

# Implicaciones macroeconómicas de la composición del déficit fiscal

*Patricia Correa y Jorge Armando Rodríguez\**

## I. INTRODUCCION

En una economía abierta y con tasa de cambio controlada como la colombiana, donde el Estado actúa como un agente importador y exportador importante, los efectos macroeconómicos del déficit fiscal pueden llegar a ser muy diferentes a los que normalmente se atribuyen a éste. Por ejemplo, de manera que para algunos puede resultar totalmente contraintuitiva, un superávit fiscal puede constituirse en la principal fuente expansionista en un país con esas características.

Como siempre, el análisis de la composición de las variables macroeconómicas agregadas es fundamental para comprender mejor sus efectos y determinar las causas de su movimiento. La estimación de la balanza de pagos del sector público para el período 1987-1990 permitió a FEDESARROLLO analizar la composición del déficit fiscal colombiano. A la luz de este análisis, se pudo examinar con un mayor nivel de precisión las implicaciones reales y sobretodo, monetarias, del déficit fiscal durante esos años.

---

\* Se agradecen las valiosísimas sugerencias de Eduardo Lora, así como los comentarios de Miguel Urrutia y la ayuda de Mauricio Alviar en el manejo de la información monetaria.

En este artículo se resumen los principales resultados de ese estudio. En el capítulo de "Análisis Coyuntural" de esta revista el lector encontrará desarrollados algunos de estos argumentos en el contexto del examen de los problemas de la coyuntura más reciente.

## II. COMPOSICION DE LA BALANZA DE PAGOS COLOMBIANA

### A. Balanza de pagos del sector público

La balanza de pagos se define, de ordinario, como un sistema de cuentas que registra las transacciones económicas de una economía con el resto del mundo en un período determinado. La balanza de pagos de un sector institucional no es más que un desglose de la balanza de pagos de un país. Así, aquellas transacciones llevadas a cabo por agentes de naturaleza pública configuran la balanza de pagos del sector público, en tanto que aquellas realizadas por unidades de índole privada se compendian en la balanza externa del sector privado.

El universo contemplado en la categoría de sector público para las estimaciones de la balanza del sector oficial que aquí se presentan, en términos generales puede equipararse con el

implícito en la misma categoría del sistema de cuentas nacionales de Colombia. En la clasificación del DANE, este sector comprende las administraciones públicas, las sociedades no financieras públicas y las instituciones financieras públicas. Conviene anotar de paso que aquí están incorporados el Banco de la República y el Fondo Nacional del Café<sup>1</sup>.

Puesto que, como se acaba de enunciar, para fines de balanza de pagos el Banco de la República forma parte del sector público, puede suscitar confusión el hecho de que esta institución participe, al amparo del Decreto-Ley 444 de 1967 o Estatuto Cambiario, en todas las operaciones con activos externos entre agentes económicos residentes y no residentes, salvo en unas pocas cobijadas por un régimen cambiario especial. En una primera instancia, podría pensarse equivocadamente que la balanza de pagos de este sector institucional es idéntica a la balanza cambiaria del país. En aras de clarificar este punto, no sobra recalcar que en este sentido el Banco opera principalmente como un simple intermediario entre el resto del mundo y el sector privado o público. La balanza de pagos de esta institución está constituida únicamente por las operaciones en cabeza del Banco, fundamentalmente de índole financiera, tales como la contratación de algunas líneas externas de crédito o las operaciones relacionadas con la inversión de las reservas internacionales del país.

La inclusión del Fondo Nacional del Café dentro del sector público implica que los ingresos por concepto de ventas externas del café que realiza la Federación Nacional de Cafeteros deben

---

<sup>1</sup> La omisión principal quizás sea, al menos para ciertos rubros, la de los bancos Cafetero, del Estado, Ganadero y Popular, omisión que obedece a la dificultad con que se tropieza para determinar a cabalidad sus operaciones en el exterior. En algunos casos se acoge, sin embargo, al universo cubierto por las estadísticas fiscales de la Contraloría General de la República, las cuales aluden al Gobierno Nacional Central, establecimientos públicos nacionales, empresas industriales y comerciales del Estado, y sociedades de economía mixta. Para mayores detalles véase Rodríguez (1991).

incluirse en la balanza de pagos oficial. Esta última institución, de carácter privado, opera como exportadora pero en calidad de *contratista* del gobierno o del Fondo. De esta manera, tanto a nivel legal como contable, es claro que estos ingresos externos pertenecen al sector público.

En el Cuadro 1 se presenta la balanza de pagos consolidada del sector público colombiano para el período 1987–1990. De acuerdo con los resultados obtenidos, en el último lustro – excepción hecha de 1988– esta balanza arrojó un superávit en cuenta corriente, producto tanto del buen comportamiento exhibido por la balanza comercial como de la reducción paulatina del déficit en la balanza de servicios. Esta última, como se puede apreciar, se ha presentado tanto en los servicios financieros netos como en los no financieros. El déficit registrado en 1988, del orden de US\$ 117 millones, se debió a la desmejora sufrida por la balanza comercial, a raíz del apreciable aumento de las importaciones, las cuales crecieron a una tasa de 57.3% en relación con el año precedente. Según estimativos preliminares, durante 1990 el superávit en cuenta corriente del sector público alcanzó US\$ 658 millones, cerca de US\$ 480 millones por encima del promedio de los otros dos años.

Las cifras anteriores permiten concluir que la mejoría en la cuenta corriente de la balanza de pagos global de la economía observada desde 1988, se explica antetodo por el comportamiento del sector público. La balanza de pagos del sector privado, obtenida por diferencia con la balanza global, invariablemente registró déficit en cuenta corriente a lo largo del período de referencia, como se puede observar en el Cuadro 2, y como analizaremos más adelante. El comercio exterior de bienes del sector público en el período 1987–1990 se caracterizó, en primer término, por el notable dinamismo adquirido por las exportaciones. Mientras que en 1987 su valor era de US\$ 1894.7 millones, en 1990 se situó en US\$2381.1 millones (crecimiento anual promedio de 8.2%), y durante el subperíodo 1989–90 su ritmo de crecimiento fue todavía

Cuadro 1. **BALANZA DE PAGOS DEL SECTOR PUBLICO COLOMBIANO. (Millones de dólares)**

	1987	1988*	1989*	1990 <sup>P</sup>
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	182.4	-117.1	172.5	658.0
<b>A. BALANZA COMERCIAL</b>	1270.2	876.9	1159.3	1505.6
1. Exportaciones FOB	1894.7	1859.1	2080.2	2381.1
Café	845.7	907.2	771.1	721.0
Hidrocarburos	858.4	656.9	915.6	1256.6
Carbón	114.7	134.5	205.8	263.5
Ferroníquel	75.9	160.5	187.7	140.0
2. Importaciones FOB	624.5	982.2	920.9	875.5
Bienes de consumo	69.3	37.8	33.3	131.2
Bienes intermedios	242.9	428.5	403.2	351.9
Bienes de capital	312.3	515.9	484.4	392.3
<b>B. BALANZA DE SERVICIOS</b>	-1079.0	-1013.2	-989.1	-855.1
1. Servicios no financieros	-73.3	-69.7	-28.0	-25.6
Ingresos	267.4	298.0	328.7	370.4
Egresos	340.7	367.7	356.7	395.9
Embarques	34.7	5.3	25.2	35.7
Ingresos	68.7	61.7	67.8	76.2
Egresos	34.0	56.4	42.6	40.5
Otros transportes	-24.3	-0.6	0.6	-0.2
Ingresos	68.8	79.5	86.2	96.0
Egresos	93.1	80.1	85.6	96.1
Viajes	-26.5	-31.6	-30.5	-32.6
Ingresos	0.0	0.0	0.0	0.0
Egresos	26.5	31.6	30.5	32.6
Transacciones petroleras	0.0	0.0	0.0	0.0
Otras transacciones	-57.2	-42.8	-23.4	-28.4
Ingresos	129.8	156.7	174.6	198.2
Egresos	187.0	199.5	198.0	226.7
2. Servicios financieros	-1005.7	-943.5	-961.1	-829.5
Ingresos	161.3	210.3	245.3	307.7
Egresos	1167.0	1153.8	1206.4	1137.2
<b>C. TRANSFERENCIAS</b>	-8.8	19.1	2.4	7.5
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>	-173.0	615.4	559.7	14.1
<b>A. CAPITAL DE MEDIANO Y LARGO PLAZO</b>	-42.9	620.0	402.9	74.5
1. Inversión directa	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Inversión neta de cartera	47.8	0.0	178.9	-18.0
3. Endeudamiento externo neto	-90.7	620.0	224.0	149.8
4. Aportes organ. internacionales	0.0	0.0	0.0	-57.3
<b>B. CAPITAL DE CORTO PLAZO</b>	-130.1	-4.6	156.8	-60.4
1. Endeudamiento externo neto	-92.6	84.9	128.8	-60.4
2. Movimiento actvs. en exterior	-37.5	-89.5	28.0	0.0
<b>III. CONTRAPARTIDAS</b>	90.0	-70.4	152.3	0.0
<b>IV. ERRORES Y OMISIONES</b>	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>VARIACION DE RESERVAS</b>	99.4	427.9	884.5	672.1

(e) Estimado.

(p) Proyección de FEDESARROLLO.

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro 2. **BALANZA DE PAGOS DEL SECTOR PRIVADO COLOMBIANO. (Millones de dólares)**

	1987	1988*	1989*	1990 <sup>p</sup>
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	-202.9	-49.8	-315.5	-103.3
<b>A. BALANZA COMERCIAL</b>	190.8	-49.6	314.7	400.0
1. Exportaciones FOB	3359.8	3483.5	3951.6	4643.4
Café	787.3	713.9	705.7	761.3
Hidrocarburos	483.2	331.3	484.2	650.4
Carbón	148.2	169.7	251.2	301.4
Ferróniquel	0.0	0.0	0.0	0.0
Oro	384.8	412.7	365.7	371.5
No tradicionales	1556.3	1855.9	2144.8	2558.7
2. Importaciones FOB	3169.0	3533.1	3636.9	4243.4
Bienes de consumo	418.9	477.0	437.1	390.4
Bienes intermedio	1681.7	1984.7	2089.2	2335.8
Bienes de capital	1068.4	1071.4	1110.6	1517.3
<b>B. BALANZA DE SERVICIOS</b>	-1403.4	-944.6	-1526.1	-1537.1
1. Servicios no financieros	-717.2	-294.2	-516.4	-480.3
Ingresos	899.7	1108.0	981.1	1002.4
Egresos	1616.9	1402.2	1497.5	1482.8
Embarques	-182.1	-181.0	-172.6	-193.8
Ingresos	37.1	45.0	44.3	48.7
Egresos	219.2	226.0	216.9	242.5
Otros transportes	74.7	105.1	37.8	39.8
Ingresos	284.4	289.0	258.8	292.1
Egresos	209.7	183.9	221.0	252.4
Viajes	-290.7	-45.2	-128.4	-164.0
Ingresos	348.6	461.1	334.8	315.1
Egresos	639.3	506.3	463.2	479.5
Transacciones petroleras	-252.4	-135.5	-281.1	-202.7
Ingresos	27.0	87.2	61.9	68.8
Egresos	279.4	222.7	343.0	271.5
Otras transacciones	-66.7	-37.6	28.0	40.7
Ingresos	202.7	225.8	281.4	277.7
Egresos	269.4	263.4	253.4	236.9
2. Servicios financieros	-686.2	-650.4	-1009.7	-1056.8
Ingresos	31.4	37.1	33.6	37.0
Egresos	717.6	687.5	1043.3	1093.8
<b>C. TRANSFERENCIAS</b>	1009.7	944.4	895.8	1033.8
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>	163.8	342.9	-94.2	174.6
<b>A. CAPITAL DE MEDIANO Y LARGO PLAZO</b>	227.8	233.9	250.5	252.1
1. Inversión directa	287.1	178.9	547.1	344.1
2. Endeudamiento ext. neto Inversión neta de cartera	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Endeudamiento externo neto	-59.3	55.0	-296.6	-92.0
4. Aportes organismos internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>B. CAPITAL DE CORTO PLAZO</b>	-64.0	109.0	-344.7	-77.5
1. Endeudamiento externo neto	194.0	335.4	-208.2	-30.0
2. Movimiento activos en el exterior	-258.0	-226.4	-136.5	-47.5
<b>III. CONTRAPARTIDAS</b>	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>IV. ERRORES Y OMISIONES</b>	-88.1	-361.0	-417.7	-149.6
<b>VARIACION DE RESERVAS</b>	-127.2	-67.9	-827.4	-37.9

e: Estimado.

p: Proyección de FEDESARROLLO.

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

mayor, con una tasa de crecimiento anual de 13.2%. Este dinamismo, sin embargo, no se tradujo en una mayor participación de las exportaciones públicas en las exportaciones totales del país. Como se aprecia en el Cuadro 3, se produjo un leve descenso en dicha participación: de representar el 36% en 1987 pasaron a 34% en 1990.

Dos aspectos sobresalen del examen de la estructura de ingresos de la balanza comercial del sector público. Por un lado, como sucede en la mayoría de los estados latinoamericanos, su dependencia casi absoluta de las condiciones en los mercados de productos básicos, cuya inestabilidad es bien conocida. Por otro, conviene señalar que en el período bajo estudio las exportaciones de origen minero, y sobre todo las

**Cuadro 3. BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA. CUENTA CORRIENTE (Composición porcentual por sector institucional)**

	1987	1988*	1989*	1990 <sup>p</sup>
<b>I. INGRESOS</b>				
Exportaciones de bienes y servicios	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	35.1	33.8	34.8	35.0
Sector Privado	64.9	66.2	65.2	65.0
Exportaciones de bienes	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	36.1	34.8	34.5	33.9
Sector Privado	63.9	65.2	65.5	66.1
Exportaciones de servicios	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	31.5	30.7	36.1	39.5
Sector Privado	68.5	69.3	63.9	60.5
Servicios no financieros	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	22.9	21.2	25.1	27.0
Sector Privado	77.1	78.8	74.9	73.0
Servicios financieros	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	83.7	85.0	88.0	89.3
Sector Privado	16.3	15.0	12.0	10.7
<b>II. EGRESOS</b>				
Importaciones de bienes y servicios	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	27.9	30.8	28.7	26.1
Sector Privado	72.1	69.2	71.3	73.9
Importaciones de bienes	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	16.5	21.8	20.2	17.1
Sector Privado	83.5	78.2	79.8	82.9
Importaciones de servicios	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	39.2	42.1	38.1	37.3
Sector Privado	60.8	57.9	61.9	62.7
Servicios no financieros	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	17.4	20.8	19.2	21.1
Sector Privado	82.6	79.2	80.8	78.9
Servicios financieros	100.0	100.0	100.0	100.0
Sector Público	61.9	62.7	53.6	51.0
Sector Privado	38.1	37.3	46.4	49.0

e: Estimado.

p: Proyección de FEDESARROLLO.

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

de hidrocarburos, afianzaron en forma casi ininterrumpida su predominio en el conjunto de las exportaciones públicas, con la consiguiente pérdida de importancia de las ventas externas de café realizadas en nombre del Fondo Nacional del Café<sup>2</sup>.

Las importaciones de bienes efectuadas por el sector público exhibieron, por su parte, un comportamiento en cierto modo inverso al de las exportaciones, pero con fluctuaciones mucho más severas que las sufridas por éstas. Tras presentar su valor más bajo en 1987 (US\$ 624.5 millones), alcanzaron la cima del período en el año siguiente, adentrándose luego en una fase de declinación continua, tanto en términos absolutos como relativos. En el curso del período las importaciones de bienes de capital representaron, en promedio, el 50% del total, seguidas por las de bienes intermedios con el 41.6%. En 1990, las de bienes de consumo durable repuntaron en forma ostensible, en buena medida a raíz de las compras de armas y equipo militar.

Otro rasgo sobresaliente que aflora del examen de la cuenta corriente del sector público constituye, sin duda, el significativo déficit de la balanza de servicios, pese a su ligera reducción en los últimos años. Este déficit, como se aprecia en el Cuadro 1, se ubica primordialmente en la cuenta de servicios financieros. El pago de intereses de la deuda pública externa, que pasó de US\$ 1167 millones en 1987 a aproximadamente US\$1137 millones en 1990, en promedio dio cuenta del 76.2% de los egresos por concepto de servicios oficiales. Su lento ritmo de crecimiento (1.5% en promedio), sin embargo, contribuyó en forma notable al señalado decremento del déficit de la balanza de servicios. El significativo y creciente superávit de la balanza de servicios del Banco de la República (véase el Cuadro 4), proveniente del rendimiento de la inversión de las reservas internacionales del

---

<sup>2</sup> En tanto que en 1987 el 55.4% del valor de las exportaciones públicas provenía de las de origen minero, esta participación se elevó hasta 69.7% en 1990.

país, fue otro factor fundamental para explicar la mejoría observada en esta cuenta de la balanza de pagos oficial.

En lo que respecta a los servicios no financieros, conviene mencionar que el grueso de los ingresos del sector oficial provienen de aquellos servicios de comunicaciones prestados por Telecom, los portuarios ofrecidos por Colpuertos y los de transporte de mercancías brindados por la Flota Mercante Grancolombiana. Estos representan el 27% del total de ventas de servicios no financieros del país, cifra inferior a la participación del sector público en los ingresos por exportaciones de bienes.

Las erogaciones por concepto de servicios no financieros se situaron, por su parte, en US\$ 395.9 millones en 1990 (dato estimado), casi US\$ 55 millones menos que en el primer período, con una tasa media de crecimiento anual de 6.3%. Los servicios de comunicaciones a cargo de Telecom, los asociados a las llamadas transacciones oficiales (v.g. gastos de sostenimiento de las embajadas en el exterior), el alquiler de naves y los gastos portuarios de la Flota Mercante, así como los embarques de importaciones públicas pagados a empresas de transporte extranjeras dieron lugar, en su orden, a las principales erogaciones por concepto de servicios no financieros. Los gastos por viajes al exterior y sus correspondientes pasajes sufragados con recursos públicos apenas representaron el 8.5%, en promedio, del total de dichas erogaciones<sup>3</sup>.

La cuenta de capital del sector público por ser, junto con la de servicios financieros, mucho más conocida que las demás, no amerita una descripción detallada. Baste señalar que tras registrar un saldo negativo de US\$ 173 millones en 1987, arrojó superávit considerables en los dos años subsiguientes (US\$615.4 y US\$ 559.7 millones, respectivamente) y uno más pequeño,

---

<sup>3</sup> La metodología del cálculo de estas operaciones y el detalle de su composición se encuentran en Rodríguez (1991).



Cuadro 4. **BALANZA DE PAGOS DEL BANCO DE LA REPUBLICA (Millones de dólares)**

	1987	1988 <sup>e</sup>	1989 <sup>e</sup>	1990 <sup>p</sup>
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	94.1	140.2	178.3	214.9
A. Balanza comercial	0.0	0.0	0.0	0.0
B. Balanza de servicios	94.1	140.2	178.3	214.9
1. Servicios no financieros	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Servicios financieros	94.1	140.2	178.3	214.9
Ingresos	144.7	191.7	225.3	260.7
Egresos	50.6	51.5	47.0	45.8
C. Transferencias	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>	20.5	-5.2	100.2	-20.8
A. Capital de mediano y largo plazo	14.9	-4.7	8.1	19.6
1. Inversión directa	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Inversión neta de cartera	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Endeudamiento externo neto	14.9	-4.7	8.1	19.6
4. Aportes organismos internacionales	0.0	0.0	0.0	0.0
B. Capital de corto plazo	5.6	-0.5	92.1	-40.4
1. Endeudamiento externo neto	8.7	0.8	80.8	-40.4
2. Movimiento actvs. en exterior	-3.1	-1.3	11.3	0.0
<b>III. CONTRAPARTIDAS</b>	90.0	-70.4	152.3	0.0
<b>IV. ERRORES Y OMISIONES</b>	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>VARIACION DE RESERVAS</b>	204.6	64.6	430.8	194.1

(e) Estimado.

(p) Proyección de Fedesarrollo.

Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

de US\$ 14.1 millones, en 1990. Las operaciones con líneas externas del Banco de la República (véase el Cuadro 4), que en 1989 habían arrojado un saldo positivo de US\$ 100 millones, en 1990 generaron una transferencia neta de recursos al exterior por US\$ 20.8 millones. La balanza de capitales del resto del sector público, por otra parte, ha mantenido un saldo positivo, aunque decreciente, a partir de 1988.

El resultado neto de todas estas operaciones externas del sector público, como se aprecia en el Cuadro 1, fue un incremento notable en el stock de reservas internacionales. Entre 1987 y 1990, el sector público generó una acumulación de reservas de US\$ 2083.9 millones aproximadamente (46.3% de las reservas de 1990), en contraste con el sector privado, que ocasionó pérdidas de reservas por US\$ 1060.7 durante ese mismo período. No sobra advertir que estos últimos resultados deben interpretarse

con sumo cuidado ya que, como se sabe, el monto de errores y omisiones de la balanza de pagos es considerable, y aquí hemos trabajado con el supuesto de que éstos pertenecen exclusivamente a la balanza del sector privado (véanse los cuadros 1 y 2).

### **B. La balanza de pagos del sector privado**

El comercio exterior del sector privado experimentó, en términos generales, un vigoroso dinamismo en el curso del período. Las exportaciones de bienes crecieron en forma sostenida, a una tasa que en promedio alcanzó el 11.5%, pasando de US\$3359,8 millones en 1987 a US\$4643,4 millones en 1990. Gracias a ello representaron una proporción ligeramente creciente en el conjunto de las exportaciones de bienes del país, ubicándose en 66% en 1990, porcentaje dos puntos superior, aproximadamente, al observado en 1987 (véase

Cuadro 2). A semejanza del caso del sector público, las ventas externas de café cedieron terreno en forma paulatina, pero, a diferencia de aquel, en favor de las exportaciones no tradicionales y, en menor medida, de las de carbón. Igualmente, perdieron importancia relativa las compras de oro de origen doméstico por parte del Banco de la República (netas de ventas para usos industriales), las cuales se clasifican en Colombia dentro de las exportaciones de origen privado por analogía con el efecto que produce sobre las reservas internacionales una verdadera exportación.

Las importaciones privadas, equivalentes –por término medio– a 81% del total de importaciones del país, también crecieron en forma pronunciada, aunque a un ritmo más lento que las exportaciones. En 1990, año en el que se expandieron a una tasa de 16.7%, cerca de seis puntos por encima del promedio del período, su valor bordeó los US\$4243 millones. El carácter esencialmente complementario de las importaciones privadas se evidenció en la preponderancia que tuvieron las importaciones de bienes intermedios y de capital, cuyo monto representó alrededor de 55% y 33% de las mismas, respectivamente.

El comportamiento de la balanza de servicios del sector privado resultó de la combinación de dos tendencias más o menos definidas: la disminución del déficit arrojado por los servicios no financieros, de una parte, y la elevación del correspondiente a los servicios financieros, de otra. De las dos tendencias la más firme e impresionante fue la segunda. El déficit en la balanza de servicios financieros se situó, en efecto, en US\$1056,8 millones en 1990, excediendo en un 54% el observado en 1987. Debido a que los ingresos por esta clase de servicios se mostraron bastante estables, y en extremo reducidos, la tendencia creciente del déficit en cuestión reflejó el alza sustancial de los egresos. La magnitud del fenómeno se manifestó también en la estructura sectorial de los egresos del país por concepto de servicios financieros: mientras que en 1987 el 38.1% de

los mismos correspondía al sector privado, en 1990 esta proporción se había elevado hasta ubicarse en 50%.

La conjugación en 1987 y 1989/90 de importantes superávits en la balanza comercial privada con saldos positivos considerables en las transferencias netas, no fue suficiente para contrarrestar los déficits arrojados por la balanza de servicios. En 1988 la balanza comercial privada se tornó negativa, circunstancia que se proyectó sobre la cuenta corriente, pese a la caída del déficit de la balanza de servicios que tuvo lugar en ese año.

En lo concerniente a la cuenta de capital privada cabe destacar la importante afluencia de recursos hacia el país en forma de inversión directa. En 1990, por ejemplo, su monto rondó los US\$344 millones, valor muy cercano al promedio del período. De otro lado, tanto el endeudamiento externo neto de mediano y largo plazo como la cuenta de capital de corto plazo obtuvieron siempre saldos negativos, salvo en 1988. El sector privado fue, en suma, importador neto de capitales en 1987/88 y 1990, y exportador neto en 1989. La variación de las reservas internacionales proveniente de las transacciones económicas con el exterior del sector privado se caracterizó, por último, no sólo por ser negativa en todos los años del período sino también por experimentar fluctuaciones drásticas, especialmente durante 1989 y 1990.

### III. EL DEFICIT FISCAL Y LA BALANZA DE PAGOS DEL SECTOR PUBLICO

Las cifras anteriores permiten desentrañar la compleja relación que existe entre el balance financiero del sector público y la balanza de pagos. Esta relación, hasta el momento poco analizada por los académicos<sup>4</sup>, y prácticamente ignorada por aquellos responsables de la programación financiera y la formulación de los

---

<sup>4</sup> Excepciones son el análisis de Ocampo (1984), Bernal (1989) y algunos trabajos sobre el ajuste ahorro-inversión realizados por FEDESARROLLO.



respectivos planes de ajuste, es de crucial importancia para determinar el resultado y éxito de estos últimos.

El impacto macroeconómico de las políticas fiscales puede llegar a ser bastante diferente según el efecto que éstas ocasionen sobre el déficit (superávit) corriente en la balanza de pagos. La respuesta de la demanda agregada, los mecanismos de generación de ahorro macroeconómico para financiar la inversión privada, así como el comportamiento de las variables monetarias y de la inflación, entre otros, podrán operar incluso en sentido contrario según si la reducción (aumento) del déficit fiscal viene acompañada de un superávit o de un déficit externo. Como es intuitivamente claro, por ejemplo, un aumento del gasto público representado en importaciones de bienes o servicios (v.g. pago de viajes al exterior de funcionarios públicos, o compra de aviones para el ejército) no tendrá en el corto plazo el mismo efecto sobre la demanda agregada interna que un gasto equivalente en bienes o servicios producidos domésticamente.

Para ilustrar formalmente el punto anterior conviene acudir a las identidades macroeconómicas básicas. El balance de las operaciones externas corrientes, como se recordará, es idéntico a la suma de los balances corrientes del sector público y privado. Si descomponemos el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos global entre el saldo del sector oficial y del sector privado  $[(X_o - M_o)$  y  $(X_p - M_p)$ , respectivamente], y procedemos de manera similar para desagregar el déficit fiscal total entre su componente externo e interno  $[(X_o - M_o)$  y  $(Y_d - G_d)$ , en su orden], obtendremos una expresión como [1], que puede simplificarse para llegar a [2].

$$[1] (X_o - M_o) + (X_p - M_p) = (Y_d - G_d) + (X_o - M_o) + (S_d - I_d)$$

$$[2] (X_p - M_p) = (Y_d - G_d) + (S_d - I_d)$$

$$[3] I_d = (Y_d - G_d) + S_d + (M_p - X_p)$$

donde:

$Y_d$  = Ingresos corrientes domésticos (tributarios)

$G_d$  = Gasto doméstico

$S_d$  = Ahorro privado doméstico

$I_d$  = Inversión privada doméstica

Como se desprende de estas identidades, *ex post* la inversión privada es igual a la suma del ahorro corriente interno del sector público  $(Y_d - G_d)$ , el ahorro privado doméstico  $(S_d)$ , y el ahorro externo generado por el sector privado  $(M_p - X_p)$ . Así, las operaciones externas corrientes del sector público ejercerán su influencia sobre el ahorro macroeconómico que *financia* a la inversión privada sólo en la medida en que afecten a estas últimas variables.

La aseveración de que el *déficit* fiscal genera, por definición, un exceso de demanda interna en el corto plazo, carece de sustento teórico a menos que se esté refiriendo exclusivamente al déficit público *doméstico*. Lo mismo se puede decir respecto a los argumentos que atribuyen la inflación al deterioro del déficit fiscal global. Si este se explica por un deterioro de la cuenta corriente externa del sector público, su impacto de demanda agregada es contraccionista, e incluso puede tener efectos antiinflacionarios. Lo contrario cuando se produce un balance corriente externo positivo; es decir, un superávit fiscal puede ser expansionista macroeconómicamente si su origen es externo. De allí la importancia de examinar la composición de este último para hacer un adecuado análisis de la coyuntura macroeconómica y derivar conclusiones de política acertadas.

El mismo tipo de razonamiento aplica al análisis del impacto monetario del déficit. La financiación de este último, por definición contable, se compone de los flujos de crédito externo neto  $(C_x)$ , crédito interno neto monetario (es decir, del Banco de la República,  $C_d$ ) y crédito interno no monetario (endeudamiento con el sistema financiero privado y colocación de títulos en el resto del sector privado doméstico,  $C_p$ ). Si denominamos DF al déficit fiscal global (excluyendo el déficit cuasi-fiscal del Banco de la

República con el objeto de simplificar el análisis) lo anterior se puede expresar en forma simple como sigue:

$$[4] DF = (M_o - X_o) + (G_d - Y_d) = \Delta C_x + \Delta C_d + \Delta C_p$$

$$[5] (G_d - Y_d) = (X_o - M_o) + \Delta C_x + \Delta C_d + \Delta C_p$$

Puesto que los dos primeros elementos de la expresión del lado derecho de la ecuación [5] no son otra cosa que la variación de reservas internacionales ocasionado por el sector oficial (suponiendo que no hay errores ni omisiones en el cálculo de esos componentes), esta expresión se puede recomponer para obtener la siguiente igualdad:

$$[6] (G_d - Y_d) - \Delta C_p = \Delta R_o + \Delta C_d$$

donde  $\Delta R_o$  es el cambio de reservas originado en las transacciones corrientes y de capital del sector público. Avanzando más en este análisis es fácil comprobar que el componente derecho de esta última expresión es el impacto sobre la base monetaria del déficit, el cual por definición depende únicamente del déficit fiscal interno neto del endeudamiento no monetario. Así, se llega a la conclusión de que el efecto monetario primario del desbalance corriente del sector público es idéntico a la porción del déficit corriente interno no financiada con ahorro privado doméstico.

Habiendo establecido estas realidades contables, el impacto real y monetario del déficit fiscal global colombiano en los últimos años amerita una reconsideración a la luz de este marco de análisis. En el Cuadro 6 aparece el cálculo del déficit fiscal interno durante los últimos cuatro años, basado en las cifras de déficit global del DNP hasta 1989<sup>5</sup>, y en las estimaciones de la balanza de pagos del sector público presentadas anteriormente (en particular, las del Cuadro 5). En forma compatible con

<sup>5</sup> Véase DNP (1991). La cifra para 1990 es una proyección de FEDESARROLLO, consistente con estimaciones preliminares de la Contraloría General de la República.

la definición de sector público de la mayoría de los ejercicios de programación financiera, aquí se ha excluido al Banco de la República del universo de instituciones públicas. Naturalmente, su inclusión modificaría los resultados de dicho cuadro, permitiendo un análisis consistente con la metodología de cuentas nacionales.

Se puede observar cómo el déficit *interno* del sector público colombiano, a diferencia del déficit global, se mantuvo relativamente constante como proporción del PIB a lo largo del último lustro, en un nivel promedio de 1.68%. Durante el período 1988/87 éste registró una disminución de dos décimas del PIB, para volver a aumentar en 1989 y llegar a una cima equivalente a 1.9% del Producto Interno Bruto. En 1990 cae nuevamente para colocarse ligeramente por debajo de su nivel promedio.

La notable caída del déficit total entre 1988 y 1990 – del 2.2% al 0.5% del PIB, respectivamente – tuvo, por consiguiente, origen en el mencionado incremento del superávit externo, y no en un ajuste real interno de las finanzas públicas. Como se vio, el comportamiento de la cuenta corriente externa del sector oficial está determinado fundamentalmente por factores de índole exógena (precio del café, petróleo, etc.) y no por decisiones de política fiscal. Por consiguiente, puede concluirse que el esfuerzo por corregir el desajuste estructural de las finanzas del sector público no ha sido tan fructífero como lo sugieren las cifras de déficit global, y que el verdadero “problema” fiscal ha permanecido encubierto por el manto de los incontrolables y ciertamente inestables ingresos de exportación oficiales (particularmente de café, como se aprecia en el cuadro).

En efecto, las operaciones del FODEX y toda la gama de transferencias de excedentes dentro de las instituciones del sector público en los últimos años son un reflejo de este desbalance entre el déficit fiscal interno y externo. Como se ha señalado en repetidas oportunidades en *Coyuntura Económica*, esta situación no es

Cuadro 5. **BALANZA DE PAGOS DEL SECTOR PUBLICO SIN BANCO DE LA REPUBLICA** (Millones de dólares)

	1987	1988 <sup>e</sup>	1989 <sup>e</sup>	1990 <sup>p</sup>
<b>I. CUENTA CORRIENTE</b>	88.3	-257.3	-5.8	443.1
A. Balanza comercial	1270.2	876.9	1159.3	1505.6
1. Exportaciones FOB	1894.7	1859.1	2080.2	2381.1
Café	845.7	907.2	771.1	721.0
Hidrocarburos	858.4	656.9	915.6	1256.6
Carbón	114.7	134.5	205.8	263.5
Ferroníquel	75.9	160.5	187.7	140.0
2. Importaciones FOB	624.5	982.2	920.9	875.5
Bienes de consumo	69.3	37.8	33.3	131.2
Bienes intermedios	242.9	428.5	403.2	351.9
Bienes de capital	312.3	515.9	484.4	392.3
B. Balanza de servicios	1173.1	-1153.4	-1167.4	-1069.9
1. Servicios no financieros	-73.3	-69.7	-28.0	-25.6
Ingresos	267.4	298.0	328.7	370.4
Egresos	340.7	367.7	356.7	395.9
Embarques	34.7	5.3	25.2	35.7
Ingresos	68.7	61.7	67.8	76.2
Egresos	34.0	56.4	42.6	40.5
Otros transportes	-24.3	-0.6	0.6	-0.2
Ingresos	68.8	79.5	86.2	96.0
Egresos	93.1	80.1	85.6	96.1
Viajes	-26.5	-31.6	-30.5	-32.6
Ingresos	0.0	0.0	0.0	0.0
Egresos	26.5	31.6	30.5	32.6
Transacciones petroleras	0.0	0.0	0.0	0.0
Otras transacciones	-57.2	-42.8	-23.4	-28.4
Ingresos	129.8	156.7	174.6	198.2
Egresos	187.0	199.5	198.0	226.7
2. Servicios financieros	-1099.8	-1083.7	-1139.4	-1044.4
Ingresos	16.6	18.6	20.0	47.0
Egresos	1116.4	1102.3	1159.4	1091.4
C. Transferencias	-8.8	19.1	2.4	7.5
<b>II. CUENTA DE CAPITAL</b>	-193.5	620.6	459.5	34.9
A. Capital de mediano y largo plazo	-57.8	624.7	394.8	54.9
1. Inversión directa	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Inversión neta de cartera	47.8	0.0	178.9	-18.0
3. Endeudamiento externo neto	-105.6	624.7	215.9	130.2
4. Aportes organismos internacionales	0.0	0.0	0.0	-57.3
B. Capital de corto plazo	-135.7	-4.1	64.7	-20.0
1. Endeudamiento externo neto	-101.3	84.1	48.0	-20.0
2. Movimiento actvs. en exterior	-34.4	-88.2	16.7	0.0
<b>III. CONTRAPARTIDAS</b>	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>IV. ERRORES Y OMISIONES</b>	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>VARIACION DE RESERVAS</b>	-105.2	363.3	453.7	478.0

e: Estimado. p: Proyección de Fedesarrollo.

Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

sostenible en el largo plazo, tanto por el carácter inestable de los excedentes externos, como por las dificultades de política y las ineficiencias en la asignación de recursos que acarrea el continuo traslado de recursos de las entidades superavitarias a las deficitarias.

En la coyuntura más reciente, sin embargo, se ha producido sin duda un notable ajuste en este sentido. Entre 1989 y 1990, como se anotó, el déficit interno pasó de \$284 a \$340.2 miles de millones, lo cual representa un incremento nominal de sólo 19.7% – inferior a la inflación – y una caída de éste como proporción del PIB (véase la parte inferior del Cuadro 6). De allí que, como se señala en el capítulo de Análisis Coyuntural de esta revista, difícilmente puede atribuirse a los desajustes fiscales toda la explicación de la aceleración de tres puntos porcentuales en la inflación durante 1990.

En el Cuadro 7 aparece una estimación de los componentes de la identidad macroeconómica [2], utilizando la definición de déficit fiscal del cuadro anterior. Puede observarse cómo, en promedio durante los últimos cuatro años, el

**Cuadro 6. COMPOSICION DEL DEFICIT FISCAL COLOMBIANO**

	1987	1988	1989	1990 p
<b>Miles de millones de pesos</b>				
<b>TOTAL</b>	-127.7	-254.1	-286.3	-110.0
Externo	21.99	-79.8	-2.3	230.2
Sin café	-188.40	-361.1	-309.9	-144.0
Interno 1	-149.69	-174.3	-284.0	-340.23
Def. 2 (a)	60.70	107.0	23.6	34.0
Impacto Monetario (b)	-96.70	-90.9	-180.6	-236.8
<b>Proporción del PIB</b>				
<b>TOTAL</b>	-1.45	-2.18	-1.90	-0.53
Externo	0.25	-0.69	-0.02	1.12
Sin café	-2.14	-3.10	-2.05	-0.70
Interno 1	-1.70	-1.50	-1.88	-1.65
Def. 2 (a)	0.69	0.92	0.16	0.16
Impacto Monetario (b)	-1.10	-0.78	-1.20	-1.15

a: Déficit interno consistente con balance externo sin café

b: Déficit interno 1, neto de financiamiento no monetario

Fuente: DNP, y Cuadro 4; 1990. p: proyección FEDESARROLLO.

**Cuadro 7. IDENTIDAD MACROECONOMICA AJUSTADA (Porcentajes del PIB)**

	1987	1988	1989	1990
Cta. Cte. externa				
Sector Privado (a)	-0.31	0.24	-0.36	0.28
- Banco de la República	0.27	0.37	0.47	0.54
- Sector privado	-0.57	-0.13	-0.83	-0.26
Déficit interno				
Sector Público (b)	-1.70	-1.50	-1.88	-1.65
Balance Interno				
Sector Privado (a)	1.39	1.74	1.52	1.93

a: Incluye Banco de la República.

b: Consistente con la definición 1 del Cuadro 6.

Fuente: Cuadros 2, 4 y 6.

desahorro público interno se ha "financiado" macroeconómicamente ante todo con un exceso de ahorro sobre inversión privados y del Banco de la República, y no tanto con ahorro externo generado por estos sectores, con excepción quizás de 1989.

#### IV. EL IMPACTO MONETARIO DEL DEFICIT FISCAL

Lo anterior, naturalmente, se ha reflejado en las variables monetarias y en las contrapartidas financieras de los balances corrientes sectoriales. Gracias a la información suministrada por las balanzas de pagos pública, del Banco de la República y del sector privado, FEDESARROLLO ha podido hacer una sectorización de la base monetaria que permite establecer, en cada año, la contribución de cada uno de estos sectores a la expansión primaria del dinero en la economía<sup>6</sup>. Dentro del contexto de este artículo, interesa especialmente medir el impacto monetario del déficit fiscal (sin Banco de la República) que, como vimos, equivale a la ecuación [6].

<sup>6</sup> Las cuentas de balanza de pagos en dólares se transformaron a valores en pesos utilizando la tasa de cambio implícita (THP) en la contabilidad de reservas del Banco de la República, que aparece en el Cuadro A1 del Anexo. Véase Correa y Alviar (1991) para una descripción detallada de la metodología de sectorización de la base monetaria.

Cuadro 8. BASE MONETARIA

FUENTES DE EXPANSION	VARIACIONES (miles de millones de pesos)				VARIACIONES (Porcentaje del PIB)			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
	I. <b>BASE MONETARIA (IV + V)</b>	166.5	186.8	268.4	267.1	1.9	1.6	1.8
II. <b>OPERACIONES SECTOR PUBLICO (A+B+C)</b>	187.1	128.1	300.7	355.5	2.1	1.1	2.0	1.7
A. Moneda Tesorería	6.9	0.7	5.9		0.1	0.1	0.0	0.0
B. Reservas Internacionales	-26.2	112.7	181.0	248.4	-0.3	1.0	1.2	1.2
C. Crédito Neto (1+2+3+4)	208.7	8.5	119.0	101.2	2.4	0.1	0.8	0.5
1. Créditos	106.7	85.7	50.7	34.6	1.2	0.7	0.3	0.2
2. Traslados CEC (a)	-0.8	0.0	87.0	110.0	0.0	0.0	0.6	0.5
3. Intereses Títulos Canjeables	27.9	91.3	111.4	53.5	0.3	0.8	0.7	0.3
4. Pasivos	74.8	-168.4	-130.1	-96.9	0.8	-1.4	-0.9	-0.5
III. <b>OPERACIONES BANCO REPUBLICA</b>	-8.2	69.2	263.7	174.7	-0.1	0.6	1.7	0.8
A. Devaluación	152.3	211.6	338.5	466.7	1.7	1.8	2.2	2.3
B. Reservas Internacionales (BP)	50.9	20.0	170.8	100.9	0.6	0.2	1.1	0.5
C. Obligaciones externas de largo plazo	-29.7	-27.9	-37.1	-85.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.4
D. Resto cuentas CEC (a)	-81.1	-156.8	-205.6	-255.4	-0.9	-1.3	-1.4	-1.2
E. Otros pasivos B.R.	-100.7	22.3	-2.8	-51.9	-1.1	0.2	0.0	-0.3
IV. <b>OPER. SECT. PUBLICO TOTAL (II+III)</b>	178.9	197.4	564.5	530.3	2.0	1.7	3.7	2.6
V. <b>OPERACIONES SECTOR PRIVADO (A+B)</b>	-12.4	-10.6	-296.0	-263.2	-0.1	-0.1	-2.0	-1.3
A. Reservas Internacionales (BP)	-31.7	-21.1	-330.0	-19.7	-0.4	-0.2	-2.2	-0.1
B. Crédito Neto	19.3	10.5	34.0	-243.5	0.2	0.1	0.2	-1.2
1. Activos B.R.	59.9	70.1	81.6	42.4	0.7	0.6	0.5	0.2
2. Intereses OMAS	44.7	7.9	26.5	106.0	0.5	0.1	0.2	0.5
3. Pasivos B.R.	-85.2	-67.5	-74.2	-391.9	-1.0	-0.6	-0.5	-1.9

a: Pagos a la Tesorería sobre el saldo de la CEC.

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

En el Cuadro 8 aparecen los principales resultados de este ejercicio. El efecto monetario *primario* de las operaciones del sector público aparece en el numeral II de dicho cuadro. Como se puede observar, las variaciones de la base monetaria explicadas por este sector, medidas como proporción del PIB, han tenido una evolución muy similar a las del déficit fiscal interno. En promedio, durante los últimos cuatro años han representado el 1.8% del Producto Interno Bruto, registrando descensos en 1988 y 1990. Rigurosamente, siguiendo la expresión [6], el impacto monetario del cambio en reservas ocasionado por el sector público (numeral II.B) más el crédito neto del Banco de la República (deduciendo el pago de intereses sobre títulos colocados en el Banco) debería ser igual al déficit interno neto que aparece en el Cuadro 6. Aunque los errores de medición impiden un ajuste perfecto entre estas dos variables, en promedio los resultados son bastante parecidos: el déficit neto como proporción del

PIB registró en promedio un valor de 1.1% (Cuadro 6), en tanto que la media de esta variable vista a través de la base monetaria arrojó un dato de 1.18%. Dejando de lado los detalles metodológicos, del examen del Cuadro 8 se desprenden conclusiones importantes respecto a los orígenes de la expansión primaria del dinero en Colombia en los últimos años, a saber:

1. Las operaciones del sector público con el Banco de la República fueron sin duda la principal fuente de expansión de la base monetaria en Colombia durante el período 1987-90, en tanto que el sector privado actuó en forma contraccionista.

2. En los últimos tres años, las operaciones *externas* (tanto corrientes como de capital) del sector público se han convertido en el principal componente de la expansión monetaria generada por este sector. El incremento en reservas



internacionales –producto de las mayores exportaciones públicas o de los desembolsos de crédito externo para el sector oficial– se ha congelado parcialmente en el Emisor mediante la adquisición de títulos<sup>7</sup>. No obstante, en el mediano plazo su impacto monetario neto ha sido expansivo (equivalente al 1% del PIB aproximadamente en 1989 y 1990) debido al servicio de los intereses de dichos títulos, a cargo de la Cuenta Especial de Cambios (CEC).

3. Pese a los excesos de liquidez generados por esta entrada de divisas, otras ramas del sector público han requerido crédito interno primario. Así, en los dos últimos años, se ha recurrido a los famosos “traslados” de la Cuenta Especial de Cambios, generando emisiones por montos que excedieron el 0.5% del PIB de 1989 y 1990, respectivamente. Así, éstos también han contribuido en forma significativa a la expansión de la base monetaria.

4. Los mencionados traslados, más los pagos de intereses sobre títulos emitidos por el Banco de la República al sector público y privado ( renglones II.C.4 y V.B.2 del Cuadro 8)<sup>8</sup>, excedieron con creces a las demás operaciones contraccionistas a cargo de la CEC. Se pone al descubierto, nuevamente, el peligro monetario y fiscal que acarrea la inadecuada interpretación de la CEC y la “disponibilidad” o derecho a los recursos de esta cuenta por parte del gobierno.

5. En forma similar al caso de los títulos del Banco de la República poseídos por el resto del sector público, las cifras del Cuadro 8 también ponen en evidencia la poca efectividad de la política monetaria contraccionista a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMAs). Como es natural, entre mayor sea la inflación y la necesidad de captar recursos para contrarrestar incrementos endógenos en la base monetaria a través de fuentes como las reservas

---

<sup>7</sup> Véase el movimiento del rubro “pasivos”, en el numeral II.C.4 del Cuadro 8, y el Cuadro A2 del Anexo para mayores detalles.

<sup>8</sup> Véase el Cuadro A3 del Anexo.

internacionales, mayor deberá ser la tasa de interés de estos títulos y menor la contracción monetaria neta por peso captado. En los dos últimos años, en promedio se ha logrado contraer efectivamente alrededor de 68 centavos por peso captado a través de OMAs.

## V. CONCLUSIONES

El déficit fiscal global colombiano ha tendido a disminuir en forma importante a largo de los últimos tres años. Sin embargo, no por ello las operaciones del sector público han dejado o dejarán de tener un impacto nocivo sobre la economía, en particular en lo que concierne al manejo cambiario y monetario. Además de un problema de tamaño, el del déficit es un problema de composición y de estrategia de financiación.

Por una parte, en buena medida el equilibrio fiscal que ha alcanzado Colombia desde la crisis de mediados de la década pasada se atribuye al superávit externo. El déficit fiscal interno, aunque experimentó una reducción real apreciable en 1990, ha permanecido en un nivel promedio de 1.7% del PIB en los últimos cuatro años.

La no distinción entre el componente externo e interno del déficit acarrea varios peligros para el éxito de la política macroeconómica. Dada la naturaleza inestable de los ingresos corrientes externos del sector público, el principal problema es la inconveniencia de que las autoridades diseñen las políticas tributarias y las estrategias de financiamiento de largo plazo con base en el supuesto de la permanencia de estos recursos. Así, se corre el riesgo de aplazar los ajustes necesarios para crear unas bases financieras sólidas que permitan el crecimiento de largo plazo.

En el otro extremo, cuando la cuenta corriente externa del sector público es altamente deficitaria y ésta se refleja en un mayor déficit global, las autoridades pueden tender a sobreajustar la economía al intentar disminuir dicho déficit. En resumen, la política de estabilización de la



demanda debe poner sus ojos antetodo en el *déficit* fiscal interno (y/o en el superávit externo), utilizando instrumentos de política que actúen directamente sobre él. Aunque un aumento de esta variable no necesariamente implica un desbalancel finan-ciero, si representa una expansión de la demanda agragada.

Por otra parte, aun cuando el déficit fiscal (total o interno) no generó mayores excesos de demanda en 1990, las operaciones financieras del sector público han sido las principales responsables de los problemas monetarios.

Como se aprecia en el Cuadro 9, el cual resume los principales resultados numéricos de este estudio, las operaciones netas del sector público se han constituido en la fuente por excelencia de la expansión monetaria en Colombia durante los últimos años. Este fenómeno se acentuó en 1989 y 1990, años en los cuales el sector privado contrarrestó gran parte de esa expansión mediante la compra de títulos emitidos por el Banco de la República.

El influjo neto de divisas generado por el sector público ha sido considerable (1.2% del PIB en los últimos dos años) y superior al crédito interno neto monetario del Banco de la República. En gran parte, esto último se debe a que los excesos de liquidez provenientes de operaciones externas oficiales se han congelado en el Emisor en la forma de títulos, y no a que el crédito monetario bruto haya sido pequeño. Los traslados de recursos de la Cuenta Especial de Cambios a la Tesorería, por ejemplo,

sobrepasaron el 0.5% del PIB en 1989 y 1990.

En el mediano plazo, la congelación de recursos externos (corrientes o de capital) en el Banco de la República tiene un impacto monetario superior a la simple monetización de ellos, si los títulos en los cuales éstos se colocan tienen un rendimiento superior a la devaluación. Así, si bien la constitución de estos títulos contribuye a diferir el crecimiento de la base monetaria, el pago de sus intereses perpetúa el círculo vicioso entre inflación, devaluación y expansión monetaria que se ha dado en todos los países con inflación crónica.

Esto nos remite a un segundo punto importante: el pago total de intereses sobre pasivos o papeles emitidos por el Banco de la República, incluidas las OMA, representa en la actualidad 0.8% del PIB aproximadamente. Estos pagos, con cargo a la CEC, constituyen emisión pura y aumentan en la medida en que el Banco se vea forzado a captar más recursos para compensar las expansiones inducidas por el déficit fiscal interno y otras fuentes. Si la deuda interna del Emisor representada en esos títulos estuviera en cabeza del Gobierno, por ejemplo, el servicio de los intereses respectivos implicaría un déficit fiscal superior en 0.8% del PIB. Reemplazar la deuda interna del Banco por deuda interna del Gobierno, por consiguiente, pondría en forma aún más clara la necesidad de realizar ajustes en el déficit fiscal interno para disminuir los desbalances macroeconómicos que hay en la actualidad.

Cuadro 9. DEFICIT FISCAL INTERNO Y EXPANSION MONETARIA (Variaciones)

	Miles de millones de \$				Porcentajes del PIB			
	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
1. Crecimiento Base Monetaria	166.5	186.8	268.4	267.1	1.9	1.6	1.8	1.3
2. Operaciones Sector Público	178.9	197.4	564.5	530.3	2.0	1.7	3.7	2.6
-Sin Banco de la República	187.1	128.1	300.7	355.5	2.1	1.1	2.0	1.7
3. Déficit Fiscal Interno Neto	-96.7	-121.3	-231.0	-287.2	-1.1	-1.04	-1.53	-1.39

Fuente: Cuadros 6 y 8.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Bernal J., (1989) "El impacto monetario de las operaciones de Tesorería : análisis de sus determinantes fiscales" *Ensayos sobre Política Económica*, Junio.

Correa P. y M. Alviar (1991), "Metodología de sectorización de la Base Monetaria". Mimeo FEDESARROLLO.

DNP (1991), "Programa Macroeconómico". DNP-2507-UMACRO, Enero 21.

Ocampo J.A. (1984), "El Sector Externo y la Política Macroeconómica" en Ocampo ed. *La Política Económica en la Encrucijada*. CEDE.

Rodríguez J.A. (1991), "La Balanza de Pagos del Sector Público Colombiano". Mimeo, FEDESARROLLO.

## ANEXOS ESTADISTICOS

**Cuadro A1. CONTABILIDAD DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES**

Contabilidad en dólares (US\$ millones)	1986	1987	1988	1989	1990
Stock Reservas Netas	3477.7	3449.9	3809.9	3867.0	4501.1
Cambio Reservas Netas		-27.8	360.0	57.1	634.1
1. Sector privado		-127.2	-67.9	-827.4	-37.9
2. Sector público		99.4	427.9	884.5	672.1
a. Sin Banco República		-105.2	363.3	453.7	478.0
b. Banco República		204.6	64.6	430.8	194.1
<b>Contabilidad en pesos (miles de millones)</b>					
Stock Reservas Netas	712.9	858.3	1181.6	1542.5	2338.7
Cambio Reservas Netas (A+B)		145.4	323.3	360.9	796.2
A. Cambio en dólares valorado en pesos (a)		-6.9	111.6	22.8	329.5
1. Sector privado		-31.6	-21.1	-330.0	-19.7
2. Sector público		24.7	132.7	352.8	349.2
a. Sin Banco República		-26.2	112.7	181.0	248.4
b. Banco República		50.9	20.0	171.8	100.9
B. Efecto devaluación		152.3	211.7	338.1	466.7
<b>TASA DE CAMBIO IMPLICITA (THP)</b>	205.0	248.8	310.1	398.9	519.6
a: Información proveniente de los Cuadros 4 y 5.					
<b>Fuente:</b> Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.					

Cuadro A2. ORIGEN DE LA BASE MONETARIA (Miles de millones de pesos)

	STOCKS					VARIACIONES ABSOLUTAS			
	1986	1987	1988	1989	1990	1987	1988	1989	1990
<b>I. BASE MONETARIA (IV+V)</b>	528.6	695.1	881.9	1150.3	1417.4	166.5	186.8	268.4	267.1
<b>II. OPERACIONES SECTOR PUBLICO (A+B+C)</b>	105.9	293.2	421.3	722.0	1077.5	187.3	128.1	300.8	355.5
A. Moneda de Tesorería	10.6	15.2	22.1	22.9	28.8	4.6	6.9	0.7	5.9
B. Reservas Internacionales	0.0	-26.2	86.5	267.5	515.9	-26.2	112.7	181.0	248.4
C. Crédito Neto (1+2+3+4)	95.3	304.2	312.6	431.7	532.9	208.8	8.5	119.0	101.2
1. Créditos	409.2	515.9	601.6	652.3	686.9	106.7	85.7	50.7	34.6
Tesorería	373.8	430.1	478.1	466.2	478.1	56.3	48.0	-11.9	11.9
Resto Sector Público	35.3	85.8	123.5	186.1	208.8	50.4	37.7	62.6	22.7
Acuerdos FODEX	35.3	85.8	123.5	186.1	208.8	50.4	37.7	62.6	22.7
Préstamos y Descuentos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2. Traslados CEC	-2.0	-2.7	-2.7	84.3	194.3	-0.7	0.0	87.0	110.0
3. Intereses Títulos Canjeables	26.4	54.4	145.6	257.0	310.4	28.0	91.2	111.4	53.4
4. Pasivos	-338.3	-263.4	-431.9	-562.0	-658.8	74.8	-168.4	-130.1	-96.8
T.R.E.C.	87.3	89.9	59.9	57.8	69.9	2.6	-30.0	-2.1	12.1
T.R.E.N.	0.0	25.7	78.7	155.9	173.8	25.7	53.0	77.1	18.0
Ecopetrol	20.5	22.4	0.3	0.0	0.0	1.9	-22.1	-0.3	0.0
Títulos Participación FNC	31.0	8.2	22.9	34.8	39.9	-22.8	14.7	12.0	5.1
Exceso liquidez FNC	0.0	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	-0.2	0.0	0.1
Títulos Canjeables Res 23 y 71/84 J.M.	56.5	20.9	9.4	56.0	21.5	-35.6	-11.5	46.6	-34.5
Otros Títulos Participación	12.2	11.1	11.2	3.0	30.7	-1.1	0.1	-8.2	27.7
Disponibilidades Tesorería	130.8	85.1	34.4	45.4	79.5	-45.7	-50.7	11.0	34.1
Pasivos No Monet. Otras Operac.	0.0	0.0	215.1	209.0	243.4	0.0	215.1	-6.0	34.4
<b>III. OPERACIONES BANCO DE LA REPUBLICA</b>	483.3	475.0	544.2	808.0	982.7	-8.3	69.2	263.7	174.7
A. Devaluación	712.9	865.2	1076.8	1415.3	1882.0	152.3	211.6	338.5	466.7
B. Reservas Internacionales (BP)	0.0	50.9	70.9	241.7	342.6	50.9	20.0	170.8	100.9
C. Oblig. externas largo plazo	-92.4	-122.1	-150.0	-187.1	-272.7	-29.7	-27.9	-37.1	-85.6
D. Resto cuentas CEC	-43.9	-125.0	-281.8	-487.4	-742.8	-81.1	-156.8	-205.6	-255.4
E. Otros Pasivos B.R. (cuentas CEC)	-93.3	-194.0	-171.7	-174.5	-226.4	-100.7	22.3	-2.9	-51.9
	19.5	73.4	138.9	146.2	238.1	53.9	65.5	7.3	91.9
<b>IV. OPERACIONES SECTOR PUBLICO TOTAL (II+III)</b>	589.3	768.2	965.5	1530.0	2060.2	178.9	197.3	564.5	530.2
<b>V. OPERACIONES SECTOR PRIVADO</b>	-60.6	-73.1	-83.6	-379.7	-642.8	-12.5	-10.5	-296.1	-263.1
A. Reservas Internacionales (BP)	0.0	-31.7	-52.8	-382.8	-402.5	-31.7	-21.1	-330.0	-19.7
B. Crédito Neto	-60.6	-41.4	-30.8	3.1	-240.3	19.2	10.6	33.9	-243.4
1. Activos	304.0	363.9	434.0	515.6	558.0	59.9	70.1	81.6	42.4
SECTOR FINANCIERO	296.7	356.8	424.0	503.6	548.4	60.1	67.3	79.6	44.7
-Bancos	56.5	54.3	55.7	42.7	33.0	-2.1	1.4	-13.0	-9.7
-FAVI	35.6	44.2	31.4	46.6	8.6	8.6	-12.8	15.2	-38.0
-Entidades de Fomento	73.0	100.7	130.7	147.1	167.5	27.6	30.0	16.5	20.4
Corporaciones Financieras	10.2	10.5	11.8	10.7	3.4	0.3	1.3	-1.1	-7.3
B.C.H	3.6	8.0	8.5	8.4	8.3	4.4	0.5	-0.1	-0.1
Fondo Garant. Sist. Finan.	29.4	36.3	45.9	52.9	64.4	7.0	9.5	7.1	11.5
Líneas externas	29.9	45.9	64.5	75.0	91.3	16.0	18.5	10.6	16.2
-Fondos Financieros	131.6	157.6	206.2	267.2	339.2	26.0	48.7	60.9	72.1
SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO	7.3	7.1	10.0	12.0	9.6	-0.2	2.8	2.0	-2.3
2. Intereses OMAS	21.8	66.4	74.4	100.9	207.0	44.6	8.0	26.5	106.1
3. Pasivos	-386.5	-471.7	-539.2	-613.4	-1005.3	-85.2	-67.5	-74.2	-391.9
SECTOR FINANCIERO	176.0	210.6	261.1	299.6	421.8	34.6	50.6	38.4	122.2
Obligaciones M.E Bancos	1.1	1.8	2.5	2.0	3.2	0.7	0.7	-0.5	1.2
Títulos R.28 y R.60/84	36.4	40.6	41.5	43.8	43.7	4.2	0.9	2.3	-0.2
Depósitos Entid Fomento	1.7	1.2	1.4	1.2	1.9	-0.4	0.2	-0.2	0.8
Pasivos no monet. entid. foment	115.6	146.2	182.8	231.3	300.1	30.6	36.5	48.5	68.8
Disponibilidades (FAVI)	21.2	20.7	33.0	21.4	73.0	-0.5	12.3	-11.6	51.6
SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO	210.5	261.1	278.1	313.8	583.5	50.6	16.9	35.8	269.7
Depósitos de Giro	61.9	84.5	125.3	128.7	157.8	22.6	40.8	3.3	29.2
Títulos del Banco de la República	148.6	171.3	146.4	176.7	414.6	22.7	-24.9	30.2	238.0
Certificados de Cambio	34.8	19.6	24.2	41.7	61.1	-15.2	4.6	17.5	19.4
Tit. de Participación (OMAS)	37.0	107.2	62.3	43.2	253.6	70.2	-44.9	-19.1	210.4
Tit. Canjeables (OMAS)	70.8	38.4	51.7	80.1	82.6	-32.5	13.4	28.4	2.5
Otros Canjeables	6.0	6.1	8.2	11.7	17.3	0.1	2.1	3.5	5.6
Otros pasivos sector privado	0.0	5.3	6.3	8.5	11.1	5.3	1.0	2.2	2.6

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro A3. CUENTA ESPECIAL DE CAMBIOS - CEC. (Miles de millones de pesos)

	1986	1987	1988	1989	1990	(Proporción del PIB)			
						1987	1988	1989	1990
<b>A. INGRESOS NETOS</b>	-21.3	-16.19	-53.6	73.73	18.9	-0.31	-0.18	-0.46	-0.49
1. Inversión y manejo reservas	-23.3	-15.09	-51.2	-71.93	-17.8	-0.34	-0.17	-0.44	-0.48
a. Rendimiento	15.0	36.90	53.80	105.30	141.90	0.22	0.42	0.46	0.70
- Inversión reservas (a)	n.d.	36.00	59.50	89.90	135.40		0.41	0.51	0.60
- Intereses Líneas ext. B.R. y otros	n.d.	0.90	-5.70	15.40	6.50		0.01	-0.05	0.10
b. Oro	7.50	25.10	1.70	-23.17	-14.40	0.11	0.28	0.01	-0.15
c. Diferencial cambiario monedas	-3.90	-4.00	-6.30	-15.90	11.40	-0.06	-0.05	-0.05	-0.11
d. Intereses Títulos Canjeables	-48.20	-72.60	-99.20	-137.90	-159.50	-0.71	-0.82	-0.85	-0.91
e. Otros	6.30	-0.49	-1.20	-0.26	2.80	0.09	-0.01	-0.01	0.00
2. Diferencial Cambiario Líneas ext. B.R.	5.00	2.50	2.00	3.80	7.90	0.07	0.03	0.02	0.03
3. Administración CEC	-3.00	-3.60	-4.40	-5.60	-9.00	-0.04	-0.04	-0.04	-0.04
<b>B. COMPRA-VENTA DIVISAS NETO</b>	19.40	69.30	118.50	167.60	220.80	0.29	0.79	1.02	1.11
<b>I. MOVIMIENTO PERIODO (A+B)</b>	-1.90	53.11	64.90	93.87	201.90	-0.03	0.60	0.56	0.62
<b>II. TRASLADOS A FONDOS</b>	0.05	53.90	65.50	7.30	92.00	0.00	0.61	0.56	0.05
A. FIP	0.05	1.20	1.30	0.50	1.10	0.00	0.01	0.01	0.00
B. FEC	0.00	52.70	64.20	6.80	90.90	0.00	0.60	0.55	0.05
<b>III. PAGOS TESORERIA</b>	-1.95	-0.79	-0.60	87.00	110.00	-0.03	-0.01	-0.01	0.58
<b>SALDOCEC (saldo anterior + II)</b>	19.50	73.40	138.90	146.20	238.20	0.29	0.83	1.19	0.97

a: Tomado de la Balanza de Pagos del Banco de la República (estimación de FEDESARROLLO. Cuadro 4).

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.