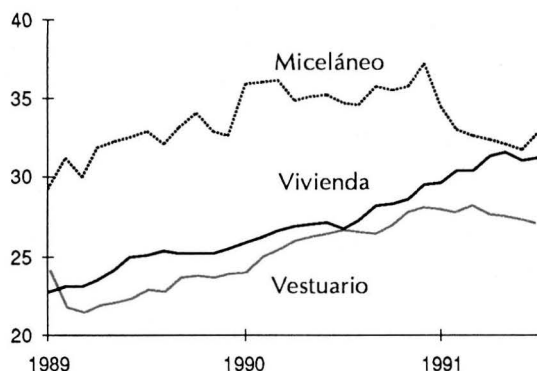
El gráfico 4 muestra que durante 1991 la tasa de inflación más elevada fue la de alimentos, cuyo nivel estuvo claramente por encima del observado en 1990. A nivel aún más desagregado (Cuadro 4) se observa que, dentro del subsector de alimentos, ha sido en el sector de productos pecuarios y de

alimentos elaborados (almuerzos y comidas en restaurante, etc.) donde más han aumentado los precios. Los productos de origen agrícola, por el contrario, experimentaron una fuerte reducción en la tasa de crecimiento de sus precios. Lo anterior se explica ante todo por la situación por la que atraviesa

Gráfico 4. COLOMBIA: INDICADORES DE INFLACION
(Tasas de crecimiento anuales) Enero 1989 - Julio 1991



B. INFLACION DE PRODUCTOS NO ALIMENTICIOS



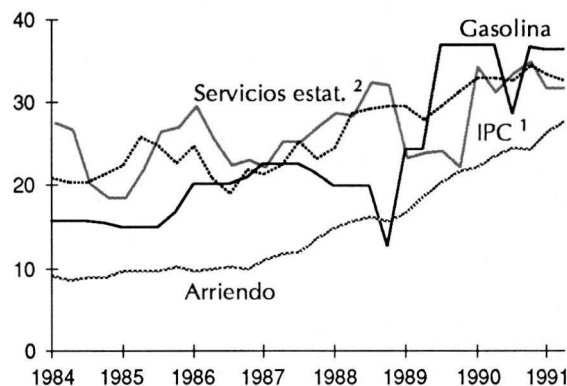
Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

el sector pecuario, la cual es en gran parte exógena a la política y de carácter temporal. En este caso particular, una política de rebajas arancelarias o de importación masiva de carne ayudaría poco para resolver el problema inflacionario ya que, por un lado, los precios externos de estos bienes son incluso más elevados que los nacionales, y por otro, probablemente se agravaría el problema estructural de oferta interna en el mediano plazo.

En contraste con los alimentos, el precio de los demás bienes experimentó una ligera reducción en su ritmo de crecimiento con respecto al año anterior. Dada la naturaleza de estos mercados, ello se puede interpretar como un indicio de que se ha logrado quebrar la tendencia creciente de la

inflación inercial en la economía. El quiebre es particularmente notorio en el renglón de misceláneo¹¹ (Gráfico 5) y en especial en el sector de bienes industriales (Cuadro 4). No obstante, los arrendamientos y algunos servicios públicos y privados todavía exhiben una preocupante aceleración en la tasa de inflación.

Gráfico 5. COLOMBIA: INFLACION EN ALGUNOS SECTORES Marzo 1984 - Junio 1991



¹ Sin alimento, servicios públicos, gasolina, arrendamientos.

² Electricidad, gas, agua, teléfono, etc.

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

De cambiar la tendencia de las variables financieras y monetarias en los próximos meses, todavía es posible lograr que la inflación se reduzca en el segundo semestre del año. Cabe señalar, sin embargo, que ha disminuido apreciablemente la credibilidad de los agentes en la estrategia de política adoptada y en el realismo de las metas propuestas, como lo confirman los recientes pronunciamientos de prensa.

III. SECTOR EXTERNO

Pocas veces había sido tan difícil y controversial la proyección de la evolución de las variables cambiarias y de balanza de pagos en Colombia. De

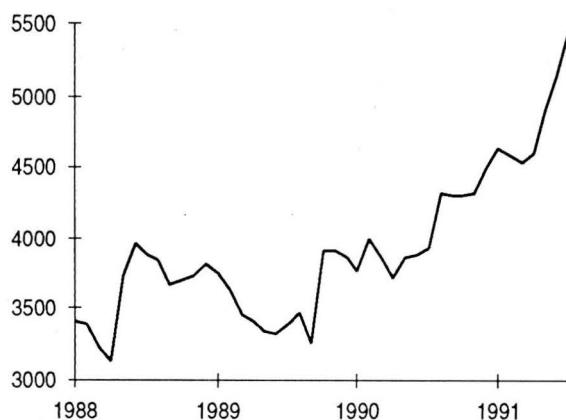
¹¹ Grupo que incluye una variedad de bienes y servicios del sector secundario y terciario.

acuerdo con la mayoría de los expertos, la fuente principal de los desajustes macroeconómicos en la actual coyuntura económica se encuentra en el sector externo. Por lo tanto, para un adecuado diagnóstico del "problema" macroeconómico de corto plazo y la evaluación de la actual estrategia de política del gobierno, resulta crucial examinar la validez de la hipótesis mencionada y determinar claramente cuáles son las características de dicho "desajuste". La naturaleza y corrección del problema en cuestión serán muy diferentes según si el desequilibrio es de carácter temporal o permanente, o si éste tiene su origen en la cuenta corriente o de capitales de la balanza de pagos. Las anteriores consideraciones ameritan hacer en esta sección un análisis detallado de la evolución de las principales variables reales y financieras en este frente.

A. Evolución de las reservas internacionales

Desde abril de 1990, el stock de reservas internacionales netas del país ha crecido en forma prácticamente ininterrumpida (Gráfico 6). En diciembre de dicho año registraron un incremento anual de US\$634.2 millones (16.4%). Para julio de 1991 se habían elevado en US\$1492 millones más,

Gráfico 6. COLOMBIA: RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (Millones de dólares) Enero 1988 - Julio 1991



Fuente: Banco de la República.

un aumento de 38% en comparación con igual mes del año anterior. Incluso si se logra frenar la entrada de divisas a través de algunos renglones de la balanza cambiaria (particularmente el de servicios) en lo que queda del año, las proyecciones indican que la acumulación de reservas en 1991 será incluso superior a la observada en 1990.

No es la primera vez en años recientes que la posición de activos externos del banco central tiene un aumento de esta magnitud. En 1986, por ejemplo, el crecimiento de las reservas internacionales superó los US\$1400 millones (con un crecimiento del 60% anual durante varios meses, hasta mediados de 1987). Para comprender por qué en la coyuntura actual este factor parece haberse convertido en el principal problema macroeconómico, es necesario examinar las fuentes de la expansión de reservas, y las medidas que se han tomado para contrarrestar o neutralizar su efecto.

B. La política cambiaria

Desde comienzos de 1990 hasta el presente la política cambiaria ha sufrido grandes alteraciones, a medida que el temor a una eventual crisis cambiaria causada por la liberación de importaciones ha sido desplazado por otra preocupación en el sentido totalmente opuesto: cómo controlar la expansión de reservas internacionales y evitar que las variables cambiarias alimenten el proceso inflacionario.

El objetivo inicial de política cambiaria (inducir un incremento significativo en la tasa de cambio real para generar efectos compensatorios frente a la esperada aceleración de las importaciones) se logró con éxito hasta mediados de 1990, y durante el primer semestre la devaluación real (Gráfico 7¹²)

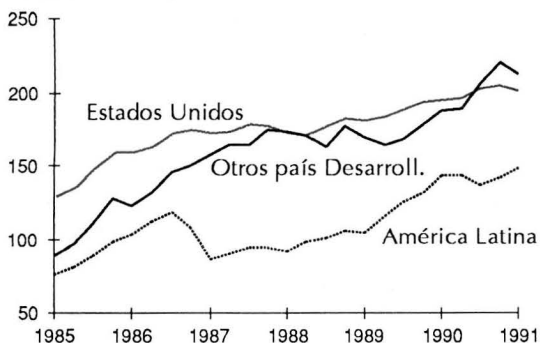
¹² Las tasas de cambio reales que aparecen en el gráfico son calculadas por FEDESARROLLO, utilizando índices de precios al consumidor y una canasta de monedas de los principales vendedores de las importaciones colombianas o compradores de productos colombianos, según el caso.

Gráfico 7. COLOMBIA: INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL PONDERADA (Base 1980=100)
Marzo 1985 - Marzo 1991

A. DE IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES



B. SEGUN DESTINO DE LAS EXPORTACIONES MENORES



Fuente: Banco de la República, FMI y cálculos de FEDESARROLLO.

fue superior al 15%. A partir de agosto se desaceleró la tasa de devaluación, principalmente con el fin de disminuir las presiones inflacionarias que podrían estar generando el superávit comercial, a través de la expansión de la demanda, y la mayor tasa de cambio, sobre el costo de los insumos importados. En consecuencia, la tasa de cambio real experimentó una revaluación del 2% aproximadamente durante el primer semestre de 1991 (Gráfico 7).

Sin embargo, la desaceleración del ritmo de devaluación ha tenido poco impacto sobre la

balanza comercial y la inflación hasta ahora. Por el contrario, ha generado un efecto perverso sobre la estabilización de corto plazo, al estimular la entrada de capitales.

C. Cuenta corriente de la balanza de pagos

En 1990 la balanza de pagos colombiana arrojó un superávit en cuenta corriente equivalente al 0.9% del PIB, después de haber registrado déficit durante dos años consecutivos (Cuadros 5 y 6). El cambio en dicho balance se debió principalmente al resultado de las operaciones comerciales, el cual fue superavitario en un monto equivalente al 4.5% del PIB (US\$2000 millones) y superior en US\$500 millones al balance comercial de 1989. Los servicios no financieros netos contribuyeron a la expansión de reservas con US\$529 millones aproximadamente, en tanto que el déficit de la cuenta de servicios financieros aumentó con respecto a 1989.

En los últimos meses de 1990 y durante lo corrido de 1991, al auge de la balanza comercial se sumó una bonanza de divisas por concepto de servicios personales y transferencias, cuentas que (por tradición desde que existe el control de cambios en Colombia) suelen servir para filtrar movimientos de capital de corto plazo hacia el mercado cambiario oficial.

1. Balanza comercial

En 1990 el favorable desempeño de la balanza comercial obedeció ante todo al notable dinamismo de las exportaciones diferentes al café, ya que el valor de las ventas externas del grano cayó en 7.2% y las importaciones tuvieron un crecimiento no despreciable de 11.5%. El valor en dólares de las exportaciones mineras creció casi 38% con respecto a 1989, en tanto que el de las exportaciones menores lo hizo en 25.2%, cifra sin precedentes cercanos. Para 1991 no hay cifras oficiales sobre flujos comerciales, pero algunos indicadores preliminares (basados en informes de aduanas y en el movimiento cambiario del Banco de la República) sugieren que

Cuadro 5. COLOMBIA: BALANZA DE PAGOS 1988 - 1991

	1988	1989	1990	Proyección		Tasas de crecimiento			
				1991	1992	89/88	90/89	91/90	92/91
I. BALANZA COMERCIAL	827	1473	2018	1735	1340				
A. Exportación de bienes	5343	6031	7106	7234	7910	12.9	17.8	1.8	9.3
1. Café	1621	1476	1399	1389	1562	-8.9	-5.2	0.7	12.5
2. Mineras	1865	2410	2989	2554	2829	29.2	24.0	-14.6	10.8
3. Menores	1856	2145	2718	3291	3519	15.6	26.7	21.1	6.9
B. Importación de bienes	4515	4558	5088	5515	6570	0.9	11.6	8.4	19.1
II. BALANZA DE SERVICIOS NO FINANCIEROS Y TRANSFERENCIAS	602	354	529	1005	604				
A. Exportaciones de servicios	1406	1310	1472	1699	1784	-6.9	12.4	15.4	5.0
B. Importaciones de servicios	1770	1854	1942	2093	2229	4.8	4.7	7.8	6.5
C. Transferencias netas	965	898	999	1399	1049	-7.0	11.2	40.0	-25.0
III. BALANZA SERVICIOS FINANCIEROS	-1586	-1971	-2165	-2197	-1879				
IV. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	-157	-144	382	543	67				
V. FINANCIAMIENTO	517	201	253	1250	206				
A. Inversión directa	179	547	471	362	190				
B. Endeudamiento neto de largo plazo	665	115	-23	-12	516				
C. Capital de corto plazo, errores	-327	-461	-195	900	-500				
VI. CAMBIO EN RESERVAS NETAS	360	57	634	1793	271				
VII. SALDO DE RESERVAS NETAS	3810	3867	4501	6294	6565	1.5	16.4	39.8	4.3

Fuente: Banco de la República y proyección de FEDESARROLLO.

las exportaciones han ganado dinamismo en tanto que las importaciones lo han perdido.

Es importante señalar que el balance de las operaciones comerciales comenzó a crecer significativamente sólo a partir de mayo de 1990, mes en el cual las exportaciones totales estaban creciendo a un ritmo anual de sólo 4.3% mientras las importaciones lo hacían a uno de 20%. El significativo cambio de tendencia en los flujos

comerciales a partir de este momento obedece a una confluencia de factores de tipo exógeno y endógeno que conviene analizar por separado.

a. Determinantes de las exportaciones

En el campo de las exportaciones mineras, sin duda el principal factor exógeno en el segundo semestre de 1990 fue el aumento del precio del petróleo al estallar el conflicto en el Golfo Pérsico. Los

Cuadro 6. COLOMBIA: INDICADORES GENERALES - BALANZA DE PAGOS

	Millones de dólares				Tasas de crecimiento			
	1987	1988 ^e	1989 ^e	1990 ^p	87/86	88/87	89/88	90/89
I. Deuda externa total	15663	16434	16249	16145	4.5	4.9	-1.1	-0.6
II. Reservas internacionales netas	3450	3810	3867	4501	-0.8	10.4	1.5	16.4
III. Deuda externa neta	12213	12624	12382	11643	6.1	3.4	-1.9	-6.0
IV. PIB en millones de dólares	36534	39383	40676	44418	4.6	7.8	3.3	9.2
V. Déficit corriente / PIB (%)	-0.1	-0.6	-0.5	0.9	-	-	-	-
VI. Deuda neta / PIB (%)	33.4	32.1	30.4	26.2	1.5	-3.9	-5.3	-13.8
VII. Pago intereses/exportaciones (%)	25.5	26.3	26.3	23.1	-	3.0	0.2	-12.2
VIII. Amortizaciones/exportaciones (%)	23.7	30.5	28.3	26.2	-	28.5	-7.1	-7.4
IX. Servicio deuda/exportaciones(%)	49.2	56.7	54.6	49.3	-	15.3	-3.8	-9.7
X. Transf. financieras / PIB (%)	-4.3	-2.5	-4.6	-4.2	-	-42.1	84.0	-8.7
XI. RESERVAS EN MESES DE IMP.	11	10	10	11				

^e Estimado ^p Proyección

Fuente: 1987 - 1990: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

1991: proyección de FEDESARROLLO.

volúmenes exportados de productos mineros, sin embargo, también fueron considerablemente mayores durante los últimos meses del año con excepción del ferroníquel, cuya demanda es extremadamente sensible al ciclo de actividad industrial en los países desarrollados. Al finalizar 1990, el valor en dólares de las exportaciones de minerales alcanzó una participación de 42.4% dentro del total de ventas externas del país, cifra sin precedentes en Colombia.

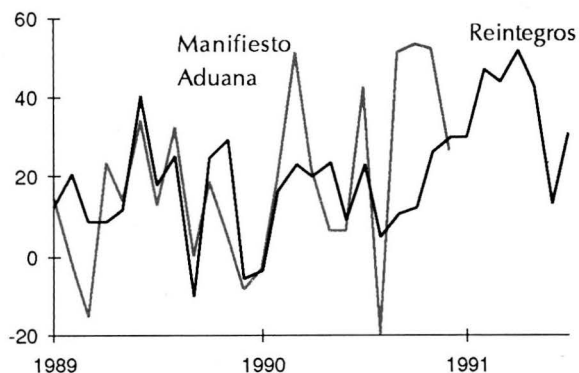
En lo referente a las exportaciones menores, es importante resaltar que su dinamismo no es un fenómeno coyuntural sino que tuvo su origen a mediados de la década pasada. No obstante, en 1990 se produjo una nueva aceleración en su ritmo de crecimiento (Gráfico 8), el cual se puede atribuir a los siguientes factores:

i) El cambio favorable en precios relativos que se produjo merced a la política cambiaria durante los primeros meses de 1990, y al incremento de la

inflación en los países desarrollados, particularmente en Estados Unidos. Dada la alta elasticidad del volumen de exportaciones menores a la tasa de cambio real (de aproximadamente 0.84 en el corto plazo, según estimaciones recientes realizadas por Crane, 1991), era de esperar un incremento de aproximadamente 10% en las cantidades exportadas por este concepto.

ii) En adición a este efecto real, el incremento de algunos precios externos (o de los precios de facturación) también contribuyó a aumentar el valor nominal exportado. Algunos observadores opinan que este fenómeno se debe a la presencia de incentivos de tipo financiero (que se analizarán posteriormente) para sobrefacturar exportaciones, o para disminuir la subfacturación. No obstante, este fenómeno no ha sido tan generalizado como comúnmente se cree. La evidencia empírica disponible sobre los *principales productos de exportación* muestra que los incrementos en volúmenes exportados fueron en general superiores

Gráfico 8. COLOMBIA: EXPORTACIONES MENORES (Tasas de crecimiento anuales) Enero 1989 - Julio 1991



Fuente: Banco de la República, DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

a los de los precios facturados (salvo en los renglones de la industria textilera). En algunos casos, los volúmenes crecieron a tasas superiores al 30%, según cifras preliminares del DANE¹³. Este fenómeno resulta sorprendente, no sólo si se tiene en cuenta el descenso en el ritmo de crecimiento de la demanda mundial durante 1990, sino el mayor nivel de absorción en el mercado interno con respecto a 1989 y el hecho de que los incentivos tributarios o crediticios no cambiaron significativamente.

El incremento en las ventas externas habría de reflejarse rápidamente en un mayor ingreso de divisas. A partir de julio de 1990 se amplió el plazo máximo para el reintegro de divisas por concepto de ventas externas¹⁴ por lo cual la dinámica de dichos reintegros se atrasó temporalmente con respecto a la del valor exportado registrado por las aduanas (Gráfico 9). No obstante, a medida que crecía el atractivo de traer moneda extranjera al

país, los reintegros comenzaron a acelerarse nuevamente. Durante los primeros meses de 1991, éstos registraron tasas anuales de crecimiento superiores al 40%.

b. Evolución y determinantes de las importaciones

El comportamiento reciente de las importaciones ha sido, por decir lo menos, errático (Cuadro 7). Después de haber crecido en 1989 a una modesta tasa de 0.3% en dólares, (según cifras de Aduanas-DANE), en 1990 lo hicieron a un ritmo de 11.5% con un comportamiento muy variable a lo largo del año; a finales del tercer trimestre su tendencia era decreciente y luego se produjo un repunte notable en los últimos meses del año. En 1991, el acumulado a abril mostró nuevamente una caída de 11.9%¹⁵. Por su parte, los giros por importación han reflejado la misma volatilidad de las importaciones, con los rezagos que típicamente se producen entre una y otra variable¹⁶, con el agravante de que también se vieron afectados en sentido negativo por cambios en la rentabilidad relativa de los activos externos e internos y, en el sentido opuesto, por reformas en la legislación respecto a plazos máximos de giro (recuadro 1).

Igualmente erráticas han sido las señales arrojadas por las políticas cambiaria y comercial desde diciembre de 1990, lo cual ha aumentado el clima de incertidumbre y dificultado la proyección o interpretación de la verdadera tendencia de las importaciones.

Esto se debe en gran parte al cambio estructural que sufrió la política de importaciones en el último año como parte fundamental de la estrategia de apertura de la economía colombiana, y a la falta de

¹³ Este efecto fue particularmente marcado en los renglones de hilados, tejidos, calzado y confecciones.

¹⁴ La legislación anterior establecía un plazo máximo de seis meses desde el momento en que se aprobaba la exportación para el reintegro de las divisas correspondientes.

¹⁵ Según cifras preliminares suministradas directamente por la Aduana.

¹⁶ Pruebas econométricas en las que se relacionaron los giros con los manifiestos de aduana rezagados varios periodos para 1987-1990 (series mensuales), demuestran que las importaciones se reflejan (en forma estadísticamente significativa) en pagos efectivos al exterior 6 y 12 meses después.

Cuadro 7. COLOMBIA: CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES ¹ (%)

	Importaciones totales			Importaciones de combustibles		Importaciones sin combustibles	
	INCOMEX	DANE	Giros ²	INCOMEX	DANE	INCOMEX	DANE
1987/86	12.1	11.9	-	-37.3	-20.4	14.4	13.3
I	-3.6	5.1	-	-77.9	-63.6	2.0	9.2
II	-1.9	17.5	-	-42.1	-38.6	-0.5	20.5
III	21.3	3.9	-	11.4	59.7	21.9	2.6
IV	34.3	21.5	-	-11.4	13.9	35.4	21.7
1988/87	7.3	15.6	17.2	29.2	47.4	6.8	14.6
I	31.4	26.1	20.0	153.1	159.5	29.4	23.5
II	6.6	12.7	23.8	92.1	50.2	4.9	11.7
III	2.8	23.2	17.1	-40.5	12.4	5.0	23.6
IV	-4.6	2.6	8.5	46.8	27.6	-5.4	1.9
1989/88	14.5	0.3	10.7	26.7	34.8	13.7	-1.0
I	7.3	-0.2	15.5	3.4	12.7	7.4	-0.8
II	30.1	-2.7	14.2	22.6	17.8	30.4	-3.5
III	25.3	5.9	-2.3	81.1	62.3	23.7	4.1
IV	-2.2	-2.3	16.4	7.7	48.3	-3.9	-4.4
1990/89	4.7	11.5	-3.3	37.2	38.8	3.9	10.2
I	-3.3	24.9	-2.5	116.8	96.7	-7.0	21.5
II	-2.4	3.6	-12.3	6.5	20.6	-2.7	2.9
III	-2.5	1.1	-0.7	-45.8	-47.7	-0.7	3.6
IV	28.9	20.1	2.6	125.3	104.1	28.2	15.3
Enero-abril							
1990/89	-1.2	11.8 ³	-2.95	-	-	-	-
1991/90	11.5	-11.9 ³	30.68	-	-	-	-

¹ Se refiere al crecimiento del valor de cada trimestre con respecto a igual período del año anterior.

² Balanza Cambiaria. Banco de la República.

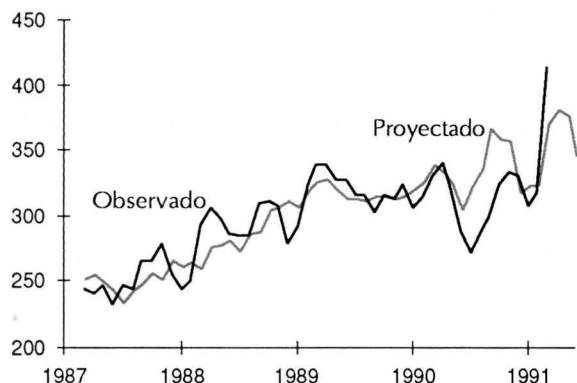
³ Valor CIF de las Declaraciones de Despacho para Consumo (Canceladas).

Fuente: Banco de la República, DANE e Incomex.

certidumbre (tanto del gobierno como del sector privado) respecto a la forma y velocidad como se realizaría dicha transformación.

En primer lugar, son numerosos los instrumentos que se han empleado para inducir cambios en las importaciones o en sus pagos: las licencias o

Gráfico 9. COLOMBIA: GIROS POR IMPORTACIONES
(Series suavizadas) Marzo 1987 - Junio 1991



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

restricciones cuantitativas, tasas y sobretasas arancelarias, depósitos previos al giro, plazos máximos para el giro, y cupos de crédito especiales para financiar importaciones¹⁷, entre otros.

En segundo lugar, estos instrumentos se han manejado con diferentes criterios simultáneamente: los de estabilización cambiaria y/o monetaria, por un lado, y los de liberación comercial e integración regional, por otro. Esto ha tenido dos consecuencias importantes:

a) Aunque en muchos casos los objetivos son complementarios, se han adoptado algunas medidas que si bien son favorables para la apertura de largo plazo, son contraproducentes para la estabilización de corto plazo (v.g. la eliminación de los depósitos previos para el giro), y viceversa (Lora, 1991)

b) Ante la relativa ineficacia de la política monetaria para frenar la expansión de los medios de pago y la inflación, las autoridades recurrieron a la política arancelaria con este fin, en forma no anunciada e

¹⁷ La cronología y descripción de las medidas en este frente aparecen en los diferentes bloques del esquema 1.

incumpliendo los cronogramas de desgravación que se habían hecho explícitos inicialmente con el propósito de arrojar señales claras sobre la dirección del manejo arancelario futuro. Esto último elevó el nivel de incertidumbre para los importadores respecto a las variables claves que afectan su actividad. Tal y como se describió en la sección I, el gobierno tomó la decisión de anticipar las reducciones arancelarias, para alcanzar de una vez los niveles de arancel que originalmente se habían fijado para 1994. Los niveles anteriores y nuevos del arancel aparecen en el Cuadro 8.

Dentro de los determinantes que actuaron a favor de un aumento de las importaciones en 1990 se encuentran:

i) Reformas estructurales en el régimen de comercio exterior. Entre diciembre de 1989 e igual mes de 1990 se pasó de un régimen de importaciones en el cual más del 60% del universo arancelario estaba sujeto a restricciones administrativas, a otro en el que apenas el 3% de dicho universo requiere de algún tipo de control¹⁸. El promedio ponderado del arancel, por su parte, también experimentó una ligera reducción en 1990, aunque las mayores rebajas se realizaron en 1991. Entre diciembre de 1989 y junio de 1991 pasó de 43.7% a 33.5% en términos nominales y de 75.1% a 59% en términos de protección efectiva; adicionalmente se avanzó en la homogenización de la estructura arancelaria (recuadro 1).

ii) El crecimiento de la demanda agregada y/o del PIB real¹⁹.

iii) Abundante disponibilidad de crédito en el mercado interno durante el primer semestre.

¹⁸ El cambio más pronunciado en este sentido se produjo en octubre de 1990.

¹⁹ La elasticidad de las compras en dólares a esta variable es de 0.9 aproximadamente (véase por ejemplo Herrera (1990)), con lo cual por este concepto las importaciones han debido crecer por lo menos 3% en términos reales.

Cuadro 8. COLOMBIA: REFORMA ARANCELARIA DE SEPTIEMBRE DE 1991.
PROTECCION NOMINAL Y EFECTIVA DEL ARANCEL Y LA SOBRETASA PARA BIENES
SEGUN USO Y DESTINO ECONOMICO.

CUODE	No.Posic.	Protección Nominal		Protección Efectiva	
		Nabandina	Agosto	Septiemb.	Agosto
Bienes de consumo	981	36.2	20.7	76.2	42.0
No Duradero	630	36.5	21.0	79.9	43.1
Duradero	351	35.7	20.3	69.5	40.0
Bienes Intermedios	2930	23.5	13.5	40.3	22.2
Combustibles	34	20.1	12.0	40.7	23.4
Agricultura	115	14.3	11.1	26.3	22.3
Industria	82781	23.9	13.5	40.9	22.2
Bienes de capital	1234	20.3	12.6	27.7	16.8
Construcción	147	29.3	15.5	47.6	24.5
Agricultura	70	14.6	12.1	13.0	17.7
Industria	828	18.4	11.5	23.1	15.3
Mat. de transporte	189	23.9	14.6	37.9	22.9
Total	5166	25.1	14.5	44.0	24.8

Nota: Los niveles incluyen arancel más sobretasa. La sobretasa propuesta es del 8%.

iv) Aumento significativo de las importaciones oficiales durante la primera mitad del año.

Los principales factores que actuaron en contra de las importaciones fueron :

i) El incremento en el nivel de la tasa de cambio real, tanto por el efecto de la mayor inflación externa como de la política de devaluación nominal.

ii) La expectativa de futuras rebajas arancelarias una vez se anunció el proceso de apertura gradual de las importaciones.

Aunque no necesariamente con ese propósito, en lo corrido de 1991 se han reforzado algunas medidas que estimulan el aumento de las importaciones. Además de las mencionadas rebajas arancelarias (sobretudo de bienes de capital, insumos intermedios, automóviles y algunos alimentos, recuadro 1), el tipo de cambio real se revaluó ligeramente en términos reales y se eliminaron los depósitos previos al giro, entre otras. No obstante, la restricción crediticia y de demanda agregada, la permanencia de expectativas de disminución de aranceles, y la incertidumbre cambiaria, son todos factores que han contrarrestado a los anteriores.

Las importaciones oficiales, además, probablemente serán inferiores a las de años anteriores, dadas las políticas de austeridad en el frente fiscal. De esta manera, el panorama en este campo continúa siendo incierto. Para finales de 1991 y 1992, FEDESARROLLO proyecta un crecimiento de las importaciones totales de 4% y 8%, respectivamente, previendo una recuperación de la producción y la demanda el año próximo, y (ojalá) una normalización de las políticas cambiarias y comerciales.

En materia de flujos de divisas a través del mercado de cambios oficial, el comportamiento de los giros por importaciones también ha mostrado grandes fluctuaciones y ha estado sujeto a cambios fuertes en la legislación pertinente. Como se aprecia en el gráfico 9, hasta mayo de 1990 dichos giros se podían predecir con un grado alto de certidumbre estadística, con base en el comportamiento pasado de las importaciones efectivas (datos basados en manifiestos de aduanas)²⁰. Así se demuestra que la caída observada en los giros durante el primer semestre del año fue una consecuencia de la menor dinámica de las importaciones durante 1989.

A partir de este momento, sin embargo, se comenzó a observar un evidente rezago de los giros. Entre mayo de 1990 y febrero de 1991 se dejaron de girar US\$ 250 millones aproximadamente, con respecto a las proyecciones basadas en el comportamiento de las importaciones. Este cambio se pudo deber a las siguientes razones: i) La variación en el rendimiento relativo de los activos en moneda extranjera frente a los domésticos, a favor de estos últimos, probablemente estimuló el endeudamiento externo y produjo una mayor rotación del crédito externo para importaciones; ii) La amnistía concedida a los capitales de colombianos en el exterior durante el último trimestre de 1990 probablemente indujo a algunos agentes a utilizar sus activos líquidos en dólares para pagar las importaciones, en lugar de cambiar sus pesos a

moneda extranjera para realizar dichas transacciones.

Basadas en este diagnóstico, y preocupadas por la acumulación de reservas anteriormente descrita, las autoridades impusieron un plazo máximo de giro a las importaciones en los últimos días de diciembre de 1990²¹. Debido a cambios y confusiones respecto a la reglamentación de la medida, sus efectos tardaron más de un mes en manifestarse, pero en marzo y abril los giros reaccionaron significativamente (Gráfico 9).

2. La balanza de servicios no financieros

En la balanza de servicios no financieros se ha replicado el mismo comportamiento del balance comercial, y el incremento en su superávit se ha convertido en uno de los principales elementos desestabilizadores de la actual coyuntura. Son dos las causas principales: a) Como reflejo del superávit en la balanza comercial, se ha generado un aumento en los ingresos netos por concepto de servicios relacionados con el transporte de mercancías transadas con el exterior (fletes, servicios portuarios, seguros, etc.). b) Más importante aun, durante 1991 los ingresos clasificados en la balanza cambiaria como turismo, remesas de colombianos en el exterior y transferencias han tenido un incremento sin precedentes. En los primeros seis meses del año entraron más de US\$800 millones por estos conceptos, lo que representa un incremento de aproximadamente 230% con respecto al año anterior.

Dentro de las posibles causas de este último fenómeno, existe la hipótesis de que a través de los rubros de servicios se han estado filtrando movimientos de capital privado, y/o se ha vuelto menos rentable la práctica de subfacturación que normalmente se presenta en renglones como el de

²¹ Esta medida era de carácter exclusivamente retroactivo, aplicando a todas las importaciones realizadas antes de la fecha de expedición de la misma.

²⁰ Véase la nota de pie de página número 7.

turismo. Lo anterior estaría motivado por los siguientes factores:

i) La mayor rentabilidad relativa de los activos denominados en pesos frente a aquellos denominados en dólares, generada por la confluencia de la caída en las tasas de interés externas, la desaceleración del ritmo de devaluación y del incremento en las tasas de interés nominales internas.

ii) La escasez de crédito en el sistema financiero doméstico.

iii) Mayor confianza en los mercados financieros y de capital domésticos, propiciada por las reformas estructurales en materia cambiaria y financiera, por la amnistía ofrecida a los capitales previamente "fugados", y por las buenas perspectivas del sector externo y de la economía en general en el mediano y largo plazo.

iv) Mayor riesgo asociado a la tenencia de activos en Panamá y Estados Unidos.

En el recuadro 1 (sección de política cambiaria), aparece la secuencia de medidas adoptadas por el actual gobierno en el frente cambiario con el objeto de frenar la entrada de divisas. Como se mencionó anteriormente, éstas no fueron efectivas durante el primer semestre del año. Las últimas medidas de julio, sin embargo, aparentemente sí han logrado el objetivo deseado, como se deduce del comportamiento de la tasa de cambio del mercado negro: mientras que en promedio había permanecido en un nivel inferior en 2% al tipo de cambio oficial desde noviembre de 1990, experimentó una revaluación superior al 10% en los días siguientes a la expedición de los certificados de cambio.

D. Servicios financieros y cuenta de capitales

En 1990 se presentó una mejoría significativa en los indicadores de endeudamiento externo

(Cuadro 6): la relación deuda neta/PIB cayó en más de 3 puntos porcentuales y el pago de intereses disminuyó como proporción de las exportaciones, entre otros. Pese a que la transferencia neta de recursos financieros al exterior fue negativa, el saldo de compromisos de deuda externa adquirida por el sector público aumentó US\$442 millones (38%) con respecto al registrado en 1989. La mayor parte del saldo de la deuda pública externa continúa estando a favor de la banca multilateral (40.7%) y comercial (35.8%), y los principales prestatarios son las empresas descentralizadas del sector energético (Carbocol y empresas del sector eléctrico).

El flujo de inversión extranjera directa continúa estancado, aunque las perspectivas para la segunda mitad de la década son mucho más favorables. Por un lado, las recientes reformas al régimen de inversión extranjera (recuadro 1) prácticamente eliminan las restricciones a la entrada de capital extranjero y a la remisión de utilidades. Por otro, el reciente hallazgo de nuevos yacimientos petrolíferos de gran magnitud no solo va a atraer grandes capitales al sector minero, sino al resto de la actividad a través de la mayor confianza en la estabilidad económica del país.

IV. SECTOR FISCAL

De acuerdo con cifras de operaciones efectivas (flujo de caja), en 1990 se produjo un ajuste fiscal apreciable en Colombia. El balance del sector público consolidado pasó de un déficit de 1.9% del PIB en 1989 a uno de 0.7% en 1990 (Cuadro 9)²². El ajuste se produjo tanto en el sector público

²² Si se incluyen los traslados de la Cuenta Especial de Cambios, como ingreso corriente del gobierno, como lo hace la Contraloría General de la República, se habría pasado de un déficit de 1.3% a un superávit de 0.3% en los mismos años. En esta cuenta se registran todos los ingresos y egresos por concepto de operaciones de cambio exterior realizadas por el Banco Central, así como el servicio de los intereses de las operaciones de mercado abierto. Desde 1987 la legislación permite que el Gobierno, a discreción de la Junta Monetaria, disponga de los recursos generados por el saldo de esta cuenta.

Cuadro 9. COLOMBIA: SUPERAVIT (+) O DEFICIT (-) DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO.
1987 - 1990

	Miles de millones de pesos				Porcentajes del PIB			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
I. GOBIERNO CENTRAL								
Con Cuenta Especial de Cambios	-39.8	-113.0	-165.1	-54.1	-0.45	-0.97	-1.09	-0.26
Sin Cuenta Especial de Cambios	-93.0	-178.0	-259.0	-255.9	-1.05	-1.53	-1.70	-1.24
A. Ingresos corrientes								
Con Cuenta Especial de Cambios	935.5	1255.3	1614.3	2247.2	10.60	10.79	10.63	10.88
Sin Cuenta Especial de Cambios	882.3	1190.4	1520.5	2045.4	10.00	10.23	10.01	9.90
Ingresos tributarios netos	838.7	1087.0	1402.0	1842.3	9.50	9.35	9.23	8.92
Ingresos no tributarios								
Con Cuenta Especial de Cambios	96.8	168.3	212.3	404.9	1.10	1.45	1.40	1.96
Sin Cuenta Especial de Cambios	96.8	103.4	118.5	203.1	1.10	0.89	0.78	0.98
B. Gastos totales	975.4	1368.5	1779.5	2301.3	11.05	11.76	11.71	11.14
Corrientes	766.3	1057.8	1417.5	1829.3	8.68	9.09	9.33	8.86
1. Servicios personales	167.2	220.7	288.6	450.7	1.89	1.90	1.90	2.18
2. Gastos generales ¹	69.3	104.7	154.0	174.1	0.79	0.90	1.01	0.84
3. Transferencias	415.3	580.8	771.6	933.0	4.71	4.99	5.08	4.52
4. Intereses	114.5	151.6	203.2	271.5	1.30	1.30	1.34	1.31
Inversión	206.6	295.8	307.2	389.6	2.34	2.54	2.02	1.89
Otros préstamos	2.5	14.8	54.8	82.4	0.03	0.13	0.36	0.40
II. SECTOR DESCENTRALIZADO SIN FNC	-85.1	-185.0	-53.1	109.9	-0.96	-1.59	-0.35	0.53
A. Ecopetrol	63.6	-4.3	41.2	140.5	0.72	-0.04	0.27	0.68
B. Carbocol	-33.6	-34.0	-52.1	-7.1	-0.38	-0.29	-0.34	-0.03
C. Telecom	14.8	12.7	13.8	-10.4	0.17	0.11	0.09	-0.05
D. ISS	29.1	21.8	73.8	67.7	0.33	0.19	0.49	0.33
E. Sector eléctrico	-67.8	-56.1	15.5	-102.8 ²	-0.77	-0.48	0.10	-0.50
F. Metro Medellín	-24.4	-37.0	-41.3	-6.0	-0.28	-0.32	-0.27	-0.03
G. Resto	-66.8	-88.1	-104.1	28.0	-0.76	-0.76	-0.69	0.14
III. FONDO NACIONAL DEL CAFE	-46.8	2.6	22.9	2.7	-0.53	0.02	0.15	0.01
IV. SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO								
Con Cuenta Especial de Cambios	-171.7	-295.5	-195.3	58.5	-1.95	-2.54	-1.29	0.28
Sin Cuenta Especial de Cambios	-224.9	-360.4	-289.2	-143.3	-2.55	-3.10	-1.90	-0.69

¹ Incluye compra de equipo militar (crédito de proveedores).

² Incluye para el cuarto trimestre las siguientes empresas: CHB. CVC. Corelca. ISA. EEB y Chidral.

El crédito interno no monetario se determina con datos proporcionados por la FEN y se complementa con la información proporcionada por las empresas mencionadas anteriormente.

Fuente: Contraloría General de la República. Informe financiero.

descentralizado, que arrojó un superávit sin precedentes equivalente al 0.5% del PIB, como en el Gobierno Nacional Central (GNC), donde se redujo el déficit de 1.7% a 1.2% entre esos dos años.

La política en este frente ha tenido dos facetas. Por un lado, como parte del plan de modernización de la economía que inició el gobierno anterior, se ha avanzado gradualmente en un proceso de reestructuración institucional y financiera del Estado²³. Esta última incluye una reforma en la estructura de ingresos tributarios y subsidios, dentro de la cual los impuestos a las importaciones serán reemplazados por impuestos al valor agregado nacional y los precios de los servicios públicos y algunos bienes producidos por el Estado comenzarán a manejarse con criterios de eficiencia microeconómica, entre otras medidas. Por otro lado, como parte de la política de estabilización, se ha iniciado un severo programa de austeridad en el gasto público.

Desde agosto de 1990 las autoridades han atribuido a los desajustes fiscales del primer semestre del año la mayor parte de los problemas monetarios y de exceso de demanda, justificando así metas aún más restrictivas de déficit para la segunda mitad de 1990 y para 1991. Los favorables resultados de finales de 1990, sin embargo, no se deben enteramente a los esfuerzos de política fiscal. Factores exógenos como el comportamiento del precio externo y exportaciones de petróleo y café a lo largo del año incidieron apreciablemente en el viraje del balance fiscal entre el primer y segundo semestres del año. Es así como el déficit del sector descentralizado, donde las finanzas de Ecopetrol y del Fondo Nacional del Café tienen gran peso, pasó de -2.2% del PIB en el primer trimestre al superávit ya mencionado al final del año²⁴. Por otra parte, las regalías petroleras y el incremento en el

precio interno de la gasolina tuvieron una contribución cercana al 20% en el incremento del total de ingresos del GNC.

Para 1991, pese a las políticas contraccionistas, las autoridades esperan que el déficit del sector público consolidado alcance un 0.9% del PIB aproximadamente, cifra que representa un ligero deterioro frente a los resultados de 1990. Los siguientes factores contribuirán a aumentar el déficit:

i) La reforma arancelaria. De acuerdo con estimaciones de la Contraloría General de la República, el costo fiscal por este concepto entre 1990 y 1992 puede ascender a US\$700 millones. Como se aprecia en el cuadro 10, los impuestos al comercio exterior representan 3.3% del PIB y en 1990 fueron la segunda fuente mas importante de ingresos tributarios del GNC después del impuesto a la renta.

ii) El menor ritmo de actividad económica debido a las políticas de ajuste, el cual, naturalmente, bajará los niveles de recaudo del IVA y otros impuestos indirectos.

iii) Mayores problemas financieros en el sector energético y de transporte (Metro de Medellín), y la necesidad de aumentar el gasto para solucionar los problemas de orden público.

iv) Aumento del terrorismo, particularmente aquel dirigido a acabar con la infraestructura energética del país.

Sin embargo, otros factores podrán contrarrestar parcialmente a los anteriores:

i) Como se mencionó, la reforma tributaria de finales de 1990 elevó la tarifa general del impuesto al valor agregado de 10% a 12% para los bienes de fabricación nacional y para los importados, principalmente con el objeto de amortiguar el costo fiscal de la desgravación arancelaria. En las

²³ Para mayores detalles sobre la reforma institucional del Estado, puede consultarse Montenegro (1991).

²⁴ La cifra del trimestre corresponde al DNP.

Cuadro 10. COLOMBIA: COMPOSICION DE LOS INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL 1980 - 1990 (Porcentaje del PIB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
A.Tributarios	8.4	8.3	8.4	7.2	7.4	8.5	8.9	9.9	10.8	10.6	10.3
1. Renta y complementarios ¹	3.2	3.4	3.2	2.6	2.6	2.6	2.7	3.2	3.7	3.9	4.0
2. IVA sobre bienes internos	1.1	1.0	1.5	1.3	1.9	2.0	1.8	1.8	2.0	2.0	1.9
3. Ad valorem gasolina y ACPM	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
4. IVA sobre bienes importados	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1	1.0
5. Aduanas y recargos	1.4	1.5	1.4	1.3	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.1	0.9
6. CIF importaciones	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.6	0.8	1.4	1.5	1.4	1.4
B.No tributarios	0.3	0.5	0.5	0.8	0.4	0.9	1.2	1.0	0.7	0.4	0.8
INGRESOS CORRIENTES ²	8.7	8.8	8.9	7.9	7.8	9.4	10.2	10.9	11.4	11.1	11.1

¹ Incluye remesas, recargos al predial y de registro y anotación, y otros.

² 1980-1986: reconocimientos.

1987-1990: recaudos.

Fuente: Contraloría General de la República. Informe financiero.

proyecciones del gobierno se espera que en 1991 y 1992 se recauden ingresos adicionales por \$350.000 millones (apenas 50% de la reducción prevista por menores recaudos arancelarios)²⁵.

ii) Dados los favorables resultados financieros de la mayoría de las empresas del sector privado en 1990, si no aumenta la evasión, en 1991 es posible que aumenten los recaudos por concepto de impuesto a la renta y complementarios, los cuales han tenido un gran dinamismo desde la reforma tributaria de 1986 (Cuadro 10).

iii) Bajo el amparo de normas constitucionales para casos de emergencia económica y social, en febrero de 1991 se creó un impuesto extraordinario para cubrir los costos fiscales relacionados con el restablecimiento del orden público y financiar los

requerimientos de las fuerzas armadas y organismos de seguridad del Estado²⁶.

Además de los mayores ingresos por exportaciones del sector público, otra característica del ajuste fiscal en la actual coyuntura es la apreciable reducción de la inversión pública (Cuadro 9) realizada por el GNC. Como se ha señalado en diversos editoriales de *Coyuntura Económica*, aunque la corrección de los desbalances financieros del sector público es condición necesaria para la estabilidad macroeconómica, el ajuste basado exclusivamente en recortes en la inversión puede resultar autodestructivo en el mediano plazo. Para poder financiar inversiones necesarias para el crecimiento de largo plazo y la consolidación del

²⁵ Véase el informe especial del *Informe Financiero* de la Contraloría General de la República, febrero de 1991.

²⁶ Este "impuesto de guerra" tomó la forma de una sobretasa al impuesto de renta (cuando este último supere \$1.000.000), impuestos extraordinarios a la producción y exportación mineras, y sobretasa del IVA para servicios telefónicos de larga distancia.

proceso de apertura, tales como la creación de infraestructura portuaria y de transporte adecuada, FEDESARROLLO y otros analistas han recomendado incrementar el precio de la gasolina y realizar otra reforma tendiente a elevar la presión tributaria. El cuadro 10 muestra cómo los ingresos tributarios, pese a las numerosas reformas tributarias de la década pasada, han ganado muy poca participación dentro del PIB. En 1990 ésta era de 10.3%, la cual continúa siendo una de las más bajas de América Latina.

V. SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

Al igual que en el frente externo y fiscal, el actual gobierno ha tenido que enfrentar el conflicto entre los objetivos de largo plazo y los de estabilización coyuntural en materia monetaria y financiera. Por una parte, desde la crisis financiera de mediados de la década pasada se viene avanzando en un proceso de saneamiento y fortalecimiento de las instituciones financieras, al que se le dio un nuevo impulso con la nueva reforma financiera de diciembre de 1990²⁷. El espíritu de estos cambios legales es el de proveer un marco que permita tanto el fortalecimiento del mercado de capitales como el crecimiento y modernización del sector financiero tradicional, dentro de unas condiciones regulatorias más liberales y flexibles, al mismo tiempo que se refuerza el papel del Estado como ente vigilador y fiscalizador de ese proceso.

El Cuadro 11 muestra la tendencia decreciente del nivel de profundización financiera en el país desde 1980 y revela la posibilidad de que estén surgiendo nuevas formas de intermediación que aún no se han estudiado ni están cubiertas por el marco legal referido anteriormente²⁸. Las medidas

antiinflacionarias adoptadas recientemente, como se verá en seguida, han sido a la vez víctimas y retroalimentadoras de este proceso, obstaculizando el logro de los objetivos financieros de largo plazo.

Desde agosto de 1990 la política de estabilización monetaria ha descansado en dos pilares básicos: el fortalecimiento de las operaciones de mercado abierto (OMAs), y la imposición de un encaje de 100% sobre aumentos marginales en depósitos en cuenta corriente y a término del sistema financiero tradicional (Bancos y Corporaciones Financieras fundamentalmente). Estas medidas, como ya se señaló, se han complementado con un aumento en la austeridad del sector público y algunas medidas de tipo cambiario para frenar la oferta de divisas en el mercado oficial.

Los resultados han sido inferiores a los esperados. A finales de mayo de 1991 las estadísticas monetarias y financieras mostraban un panorama poco alentador, si se tiene en cuenta que dentro de la estrategia de política del actual gobierno el control de la inflación recaería en forma casi exclusiva sobre la política monetaria. En ese momento, los medios de pago (M1) y la oferta monetaria ampliada (M2) crecieron a una tasa anual de 28.8% y 29.5%, respectivamente, pese a la reducción del crecimiento de la base monetaria²⁹. No obstante, para finales de julio comenzaba a aparecer una respuesta positiva de los agregados monetarios a la política, pues los porcentajes de crecimiento de M1 y M2 se habían reducido a 23.9% y 22.8%, aunque la base se expandía a una tasa de 34.5%.

Por otra parte, para julio de 1991 las colocaciones totales y la cartera del sistema financiero crecían a tasas anuales de 32.7% y 28.8%, respectivamente;

²⁷ Ver recuadro 1, *Coyuntura Económica* de Abril de 1991 y Lora ed. (1991).

²⁸ En 1970 y 1980, la velocidad de M1 era 6.14 y 7.29, respectivamente; en 1990 ésta aumentó a 9.7. Análisis completo sobre el comportamiento y estabilidad de la velocidad de circulación del dinero se encuentran en Calderón (1990), Lora (1990) y Rentería (1991), entre otros.

²⁹ Reducción que se explica en gran parte porque los recursos captados a través de la imposición del encaje marginal del 100% entran como pasivos no monetarios en la definición de la base monetaria. Si se consideraran pasivos monetarios, el incremento de la base sería 53.9% anual.

Cuadro 11. COLOMBIA: INDICADORES PROFUNDIZACION FINANCIERA 1980 - 1990
(Porcentajes del PIB)

	Base Monetaria	M1	M2	M3 ^a	OMAS	Títulos Oficiales
1980	10.80	13.72	26.07	-	-	-
1981	10.45	13.10	28.76	-	-	-
1982	9.76	13.04	28.43	-	-	-
1983	9.06	13.30	31.61	-	-	-
1984	8.49	12.99	31.09	-	-	-
1985	8.30	12.93	32.46	-	-	-
1986	7.79	11.62	30.59	35.78	2.22	2.97
1987	7.88	11.88	30.12	34.57	1.87	2.58
1988	7.58	11.34	28.19	31.79	1.27	2.32
1989	7.57	11.21	28.40	31.27	1.06	1.81
1990	6.86	10.37	27.09	30.62	1.97	1.56

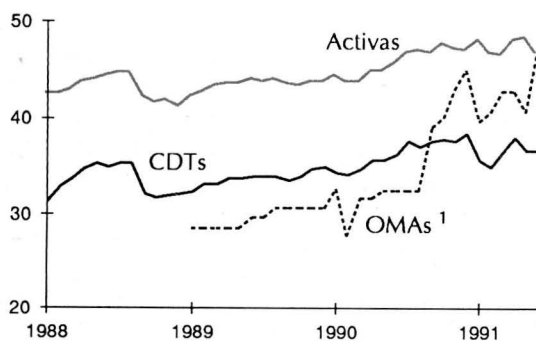
^a M3 = M2 + Operaciones de mercado abierto + TAN + Certificados Eléctricos Valorizables + otros títulos.

Fuente: Banco de la República. DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 10. COLOMBIA: TASAS DE INTERES

A. TASAS DE INTERES NOMINAL

Enero 1988 - Junio 1991.

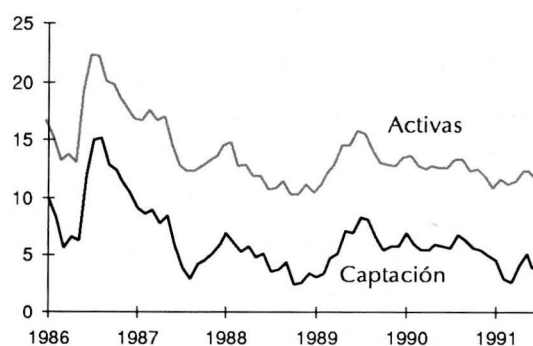


¹ Títulos de Participación Clase B.

Fuente: Banco de la República, DANE.

B. TASAS DE INTERES REAL²

Diciembre 1985 - Junio 1991.



² Medida como $((1+i)/(1+p)) - 1$

mientras que en las corporaciones financieras, la cartera crecía a un ritmo de 75% anual³⁰. En tercer y último lugar, las tasas de interés reales, indicador clave del grado de éxito de una política contraccionista, mostraron una caída (no un aumento) con respecto a su nivel anterior a agosto de 1990 (Gráfico 10), pese al incremento significativo de las tasas de interés nominales de los títulos emitidos por el Banco Central. Es así como la tasa de interés real sobre préstamos del sistema financiero tradicional (Bancos y Corporaciones Financieras), registró un valor de 11.5% aproximadamente en julio del presente año, cifra que contrasta con el 16.1% y 12.6% observados en igual mes de 1989 y 1990.

La poca efectividad de la política monetaria se explica por una combinación de los siguientes elementos: i) problemas en el diseño de la política macroeconómica global, particularmente en lo que respecta a la coordinación de las políticas monetaria y cambiaria; ii) la capacidad de los agentes de la economía para evadir controles y iii) problemas en la reglamentación de las medidas.

Como primera medida, desde mediados de 1990 los indicadores monetarios mostraban que la principal fuente de expansión de la base monetaria

eran las reservas internacionales y no el crédito doméstico. Como ya se señaló, en lugar de atacar este frente en forma directa, inicialmente las autoridades optaron por tomar medidas compensatorias, como la contracción del dinero y crédito a través de OMAS y encaje marginal. Estas políticas retroalimentaron el problema de expansión de reservas, puesto que aumentaron la demanda relativa de activos nacionales frente a la demanda por moneda y activos extranjeros, al subir las tasas de interés nominales y restringir la cantidad de crédito doméstico. Puesto que no operaba ninguna variable de ajuste en el frente cambiario, inevitablemente los medios de pago continuaron creciendo.

Adicionalmente, para lograr captar a través de OMAS los recursos requeridos para mantener los agregados monetarios dentro de las metas fijadas, ha sido necesario elevar las tasas de interés sobre estos instrumentos en una forma que puede desestabilizar las finanzas cuasifiscales en el mediano plazo, restándole efectividad a la medida y trasladando el problema monetario a fechas futuras. Los pagos de intereses sobre OMAS³¹ y certificados de cambio podrán sobrepasar los \$500.000 millones de pesos en el segundo semestre del año, lo cual equivale a casi la mitad del valor actual de la base monetaria.

³⁰ Cabe aclarar que dentro de las corporaciones financieras se incluye a la FEN (Financiera Eléctrica Nacional), que está sometida a un régimen legal diferente a las demás.

³¹ Actualmente a cargo de la Cuenta Espacial de Cambios.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Calderón, A. (1990), "Velocidad del dinero y política monetaria", Banco de la República. Mimeo.

Correa, P. y J.A. Rodríguez (1991), "Implicaciones macroeconómicas de la composición del déficit fiscal". *Coyuntura Económica*, abril.

Crane, C. (1991), "Exportaciones menores colombianas: recorriendo nuevamente el camino", *Coyuntura Económica*, julio.

Herrera, S. y G.A. Alonso (1990), "La demanda de importaciones en Colombia". *Ensayos sobre Política Económica*, No. 18, diciembre.

Lora, E. ed. (1991), *Apertura y modernización: las reformas de los noventa*, Tercer Mundo.

Lora, E. (1990), "La velocidad de circulación y la demanda de dinero en el corto y en el largo plazo en Colombia". *Ensayos sobre Política Económica*, No. 18, diciembre.

Montenegro, A. (1991), "El Sector Público en el Plan de Desarrollo del Presidente Gaviria" en Lora ed. (1991)

Rentería, C. (1991), "La meta intermedia de la política monetaria: consideraciones sobre la calidad de los agregados monetarios". *Banca y Finanzas*, No. 20, abril-junio.