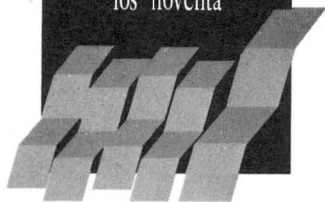


Análisis Coyuntural

EDUARDO LORA (editor)

APERTURA Y
MODERNIZACIÓN
Las reformas de
los noventa



TERCER MUNDO EDITORES • FEDESARROLLO

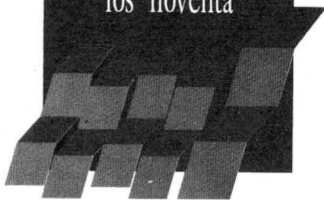
P.V.P. \$6.700

APERTURA Y MODERNIZACIÓN
Las reformas de los noventa

El propósito de este libro es explicar la orientación y el contenido de las reformas económicas que se tomaron recientemente sobre la legislación laboral, los regímenes cambiario y tributario, la política de transporte, el sistema financiero y el mismo aparato estatal.

CABALLERO • CRANE
LORA • OCAMPO • RAMÍREZ
RODRÍGUEZ • VILLAR

APERTURA Y
CRECIMIENTO
El reto de
los noventa



TERCER MUNDO EDITORES • FEDESARROLLO

P.V.P. \$5.700

APERTURA Y CRECIMIENTO
El reto de los noventa

En este libro se analizan las perspectivas de la economía colombiana durante la década de los 90 en el contexto de la apertura económica. Se tienen en cuenta las tendencias pasadas de crecimiento y de cambio estructural, y las transformaciones que generarán las nuevas orientaciones de la política económica.

De venta en

FEDESARROLLO, (Cil. 78 No. 9-91. Tel. 211 80 18)
librería TERCER MUNDO, (Cra. 7a. No. 16-91. Tel. 334 05 04)
en las principales librerías y puestos de revistas del país.

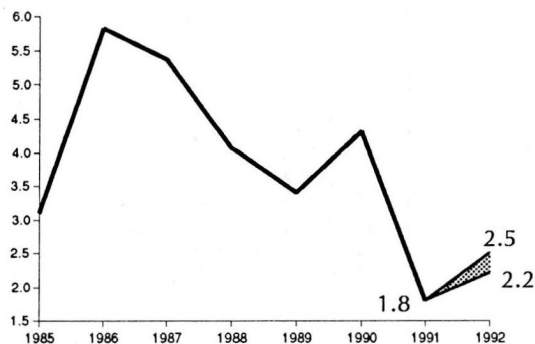
Análisis Coyuntural

I. COYUNTURA Y PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS GENERALES

Desde mediados de la década pasada, la economía colombiana no había experimentado un descenso en el ritmo de crecimiento tan pronunciado como el que se ha producido en 1991. FEDESARROLLO proyecta para este año una tasa de crecimiento del PIB real cercana al 1.8%, cifra que, si bien es aceptable teniendo en cuenta el elevado nivel de incertidumbre y de inestabilidad en la política macroeconómica vivido en el país en los últimos meses, presenta un contraste poco favorable con el crecimiento de 4.3% real registrado en 1990 (Gráfico 1).

Los enfáticos pronunciamientos de las autoridades económicas desde finales de 1990, en los cuales se anunció el firme compromiso del gobierno de reducir la inflación al 22% y su disposición a asumir los costos recesivos que inevitablemente traería una política orientada a este fin, permitan predecir un resultado similar a comienzos de 1991. No obstante, fueron impredecibles los fuertes virajes que daría dicha política a lo largo del año, lo cual hizo aún más traumático el proceso de ajuste

Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (%) 1985 - 1992



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

para algunos sectores productivos y volvió más incierto el panorama económico general.

Lo anterior habría de reflejarse, entre otras manifestaciones, en un desempeño de la inversión privada más desfavorable de lo que se tenía previsto inicialmente, y en un comportamiento altamente especulativo por parte de todos los agentes, en particular aquellos involucrados en transacciones de bienes y de capital con el resto del mundo.

Las últimas estimaciones de los principales indicadores macroeconómicos (Cuadro 1) muestran un incremento del superávit externo corriente sin precedentes cercanos,- superior en más de 2 puntos porcentuales del PIB al observado en 1990-, un deterioro en el balance financiero del sector público consolidado y, por consiguiente, un significativo incremento del exceso de ahorro sobre inversión privados¹. Las proyecciones efectuadas con el modelo de equilibrio de FEDESARROLLO sugieren que en 1991 se presentó una caída en la proporción del consumo privado sobre el PIB, y un deterioro aún mayor de la inversión privada, cercano al 4% en términos reales. Esto último también se corrobora al observar la evolución de los indicadores de opinión empresarial respecto al clima para la inversión a lo largo del año (véase sección de *Indicadores de Coyuntura*).

Los resultados anteriores significan, en otras palabras, que el sector privado ha financiado totalmente el incremento del superávit externo, fundamentalmente a costa de un menor nivel de inversión privada, ya que no se produjo un incremento en el ahorro del sector público. La restricción crediticia generada por las medidas en el campo monetario y la incertidumbre sobre la evolución del tipo de cambio y de los aranceles, fueron los factores que quizás tuvieron más influencia sobre el freno en los planes de inversión, particularmente durante los primeros meses del año. Su impacto fue probablemente más psicológico que real, ya que la abundancia de liquidez generada por la entrada de divisas, y la caída efectiva en los precios relativos de los bienes de capital importados (explicada por la revaluación real del peso y los menores aranceles), fueron elementos que han debido contrarrestar el efecto del menor flujo de crédito bancario.

¹ Conviene anotar, sin embargo, que las estimaciones del superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos pueden estar sesgadas hacia arriba, dado que a través de operaciones corrientes se filtran movimientos de capital (sobrefacturación de exportaciones, subfacturación de importaciones, etc.). Por esta misma razón, también se estaría sobreestimando el superávit corriente del sector privado.

En cuanto a la dinámica del consumo privado se refiere, la caída general en los salarios reales durante los primeros meses del año (de -2.9% para obreros industriales y -1.24% en el sector comercio) y el mayor nivel de impuestos indirectos, entre otros, fueron determinantes de su reducido crecimiento. En el último trimestre del año es bastante probable que haya una importante recuperación del consumo, principalmente debido al menor ritmo de crecimiento de los precios.

En el sector externo, los acontecimientos más sobresalientes fueron, en primer lugar, el descenso de las importaciones medidas en dólares (-2% aproximadamente), fundamentalmente las de bienes de capital y combustibles, lo cual refleja nuevamente la caída de la inversión y del ritmo de actividad económica general. En segundo lugar, el incremento sostenido de las exportaciones no tradicionales, particularmente en los renglones de la industria de las manufacturas de cuero, artes gráficas, químicos y cemento, donde no sólo creció el valor exportado en dólares sino las cantidades exportadas. Por último, y no menos importante, el auge inusitado de ingresos por concepto de transferencias y servicios personales.

En las finanzas del sector público se presentó en 1991 un resultado poco favorable: el déficit consolidado² de operaciones efectivas pasó de 0.7% del PIB en 1990 a 1% en el presente año. Esto se explica en gran parte por el mayor déficit registrado en el sector público descentralizado, ya que, como se analizará posteriormente, las finanzas del Gobierno Nacional Central mostraron una ligera mejoría. El deterioro fue particularmente pronunciado en el Fondo Nacional del Café, debido a que la producción interna del grano aumentó a niveles no esperados a comienzos del año en tanto que las condiciones en los mercados externos del grano no han mejorado sustancialmente desde el rompimiento del Pacto Mundial del café y el consumo

² Sin incluir el ISS ni el resto del sector de la seguridad social.

CUADRO 1. PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS (Porcentajes)

	1989	1990	1991p	1992p
A. PIB real	3.4	4.3	1.8	2.2
B. Inflación ^a	26.1	32.4	27.0	22.0
C. Crecimiento M1	29.1	25.8	29.0	24.0
D. Devaluación nominal				
Promedio	27.9	31.3	22.0	20.0
Fin de año	29.1	31.1	17.0	24.0
E. Tasas de interés pasivas ^a	34.9	38.4	36.5	31.5
F. Balances Financieros (% del PIB)				
1. Sector Público Consolidado	-2.5	-0.8	-1.0	-1.5
2. Gobierno Nacional Central	-1.0	-0.9	-0.7	-1.8
3. Cuenta Corriente B. de Pagos	-0.6	1.5	3.4	1.6
4. Sector Privado (3-1)	2.0	2.3	4.4	3.1

p: Proyección FEDESARROLLO.

^a Fin de período.

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

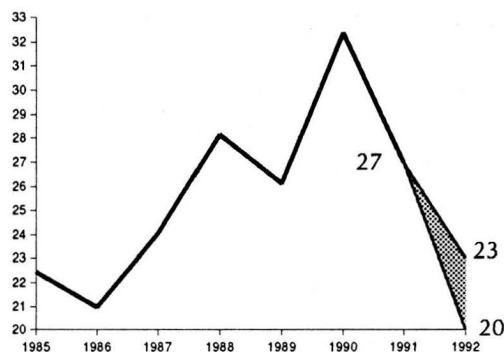
interno sigue cayendo. En Ecopetrol también se produjo una significativa disminución en el superávit corriente, antetodo por la caída en los volúmenes exportados.

A nivel sectorial, el rasgo más sobresaliente fue el notorio contraste entre el desfavorable comportamiento de la actividad industrial y el de los demás sectores. Con excepción de la minería, donde la producción sufrió un duro revés este año como consecuencia del recrudecimiento de los atentados terroristas a la infraestructura petrolera y del menor volumen de ventas externas del carbón del Cerrejón, casi todos los sectores crecieron a un ritmo superior al 3% en términos reales. Sobresalieron por su dinamismo la construcción, las cosechas cafeteras y algunos renglones del sector industrial asociados con el sector de la construcción o exportadores.

En materia de precios la coyuntura es bastante favorable, comoquiera que se logró romper con la tendencia creciente de la inflación en la mayoría de los sectores que exhibían mayor inflexibilidad a la baja en el ritmo de crecimiento de los precios. En septiembre el índice de precios al productor registró una inflación anual de 25.9%, en tanto que los precios al consumidor crecieron a una tasa

anual de 29.2% en octubre, cifras notablemente inferiores a las de diciembre de 1990 : 29.9% y 32.4%, respectivamente. Así, no obstante los problemas que se presentaron en el campo monetario para controlar la expansión de demanda a lo largo del año, aparentemente ha sido revertido el proceso de aceleración inflacionaria , en especial en el sector de bienes industriales y algunos servicios privados. Si bien ya no es posible que la inflación disminuya al 22% este año, la probabilidad de que lo haga en 1992 es bastante alta (Gráfico 2). Para 1991 y 1992 FEDESARROLLO proyecta, respectivamente, tasas de inflación de 27% y 22%.

Gráfico 2. INFLACION (%)1985 - 1992



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

A lo largo del año se produjo una importante caída de los precios relativos de los bienes industriales frente a los de los demás sectores, en particular respecto a los servicios (sobre todo transporte) y arrendamientos. Los productos industriales que a octubre exhibían un menor nivel de inflación relativo eran: vehículos, agropecuarios procesados, tabaco, muebles, confecciones y farmacéuticos. En parte, el fenómeno anterior pudo haber sido inducido por la caída en la tasa de cambio real del dólar frente al peso y las rebajas arancelarias, lo cual disminuyó el precio de los bienes transables frente a los no transables. Por su parte, el precio relativo de los alimentos en general se mantuvo estable, aun cuando en los últimos meses ha tendido a caer; en este sector sobresalió la pérdida de dinamismo de los precios de los bienes agrícolas sin procesar (los cuales crecieron sólo 9% en diez meses), contrarrestada en parte por los elevados precios de la carne.

Para 1992, las perspectivas sectoriales y de cambios en precios relativos dependerán en forma crucial de las medidas adoptadas en materia fiscal y cambiaria (véase sección III de este informe). Si se logra controlar exitosamente la entrada de capitales especulativos al país en los próximos meses, y se hace una reforma tributaria para corregir el creciente déficit de las finanzas públicas, probablemente se logrará mantener la tasa de cambio real estable, en tanto que el aumento de impuestos indirectos reducirá ligeramente el precio relativo de los alimentos frente a los servicios básicos y algunos bienes industriales; esto, naturalmente, siempre y cuando no haya deficiencias de oferta agropecuaria por deterioro de las condiciones climáticas y que el IVA no sea extendido a los alimentos de consumo masivo.

Si en 1991 el principal problema de tipo macroeconómico fue el manejo monetario y cambiario, en 1992 lo será el manejo de las finanzas públicas. El próximo año se sentirá con toda su fuerza el efecto fiscal de las desgravaciones arancelarias y, dado el menor ritmo de crecimiento de

la economía en 1991 y el previsto para 1992, es poco probable que los recaudos por gravámenes sobre la actividad interna compensen dicho efecto en ausencia de una reforma fiscal. Si a esto se suma el aumento de la cesión del IVA en 5 puntos hasta alcanzar el 50% de los recaudos de este impuesto y la probable entrada en vigencia de algunas de las normas constitucionales sobre finanzas intergubernamentales³, el déficit del GNC podría bordear el 3% del PIB en 1992⁴.

De esta manera, previendo un menor superávit corriente en la balanza de pagos en 1992 (equivalente al 1.6 % del PIB) y un escenario fiscal relativamente optimista (con un déficit entre el 1.5% y 2% del PIB, según el grado de los ajustes tributarios y de gasto público⁵), las proyecciones de crecimiento real para el próximo año se sitúan dentro de un rango entre 2% y 2.5%. Esta tasa de crecimiento vendría acompañada de un leve repunte de la inversión privada (la cual crecería más de 2% en términos reales) y un menor exceso de ahorro sobre acumulación de capital privados.

II. COYUNTURA CAMBIARIA Y MONETARIA

Quizás como nunca antes, los acontecimientos cambiarios y monetarios han sido la principal preocupación de las autoridades económicas durante 1991, y el foco de atención de la mayoría de los agentes en la economía. Desde comienzos del año, para el gobierno y el público en general es claro que la principal fuente de desequilibrio macroeconómico ha provenido del sector externo, lo cual se manifestó abiertamente en una acelerada acumulación de reservas internacionales, sin precedentes desde la bonanza cafetera de los años setenta.

³ Véase a propósito el análisis que sobre este tema se hace en el artículo de Perry y Rodríguez publicado en esta misma revista.

⁴ Estas proyecciones son consistentes con el escenario 2 del Cuadro 3 presentado más adelante.

⁵ En la sección III se analizan los supuestos implícitos en los escenarios de proyección fiscales.

Sin embargo, desde un comienzo no hubo claridad por parte del gobierno, ni consenso entre los analistas independientes, respecto a cuál era la estrategia más adecuada para corregir dicho desequilibrio, o qué tan urgente la necesidad de tomar medidas drásticas al respecto. En buena parte, esta falta de claridad provenía de la incertidumbre (que aún subsiste) respecto al verdadero origen, las posibles causas del aumento en la oferta de dólares y la probable permanencia de este fenómeno: ¿se debía al repunte de las exportaciones menores? ¿al reducido nivel de las importaciones? ¿a una entrada masiva de capitales de corto plazo buscando una mayor rentabilidad? ¿a una repatriación permanente de capitales de origen legal previamente fugados? ¿a ingresos provenientes del narcotráfico?

De la respuesta a estos interrogantes dependía, naturalmente, la escogencia de la política más apropiada para estabilizar, o contrarrestar, los efectos de los desajustes cambiarios y monetarios. Antes de analizar las políticas adoptadas en este campo en los últimos meses, conviene hacer primero una reflexión de tipo conceptual a este respecto.

Si la razón de la acumulación de reservas es un “verdadero” incremento en el superávit en cuenta corriente (es decir, en el cual no haya entrada de capitales especulativos disfrazada a través de operaciones corrientes), y éste se percibe como permanente y estructural, quizás lo más apropiado es diseñar una política tendiente a incrementar el ahorro macroeconómico interno para financiar este superávit en forma no inflacionaria, y reducir gradualmente el tipo de cambio real en la medida en que se va fortaleciendo más el proceso exportador. Si además este superávit viene acompañado por una demanda de importaciones represada por controles a las importaciones o por aranceles excesivamente altos, la liberación de éstos debería acompañar las medidas anteriores.

En este sentido, desde una óptica de largo plazo no

convendría hacer un ajuste cambiario y/o arancelario muy drástico si todavía no están dadas las condiciones de productividad y eficiencia que caracterizan a un sector externo verdaderamente sólido, o si se avecina un incremento importante en la propensión media a importar en la economía. En este caso, habría que hacer más énfasis en las políticas de esterilización monetaria, austeridad fiscal y fomento del ahorro interno.

Si, por el contrario, la entrada excesiva de divisas tiene su origen en movimientos de capital especulativos, es decir, si es el resultado de una mayor demanda de activos financieros internos (menor demanda de activos externos y mayor demanda por crédito externo), las políticas crediticias y monetarias restrictivas son quizás la peor política para estabilizar el superávit cambiario. Únicamente lograrían estimular aún más dicha demanda, al encarecer el crédito doméstico y aumentar el atractivo de las inversiones financieras en pesos. En este caso, si no se quiere incurrir en los costos de largo plazo de una revaluación fuerte, lo adecuado es inducir rápidamente un cambio en la composición del portafolio de los agentes a través de medidas de tipo financiero en el sentido exactamente opuesto: propiciando una caída en las tasas de interés internas en relación con la rentabilidad de los activos externos.

Esto último se puede hacer bien sea a través de una aceleración en el ritmo de devaluación, o aumentando el crédito primario doméstico. La primera alternativa puede resultar demasiado costosa en términos inflacionarios, máxime si se parte de una tasa de cambio real competitiva, y si la entrada de capitales especulativos también viene acompañada de flujos de capital de largo plazo y de superávit comerciales. En estas circunstancias la segunda alternativa sería sin duda la más adecuada; la reducción de tasas de interés generaría una menor demanda relativa por recursos de crédito externo, e incluso podría estimular la demanda por importaciones. Aunque esta última opción implicaría una mayor expansión de los medios de pago en el

corto plazo, bajo condiciones de bajo nivel de demanda interna su impacto inflacionario probablemente sería muy reducido, y en el mediano plazo redundaría en una mayor demanda por dólares y dinero líquido.

Esta última estrategia es la que han seguido países con una gran apertura a los mercados financieros internacionales y donde se ha tratado de evitar que los volátiles flujos de capital desestabilicen demasiado el tipo de cambio⁶.

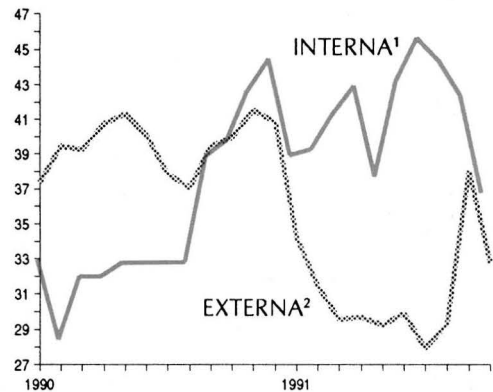
A la luz de las consideraciones anteriores, bien vale la pena hacer un análisis de las medidas cambiarias y monetarias adoptadas en Colombia en 1991. En primer lugar, debido a la falta de certidumbre mencionada anteriormente respecto a la fuente de inestabilidad cambiaria, el gobierno y diversos analistas (incluido FEDESARROLLO), han adoptado y recomendado una secuencia de medidas que ex-post han resultado ser poco efectivas y relativamente inconsistentes.

En este sentido se pueden distinguir dos etapas en la estrategia de estabilización seguida: la primera, que culminó en julio de 1991, estuvo orientada a compensar los efectos monetarios de la acumulación de reservas mediante una política de restricción crediticia a través de la imposición del encaje marginal de 100% sobre las captaciones del sistema bancario, y la colocación masiva de títulos del BR mediante las operaciones de mercado abierto.

A juzgar por los resultados en materia de crecimiento monetario y de acumulación de reservas internacionales, esta estrategia probó ser inefectiva: los medios de pago y la base monetaria crecieron a una tasa anual promedio de 25.1% y 26.8%, respectivamente, durante el primer semestre, y en el mes de junio las reservas internacionales registraron un crecimiento de US\$1281 millones con

respecto a igual fecha de 1990, alcanzando un nivel de US\$ 5165 millones (Cuadro 2). Hoy existe prácticamente un consenso generalizado respecto a que la principal falla de esta política fue haber inducido una mayor demanda neta de activos financieros domésticos frente a activos externos⁷, como resultado de la evolución de la rentabilidad de cada uno de ellos hasta el mes de junio (Gráfico 3).

Gráfico 3. RENTABILIDAD EXTERNA E INTERNA (%) Enero 1990 - Octubre 1991



¹ Tasa de interés de los títulos de participación Clase B a 90 días (en el mercado primario).

² Libor más la tasa de devaluación mensual anualizada de la tasa de cambio con descuento.

Fuente: Banco de la República, Bolsa de Bogotá y cálculos de FEDESARROLLO.

En la segunda etapa, se ha tratado de influir directamente sobre los determinantes potenciales de la expansión de reservas internacionales, actuando simultáneamente sobre la "demanda-flujo" y la "demanda-stock" de divisas, al tiempo que se ha querido diferir en el tiempo la monetización del mayor flujo de divisas. Para ello se ha adoptado la siguiente secuencia de medidas:

- Conversión obligatoria de divisas por certificados de cambio de 90 días de maduración (y 10% máximo de descuento) en el mes de julio, y revaluación efectiva del peso al colocarse el des-

⁷ O si se quiere, una mayor demanda neta por crédito externo frente al crédito doméstico.

⁶ Especialmente relevante para el actual caso colombiano es la experiencia de Alemania: véase "The Federal Republic of Germany: Adjustment in a Surplus Country" Fondo Monetario Internacional, enero 1989.

Cuadro 2. INDICADORES DE LA EVOLUCION CAMBIARIA EN 1991.
(Millones de dólares y tasas de crecimiento)

	EN.-DICIEMBRE		ENERO-MARZO		ABRIL-JUNIO		JULIO-OCT.25	
	1990	90/89 %	1991	91/90 %	1991	91/90 %	1991	91/90 %
PROMEDIOS MENSUALES								
A. Ingresos corrientes	570.5	5.5	730.8	28.1	753.0	32.0	738.1	29.0
- Bienes	437.1	8.7	436.2	-0.2	507.4	16.1	509.7	16.6
- Exp. Menores	197.8	16.6	243.8	23.3	260.3	31.6	257.0	29.9
- Servicios	133.4	-3.8	249.7	87.2	245.7	84.1	226.4	69.7
- Turismo	11.6	1.9	31.1	167.4	25.4	118.5	22.3	92.4
- Transf. y donaciones	79.7	-14.1	168.3	111.2	170.5	113.9	152.8	91.6
B. Egresos	480.9	-0.9	582.2	21.1	551.4	14.7	526.2	9.4
C. Balance corriente	89.6		148.5		201.7		209.9	
RESERVAS NETAS	4501.2		4532.8		5165.4		6380.0	
Fin de período								

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

cuento de estos certificados en 7% en julio y agosto.

- Aceleración en el ritmo de devaluación a finales de agosto y durante septiembre.

- Eliminación en septiembre del encaje marginal de 100% que se había impuesto a comienzos del año, y elevación del encaje monetario sobre cuentas corrientes de los bancos en más de 5 puntos porcentuales.

- Drástica reducción de los aranceles sobre importaciones; la protección nominal efectiva promedio para el total de importaciones (5166 posiciones arancelarias) se redujo de 25.1% en agosto de este año a 14.5% en septiembre.

- Aumento de la posición propia de los bancos al 30% de los pasivos totales en moneda extranjera.

- A partir de octubre 28, la conversión obligatoria por certificados de cambio de un año de venci-

miento (y 12.5% de descuento máximo) de todos los ingresos de moneda extranjera, con excepción de los flujos de servicios que estipula la Resolución 57 de la Junta Monetaria (fundamentalmente, servicios personales, turismo, remesas y transferencias de colombianos en el exterior). Hasta el momento del cierre de esta edición, el descuento promedio de este certificado se ubicaba en un nivel promedio de 7% aproximadamente.

- En la misma fecha, se produjo nuevo incremento del encaje monetario del 36% al 41% para cuentas corrientes privadas, y del 61% al 70% para depósitos oficiales.

- Adicionalmente, a los certificados de tres meses de maduración se les reconoció un interés de 9.5% (pagadero a trimestre vencido) por encima de la devaluación, con el fin de evitar su rápida monetización.

Como se puede apreciar, este conjunto de medi-

das no corresponde a un sólo objetivo intermedio de política, e incluso se han presentado inconsistencias entre objetivos a través del tiempo (por ejemplo, medidas tendientes a aumentar la liquidez, seguidas de medidas restrictivas en este sentido). Ante la infortunada experiencia con la primera etapa de la política, la evidencia empírica disponible en el momento actual, y las reflexiones expuestas anteriormente, en opinión de FEDESARROLLO todos los esfuerzos de política deberían orientarse exclusivamente a reducir la demanda de activos financieros domésticos. Las políticas durante el segundo semestre del año han apuntado en esta dirección pero resultan aún insuficientes.

Por un lado, tal como se puede apreciar en el Cuadro 2, si bien la tasa de crecimiento de algunos ingresos cambiarios ha tendido a disminuir en el mes de octubre, el incremento de las reservas internacionales es todavía significativo y podría superar los US\$2000 millones anuales a finales del año. Este nivel de reservas alcanzaría para financiar más de 15 meses de importaciones de 1991, fenómeno observado en muy pocas coyunturas y países a nivel mundial.

Por otro lado, como se observa en el Gráfico 3, si se calculan las expectativas de devaluación con base en la devaluación observada del tipo de cambio con descuento, la rentabilidad esperada de los activos financieros externos está aún muy por debajo de la rentabilidad financiera interna. La caída en las tasas de interés externas ocurrida en octubre (la LIBOR cayó 2.8 puntos con respecto a octubre de 1990), y la insuficiente disminución en las tasas de interés domésticas hacen que todavía sea atractiva la inversión en activos financieros colombianos frente a otras alternativas.

El alcance de las últimas medidas dependerá, por consiguiente, de que se disminuya rápidamente el mencionado diferencial de rentabilidades. Como se explicará en seguida, si la rentabilidad de los certificados de cambio (como instrumento de

ahorro financiero) no cae rápida y sostenidamente, tendrá que incurrirse en elevados costos en términos de deterioro de la tasa de cambio real y mayor flujo de capitales especulativos, a menos que se acelere la tasa de devaluación nominal muy por encima del ritmo esperado de inflación. Por las razones anotadas anteriormente, ninguno de estos escenarios es deseable ni sostenible.

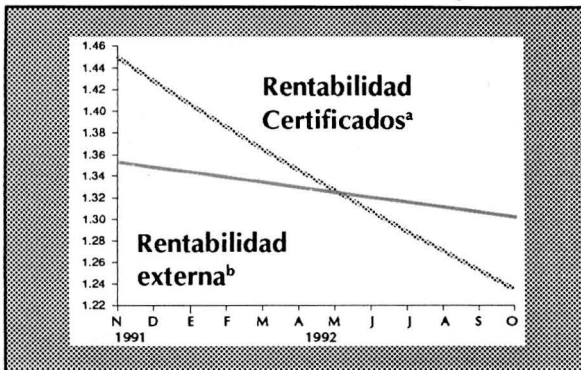
Mediante un ejercicio de simulación muy sencillo en el que se supone que el ritmo de devaluación es igual al de inflación, y esta última se reduce gradualmente hasta llegar al 24% anual en octubre de 1992, se puede demostrar que si el descuento del certificado se reduce rápidamente (ver Gráfico 4), pronto se volvería más atractivo invertir financieramente en el exterior y se produciría un deseable aumento en la tasa de cambio real efectiva (correspondiente a la tasa de cambio nominal con descuento). Lo contrario ocurriría si el descuento se mantiene constante o comienza a aumentar (Gráfico 5) en el corto plazo.

De esta manera, a todas luces es claro que las autoridades deben inducir una rápida caída en la rentabilidad de los certificados de cambio y por consiguiente, una disminución de su descuento en el mercado secundario. Esto debe hacerse reduciendo la tasa de interés ofrecida por los nuevos títulos que emita el Banco de la República. Intentar hacerlo a través de mayores estímulos a la demanda por importaciones puede resultar no sólo muy costoso en el mediano plazo en términos fiscales, de balanza de pagos y de actividad productiva, sino poco efectivo en el corto plazo, ya que las importaciones tardan tiempo en reaccionar y dependen también del nivel de ingreso en la economía.

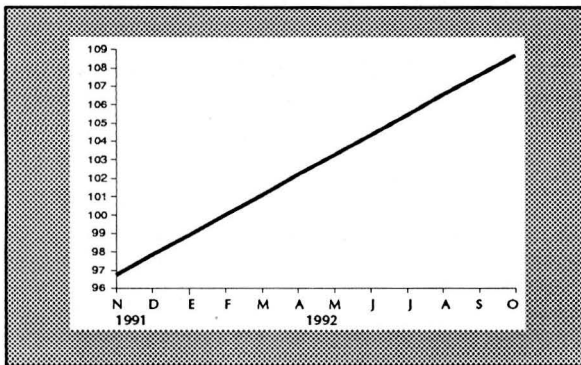
En este orden de ideas, FEDESARROLLO propone que el Emisor reduzca, en forma inmediata, la rentabilidad sobre títulos emitidos mediante operaciones de mercado abierto, no importa a qué costo en términos de sacrificar metas monetarias de muy corto plazo. Esto habrá de reflejarse rápi-

Gráfico 4. ESCENARIO 1*

A. Rentabilidad financiera interna y externa



B. Índice de Tasa de Cambio Real

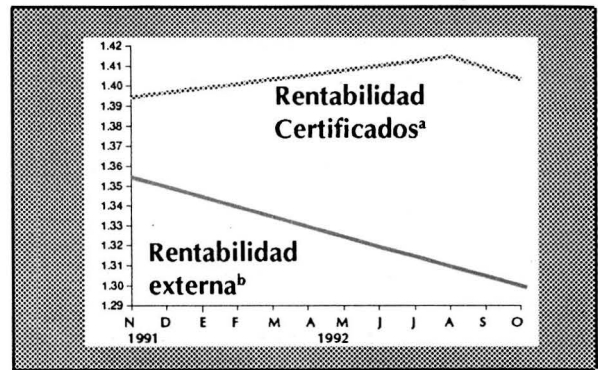


* Supone un ritmo anual de devaluación nominal igual a la inflación y una tasa de crecimiento negativa constante para el desarrollo del certificado de cambio, hasta que este se elimina.
^a $(1+t)/(1+d)$, donde $(1+t) = 1$ más la tasa de crecimiento mensual anualizada de la tasa de cambio libre y $(1+d) = 1 +$ tasa de descuento del certificado de cambio a 360 días.
^b $(1+i^*)(1+t)$, donde $(1+i^*) = 1 +$ tasa de interés externa (Libor - 90 días).

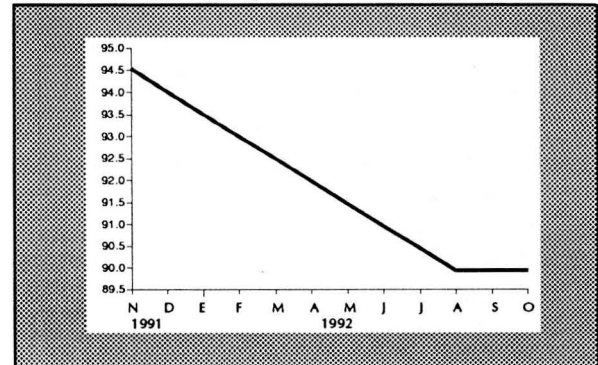
Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 5. ESCENARIO 2*

A. Rentabilidad financiera interna y externa



B. Índice de Tasa de Cambio Real



* Supone un ritmo anual de devaluación nominal igual a la inflación y una tasa de crecimiento constante positiva del descuento del certificado de cambio.
^a $(1+t)/(1+d)$, donde $(1+t) = 1$ más la tasa de crecimiento mensual anualizada de la tasa de cambio libre y $(1+d) = 1 +$ tasa de descuento del certificado de cambio a 360 días.
^b $(1+i^*)(1+t)$, donde $(1+i^*) = 1 +$ tasa de interés externa (Libor - 90 días).

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

damente en una mayor demanda-stock de certificados de cambio, disminuyendo su descuento. Aunque una política de este estilo tardaría en manifestarse en menores tasas de interés activas, debido a la reciente sustitución del encaje marginal (remunerado para los bancos) por elevación del encaje monetario (no remunerado) que probablemente disminuyó la rentabilidad operacional de los bancos, y a la estructura oligopólica del

sistema financiero colombiano, sería la estrategia que desde nuestro punto de vista traería mayores frutos en términos de estabilización y menores costos de mediano plazo.

III. PERSPECTIVAS FISCALES PARA 1992

Como se señaló al comienzo de este informe, si se logra estabilizar el desequilibrio cambiario, el

principal problema macroeconómico de 1992 será el desajuste de las finanzas públicas, particularmente del GNC. Además de los problemas estructurales que aún subsisten en las finanzas del sector eléctrico y el Metro de Medellín, han surgido en los últimos meses nuevas fuentes importantes de desajuste fiscal, principalmente como resultado de algunas de las recientes reformas estructurales de la economía colombiana.

La más importante de ellas es el costo fiscal de la apertura de las importaciones. Desde mediados de la década de los ochenta, principalmente como resultado de la reforma tributaria de 1986, la estructura de los ingresos tributarios de la Nación venía tornándose demasiado vulnerable al desempeño de las importaciones, toda vez que los impuestos sobre la actividad económica externa habían pasado de representar el 24% de los ingresos tributarios en 1984, a más del 33% respectivamente en 1989. Como consecuencia de esto, las rebajas arancelarias efectuadas en 1991, sumadas al total estancamiento de las importaciones en este año, implicarán una reducción de los ingresos corrientes de la Nación equivalente a 0.7 puntos porcentuales del PIB aproximadamente (Cuadro 3).

Esta disminución en los ingresos corrientes del Gobierno Nacional Central será contrarrestada por un aumento, sin precedentes cercanos para un año fiscal, de los recaudos por concepto de la actividad económica interna (Cuadro 3). Es así como el impuesto a la renta (que incluye parte del impuesto de guerra extraordinario establecido este año) experimentará un incremento de 1.3 puntos porcentuales del PIB, y los recaudos del IVA sobre transacciones internas aumentarán su participación en otros 0.4 puntos, respectivamente. Los anteriores resultados, dignos de resaltarse, reflejan el éxito de las recientes medidas legales y administrativas tendientes a elevar tanto las tasas impositivas del IVA, como la base y eficiencia del recaudo de todo tipo de impuestos directos e indirectos.

Para 1992, sin embargo, las perspectivas no son tan halagadoras en materia tributaria. De acuerdo con cálculos de FEDESARROLLO, si no se realiza ningún tipo de reforma legal a la estructura de tributos de la Nación, la participación dentro del PIB de los ingresos corrientes del gobierno podrá caer de 11.5% en 1991 a 10.4% en 1992 (es decir, sólo aumentarán 12.2% en términos nominales - véase el escenario 1 en el Cuadro 3). Esto implicaría que si se llegara a realizar el nivel de inversión programado por el Departamento Nacional de Planeación para ese año (\$846 miles de millones, aproximadamente), y los gastos y pagos por servicios generales sólo crecieran 24% en términos nominales con respecto a 1991, el déficit fiscal del gobierno podría ascender al 2.6% del PIB en 1992. Bajo este escenario, el déficit del sector público consolidado sería del orden del 2.4% del producto, respectivamente.

Un ejercicio de simulación adicional muestra que, con el mismo nivel de gastos generales y pagos por concepto de servicios generales del GNC contemplados en el escenario base anterior, una reforma tributaria integral que incluyera un incremento de la tasa del IVA del 12% al 15%, un aumento en el precio de la gasolina 5 puntos por encima de la tasa de inflación, y la imposición de un impuesto de guerra similar al de 1991, podría reducir el balance de operaciones efectivas de la nación del -2.6% al -1.9% del PIB en 1992 (escenario 2 del Cuadro 3). La eficiencia de estas medidas para mejorar las finanzas del GNC se ve limitada en forma importante porque es necesario comenzar a instaurar acciones para atender el aumento automático de las transferencias a los entes territoriales, estipulado en la Constitución, el cual puede afectar los ingresos corrientes de la Nación en 1992-1993 (véase el artículo de Perry y Rodríguez en esta revista, para un análisis detallado de este punto).

Estas reformas, naturalmente, tendrían un efecto recesivo y de reasignación de recursos, el cual se ha tenido en cuenta para realizar las proyecciones

Cuadro 3. PROYECCIONES FISCALES 1991 - 1992 (Porcentajes del PIB)

	1989	1990	1991p	Esc.1	1992p Esc.2	Esc.3
I. GOBIERNO CENTRAL						
Sin Cuenta Especial de Cambios	-1.7	-0.9	-0.7	-2.6	-1.9	-1.4
INGRESOS CORRIENTES	10.0	10.1	11.5	10.4	11.7	11.7
A. Ingresos tributarios netos	9.2	9.2	10.2	9.7	11.0	11.0
1. Act. Ec. Interna	5.9	6.0	7.7	7.2	8.2	8.2
Renta	3.4	3.5	4.8	4.4	4.6	4.6
IVA interno	1.8	1.7	2.1	2.1	2.6	2.6
Advalorem combust.	0.6	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
Otros	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
2. Act. Ec. Externa	3.3	3.1	2.4	2.5	2.8	2.8
Aduanas	1.0	0.8	0.7	0.4	0.4	0.4
IVA importados	0.9	0.9	1.1	1.3	1.6	1.6
CIF importaciones	1.2	1.2	0.6	0.8	0.8	0.8
Advalorem café 2.5%	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
3. Contrib.imp. especial guerra	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1
B. Ingresos no tributarios	0.8	1.0	1.3	0.7	0.7	0.7
GASTOS TOTALES	11.7	11.0	12.2	13.0	13.6	13.2
A. Corrientes ¹	9.3	8.9	9.7	10.5	11.0	11.0
1. Servicios personales	1.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
2. Gastos generales	1.0	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
3. Transferencias	5.1	4.5	5.2	5.9	6.4	6.4
4. Intereses	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
a. Internos	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
b. Externos	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
B. Inversión	2.0	1.9	2.2	2.6	2.4	2.1
C. Otros préstamos	0.4	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
II. SECTOR DESCENTRALIZADO SIN FNC ²	-1.0	0.1	0.1	-0.3	-0.2	-0.4
A. Ecopetrol	0.3	0.7	0.0	0.6	0.7	0.6
B. Carbocol	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
C. Telecom	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
D. Seguridad Social	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
E. Sector eléctrico	0.1	-0.5	0.2	-0.2	-0.2	-0.2
F. Metro Medellín	-0.3	0.0	0.0	-0.5	-0.5	-0.5
G. Resto	-0.7	0.1	0.0	-0.2	-0.2	-0.2
III. FONDO NACIONAL DEL CAFE	0.2	0.0	-0.4	0.5	0.5	0.5
IV. SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO	-2.5	-0.8	-1.0	-2.4	-1.6	-1.3

¹ Según clasificación de la Contraloría General de la República.

² Nótese que esta definición de sector público no coincide con la del seguimiento financiero del DNP, al incluir el sector de seguridad social.

Fuente: DNP, Contraloría General de la República, Informe financiero y cálculos de FEDESARROLLO.

mencionadas. Simulaciones con el modelo de equilibrio general de FEDESARROLLO sugieren que esta combinación de medidas podría generar una reducción de más de 0.6 puntos porcentuales en la tasa de crecimiento del PIB; una caída superior en el consumo privado; caída en los precios relativos del sector de alimentos y de servicios personales y domésticos (a menos que la base del IVA se amplíe para cubrir a estos últimos) y encarecimiento relativo del transporte y los bienes industriales. El efecto sobre inflación de estas medidas será mínimo, o incluso negativo, dado que predominarán los efectos recesivos de demanda sobre los efectos de incremento en costos. Cabe

anotar, además, que las finanzas de Ecopetrol se verían favorecidas con el aumento del IVA y del precio de la gasolina.

Finalmente, para llegar a un déficit del sector público consolidado cercano al 1.3% del PIB (meta anunciada recientemente por el gobierno), la inversión del GNC tendría que reducirse en más de \$ 140 miles de millones con respecto a los escenarios anteriores (escenario 3 del Cuadro 3), lo cual implicaría sacrificar algunas de las metas contempladas en el Plan de Desarrollo de la actual administración⁸.

⁸ Véase el número 23 de *Debates de Coyuntura Económica*, de diciembre de 1991.