



# ENSAYOS

sobre política económica

---

## *Dinámica del desajuste y proceso de saneamiento económico en Colombia en la década de los ochenta*

Luis Jorge Garay S.  
Alberto Carrasquilla B.

Revista ESPE, No. 11, Art. 01, Junio de 1987  
Páginas 5-72



Los derechos de reproducción de este documento son propiedad de la revista *Ensayos Sobre Política Económica* (ESPE). El documento puede ser reproducido libremente para uso académico, siempre y cuando nadie obtenga lucro por este concepto y además cada copia incluya la referencia bibliográfica de ESPE. El(los) autor(es) del documento puede(n) además colocar en su propio website una versión electrónica del documento, siempre y cuando ésta incluya la referencia bibliográfica de ESPE. La reproducción del documento para cualquier otro fin, o su colocación en cualquier otro website, requerirá autorización previa del Editor de ESPE.

# Dinámica del desajuste y proceso de saneamiento económico en Colombia en la década de los ochenta

Luis Jorge Garay S.  
Alberto Carrasquilla B.\*

## Resumen

*La década de los ochenta se inició con una situación de profundo deterioro en la economía nacional, que se venía gestando desde mediados de la década anterior. A partir de 1981 aparecen manifestaciones concretas tales como un gigantesco déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, un profundo desajuste en las finanzas del gobierno y un importante atraso cambiario, además de la recesión económica. En un principio la administración Betancur enfrentó la crisis imponiendo severos controles a las importaciones y fortaleciendo los ingresos fiscales del gobierno. Así mismo, intentó reactivar la economía mediante políticas expansivas del gasto público. A mediados de 1984 era evidente el fracaso de esta estrategia. Por ello se diseñó un nuevo programa de saneamiento macroeconómico de corte esencialmente ortodoxo. Así se reduce drásticamente el déficit fiscal y se logra una importante devaluación en términos reales del tipo de cambio. El plan cumplió con todas las metas propuestas. Sin embargo, también tuvo importantes costos como el crecimiento en la tasa de desempleo. No obstante, existe consenso en que la ejecución de este plan permitió restablecer las condiciones para el logro de las tasas históricas de crecimiento en la economía.*

---

## I Introducción

---

La década de los ochenta se inició con una de las más profundas situaciones de dete-

---

\* Es preciso aclarar que lo aquí expresado es de responsabilidad exclusiva de los autores, sin que se comprometa a las entidades a las cuales se encuentran vinculados. Los autores agradecen especialmente a Mónica Aparicio por sus estimulantes comentarios a lo largo del proceso de elaboración del presente ensayo.

rioro económico en la historia reciente del país. Si bien la mayoría de los elementos que configuraron el panorama general se venían gestando desde la década anterior, un auge externo inusualmente prolongado permitió diferir sus manifestaciones concretas hasta 1981. A partir de dicho año, en medio de un deterioro generalizado en los indicadores del sector externo, el desajuste se empieza a manifestar en todos los frentes de la economía colombiana.

Enfrentada a una situación de agudo deterioro generalizado, la nueva administración inició en 1982 una estrategia encaminada a corregir la situación del sector externo bajo el convencimiento de que los agregados internos responderían consecuentemente. La política económica entre 1982 y 1984 se fundamentó en el mantenimiento de un proceso de desmonte de la liberalización comercial iniciada en la década anterior y en la búsqueda de mecanismos de reactivación centrados en el gasto público, en el déficit fiscal y en la protección a la producción doméstica.

Ya para mediados de 1984 era claro que en el frente externo se gestaba una crisis cambiaria. En primer lugar, porque se combinaba una situación de *cambio estructural* en los requerimientos de divisas por concepto de la cuenta de capital, bajo el mercado de capitales más reticente de las últimas décadas. En segundo lugar, por el virtual agotamiento del proceso de "desliberalización" del régimen para-arancelario. Finalmente, por el bajo nivel de las reservas internacionales, en ese momento un 68% inferior al tope observado apenas 3 años antes<sup>(1)</sup>.

En el frente interno, ganaba terreno la percepción de que el potencial expansionista del déficit fiscal implicaba apreciables costos, expresados, de un lado, en su tendencia

a reforzar el problema inmediato de iliquidez externa y, de otro, en su tendencia a absorber una porción cada vez más importante del margen de emisión que la coyuntura permitía, a costa de sectores peligrosamente insolventes.

Desde mediados de 1984 la economía colombiana ha experimentado un proceso de saneamiento macroeconómico de corte esencialmente ortodoxo en el contexto del cual el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central se redujo de un 4.2% del PIB en 1984 a menos del 1.5% en 1986, acompañado de una caída en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, partiendo de 6.9% del PIB en 1984 hasta alcanzar un superávit de 1.5% del PIB en 1986, con un aumento en las reservas internacionales de US\$ 1.750 millones en el bienio 1985-1986. A diferencia de los resultados anteriores, la economía creció a un ritmo inferior al promedio histórico reciente (p.e. 2.4% en contraste con 5%, aproximadamente) y el desempleo creció hasta llegar a niveles preocupantes, como el 15% en 1986.

En este ensayo se presentan el marco general del programa de ajuste y las perspectivas macroeconómicas del país a la luz de este proceso. En la primera sección se esbozan los antecedentes del programa. En la segunda, sus características, sus efectos y sus costos más relevantes. Y, en la tercera, las perspectivas económicas.

El propósito esencial del presente ensayo no es otro que buscar aportar algunos elementos de juicio para el análisis y la evaluación del programa de ajuste que se adoptó en el país desde finales de 1984,

(1) El saldo de reservas internacionales netas fue de US\$ 1.795.5 millones en 1984 y de US\$ 5.630.2 millones en 1981.

tanto en lo que hace a sus logros y a los sacrificios que ello implicó, como en lo que respecta al aprendizaje en los campos del diseño de política económica y de su operacionalización institucional que deja la experiencia observada por el manejo de la economía colombiana en los últimos años. Obviamente, antes que respuestas definitivas a serios cuestionamientos en variados temas, aquí apenas se pretende dejar planteados campos de debate y de reflexión que merecen ser tratados con su debida profundidad, lo que rebasa los limitados alcances de este ensayo.

---

## II La dinámica del desajuste económico

---

El proceso de desajuste macroeconómico tiene claros antecedentes en decisiones de agentes económicos oficiales y privados, tomadas durante el período de auge externo de la segunda mitad de la década de los años setenta. Si bien la bonanza cafetera elevó los ingresos externos del país de manera notable y si bien dicho efecto repercutió favorablemente y de diversas maneras sobre la demanda agregada, no existió una adecuada correspondencia entre la elevación *permanente*, no netamente coyuntural, del ingreso asociado con la bonanza y la elevación del gasto agregado. Como se muestra en un trabajo reciente de Cuddington (1986), el gasto privado en Colombia ha dependido más de las variaciones temporales en el ingreso que de las permanentes, y el gasto público no ha sido conducido anti o contracíclicamente. Parece haber evidencia suficiente en el sentido de que el incremento permanente en el nivel del gasto excedió el incremento permanente del ingreso asociado con la bonanza cafetera ocurrida a finales de los setenta.

Entre 1976 y 1982, el país optó por elevar de manera notable su nivel de gasto, acudiendo al financiamiento externo para garantizar la ejecución del plan de inversión pública. Las expresiones de esta decisión se sintieron en varios frentes. La deuda externa sufrió un cambio estructural entre 1978 y 1982, modificándose tanto sus fuentes como sus usos y sus condiciones financieras. En el frente fiscal, los ingresos "extraordinarios" provenientes de utilidades de tipo cambiario, asociadas con la llamada "Cuenta Especial de Cambios" (CEC), fueron transferidos al gobierno como ingreso corriente y fundamentaron una ampliación importante del gasto agregado y del déficit fiscal del sector público entre 1977 y 1983. Adicionalmente, se permitió una revaluación real significativa del peso, la cual, aunada con un proceso de liberalización comercial, validaba el desajuste entre ingresos y gastos agregados de largo plazo.

Ubicada en un sendero que implicaba mayores niveles de liquidez externa de corto y de mediano plazo a los efectivamente disponibles, la economía colombiana era ya en 1982/83 extremadamente sensible a los ciclos financieros internacionales. De esta manera, la crisis de la deuda externa latinoamericana iniciada con la reestructuración de la deuda mexicana en 1982 y con el consecuente cierre de los flujos crediticios internacionales hacia la región, se convirtió en un factor contraproducente para la economía nacional, en especial al haber coincidido con una fase claramente descendente de sus ingresos comerciales externos. Entre 1982 y 1984 el país logró diferir el impacto mediante una acelerada pérdida de reservas internacionales, gracias, en buena parte, a haberse seguido un proceso de "desliberalización"

comercial bastante importante<sup>(2)</sup>. Hacia mediados de este último año, empero, era claro que nuevas medidas de política eran requeridas. En ese contexto se adoptó un programa económico de ajuste.

En este capítulo se presentan los antecedentes de dicho programa. En la primera sección se discuten algunos aspectos analíticos relacionados con el ajuste; en la segunda se trata el problema de la deuda externa; en la tercera se esboza el problema fiscal; y, en la cuarta se caracteriza el problema cambiario.

### **A. Aspectos conceptuales**

Entre 1975 y 1980 los ingresos externos de Colombia se incrementaron notoriamente como consecuencia de una mejora en sus términos de intercambio. En efecto, de una parte, la balanza comercial llegó a ser superavitaria en 1975 y así continuó siéndolo hasta 1980, y, de otra parte, el país acumuló reservas internacionales y aumentó significativamente su deuda externa, desde 1975 hasta 1981. Finalmente, la actividad económica se vio favorablemente influida, al haber experimentado un crecimiento por encima de su tendencia "vegetativa" en términos reales<sup>(3)</sup>.

Alterándose la fase del ciclo externo, los indicadores macroeconómicos se revirtieron de manera notable y acelerada. La balanza comercial de pagos se deterioró en US\$ 2.100 millones entre 1980 y 1982, con el agravante que siguió siendo deficitaria hasta 1985. Las reservas internacionales cayeron a partir de 1982 y hasta 1984 en más de US\$ 3.800 millones, en tanto que el componente no tendencial del ingreso real descendió aceleradamente entre 1982 y 1985.

Una diferenciación conceptual y empírica muy útil en el análisis de la relación entre la bonanza cafetera, el auge del endeudamiento externo y el desajuste macroeconómico, se refiere a los componentes de las alteraciones macroeconómicas asociadas con el "shock" externo. Si bien el ingreso nacional, por ejemplo, se vio favorablemente influido, no todo el incremento constituyó un alza de índole permanente. En efecto, la bonanza cafetera y el auge del financiamiento externo no perduraron indefinidamente: la primera culminó en 1980 y la segunda se vio seriamente comprometida desde mediados de 1982, acentuándose aún más a raíz de la crisis mexicana, lo que significó una reducción de ingresos en US\$ 800 millones anuales durante el período 1981-1983 y de US\$ 500 millones en 1984 por concepto de exportaciones de café y en cerca de US\$ 700 millones al año en 1983 y 1984 por concepto de crédito externo. En otras palabras, entre 1981 y 1984 el país dejó de percibir ingresos en un monto aproximado a los US\$ 4.300 millones por la culminación del ciclo expansivo en el influjo de recursos externos; monto equivalente al valor total de importaciones del año 1980 (o ligeramente inferior al del año 1983). Dada la importancia del cambio en los flujos externos experimentado por la economía colombiana a partir de 1981 y hasta mediados de la presente década, no cabe la menor duda sobre la significancia del componente transitorio en la evolución del ingreso total del país durante el último decenio. El componente transitorio del ingreso adicional habría

(2) Así, por ejemplo, mientras que en 1973 el 33% de las importaciones reembolsables se regían por el sistema de libre importación, en 1982 esta proporción llegó a ser del 62.3%.

(3) El mejor análisis sobre el período 1976-1982, lo constituye el trabajo de Ocampo (1982).

de constituir más un tipo de ahorro que un alza permanente en el gasto, si es que en poco tiempo este incremento desapareciera.

De lo contrario, si el componente del nivel de gasto sube en mayor proporción que el componente permanente del ingreso, se darían las condiciones para que en la fase descendente del ciclo, el gasto efectivo pudiera ser estructuralmente más alto que el correspondiente nivel de ingresos y en una proporción superior a la observada "normalmente" en la economía. Ello en razón a la existencia de rigideces de índole institucional y operativa que impiden la reducción necesaria del gasto público en el corto plazo, tanto a nivel de la inversión (p.e. asociadas con su indivisibilidad) como del funcionamiento del aparato estatal (p.e. vinculadas a las relaciones laborales y salariales).

Existe evidencia clara de que, tanto a nivel del sector privado como del sector público, la propensión al gasto asociada con el componente cíclico del ingreso fue positiva e incluso muy cercana a uno (4). A su vez, pareció haberse alterado la naturaleza de la senda del gasto agregado, con la adopción de unos comportamientos dinámicos lo suficientemente rígidos, como para poder ser modificados en la práctica en el corto plazo. Este fenómeno se constituyó en un determinante fundamental del deterioro observado entre 1981 y 1985, por cierto con respecto al cual se estructuró, en buena medida, el programa de ajuste.

Con el fin de visualizar las diversas interrelaciones existentes, vale la pena recurrir a un esquema funcional simple a nivel de los

principales agregados económicos, partiendo de ciertas identidades macroeconómicas básicas.

Es posible definir el nivel observado de ingreso como:

$$y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

$$y = C + S + T \quad (2)$$

La relación (1) mide el ingreso como producción (fuente), en tanto que la relación (2) lo hace como utilización. Igualando estas dos expresiones, se puede ilustrar cómo un déficit fiscal corriente se financia con excesos de ahorro privado o con acumulación neta de pasivos internacionales. Esta acumulación neta se produce o bien mediante caída de activos o bien con el crecimiento en los niveles de endeudamiento externo.

En efecto, se tiene que:

$$(G - T)_t = (S - I)_t - (X - M)_t \quad (3)$$

$$(X - M)_t = \Delta R_t + K_t \quad (4)$$

donde:

$R_t$ : Nivel de activos internacionales

$K_t$ : Flujo de endeudamiento externo.

El ahorro privado, de otra parte, se genera mediante transferencias directas a través de suscripciones de títulos de deuda o a través de un impuesto inflacionario. Para-

(4) Cuddington, 1986.

lamente, el nivel de inversión privada se puede reducir en respuesta a las mayores tasas de interés implícitas en la primera alternativa o ante la formación de expectativas perversas respecto a la eventual evolución económica que conlleva la segunda.

En este contexto, es de resaltar que entre 1975 y 1981 se acumularon reservas internacionales y se acrecentó el stock de la deuda externa significativamente; que el déficit del sector público creció aceleradamente como consecuencia, en buena parte, de un comportamiento dinámico significativo a nivel del gasto; que, simultáneamente, el sector privado también aumentó su gasto neto; y que, por tanto, el déficit agregado tuvo que ser financiado con transferencias de ahorro provenientes del resto del mundo. La absorción doméstica de este ahorro, al implicar expansión monetaria, llevó a adoptar políticas tendientes a neutralizar su impacto inflacionario, entre las cuales se destacó la revaluación real del peso.

Los mayores niveles de gasto parecieron justificarse en una inadecuada comprensión de la evolución previsible en el mediano plazo de los componentes permanente y transitorio del auge externo y de sus efectos macroeconómicos.

Con miras a comprender este tipo de proceso, es de profundizar en el comportamiento del ingreso a nivel de sus determinantes inter-temporales. Siendo este el propósito, conviene esquematizar la distribución entre los componentes permanente y transitorio del shock externo, de la siguiente manera:

Sean:

$$B_t = (X - M)_t \tag{5}$$

$$B_t = BP_t + BT_t \tag{6}$$

donde:

BP: Componente permanente

BT: Componente transitorio

A partir de la relación (3) y usando la (5):

$$-B_t = (1-S)_t + (G-T)_t \tag{7}$$

Se define  $B_t$  como el exceso de gasto sobre ingreso.

La presencia de un shock externo conlleva la posibilidad de financiar *temporalmente* un exceso de gasto sobre ingreso. Al cabo del tiempo,  $B_t$  vuelve a su sendero de largo plazo y la disponibilidad incremental desaparece. De la misma manera, una caída de los ingresos externos reduce temporalmente la disponibilidad de recursos consistentes con el nivel de ingreso permanente.

Al diferenciar el déficit global entre sus componentes permanente y transitorio, el interrogante clave hace referencia a cuándo el efecto de un shock externo es el de incrementar su componente permanente. Es decir, así existe una función  $f$  del tipo:

$$BP_t = f(S1_t) \tag{8}$$

siendo:  $f' > 0$

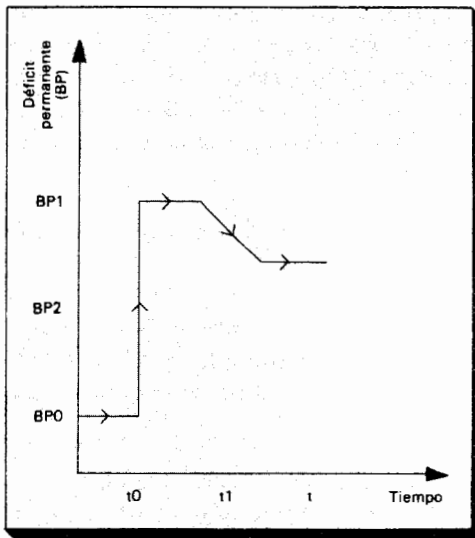
para el caso de un shock positivo ( $S1_t$ ), y, otra función distinta,  $g$ , para el de un shock negativo ( $S2_t$ ):

$$BP_t = g(S2_t) \tag{9}$$

Siendo:  $g' < 0$

La existencia de una asimetría esencial en términos del proceso de ajuste de la economía, como así parece sugerirlo la experiencia, conlleva dificultades de largo plazo en la medida en que no exista correspondencia entre los flujos intertemporales de gasto e ingreso. De ser así, se tendría que un shock externo temporal positivo —p.e., una bonanza cafetera, el endeudamiento— desplazaría (hacia arriba) la trayectoria permanente del déficit interno, mientras que un shock negativo de la misma magnitud, no sería suficiente como para retornar la trayectoria desplazada al sendero del déficit permanente inicial. Ello se puede ilustrar gráficamente, así:

GRAFICO 1



En  $t_0$  se sucede un shock positivo de una magnitud dada,  $S_1$ , y en  $t_1$  un shock negativo,  $S_2$ , de la misma magnitud. En el gráfico 1 se observa cómo el shock positivo desplaza la trayectoria de  $BP_0$  a  $BP_1$ , en tanto que el segundo la desplaza a  $BP_2$ , siendo que  $BP_2$  supera a  $BP_0$ .

Retornando al caso colombiano, durante los últimos años de la década anterior y

comienzos de ésta, el aumento transitorio del ingreso favoreció decisiones tanto a nivel público como privado, que desplazaron la trayectoria de largo plazo del déficit interno. Entre ellas cabe mencionar, a manera de ilustración, la de utilizar como gasto corriente las ganancias cambiarias derivadas de la acumulación de reservas y la de acumular deuda externa con el fin de mantener una situación deficitaria en la cuenta corriente sin caída de reservas internacionales, al tiempo que se descuidó una adecuada correspondencia entre los períodos de maduración de las inversiones realizadas con los recursos crediticios y los períodos de gracia y de amortización de los préstamos contratados. Simultáneamente, la apertura de importaciones y la sobrevaluación del peso actuaron como mecanismos de reasignación del gasto tendientes a validar este tipo de decisiones.

Con base en un esquema analítico simple como el descrito previamente, en particular haciendo uso de su conceptualización básica sobre los componentes temporal y permanente del ingreso y del gasto, a continuación se procede a esbozar, a manera de introducción general, los componentes específicos del proceso de desajuste observado en los ochenta en América Latina, para luego, presentar con algún detalle el caso colombiano, destacándose su especificidad con relación a otros países del área.

## ***B. Hacia una interpretación analítica del desajuste macroeconómico***

### *1. El sistema financiero internacional y el endeudamiento externo de América Latina 1970-1985: Antecedentes generales*

El "boom" financiero a que dio lugar la crisis petrolera de principios de los años setenta, creó al sistema financiero interna-

cional la necesidad de darle un rápido reciclaje al exceso de liquidez, para lo cual se llegó al punto de quebrantar las normas más ortodoxas que tradicionalmente han regido las relaciones crediticias.

La progresiva disponibilidad de créditos bancarios facilitó no sólo el aumento y la generación de demanda de crédito por parte de los países de América Latina, sino que promovió la sustitución de las fuentes crediticias de fomento por la banca comercial, a través de préstamos pactados en términos más onerosos (tasas de interés variables, menores periodos de amortización, comisiones) para ser utilizados en proyectos de inversión pública con largos periodos de maduración. Dicha sustitución gestó un indeseable desajuste entre la amortización y el costo de los créditos, y la maduración y el retorno financiero de las inversiones y de los gastos realizados con los recursos del crédito externo.

La sobre-oferta de financiamiento externo contribuyó a apoyar un acelerado incremento en el nivel de importaciones de algunos países, en no pocos casos con una participación significativa de bienes no esenciales, además de que facilitó la generación de déficit comerciales que no necesariamente se tradujeron en caídas concomitantes en el nivel de sus reservas internacionales, lo que contribuyó a atenuar las presiones para ajustar la tasa de cambio de sus monedas.

De esta manera, se crearon unas condiciones favorables para la fuga masiva de capitales hacia los grandes centros financieros internacionales<sup>(5)</sup>, al tiempo que se hizo posible cubrir el gasto público sin un esfuerzo correlativo de movilización del ahorro público interno, facilitándose la gestación y/o perpetuación de una dinámica fiscal deficitaria.

A finales de los años setenta empezaron a manifestarse progresivas presiones recesivas en los países con mayor desarrollo relativo, las cuales se hicieron sentir casi que de inmediato y con excepcional intensidad, aunque en grado diferencial entre los países de América Latina, como consecuencia, entre otras cosas, de no haberse previsto oportunamente los efectos que sobre la propia dinámica de estos últimos países tendría una discontinuidad abrupta en el flujo de recursos externos, como la que se llevó a cabo a partir de principios de los ochenta con el corte drástico del crédito comercial internacional.

Ello, como resultado del ajuste del mercado mundial del petróleo, tanto a través de la reducción en sus precios como en la restricción al crecimiento de su oferta, y de la política adoptada en los Estados Unidos para hacer frente a la recesión. Política, por demás agresiva, caracterizada esencialmente por:

- Una estricta ortodoxia monetaria en el manejo interno;
- Una expansión deficitaria del sector público, teniendo a la industria de armamento como un sector prioritario para la inversión;
- Una sobrevalorización del dólar orientada, entre otros propósitos, a la financiación del déficit fiscal (fundamentada en la captación de capital foráneo por medio de altas tasas de rendimiento) y a la neutralización de presiones inflacionarias domésticas;
- La adopción de políticas proteccionistas dirigidas a aliviar las tendencias defi-

(5) Ver al respecto, Cuddington, J. T. (1986), *Capital Flight: Issues, Estimates and Explorations* *Princeton Studies in International Finance* No. 58, diciembre.

citarias sobre la balanza comercial, el deterioro de la posición competitiva de la producción doméstica y las presiones excesivas en favor de la devaluación del dólar.

La política en cuestión pudo mantenerse intacta más allá de lo que pudiera lograrse en cualquier otro país, al usufructar la economía norteamericana, la posición que le brinda el que su moneda, el dólar, sea todavía moneda patrón en el sistema internacional de cambios.

A su vez, los países europeos adoptaron también regímenes abiertamente proteccionistas para resguardarse de la competencia internacional, introdujeron políticas monetarias restrictivas para controlar la inflación y promovieron alzas en sus tasas de interés para aminorar la salida de capitales hacia el exterior.

Fue así como en un contexto internacional en el que al tiempo que se agudizó el proteccionismo, se incrementaron los costos del capital y se redujo la oferta disponible de crédito, se consolidó, como consecuencia obvia, la presencia de agudas presiones deficitarias sobre las balanzas comerciales y de capital de los países deudores, entre los cuales cabe destacar el conjunto de los de América Latina.

Como agravante a dicha situación, se produjo simultáneamente un apreciable deterioro de los términos de intercambio de las exportaciones de estos países (especialmente de ciertos productos básicos de gran importancia relativa en la estructura de sus exportaciones) con una cierta caída de la demanda internacional, lo que llevó a intensificar aún más una dinámica deficitaria (tanto externa como interna) en la región. Todo ello, aunado al mayor peso de la deuda originado en el incremento de repagos de capital y en el alza de tasas de interés internacionales, se tradujo en con-

tinuas y crecientes presiones sobre sus balanzas de pagos. Ahora bien, dado que no se introdujeron ajustes en el corto plazo en el gasto público, se consolidó, además, una tendencia creciente al déficit fiscal.

Consecuentemente, se produjo una caída continua en las reservas internacionales, que estimulada por la fuga de capitales y por el recorte del crédito externo, llevó a precipitar la crisis en varios países del área.

Los desajustes resultantes del proceso esbozado se tradujeron así: A nivel de lo fiscal, en presiones deficitarias, no coyunturales, en las finanzas gubernamentales (carga de la deuda, retraso en los ingresos operacionales por venta de servicios públicos, inflexibilidad en programas de inversión, entre otros). A nivel de lo monetario, en presiones expansionistas para financiar el déficit y en presiones hacia el alza de la tasa de interés interna, lo que, entre otras cosas, contribuyó a atenuar la fuga de capitales. En lo cambiario, en una tendencia a sobrevaluar la tasa de cambio. Mientras que en el denominado sector real de la economía, las presiones recesivas resultantes se reflejaron en un deterioro en el mercado de la fuerza de trabajo.

Bajo tales circunstancias, resulta evidente que el proceso observado en estas economías en los ochenta, se caracterizó por una íntima vinculación entre los factores generadores del déficit fiscal y aquellos del déficit externo, lo que lo distinguió, en esencia, de lo ocurrido en épocas de crisis anteriores. Este proceso llevó a la necesidad de efectuar drásticos ajustes a nivel de la economía internacional en su conjunto. Sin embargo, hasta el presente gran parte de la carga del ajuste ha recaído sobre países deudores no industrializados, constreñidos por la condicionalidad que para la negociación de su deuda externa impone el sistema financiero internacional.

Una vez ilustrados algunos de los componentes temporales (p.e.: el choque petrolero y el auge del financiamiento externo) y permanentes (p.e.: inflexibilidad del gasto en el mediano plazo, relativa irrecuperabilidad de los capitales fugados al exterior) de la crisis de la deuda de América Latina, se pretende dilucidar con algún detalle las especificidades del caso colombiano.

## 2. *El proceso de endeudamiento externo de Colombia 1978-1984*

El argumento central de esta sección es el siguiente: Durante el período 1978-1982 se gestó en la economía colombiana un *cambio estructural* en la naturaleza de sus requerimientos de divisas, cuyos efectos se expresaron vigorosamente con la destorcida cafetera, de un lado, y con la crisis de endeudamiento latinoamericano, del otro. A su vez, el cambio estructural se distinguió por: primero, un rápido cambio de la principal fuente crediticia externa, al ser desplazada la banca multilateral por la comercial, y, en consecuencia, de las condiciones financieras, con la reducción de plazos y la utilización de tasas de interés variables, que ello conllevó; y, segundo, la destinación de estos recursos hacia unos pocos sectores específicos, para la financiación de inversiones con períodos de gestación largos y con alto riesgo en cuanto a la oportuna generación interna de fondos suficientes como para cumplir con sus compromisos crediticios.

La interacción de estos dos factores implicó una dinámica de financiamiento extremadamente riesgosa, al depender de una gran incertidumbre respecto a su costo financiero y a la misma rentabilidad económica de su utilización.

### a. Algunas características básicas

A diferencia de otros países de la región, la deuda externa colombiana ha sido fundamentalmente pública, sobre todo en lo que hace al caso específico de la deuda de largo plazo. Este patrón de endeudamiento ha mostrado una notable estabilidad desde mediados de los años cincuenta, en términos de la proporción entre deuda privada y deuda pública.

Empero, al menos desde la década de los años sesenta se han producido alteraciones importantes en cuanto a las fuentes, los usos y las condiciones financieras de los empréstitos; alteraciones que se aceleraron notablemente hacia finales de la década de los años setenta<sup>(6)</sup>. En efecto, mientras que entre 1970 y 1977 el saldo total de la deuda externa bruta en dólares creció a un ritmo del 10% anual nominal, entre 1978 y 1982 lo hizo a un ritmo de casi un 19%. Consecuente con esta aceleración, el patrón cualitativo del endeudamiento externo colombiano se alteró de manera notable.

A nivel de las fuentes de financiamiento y de las condiciones financieras asociadas con los desembolsos, lo más notable fue la rápida acumulación de empréstitos provenientes de la banca comercial, los cuales se negociaron con plazos de amortización y períodos de gracia más cortos y a tasas de interés más ligadas con la evolución de los mercados crediticios internacionales, de lo que había sido tradicional en Colombia hasta ese entonces. En efecto, la participación de la banca comercial en el saldo total de la deuda externa pasó del 18% al 45% entre 1978 y 1982, llegando a constituirse

(6) La más completa discusión sobre el financiamiento externo colombiano en la postguerra, está contenido en Ocampo, J.A., (1987), "Foreign Aid and Development in Colombia", *Mimeo*, abril.

por primera vez en la fuente individual más importante de financiamiento externo del país. De manera paralela, los períodos de amortización de los nuevos créditos contratados se redujeron en grado importante, razón por la cual el vencimiento promedio del saldo de la deuda externa bajó de 18.6 años en 1977 a 13.5 años en 1982. Las tasas de interés promedio implícitas, de otra parte, subieron del 6.5% nominal anual al 11%.

La aceleración del endeudamiento externo tuvo como contrapartida una modificación a nivel de la utilización sectorial de los desembolsos, cuyo rasgo más sobresaliente fue la concentración en favor del sector energético —electricidad, petróleo y carbón— de una porción cada vez más importante de los empréstitos. Los sectores eléctrico y minero pasaron de representar el 21.5% del saldo total de la deuda externa pública en 1970 al 43.3% en 1986, mientras que los sectores agrícolas, transporte, comunicaciones y social perdieron su participación de un 28.6% en 1970 a un 16.4% en 1986.

A partir de 1978 se produjo un deterioro generalizado en los indicadores de endeudamiento externo de Colombia. La relación deuda neta a exportaciones ascendió del 0.2 en 1978 al 2.3 en 1985, en tanto que la de intereses a exportaciones lo hizo del 10.0% al 24.1% en el mismo período. La importante reversión de los indicadores alteró la naturaleza de las discusiones públicas en torno del tema, perdiéndose paulatinamente el convencimiento sobre la “bondad” del patrón y del nivel de endeudamiento externo del país, para irse abriendo paso una actitud crítica o, al menos, una posición de alerta sobre el manejo de la deuda externa colombiana <sup>(7)</sup>.

La aceleración del endeudamiento externo entre 1978 y 1982 estuvo asociada con una

expansión paralela del gasto público, el cual, a diferencia de períodos anteriores, se produjo fundamentalmente a nivel del sector público descentralizado, sin que estuviere enmarcado en un estricto programa macroeconómico.

#### b. Sobre la evolución del endeudamiento 1978-1984

La alteración del proceso del endeudamiento colombiano fue posterior al de América Latina en su conjunto, *pero* simultáneo al período de auge del sector externo del país. Alrededor de este hecho ha girado gran parte del debate entre los economistas, sin que en su momento se le hubiera concedido debida importancia a la destinación de los fondos externos, a las condiciones financieras contratadas, a las perspectivas de repago y a los requerimientos futuros de financiamiento externo.

Entre 1978 y 1982 el país experimentó un incremento de US\$ 3.748 millones en su nivel de reservas internacionales, siendo que un 79% de tal acumulación tuvo como contrapartida el incremento en el saldo de su deuda externa. El haber optado por esta estrategia, en lugar de haber seguido otra alternativa consistente con un crecimiento más moderado tanto en el nivel de reservas como en el saldo de la deuda, tuvo que sustentarse en una estimación del valor presente de los beneficios asociados con la liquidez externa, que hubo de resultar superior al de los costos asociados con la acumulación de pasivos externos.

La primera razón para que tal estimación no fuera la más acertada a la luz de la

(7) Para una reseña de la literatura, ver: Carrasquilla A. (1987), El Estatuto Cambiario y la política de endeudamiento externo, en *Colombia: 20 años del régimen de cambios*, (Banco de la República).

experiencia ocurrida con posterioridad a 1980, pudo ser la existencia de unas expectativas erróneas respecto de la evolución futura de los tipos de interés internacionales (o, más estrictamente, del diferencial entre tasas activas y pasivas), los cuales se elevaron notablemente, precisamente en el período de mayor acumulación de pasivos contratados a tasas flexibles. Una segunda razón pudo ser la relativa autonomía del sector descentralizado, en ausencia de un estricto programa macroeconómico y de unos rigurosos planes de inversión pública y de endeudamiento externo enmarcados en dicho programa. En estas circunstancias, criterios de índole microeconómica, en muchos casos desatinados, predominaron sobre criterios de tipo global, que afectaron, la condición de la economía en su conjunto.

Los beneficios derivados de niveles altos de liquidez externa se asocian con la reducción de la probabilidad de eventuales —y muy costosas— dificultades de la cuenta corriente, de un lado, y con un acceso más favorable al sistema crediticio internacional en el futuro, del otro.

Respecto del primer argumento, resulta claro que la acumulación de pasivos permite sortear mejor la inestabilidad de las exportaciones de bienes como los primarios, que es significativa en un país como Colombia. Sin embargo, es difícil sostener que dicha acumulación se deba fundamentar en el endeudamiento externo en el contexto de una fase expansiva del sector exportador, tal y como ocurrió en ese período. Una alternativa evidente era la regulación del nivel de importaciones, que no sólo no fue instaurada, sino que, por el contrario, entre 1978 y 1982 se aplicó una decidida política de liberalización de importaciones mediante el aumento del cupo y el traslado masivo de items al régimen de

libre importación. Mucho más costosa, aunque también una alternativa, no necesariamente excluyente era la revaluación real, la cual, como se discute más adelante, se constituyó en un sustento de la política macroeconómica.

En cuanto al segundo, es evidente que el acceso al crédito externo no se ve favorecido ni necesaria ni exclusivamente por el grado de solvencia previsible del país en el mediano plazo; esto es muy cierto en el caso de Colombia a partir de 1983, cuando no obstante contar con indicadores muy favorables, se vio enfrentada al cierre del mercado financiero internacional.

Los costos asociados con la estrategia seguida son tanto de índole financiero —acumulación de pasivos a tasas activas y de activos a tasas pasivas— como macroeconómico. En primer lugar, niveles elevados de liquidez temporal desvirtúan aquellas restricciones diferentes a las de corto plazo que son inherentes a la economía, pudiendo influir perversamente en las decisiones de los diversos agentes económicos. Si dichas decisiones contemplaran una estricta correspondencia intertemporal entre los flujos de ingreso y los gastos, el que las restricciones de liquidez se eliminaran de manera permanente, traería un beneficio neto para la economía en su conjunto. De otra parte, si las decisiones fueran inter-temporalmente “miopes”, crearían presiones cambiarias indeseables en el futuro como resultado de una cierta ilusión crediticia de corto plazo que encubriría las “verdaderas” restricciones de más largo plazo asociadas con la relación entre el valor presente de los ingresos y de las erogaciones externas de la economía.

En segundo lugar, un elevado nivel de liquidez temporal puede implicar la perpetuación y profundización de procesos dinámicos de desequilibrio, al permitir finan-

ciar, y hasta agudizar, los desajustes inter-temporales inicialmente dados. De esta manera, la necesaria adecuación inter-temporal entre los ingresos y los gastos tiende a hacerse más costosa, en términos de valor presente, no sólo porque se asume el costo financiero del rezago en el ajuste, sino también porque su magnitud se incrementa más que proporcionalmente. Estos efectos fueron especialmente significativos en el caso del sector público, el cual fundamentó un deterioro fiscal creciente con base en un mayor endeudamiento externo, pactado en términos cada vez más onerosos respecto al pasado.

Para terminar, tal y como se verá adelante, es necesario resaltar qué causa determinante del proceso de endeudamiento externo consistió en el patrón de desequilibrio fiscal que se observó desde finales de los setenta, no sólo por la dinámica de gasto que se instauró sino además, y bien crucial, por el esquema de financiación del déficit fiscal que se adoptó, al otorgarle papel preponderante al crédito externo e interno bajo términos y condiciones comerciales. Ello condujo a una dinámica deficitaria y al progresivo endeudamiento, que al momento de no contar con un flujo sostenido de recursos crediticios netos en términos financieros estables, delató una profunda descomposición de la estructura de las finanzas públicas, gestada por un creciente déficit cubierto con préstamos pactados en condiciones que no correspondían ni al período de maduración, ni a la rentabilidad de su utilización. De ahí que uno de los propósitos fundamentales del programa de ajuste tuviera que concentrarse en el “saneamiento” gradual de la estructura financiera del sector público, consistente en mejorar el perfil de la deuda vigente (en términos de plazos y de tasas de interés) y, al mismo tiempo, en garantizar el monto de recursos “frescos” indispensables para

cumplir con los compromisos de servicio de deuda contraídos con anterioridad.

Es por ello que no resulta exagerado afirmar que uno de los problemas más graves a que se ha visto abocado el país en los últimos años y que tendrá que afrontar en el mediano plazo, es el de garantizar un adecuado financiamiento de la economía nacional.

### 3. *El papel de las finanzas del sector público en Colombia, 1978-1984: Una caracterización preliminar*

Anteriormente se ha comentado cómo un drástico auge del financiamiento externo constituyó la base de decisiones que implicaron importantes diferencias e inconsistencias tanto entre el patrón inter-temporal como entre el valor presente de los flujos de ingreso y de los flujos de gasto. Fenómeno inter-temporal que se ha denominado “dinámica del desajuste”.

La política de “saneamiento” macroeconómico iniciada en 1984 partió de reconocer una estrecha relación entre el déficit fiscal y el deterioro generalizado de la economía colombiana, asignándole al primero un papel determinante en el proceso de desajuste observado desde finales de los setenta.

La interpretación que las autoridades responsables del manejo económico le dieron a la problemática de la economía colombiana (al menos a partir de julio de 1984) puede asociarse con una concepción de corte ortodoxo sobre el ajuste. En efecto, se diagnosticó una situación de desajuste generalizado, al aducirse que el nivel de gastos excedía cada vez más el nivel de ingresos y que el progresivo deterioro de la balanza de pagos se constituía en un factor desestabilizador adicional, el cual se veía

retroalimentado por la dinámica al desequilibrio de las finanzas públicas.

El déficit fiscal, en ese contexto, se constituía en un factor fundamental del desequilibrio de la economía. Fue así como se adujo que el déficit fiscal, de un lado, contribuía a profundizar el deterioro del sector externo y, de otro, agudizaba ciertas distorsiones en el sector monetario ante la ausencia de mecanismos eficientes de financiación diferentes a la misma emisión. Acorde con esta interpretación, la situación de desequilibrio no había sido enfrentada con la severidad del caso sino hasta bien entrado el año 1984, cuando se hizo crítica como consecuencia, en buena medida, del cierre del mercado crediticio internacional para el país.

Como se verá más adelante, gran parte de la fase inicial del proceso de ajuste estuvo centrado en el saneamiento de las finanzas públicas. Una razón para ello, quizás la principal, tuvo que ver con el hecho de que las autoridades competentes no sólo reconocían el carácter determinante del desajuste fiscal en la dinámica del desequilibrio macroeconómico, sino que, también, suponían una especial eficacia y, ante todo, una rápida manifestación de acciones correctivas en este frente, en comparación con medidas en otras áreas de la economía.

El equipo económico que se posesionó a mediados de 1984, heredó un esquema de generación de ingresos para el Gobierno Nacional (GNC) muy diferente al prevaleciente antes de 1982. En efecto, principalmente a lo largo de 1983 se introdujeron diversas medidas tendientes a modificar la magnitud y la naturaleza de los ingresos corrientes del GNC.

En primer lugar, se eliminó el esquema de apropiación automática de las utilidades

provenientes de la Cuenta Especial de Cambios, a través del Decreto 73 de 1983. Allí se planteó que un máximo del 75% de dichas utilidades pasarían a constituir un Fondo de Inversión Pública, cuyos recursos podrían ser prestados al gobierno, y los recursos restantes pasarían a constituir un Fondo de Estabilización Cambiaria, esterilizados ambos en el Emisor<sup>(8)</sup>.

En adición a la reglamentación contenida en el Decreto 73 de 1983, la cual afecta en manera directa la naturaleza de los ingresos corrientes del GNC, el gobierno introdujo una reforma tributaria más amplia, reglamentada en la Ley 9 de 1983 y en Decretos posteriores, cuyo objeto era la ampliación de la base tributaria. En este sentido, no sólo se aclaró el régimen de sanciones por evasión, sino que también se racionalizó el recaudo de manera importante. Los impuestos directos venían mostrándose muy inelásticos desde 1975, cayendo notoriamente en términos reales entre 1976 y 1982. Los ingresos indirectos, de otra parte, mostraban un dinamismo mucho mayor. A este respecto, la Ley amplió el régimen de presunciones, estableciéndolo sobre ingresos totales, y el régimen de retención. Paralelamente, la Ley buscó eliminar la llamada doble tributación en un intento por lograr una mayor capitalización empresarial<sup>(9)</sup>.

La ampliación de la base tributaria que buscó la Ley 9, se complementó con la Ley 14 de 1983 que propugnaba por la reduc-

(8) Para un estudio detallado sobre la naturaleza de las utilidades de la CEC, ver: Montenegro, 1983.

(9) Para una descripción más detallada del contenido de la Ley 9, ver: Notas Editoriales, *Revista del Banco de la República*, junio de 1983; Perry y Cárdenas (1986), págs. 277 y ss.; y, *Economía Colombiana*, Reforma Tributaria 1982-1983 (Documento Especial), mayo, 1983.

ción de la dependencia de los departamentos y municipios respecto de las transferencias provenientes del GNC. En ese sentido, se modificaron los tributos provenientes de los rubros más importantes percibidos en estos niveles de la administración; en especial, el impuesto a la gasolina, el impuesto predial y el impuesto de industria y comercio<sup>(10)</sup>.

Paralelamente, se introdujo la colocación de los Títulos de Ahorro Nacional —TAN— como mecanismo alternativo al de la emisión primaria para la financiación del déficit fiscal del GNC. El mecanismo, introducido mediante el Decreto 382 de 1983, era especialmente atractivo, ya que dado que los efectos de la reforma tributaria operarían con cierto rezago, el faltante de financiación podría ser cubierto, al menos temporalmente, con emisiones de TAN. No obstante, en la práctica los TAN adolecen de serios inconvenientes, tales como: su costo financiero para el GNC, cuando simultáneamente se realizan operaciones de mercado abierto para fines de control monetario, que corren a cargo de la cuenta especial de cambios (CEC); el estímulo indirecto que puede significar para la generación de un proceso deficitario recurrente, no sólo por la facilitación de una fuente adicional de financiamiento, alternativa a la emisión pura sino, además, por su elevado costo financiero; y, a la enorme dependencia respecto de unos pocos suscriptores<sup>(11)</sup>.

En 1984, mediante el Decreto 3451, se introdujo el impuesto al valor agregado, el cual buscaba expandir la base gravable del impuesto a las ventas, reduciendo y homogeneizando las tarifas, pero, abarcando simultáneamente al conjunto de actividades generadoras del valor agregado. El IVA se convirtió en una fuente primordial de ingresos tributarios. En efecto, el rubro de impuesto a las ventas pasó de represen-

tar el 20.8% de los ingresos tributarios en 1983, a representar el 32.5% en 1984 y el 29.5% en 1985, aun a pesar de que en este último año los ingresos totales crecieron en una magnitud sin precedentes (54.4%)<sup>(12)</sup>.

Hacia mediados de 1984, el régimen regulador del flujo de ingresos corrientes era muy diferente al imperante en 1982. La base tributaria era más amplia, los mecanismos de recaudo más eficientes y la estructura de los impuestos indirectos esencialmente distinta. Empero, en 1984 todavía subsistían serios problemas en el frente fiscal. En efecto, la muy favorable evolución de los ingresos del GNC en 1983 y 1984 no fue suficiente como para evitar el agravamiento del deterioro de las finanzas de la administración central. Fue así como el déficit de operaciones efectivas del GNC creció persistentemente entre 1980 y 1984, al pasar del 0.4% al 4.2% del PIB (véase Cuadro 1).

CUADRO 1  
Ingresos y gastos reales  
del GNC 1975-1984

(1974 = 100.0)

Año	Ingresos	Gastos
1975	111.2	114.4
1976	117.9	109.4
1977	120.2	112.9
1978	124.1	119.7
1979	128.09	140.1
1980	132.1	163.2
1981	124.03	170.1
1982	121.1	185.8
1983	130.0	188.6
1984	138.6	194.6

Fuente: Banco de la República

(10) Para una descripción de la Ley 14, así como para un análisis de sus efectos iniciales, ver: Aghon et al., 1985.

(11) Ver: Carrasquilla y Restrepo (1986), para un análisis de estos puntos.

(12) Ver *Economía Colombiana*, Documento especial, febrero de 1984, para una discusión sobre este impuesto. Así mismo, las modificaciones se discuten en: *Memorando Económico*, Enero, 1984; y *Nueva Frontera*, abril, 1984.

Simultáneamente, existía un gran desconocimiento respecto de las características inherentes de los procesos de decisión al interior del sector público descentralizado. Ello resultaba especialmente preocupante, en tanto que la relativa autonomía de estas instituciones corría paralela a una creciente participación del sector descentralizado en el PIB, en el saldo de la deuda externa y en el financiamiento global de la economía. Se veía indispensable armonizar el conjunto de las decisiones de gasto y de endeudamiento por parte de estas entidades en el contexto de un plan coordinado de ajuste fiscal. Lo preocupante, en este sentido, era no sólo la falta de coordinación en el proceso de toma de decisiones sino también la ignorancia a nivel del GNC sobre la situación financiera de empresas altamente endeudadas en moneda extranjera.

Ello contribuyó, entre otros factores, a la gestación de una dinámica especial de gasto que subsistió hasta bien entrada la década actual. No es de extrañar, por lo tanto, que mientras entre 1970 y 1976, los gastos totales del sector público crecieron a una tasa promedio anual del 15.3% (en términos nominales), entre 1976 y 1983 lo hicieran a una tasa anual del 31%. Ello se vio reflejado en que el déficit de operaciones efectivas del sector público consolidado ascendiera del 2.9% del PIB en 1980 hasta el 6.8% en 1984.

La magnitud de dicho déficit planteaba serias inquietudes, especialmente por cuanto no se contaba con procesos específicos ni de generación adicional de ingresos ni de control de las tendencias del gasto público. La situación y perspectivas en tres frentes específicos amenazaban con tornar inmanejable la situación fiscal global. Estos frentes eran el sector eléctrico, ECOPE-TROL y CARBOCOL.

Los problemas financieros del sector eléctrico venían gestándose desde finales de la década de los años 70, resultado, en gran parte, de la aplicación de criterios no siempre lo suficientemente rigurosos para la toma de decisiones sobre grandes proyectos de inversión y sobre su financiación, y de proyecciones "optimistas" sobre el crecimiento de la demanda que no se dieron en la práctica. Los procesos de decisión, en efecto, fueron en ocasiones "miopes" no sólo sobre la evolución del mercado en el mediano plazo, sino, también, por el excesivo criterio localista que se deriva de la naturaleza regional de la organización operativa del sector <sup>(13)</sup>.

De cualquier forma, se desarrolló una política agresiva, y común a todas las empresas, de expansión en la capacidad de generación que permitió ampliar la cobertura del suministro de energía de un 31% a un 55% de la población entre 1970 y 1980, para llegar a un 68% en 1984.

La estrategia de expansión se hizo posible, en lo fundamental, gracias a la disponibilidad de financiamiento externo abundante, ya que el sistema financiero doméstico no podía ofrecer ni los montos cuantiosos que se demandaban, ni los términos requeridos por este tipo de proyectos y, en parte, también, debido a que, al menos entre 1973 y 1979, las elevadas tasas de interés internas eran muy propicias al endeudamiento externo. Fue así como, por ejemplo, el saldo de la deuda externa en el sector de electricidad, gas y agua creció a un ritmo anual del 9.6% entre 1975 y 1985, pasando de representar el 22% de la deuda pública

(13) El esquema organizativo del sector es complejo y regional. Hay 5 compañías principales (EEEB, EPM, CVC, CORELCA e ICCEL), las cuales son accionistas de ISA en su calidad de entidad encargada del sistema nacional de interconexión eléctrica.

externa a representar el 35% en dicho período<sup>(14)</sup>

En cuanto a ECOPETROL, la situación de deterioro financiero también se manifestó a partir de la década de los años 70. En efecto, Colombia dejó de ser exportador neto de petróleo desde 1976, para ser importador neto hasta 1985, precisamente durante la fase de precios elevados en el mercado internacional. A partir de 1986, cuando los precios internacionales ya habían empezado a caer, el país volvió a ser exportador. Esta circunstancia histórica ciertamente afectó las finanzas de la empresa, en la medida en que para alcanzar la posición de exportador neto en 1986, se requirieron importantes niveles de inversión en exploración y en obras de infraestructura —especialmente oleoductos— durante los últimos años. Para tal propósito, ECOPETROL incurrió en niveles apreciables de endeudamiento externo, los que llegaron a su tope con el desembolso de US\$ 160 millones de lo correspondiente a la empresa del empréstito “Jumbo” contratado por el gobierno con la banca comercial en 1985. Otro factor que contribuyó al deterioro de las finanzas de ECOPETROL observado hasta mediados de 1985 fue la política de fijación de precios internos de los combustibles, los cuales, en especial desde 1980, se ubicaron muy por debajo de los niveles internacionales. En la medida en que la empresa asumía el costo asociado con el diferencial durante el período 1980-1985, cuando era importador neto, las pérdidas por este concepto eran cuantiosas<sup>(15)</sup>

Finalmente, en cuanto al sector carbonífero, la situación para 1985-1986 era bien difícil, en la medida en que los importantes proyectos de inversión iniciados a comienzos de la década no empezaban a rendir el flujo de ingresos previsto, debido a la prevalencia de un precio internacional bajo.

Ante estas circunstancias, la permanente necesidad de financiar a CARBOCOL, se ha constituido en una de las restricciones más importantes para la política de financiamiento del sector público<sup>(16)</sup>.

#### 4. *La dinámica del sector externo* 1978-1984

En 1981 la cuenta corriente de la balanza de pagos fue deficitaria por primera vez desde 1975. Para ello contribuyeron no sólo los menores reintegros cafeteros y las mayores erogaciones por concepto de importación, principalmente de bienes clasificados como intermedios, sino también el importante crecimiento en el déficit de la balanza de servicios, consecuencia más que todo de los egresos por concepto de los intereses sobre la deuda externa (Véase Cuadro 2).

Es claro que la destorcida del sector cafetero, causada por los menores precios externos observados a partir de 1980, fue el factor preponderante. Empero, el crecimiento en el valor (nominal en dólares) de las importaciones, del orden de un 43% en 1980 y del 11% en 1981, asociado tanto con la sobrevaluación de peso experimentada desde 1973, como con la liberalización iniciada desde mediados de la década ante-

(14) Para un análisis detallado de la evolución del sector, ver: BID (1986), Capítulo VI. La situación y perspectivas financieras son tratadas en: *Proyección Financiera del Sector Eléctrico*, elaborado por el Grupo de Análisis Financiero designado por el Ministro de Minas con participación de ISA, FEN y DNP.

(15) Para un análisis detallado de este y otros aspectos financieros de ECOPETROL, ver: Martínez, M. M. y H. Jaramillo (1986), Análisis de los mecanismos de transferencia en el sector petrolero colombiano, *Mimeo*, Banco de la República, octubre.

(16) Para datos inversión del sector, ver: BID (1987), capítulo VI, literal F.

CUADRO 2

**Balanza de pagos**

(Millones de US\$)

	1980	1981	1982	1983	1984
1 Cuenta corriente	104	-1.722	-2.885	-2.826	-2.077
A. Bienes	13	-1.333	-2.076	-1.317	-404
B. Servicios	-74	-631	-978	-1.673	-1.972
2 Cuenta de capitales	1.137	1.964	2.184	1.103	816
3. Variación de reservas	1.241	242	-701	-1.723	-1.261

rior, tuvo enorme influencia. Por su parte, el comportamiento de la balanza de servicios también resultó claramente desfavorable. Las erogaciones por concepto de pago de intereses de deuda externa subieron en un 39% en 1980 y en un 49% en 1981, cifras que contrastan notablemente con el ritmo de crecimiento (nominal) del 12.5% anual observado entre 1970 y 1978. Por último, en adición a estos factores, es de resaltar el menor dinamismo de las exportaciones menores, el cual podría deberse, al menos en parte, a la revaluación real ocurrida desde 1975.

En cuanto a los factores externos, cabe subrayar, en primera instancia, la recesión internacional claramente manifiesta en 1980, y las consecuentes medidas de ajuste aplicadas en diversos países, tanto industriales como en desarrollo. Específicamente, medidas de índole fiscal, de endeudamiento externo y de restricción monetaria con alza en las tasas de interés en Estados Unidos, y con medidas de índole comercial consistentes con una mayor protección al mercado interno y con mayores subsidios a algunas de sus exportaciones en los demás países industriales.

De otra parte, en los mercados del área latinoamericana, cruciales para la coloca-

ción de exportaciones manufactureras colombianas, la reversión del ciclo petrolero implicó su gradual cierre a partir de 1979, llegando a hacer crisis en 1983 en el caso de sus mercados más influyentes como lo son los fronterizos. En este contexto global, la posición cambiaria del país se debilitó críticamente: de un lado, sus ingresos por concepto de exportaciones tradicionales dependen de un ciclo exógeno de precios, que era claramente desfavorable desde 1980, y, de otro, sus exportaciones no tradicionales se encontraban en desventaja absoluta con el advenimiento de la fase recesiva de la economía internacional y, en especial, de los países vecinos, tal y como ha sido ilustrado en estudios recientes<sup>(17)</sup>.

Entre 1982 y 1984 el núcleo de la política económica se concentró eminentemente en el frente externo, con marcado énfasis en la reversión de la liberalización de importaciones ocurrida en los años setenta<sup>(18)</sup>. La política de control de importaciones se implementó esencialmente mediante la utilización de mecanismos para-arancelarios. Así, el traslado de posiciones arancelarias

(17) Echavarría, J.J. (1982) y, Ocampo, J.A. (1982).

(18) Ver Fernández, J. et al., 1985.

del régimen de libre importación al régimen de licencia previa y la disminución del cupo de importación se constituyeron en los instrumentos básicos de regulación<sup>(19)</sup>.

La política de control adquirió importancia hacia mediados de 1982, pese a que existe cierta evidencia en el sentido de ubicar la iniciación del proceso de "desliberalización" hacia 1981<sup>(20)</sup>.

La proporción del valor de licencias rechazadas en el valor de las licencias demandadas (o solicitadas) para bienes bajo el régimen de licencia previa pasó de 1.9% en 1979, a 2.5% en 1980, a 6.9% en 1981, a 7.5% en el primer trimestre de 1982 y hasta 26.8% en el segundo semestre de 1983<sup>(21)</sup>. Para 1984 el índice alcanzó el 30%, sosteniéndose en enero de 1985<sup>(22)</sup>.

En cuanto al presupuesto de divisas para la importación de bienes cabe señalar que en 1983 y 1984 se operó una disminución importante. En efecto, el presupuesto para 1984 fue fijado inicialmente en US\$ 3.900 millones, pero luego fue disminuido a US\$ 3.300 millones (o sea, a US\$ 250 millones mensuales). Consecuentemente, el valor (en dólares) del registro de importaciones reembolsables cayó en un 29% en 1983 y en un 23% adicional en 1984<sup>(23)</sup>. Existen razones, teóricas y empíricas, para suponer que este proceso tuvo efectos reactivadores sobre la producción doméstica entre 1982 y 1985<sup>(24)</sup>, empero ya en 1985 hubo claros indicios de que el impacto llegaba virtualmente a su agotamiento.

En principio, es de argumentar que la restricción de importaciones fue adecuada por dos razones adicionales a la de índole cambiaria: Primero, la liberalización experimentada entre 1978 y 1981 no debió haber contribuido, antes por lo contrario, a diversificar la estructura industrial; y, segundo, si bien no debió haber tenido efectos contraccionistas significativos para

el conjunto del sector manufacturero, sí la tuvo y de importante magnitud, en algunos sectores, específicamente en sectores manufactureros incipientes (por ejemplo, algunas ramas metalmeccánicas)<sup>(25)</sup>.

A nivel de la cuenta de capitales, se buscó continuar contratando crédito externo con el fin de contrarrestar los efectos sobre el nivel de las reservas internacionales, del creciente déficit en cuenta corriente, lo que había sido factible hasta 1982, gracias al fácil acceso al mercado internacional de capitales y al incentivo que tenía tal tipo de financiación (en razón al mayor costo relativo del financiamiento interno). Sin embargo, ante la crisis latinoamericana de la deuda, iniciada con el problema mexicano en el segundo semestre de 1982<sup>(26)</sup>, se fue estrechando progresivamente el mercado crediticio para el país, hasta llegar a un virtual cierre a mediados de 1984, lo que impedía continuar con una política de tal tipo. De esta forma, en 1982, pero especialmente en 1983 y 1984, el deterioro en la cuenta corriente se manifestó, en gran parte, con la caída de las reservas internacionales.

(19) Ver Notas Editoriales, *Revista del Banco de la República*; abril, 1987 (para una cuantificación).

(20) Esto se deriva de los cálculos de Garay (1982) referidos a los porcentajes de aprobación sobre solicitudes por vía del régimen de licencia previa.

(21) Ver: L. Villar (1985a), Cuadro No. 1, pág. 157.

(22) Ver: INCOMEX (1985); *Programa de Liberación de Importaciones*, Mimeo, octubre.

(23) INCOMEX, *Ibid.*

(24) Ocampo, J.A. (1985) discute el marco teórico bajo el supuesto de precios fijos, en el cual el control tiene efectos reales benéficos, tanto por sustitución de producción doméstica como por efectos riqueza de tipo inter-temporal. Villar (1985a) presenta alguna evidencia empírica al respecto.

(25) Garay, 1982.

(26) Para una discusión del caso mexicano, ver: Solis y Zedillo, 1984.

Finalmente, en materia cambiaria, se permitió una revaluación del peso cercana al 5% durante el período enero 1982-junio 1984, sobre un tipo de cambio ya de por sí sobrevaluado en aproximadamente un 20% respecto al promedio observado en 1975. Este hecho, aunado con el creciente deterioro de la cuenta corriente, aumentaba las expectativas de devaluación, incentivando la fuga de capitales y desestimulando la recuperación de la cuenta corriente.

Ante estas circunstancias, hacia finales de 1984 el nivel de reservas internacionales netas había descendido en US\$ 3.835 millones respecto al de finales de 1981. Ello, no obstante que durante 1984 se logró, merced a una recuperación en las exportaciones de café y a la notable disminución de las importaciones (casi un 10% respecto al valor de 1983 y en un 33% respecto al de 1982), que la balanza comercial presentara un déficit bien inferior (casi en un 70%) al de 1983. Pero, como contrapartida a lo anterior, los servicios financieros se incrementaron en el año en un 35%, al alcanzar un monto de US\$ 1.180 millones, convirtiéndose en un factor crucial para el deterioro de la balanza de pagos. En efecto, a mediados de 1984 se empezaba a evidenciar que el servicio de la deuda externa contratada en los años 1978-1982, iría consolidándose como un factor progresivamente desestabilizador e irreversible del sector externo colombiano (por lo menos durante el resto de la década). Ante el virtual agotamiento de la política de reducción del nivel de importaciones y ante el cierre del mercado internacional de capitales, la utilización de medidas y correctivos adicionales se constituía cada vez más como una necesidad inaplazable.

---

### III La naturaleza del plan de ajuste

---

#### A. *El planteamiento gubernamental y las negociaciones con la comunidad financiera internacional*

La primera presentación pública de las bases de la estrategia de ajuste que subordinaría el conjunto de la política macroeconómica entre 1984 y 1986, ocurrió en el acto de posesión del nuevo Ministro de Hacienda y Crédito Público, en julio de 1984. En su memoria de Hacienda, el entonces ministro Junguito, resume los planteamientos allí hechos:

*"(...) la política económica futura tendría como énfasis principal equilibrar el sector externo de la economía, reducir el déficit fiscal y el impacto negativo de su financiamiento a través de la emisión monetaria, y recuperar la dinámica del sector privado con acento sobre el fortalecimiento del sector financiero (...)"*

La nueva política exigía austeridad y restricciones. Del lado fiscal se defendía como necesario elevar los impuestos, controlar el nivel del gasto público, postergar o, en su defecto, reducir el ritmo de ejecución de las inversiones menos prioritarias y ajustar en términos reales las tarifas de servicios públicos. Por el lado del sector externo se buscaba tanto incrementar y diversificar las exportaciones, pero sin depender para ello de subvenciones fiscales adicionales, como racionalizar las importaciones pero con menor énfasis relativo en controles cuantitativos, todo lo cual imponía la necesidad de ajustar drásticamente la tasa de cambio, aunque como es apenas natural, sin anunciarlo públicamente. En cuanto al

endeudamiento externo se consideraba indispensable obtener el apoyo de la banca privada internacional y seleccionar el tipo de proyectos más adecuados para ser financiados con recursos crediticios externos. Además, en el contexto de un manejo monetario prudente y restrictivo, se tenía como propósito apoyar, en lo posible, al sector privado, con miras a propender para que el programa de ajuste tuviese en el corto plazo el menor impacto negativo posible sobre la actividad económica y el empleo.

El diseño de la política económica se fundamentaba en el convencimiento de la existencia de una estrecha interrelación de tipo acumulativo entre el déficit fiscal y el deterioro del sector externo, y en el entendido de que dicha interrelación amenazaba la estabilidad monetaria y cambiaría a muy corto plazo, lo que se hacía tanto más preocupante en cuanto las fuentes de financiamiento externo se hallaban virtualmente cerradas.

Bajo esta perspectiva, la adopción de un programa de ajuste adquiría doble relevancia. De un lado, independientemente de la situación de financiamiento externo, parecía indispensable para asegurar la estabilidad y el crecimiento económico en el mediano plazo y, de otro lado, era crucial para garantizar el acceso al mercado internacional de capitales, como requisito para la obtención de los créditos “frescos” necesarios para la culminación de las inversiones de ECOPETROL y de CARBOCOL.

Para todo el engranaje resultaba fundamental la consolidación de expectativas favorables en torno de la nueva estrategia, pues, como la experiencia reciente y los fundamentos de la teoría económica lo señalan, aun los “mejores” propósitos de política económica se podrían ver frustra-

dos si la opinión pública y, en particular, los estamentos políticos y empresariales no le otorgaran el apoyo requerido.

En dicho sentido sobresale un aspecto íntimamente ligado a la naturaleza del programa de ajuste macroeconómico y es todo lo que hace relación con la secuencia para la introducción de las medidas correctivas, con la magnitud relativa del ajuste perseguido en cada caso y con la modalidad (operacional) como se aplican las decisiones de política económica. Al respecto, en su Memoria, el ministro afirma:

*“En cuanto a la secuencia de las medidas existían dos opciones. Una era efectuar un ajuste inicial significativo en la tasa de cambio, dando así prioridad al ajuste externo, para luego adoptar las medidas de ajuste fiscal. La segunda, que fue el camino escogido, era la de plantear explícitamente como primer paso la necesidad de elevar los impuestos y recortar los gastos, para, luego, ir adoptando un ajuste cambiario gradual, pero acelerado, dentro del sistema vigente del “crawling peg” o devaluación “gota a gota”. Al tiempo, se llevarían a cabo las conversaciones con los bancos internacionales y el perfeccionamiento de la política comercial de restricción de importaciones y de estímulo a las exportaciones”.*

Los resultados del programa de ajuste en el área fiscal fueron rápidos y profundos. Para fines de 1984 se había obtenido un incremento nominal del 26.2% en los ingresos corrientes del Gobierno Nacional Central. En 1985 se logró un incremento adicional del 48.6%, mientras que los gastos totales sólo se incrementaron en un 21.5%, con lo cual el déficit del GNC se redujo de \$ 175.2 mil millones a \$ 131.7 mil millones, o sea, de un 4.2% a un 2.8% del producto

interno bruto<sup>(27)</sup>. El dinamismo en el proceso de ajuste del sector externo, de otra parte, se fortaleció hacia marzo de 1985. Entre dicha fecha y diciembre del mismo año, la tasa de cambio con respecto al dólar fue devaluada en un 43.1%, lo cual, merced también a algunas circunstancias favorables<sup>(28)</sup>, permitió una devaluación real del 28.5% en 1985<sup>(29)</sup>.

La rápida reducción del déficit fiscal y la acelerada devaluación de la tasa real de cambio, así como la gradual racionalización de la intervención discrecional del gobierno sobre factores determinantes en la evolución de la cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>(30)</sup>, estuvieron íntimamente ligados a un complejo proceso de negociación con diversas entidades internacionales.

A manera de ilustración, pero sin pretender adentrar en el proceso de negociación desarrollado desde septiembre de 1984 hasta la firma del crédito "Jumbo", porque ello rebasaría los alcances del presente ensayo<sup>(31)</sup>, vale la pena recordar el ambiente que reinaba en el exterior al momento de establecerse contactos formales entre las nuevas autoridades encargadas del manejo económico y los diferentes organismos financieros internacionales, lo que sucedió dicho septiembre en Washington, a propósito de la Asamblea Conjunta del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. Es claro que el ambiente era antecedente determinante para el diseño de la estrategia y del esquema de negociación adoptado por el gobierno y, por qué no, constituía un condicionante inescapable sobre el tipo de programa de ajuste y de reordenamiento económico que se podría seguir con el concurso de las entidades internacionales.

Ante el progresivo cierre del mercado crediticio internacional para el país que se

venía observando desde finales de 1982, al punto de que desde ese entonces la banca comercial solamente le había tramitado al sector público dos créditos de mediano y largo plazo de importancia, pero con el ingrediente de que sus características eran tan especiales que impiden su asimilación a "puras" operaciones comerciales en sentido estricto. En efecto, de una parte, el crédito al Tren Metropolitano era, en un buen componente, un crédito de proveedores con la participación de agencias oficiales de los países prestamistas y con la intermediación de algunos de sus bancos comerciales, y, en lo restante, no directamente ligado a la adquisición de bienes y equipos, se concedía a través de bancos privados, pero, en una alta proporción, con la garantía oficial de sus países sedes. De otra parte, el préstamo concedido a la FEN era un crédito bajo la modalidad de cofinanciamiento tipo B con el Banco Mundial con todas las prerrogativas y las ventajas que ello le reporta a los bancos comerciales que participan en tal clase de operación sindicada.

Adicionalmente, las líneas comerciales de corto plazo a disposición del país seguían recortándose, en tanto que los créditos a las filiales de bancos colombianos en Panamá

(27) En la sección B.1 de este capítulo se detallan más éstos y otros resultados, entre los cuales se destacan las políticas de racionalización del sector público descentralizado.

(28) Estas circunstancias se precisan en la sección B.3 de este capítulo.

(29) Otros aspectos relacionados con el sector externo se precisan en la misma sección B.3.

(30) Respecto a este último punto, ver: Fernández J. et al. (1985), donde se analiza el desmonte de los controles a las importaciones, y de los subsidios a las exportaciones entre 1984 y 1985.

(31) Para un mayor detalle, ver, entre otros, a: Garay, L. J. (1985).

habían caído a aproximadamente la mitad durante los dos últimos años (1983-1984). A su vez, los bancos internacionales continuaban buscando una cierta garantía de la Nación a la solución del problema de endeudamiento externo de la empresa privada y de las entidades financieras colombianas.

Como agravante de lo anterior, por un lado, el Banco Mundial decidió en septiembre de 1984 la suspensión temporal de las negociaciones que se venían adelantando desde hacía ya más de un año sobre el primer crédito de programa a otorgarse al país, concebido en torno a la política comercial y de diversificación de exportaciones, hasta tanto no se adoptaran ciertas medidas de política económica y se garantizara la concesión de algún tipo de aval por parte del FMI al programa de ajuste propuesto por el “nuevo” equipo económico del gobierno. Por otro lado, la última misión anual de consulta bajo el Artículo IV del FMI, realizada en julio de 1984, recomendaba en su informe técnico la introducción de cambios drásticos en la orientación del manejo económico, dando prioridad especial al propósito por detener y revertir el proceso de erosión de las reservas internacionales.

Aparte de los condicionantes de índole externa tan decisivos como los recién anotados, existían otros domésticos de carácter tanto político como económico y financiero que jugaban un papel de crucial importancia en la delimitación del curso de acción que habrían de seguir las autoridades responsables.

A nivel político era claro que el alto gobierno se mostraba opuesto a la aceptación de un acuerdo formal “stand-by” con el FMI, y, al menos en un principio, se manifestaba reacio a la adopción de una

modalidad de relacionamiento diferente a la normal estipulada por el Artículo IV de los Estatutos del Fondo. Como se desprende del arreglo institucional alcanzado a finales del primer semestre de 1985, esta última posición fue flexibilizándose con el tiempo, al punto de llegar a aceptarse la formalización del acuerdo de monitoría con el FMI.

De otra parte, no debe olvidarse que en mayo de 1984 Colombia había servido de sede para la reunión en la que se oficializaba la conformación del Consenso de Cartagena y que el mismo presidente Betancur venía defendiendo la necesidad de “politizar” el diálogo entre países acreedores y países deudores a fin de reorientar el manejo del problema de la deuda bajo unos principios inalienables como, por ejemplo, el de la co-responsabilidad y el de garantizar el crecimiento económico de los países deudores como requisito previo para atender el servicio de su deuda externa, que implicaban la decisiva intervención de los gobiernos de los países acreedores, tanto en sus propias economías como en la economía mundial.

A nivel económico, y más propiamente financiero, es de recordar que la demanda de crédito externo “fresco” del país respondía a unas necesidades específicas para el financiamiento de proyectos de inversión pública (en especial, CARBOCOL y ECOPELROL) y del presupuesto del Gobierno Nacional, y *no* para apoyar exclusivamente la balanza de pagos con recursos en moneda extranjera. Es por esta razón por la que no se requerían ni tampoco resultaban aprovechables los recursos provenientes de un “stand-by” con el FMI, ya que ellos son *inconvertibles* a moneda local, *no* son utilizables para fines diferentes al pago al exterior de bienes, de servicios y de capital, y, además, son de dispo-

nibilidad restringida, condicionales a la situación cambiaria del país y, por ende, a la necesidad de garantizar una mínima liquidez internacional a la economía —condición que nunca estuvo en serio riesgo de ser insatisfecha en esos meses en el caso colombiano. En este sentido, la alternativa de un acuerdo “stand-by” con el FMI no solucionaba el problema de financiamiento externo del sector público para el bienio 1985-1986.

De ahí que fuera ineludible asegurar de la banca comercial un monto de recursos crediticios suficientes para complementar los provenientes de las otras fuentes internacionales, con miras a ejecutar los proyectos y programas prioritarios del gobierno. Ello implicaba necesariamente que la “exposición” de la banca comercial en el sector público aumentara (en no menos de US\$ 350 millones, según las proyecciones disponibles en ese momento). La reprogramación de la deuda externa pública bajo las modalidades y las condiciones imperantes en la etapa específica que se estaba observando en ese entonces —consistente en la postergación de los pagos de amortización correspondientes a uno o dos años, a términos financieros “duros” y sujeta a la adopción de un acuerdo “stand-by” con el FMI—, no sólo no satisfacía ni los requerimientos financieros ni las restricciones de índole política, sino que, además, aún de haber sido una alternativa efectiva y suficiente por sí misma, no dejaba de ser una opción de política “onerosa”, especialmente en términos de cierto tipo de condicionalidades que de ello se derivaban (por ejemplo la concesión de la garantía de la Nación a la deuda externa privada, la nacionalización —total o parcial— de la deuda de filiales en el exterior de la banca nacional).

Ante estas circunstancias, como lo expresaba el propio ministro Junguito en su momento, era propósito del “nuevo” equipo económico aprovechar la Asamblea Conjunta para:

*“Efectuar contactos con los organismos multilaterales de crédito y los bancos internacionales, con el propósito de informarles sobre la economía colombiana, identificar las posibilidades de contratar créditos externos y responder a sus inquietudes (...)”.*

Como resultado de los contactos establecidos y refiriéndose específicamente en torno a la posibilidad de conseguir créditos “frescos” para Colombia, el ministro señalaba en su informe dirigido al Presidente:

*“El gran punto de análisis y de debate constituyó, sin duda, la conveniencia para Colombia de ingresar a un programa formal de crédito de Stand-by con el Fondo Monetario Internacional, similar al adoptado por otros países latinoamericanos. Esta recomendación fue sugerida por la banca internacional como la vía más expedita para facilitar la aprobación y desembolsos de nuevos créditos externos. Tanto el Banco Mundial como el Federal Reserve Bank, hicieron recomendaciones en igual sentido.*

*“(...) en las reuniones se argumentó que por motivos históricos, económicos y políticos para Colombia lo más deseable sería adoptar unas estrategias de ajuste fiscal, monetario y cambiario autónomas, sin la participación de los organismos multilaterales de crédito, salvo una monitoría sobre los programas de ajuste del país. Las opiniones de estos y las condiciones impuestas por la banca internacional llevan a pensar que la única estrategia viable de acción es la de que el país se comprometa a adoptar un programa con el Fondo Monetario Inter-*

*nacional. En esa forma, no sólo se aseguran los créditos de Stand-by ofrecidos por éste, sino, además, recursos frescos de crédito externo de la banca comercial internacional, que complementen los ofrecidos por el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo”.*

Planteada así la situación y dada la convicción del equipo económico sobre la necesidad y la conveniencia de la adopción de un programa de ajuste enmarcado, en buena medida, en la óptica ortodoxa que rige los fundamentos teóricos de la concepción del Fondo Monetario, se decidió buscar activamente la vinculación de los organismos multilaterales bajo un esquema “novedoso” que además de consultar con los condicionamientos políticos y económicos existentes, garantizara un trato diferencial correlativo a la especificidad del caso colombiano en el área latinoamericana y asegurara una solución oportuna y suficiente a las necesidades crediticias del país para el bienio 1985-1986.

Otros elementos básicos, adicionales al recién esbozado, de la estrategia de negociación adoptada por el gobierno son resumidos por Garay (1985), así:

*“Al tiempo que se retoman y agilizan las negociaciones del crédito de programa comercial con el Banco Mundial, se adelantan las discusiones sobre el programa económico del gobierno con el “staff” técnico del FMI y se empiezan gestiones dirigidas a obtener una autorización para el adelanto de una misión de consulta dentro de lo previsto en el Artículo IV, a fin de que se evaluara el programa de ajuste y se pudiera contar con un nuevo informe, diferente al poco favorable presentado por la misión que había visitado al país en julio de 1984.*

*“A nivel de la banca comercial se busca, en primera instancia, la adopción de un mecanismo que permitiera agilizar la comunicación entre el gobierno y la comunidad financiera internacional ...en torno al programa económico del país, a sus necesidades de financiamiento externo y al desarrollo de las consultas gubernamentales con los organismos multilaterales.*

*“(...) las autoridades colombianas siempre tuvieron la precaución de mantener informados al Departamento del Tesoro de Estados Unidos y a la Reserva Federal, por su decisiva influencia en la toma de decisiones de los organismos multilaterales”.*

El proceso de negociación comenzó institucionalmente el 10 de diciembre de 1984 con la reunión celebrada en Nueva York con los principales bancos acreedores del país, en la que las autoridades gubernamentales presentaron un documento titulado “Autodisciplina para el Desarrollo”, donde se exponían los fundamentos del programa económico, se incluían proyecciones sobre el comportamiento de los principales agregados y se especificaban los requerimientos de financiamiento externo del país para el bienio de 1985-1986. Con ello se pretendía aportar a los bancos los mejores elementos de juicio para fijar su posición sobre la estrategia que le habrían de sugerir a las autoridades colombianas para la consecución de los recursos crediticios “frescos” que se le solicitarían a la banca comercial. Aunque fue bien recibida la presentación del ministro y su equipo, los bancos presentes no sólo insistieron en la necesidad de optar por un acuerdo “stand-by”, sino que, además, recomendaron la conformación de un “Comité Consultivo de Bancos Acreedores” para tramitar con mayor eficacia la solicitud de financiamiento. Así se procedió.

En una segunda reunión ocurrida entre el 22 y el 25 de enero de 1985 en Nueva York se conformó formalmente el Comité, se reiteró la solicitud de un crédito sindicado por US\$ 1.000 millones para el período 1985-1986<sup>(32)</sup> y se le propuso oficialmente a los bancos la adopción de una modalidad “novedosa” de relacionamiento con el FMI y el Banco Mundial, consistente en un esquema de monitoría sobre la evolución trimestral de los principales agregados económicos, en lo que corresponde a las funciones del Fondo, y sobre la política de comercio exterior y el programa de inversión pública de mediano plazo, en lo que concierne al papel del Banco.

La insistencia en la adopción de un acuerdo “stand-by” como condición previa para la consecución de los recursos “frescos” solicitados, se mantuvo por parte de la banca comercial hasta el momento en que:

(i) Se contó con el apoyo del Banco Mundial al esquema de monitoría y, más definitivo aún, se culminó la negociación del préstamo de programa alrededor de la política comercial y de diversificación de exportaciones, con los consabidos entendimientos sobre el manejo de comercio exterior y sobre el programa de inversión pública que un crédito de tal tipo necesariamente conlleva (lo que ocurrió a comienzos de abril de 1985).

(ii) Se consolidó el respaldo de los gobiernos de algunos países acreedores, en particular del estadounidense. Su oficialización se produjo con la decidida posición del gobierno norteamericano en favor de la solicitud colombiana, a propósito de la visita a Washington del presidente Betan-

cur (acontecida entre el 3 y el 5 de abril de 1985), siendo que ya a comienzos de marzo se contaba con el concurso del Departamento del Tesoro y con la intervención mediadora del propio Gobernador de la Reserva Federal (Sr. Volcker).

(iii) Se disponía de un concepto favorable del FMI sobre el programa de ajuste emprendido por el gobierno colombiano (luego de la misión especial que visitó al país entre finales de febrero y mediados de marzo de 1985), se habían acordado a nivel técnico entre el gobierno y el Fondo, las metas cuantitativas trimestrales sobre las cuales se adelantaría el seguimiento de la economía colombiana durante el año 1985, tal y como se muestran en el Cuadro 3, independiente del esquema de relacionamiento que finalmente se llegare a adoptar (lo que se sucedió justo antes de la visita presidencial a Washington), se logró la disposición del Director Gerente del Fondo para presentar y gestionar ante su Directorio la solicitud de monitoría hecha por el gobierno colombiano y reiterada enfáticamente por el propio presidente Betancur, a raíz de la entrevista personal que sostuvieron el 5 de abril de 1985 como finalización de la gira presidencial, y se formalizó la aprobación por parte del Directorio del Fondo, del esquema de monitoría para Colombia como caso de excepción y único hasta el presente.

(32) El préstamo solicitado se distribuía según destinatario, así: Carbocel, US\$ 423 millones; Ecopetrol, US\$ 200 millones; Gobierno Central, US\$ 277 millones (para apoyo presupuestal); y, Banco de la República US\$ 100 millones (para fortalecer el sector financiero).

CUADRO 3

## Metas acordadas con el FMI: 1985

Concepto	Metas			
	I	II	III	IV
<b>1. Reservas internacionales</b>				
a. Col. \$ miles de millones	233	189	192	230
b. US\$ millones <sup>(1)</sup>	1.601	1.358	1.378	1.652
<b>2. Crédito doméstico neto</b>	-75	-11	-19	-35
Sector público	400	430	423	429
<b>3. Billetes</b>	148	178	173	265
<b>4. Saldo de la deuda externa total del sector público (US\$ miles de millones)</b>	—	10.8	10.8	10.8

1) Las reservas internacionales se valoran en dólares a los precios del oro y tasas de cambio vigentes en diciembre de 1984.  
Nota: Las cuentas en dólares se valoran a \$ 139 por dólar.

Como lo señala apropiadamente el ministro Junguito en su Memoria:

*"(...) aparecía (en abril de 1985) como inminente la aprobación del esquema por parte de los bancos comerciales. Al fin y al cabo, la banca norteamericana estaba esperando la aprobación del Fondo Monetario; no estaba solidariamente convencida de la necesidad de un stand-by en el caso colombiano; y, menos aun, se iba a oponer a una fórmula de transacción promovida por el propio Gobernador del Federal Reserve" (pág. 77).*

Una vez aceptado el esquema de monitoría, se procedió a la negociación de los términos y condiciones financieras del paquete crediticio por US\$ 1000 millones entre el Comité Consultivo y el equipo gubernamental responsabilizado para ello. Para finales de mayo ya se contaba con los tér-

minos de referencia ("term sheet") del crédito. Posteriormente, entre junio y septiembre se perfeccionó la minuta del contrato y se efectuó la presentación de la solicitud de financiamiento a la comunidad bancaria internacional en las visitas que el equipo gubernamental y los representantes de los bancos coordinadores del Comité Consultivo realizaron a los principales centros financieros del mundo.

Sin embargo, debido a un complejo proceso jurídico, institucional y administrativo solamente se pudo firmar el contrato el 17 de diciembre de 1985 en la ciudad de Nueva York, dándose así por concluidas las intensas gestiones gubernamentales iniciadas desde mediados de 1984.

La contratación del crédito "Jumbo" en 1985 constituyó, al mismo tiempo, la culminación de un proceso de negociación y con-

sulta, pero, también, el inicio de un proceso gradual de normalización de las relaciones con la banca comercial que todavía a mediados de 1987 se encuentra en proceso de consolidación.

### **B. Caracterización global de la política macroeconómica: 1984-1986**

Dado que el proceso de ajuste se empezó a instaurar con la adopción de políticas de tipo fiscal encaminadas a modificar rápida y directamente el régimen de ingresos tributarios y del gasto público, la primera sección se concentra en el tratamiento de las medidas económicas en este frente. Luego, en la Sección B.2 se discuten las medidas aplicadas con el propósito de alterar la evolución del sector externo, algunas de las cuales fueron operacionalizadas posteriormente.

Vale la pena, pues, comenzar con una breve discusión en torno de la secuencia escogida para la introducción de las medidas de política macroeconómica, en la que se dio prelación inicial al frente fiscal.

La efectividad del proceso de ajuste macro se relaciona con el grado de coordinación y de consistencia entre las políticas monetaria, fiscal y cambiaria. En este sentido, no sólo es crucial la observación del clásico problema de asignación entre los instrumentos de política, sino, también, la del problema de la secuencia temporal y de la intensidad en su utilización. Es ampliamente aceptado que la secuencia "óptima" resulta ser una relación funcional del estado inicial de la economía, de los objetivos básicos de la política macro, de los costos económicos derivados de la utilización de los diferentes instrumentos disponibles y de los condicionamientos extraeconómicos a que las autoridades se enfrentan.

La literatura reciente ha mostrado, de un lado, que la percepción de los agentes privados respecto de la evolución de la política de estabilización es crucial para el logro de los resultados propuestos y, de otro lado, que dicha visión depende, entre otras cosas, de la magnitud de sus efectos<sup>(33)</sup>.

En el contexto de una economía con inflación moderada, la presencia de deterioros crecientes en las finanzas del sector público y en la liquidez externa, ante un racionamiento del crédito internacional, se constituye en una amenaza fundamental para la configuración de una crisis cambiaria de amplias repercusiones. En la medida en que los agentes privados perciban la amenaza correctamente, el manejo de la tasa de cambio se torna extremadamente peligroso, de no adoptarse simultáneamente otras políticas complementarias.

Así, por ejemplo, variaciones importantes en el ritmo de devaluación podrían percibirse en el mercado como una señal por parte de las autoridades de que el esquema cambiario previsto inicialmente era difícil de sostener. Si los agentes económicos consideraran que la devaluación experimentada ha sido insuficiente, se generaría un proceso especulativo similar al analizado, entre otros, por Obstfeld (1984) en el caso de una tasa de cambio fija. Existen razones para pensar que los agentes económicos, en general, podrían considerar insuficiente la modificación del ritmo de

(33) Formalmente, estos dos puntos están subordinados a la noción teórica de "credibilidad". Varios trabajos han mostrado que la efectividad de la política de *estabilización* es función directa de la credibilidad de la misma y que ella, a su vez, depende de los efectos iniciales, ya que dichos efectos son percibidos como señales de continuidad. Al respecto, ver: Barro y Gordon (1983), y Cukierman y Meltzer (1986), para ejemplos con política monetaria e inflación; y, Calvo (1986), para un modelo global.

devaluación con lo cual sería muy probable que se produjeran ataques especulativos contra la moneda doméstica. En estas circunstancias, la aceleración del ritmo de devaluación podría generar un proceso tendiente a profundizar el deterioro en la situación externa de la economía (p.e. creciente “fuga” de capitales al exterior).

En tal contexto de desequilibrio, el ajuste fiscal tendría implicaciones que pueden clasificarse en dos grandes categorías. En primer lugar, al revertir la presión sobre la expansión primaria y en presencia de una tasa dada de devaluación nominal, se tendería, *ceteris paribus*, a disminuir la sobrevaluación real a través de su efecto sobre la inflación esperada. En segundo lugar, se tenderían a gestar en el público cambios a nivel de expectativas, generándose una senda “nueva” para la evolución esperada o percibida por el mercado de los agregados económicos, tanto más consistente con los propósitos buscados en las políticas adoptadas, cuanto más creíbles fueren estas últimas<sup>(34)</sup>. En conjunto estos dos efectos tenderían a crear las condiciones para que la devaluación nominal fuese más efectiva.

Por consiguiente, resulta argüible con toda razón, que la secuencia adoptada por las autoridades colombianas pudiera justificarse *ex-ante* con suficiente sustento teórico y analítico, aparte de las razones de índole institucional y práctica que respaldan el criterio de pragmatismo esgrimido por el ministro Junguito en su Memoria de Hacienda (p.e. el carácter institucional de la devaluación gradual instituida en el país desde 1967).

### 1. Las medidas fiscales 1984-1985

Como se anotaba en la Sección I.B.3, la racionalización del gasto del Gobierno Nacional Central, la continuidad del pro-

ceso de redefinición de la naturaleza de sus ingresos y la armonización de las decisiones de las entidades descentralizadas<sup>(35)</sup> en el marco de un programa global de reordenamiento de las finanzas públicas, se constituyeron en los propósitos prioritarios en materia fiscal<sup>(36)</sup>. La secuencia de las medidas tomadas a partir de mediados de 1984 reflejan estas prioridades. En efecto, primero, se buscó un mejoramiento rápido en la posición neta del GNC, mediante nuevos impuestos, reducciones en algunos rubros del gasto y redefinición en la estructura temporal de los desembolsos programados de crédito externo. Sólo posteriormente se buscó actuar con decisión en el frente del sector público descentralizado.

El comportamiento de los ingresos y egresos fiscales revela la magnitud del esfuerzo realizado durante el proceso de ajuste. En este esfuerzo se diferencian tres tipos esenciales de componentes. Primero, su dimensión absoluta; esto es, la magnitud del cambio en la tendencia y en el ritmo que venían observando los procesos de generación de ingresos y de gastos. Segundo, su dimensión relativa; esto es, la distribución específica del esfuerzo a nivel de los diferentes componentes de los flujos de ingresos y egresos. Finalmente, su dimensión distributiva, o sea, la proporción en la cual el esfuerzo fiscal se distribuye entre el Gobierno Central y las diversas entidades descentralizadas.

La acción del gobierno a nivel de la administración central buscó, de un lado, pro-

(34) La credibilidad se asocia, a su vez, con la perdurabilidad de la política. Es reconocido, en este sentido, que políticas percibidas como temporales tienen efectos nocivos a nivel macroeconómico. Ver, p. ej., Calvo (1985).

(35) Principalmente las del sector energético.

(36) Los objetivos, ciertamente, no estaban desligados.

fundizar en el proceso de generación de nuevos ingresos, iniciado hacia 1982 y claramente manifiesto mediante la aprobación de las leyes ya anotadas de 1983 y 1984, y, de otro lado, propugnó por un control drástico sobre el gasto público. Así mismo, buscó influir de manera cada vez más decidida sobre la dinámica de gestión del gasto en algunas entidades específicas del sector descentralizado, cuyas decisiones habían adquirido influencia determinante sobre el comportamiento de las finanzas públicas en su conjunto.

Las medidas concretas respecto a los ingresos del Gobierno Central, se plasmaron en la Ley 50 de 1985, mediante la cual se introdujeron dos nuevos rubros de ingresos de enorme importancia: De un lado, se redujeron las exenciones al IVA, con lo cual dicho tributo adquirió especial relevancia, y, de otro, se instituyó un impuesto (o sobretasa) del 8% sobre el valor CIF de un amplio grupo de importaciones. Estas medidas explican en gran parte el que los ingresos corrientes del Gobierno Nacional, que venían creciendo a ritmos anuales nominales entre el 18% y el 26.2% durante el período 1980-1984, lo hicieran en un 54% en 1985 y en un 47% adicional en 1986.

A nivel del gasto, el GNC incrementó nominalmente sus egresos corrientes en un 26% en 1985, lo que se compara favorablemente con el 35% de crecimiento del año anterior. Ello se logró mediante una sustancial reducción en el ritmo de crecimiento de los gastos de funcionamiento. En efecto, mientras que en 1984 dichos egresos crecieron en un 29%, en 1985 lo hicieron en un 16%. Un componente esencial lo constituyó la política laboral y salarial.

Indudablemente, el valor de sueldos y salarios del Gobierno Nacional Central venía

ganando importancia desde la década de los setenta, en detrimento de otros rubros del gasto público. De una parte, ello era fruto del crecimiento de la planta oficial y, de otra, ello surgía como resultado de problemas de ineficiencia en el aparato estatal, toda vez que este crecimiento de la nómina pública no correspondía ni a aumentos correlativos en sus funciones ni a mejoras en la calidad de los servicios prestados.

Con el fin de lograr un control sobre el monto de los servicios personales causados (que representan un 20% de los gastos totales), el gobierno optó por una política restrictiva de austeridad en dos frentes básicos. En primer término, se decidió congelar la planta de personal, aun hasta el punto de no reemplazar las vacantes que se fueran sucediendo a través del tiempo, y, en segundo lugar, se impuso un aumento en el nivel promedio ponderado de los salarios del sector central de un 10% en 1985, cuando la inflación en 1984 había superado el 18%. Esto último, con el propósito de que, una vez efectuado un ajuste promedio en el salario real cercano a los 8 puntos porcentuales, en el futuro el incremento promedio se estableciera a niveles próximos a la tasa de inflación registrada en el año inmediatamente anterior.

Estas medidas tuvieron efectos visibles en el desempeño del gasto público, ya que se controló, de una parte, el crecimiento del pago por concepto de servicios personales en el Gobierno Central (a tan sólo un 15% en 1985) y, de otra, se logró imponer una cierta disciplina sobre el sector descentralizado, al obligar en las discusiones salariales a tomar el incremento del 10% como punto de referencia.

No obstante, debe resaltarse que el impacto neto, directo sobre el gasto total del Gobierno Central derivado de la política salarial,

no es el más significativo. En efecto, el haber incrementado el salario promedio en 10%, y no con la inflación del año anterior, implicó una menor erogación por unos \$ 9.000 millones en 1985<sup>(37)</sup>. Quizá su principal efecto residió en el parámetro salarial que se le impuso al resto del sector público, además de que pudo haberse convertido en un factor no despreciable en el proceso de formación de expectativas en la economía.

Aunque no deja de ser bien defensible argüir que el costo del ajuste de esta política se hizo recaer inequitativamente y en alto grado sobre los ingresos de los trabajadores, por lo menos ha de reconocerse al momento de enjuiciar tal política, que en el caso colombiano se introdujo un elemento relativamente redistributivo en la fijación del salario con miras a moderar su regresividad al interior del sector laboral oficial. Ello se instrumentalizó a través de la definición de un alza promedio ponderada, consistente con la fijación de un porcentaje incremental variable, en relación inversa con el nivel del salario (por ejemplo, desde un incremento nulo para los salarios más altos hasta uno del 20% para el salario mínimo).

En cuanto al sector público descentralizado, cabe señalar el hecho de que sólo hacia 1985 se identificó como prioridad inaplazable de la política fiscal el buscar un mayor control financiero de sus entidades, a fin de armonizar su evolución con respecto a las sendas proyectadas de financiamiento global en el marco del programa macroeconómico de ajuste. Con miras a ello se propuso desarrollar una metodología y un esquema operativo para propender por un seguimiento detallado y oportuno de la situación financiera de una muestra de entidades del sector público<sup>(38)</sup>.

Las políticas específicas se enmarcaron bajo la anterior concepción general y abarcaron tres frentes principales claramente interrelacionados entre sí. En primer lugar, la búsqueda por una racionalización de los procesos de gasto al interior del sector público. Segundo, una reorientación del gasto, dentro de los límites que fueren compatibles con el propósito de preservar la participación de la inversión pública en términos del PIB. Tercero, la aplicación de medidas encaminadas a adecuar el flujo de ingresos permanentes y de gastos del sector descentralizado.

En cuanto al primer punto, se concibió un esquema implícito de jerarquización de los diversos proyectos de inversión de acuerdo con su prioridad relativa, aplazándose e incluso postergándose indefinidamente proyectos de cierta envergadura y de alto costo. Así mismo, se decidió alterar el ritmo de ejecución de otros proyectos que se encontraban en proceso, intentando adecuar su entrada en operación a las condiciones de la demanda para, así, evitar su subutilización. Igualmente, se aceleraron aquellos proyectos prioritarios en marcha orientados a la exportación. Fue así como, por ejemplo, se buscó aplazar proyectos del sector eléctrico, como los de Urrá, en la medida en que existía un amplio consenso

(37) Esto equivale a un 8% del déficit aproximadamente. Dicho cálculo se hizo a partir de los egresos del GNC en sueldos y salarios y de los pagos de servicios personales a través de transferencias.

(38) Aunque existen intentos anteriores de cuantificación, no cabe duda de que durante el período 1984-86 se ha avanzado notoriamente. Ver, respecto de los intentos anteriores, a: Echeverry, J. C. (1984), Metodología y resultados del ejercicio de consolidación del sector público colombiano 1974-80, Banco de la República, *Mimeo* (julio). Para el estado actual del seguimiento, ver: Banco de la República, Análisis financiero de las operaciones efectivas del sector público descentralizado no financiero (Metodología y descripción), *Mimeo*, enero, 1987.

en el sentido de que la capacidad de generación requerida hasta mediados de la década de los noventa pareciera poder ser satisfecha sin la necesidad de iniciar nuevos proyectos importantes antes de 1990.

Estas medidas corrieron paralelas a una búsqueda por la reorientación del gasto público, con énfasis principal en la generación de un espacio importante al gasto de inversión del Gobierno Central, pero siempre bajo el entendido de que la participación de la inversión pública en el Producto Interno Bruto debía sostenerse. Dicho proceso de reorientación se va a profundizar a partir del presente año, para darle cabida a la ejecución de los programas prioritarios del plan de la economía social propugnada por el gobierno actual.

Adicionalmente, se afectaron en grado importante las fuentes de ingreso, principalmente en 1985 y, aunque en menor grado, en 1986 y 1987. Las tarifas de los servicios públicos se incrementaron en términos reales, al tiempo que los precios reales de bienes básicos como la gasolina se mantuvieron, afectándose, así, de manera positiva los ingresos de importantes entidades descentralizadas. A ello también contribuyó desde 1986 la entrada en operación de importantes inversiones como fue el caso del oleoducto para la exportación del petróleo de Caño Limón.

Por el lado de los egresos, además de la racionalización de la inversión, cabe subrayar, de una parte, la dinámica que la naturaleza de la política salarial del GNC le imprimió a los salarios del sector público descentralizado. De otra parte, se buscó ejercer un cierto control sobre la dinámica de los gastos generales de las diversas empresas, lo que se benefició del esquema de seguimiento financiero operacionalizado a partir de 1985.

Por último, el manejo de la liquidez se racionalizó en grado importante en un intento tanto por mejorar los diversos procesos de esterilización y neutralización de los excedentes de algunas entidades, mediante la adopción de diversos mecanismos de captación, por ejemplo, los TAN, los Títulos de Participación y los Títulos Canjeables, como por compatibilizar este tipo de manejo con la política monetaria. En este respecto es de resaltar el manejo del excedente cafetero en 1986 y la canalización de la liquidez de ECOPETROL en el presente año.

## 2. *Las medidas en el sector externo* 1984-1985

Como se discutió en el capítulo I, entre 1982 y 1984 las autoridades buscaron enfrentar el creciente deterioro del sector externo a través de una mayor ingerencia en la dinámica de la cuenta corriente<sup>(39)</sup>. Para mediados de 1984, empero, a la luz del creciente deterioro en el nivel de reservas internacionales, en razón a un reconocimiento cada vez más generalizado sobre una cierta asociación entre el desajuste fiscal y el desajuste externo y ante la inaplazable urgencia de recursos "frescos" de crédito externo, las autoridades responsables consideraron como inaplazable la realización de un ajuste externo importante. Como se planteó anteriormente, el ajuste externo se concibió como un proceso gradual que debería suceder a través del tiempo, siendo precedido en su primera fase por un ajuste fiscal.

El ajuste externo abarcaba los frentes cambiario, comercial y de capitales. Con relación al primero, se decidió acelerar el ritmo

---

(39) A través del control a las importaciones y un mayor estímulo a las exportaciones.

de devaluación con el fin de buscar desmotivar la salida neta de capitales en el corto plazo y, ya con miras a un mayor plazo, de contribuir al mejoramiento de la balanza comercial.

Respecto al segundo, se acordó racionalizar y reducir, en lo posible, la intervención y el control estatal de corte administrativo sobre la dinámica de la cuenta corriente, como acción para hacer retornar la evolución de esta cuenta a su senda de largo plazo, en la medida en que se juzgaba que en ese momento dicha intervención era excesiva y amenazaba con crear serios problemas de ineficiencia en la asignación de los recursos a mediano y largo plazo.

En lo que hace al tercer frente, se buscó normalizar la relación con la banca comercial a través de negociaciones cuya naturaleza fue descrita anteriormente en la sección II. A.

#### a. Manejo de la tasa de cambio

##### i) La aceleración en el ritmo de devaluación nominal y la tasa de cambio real

Durante el segundo semestre de 1984 y el primer trimestre de 1985, el ritmo de devaluación fue tal que la tasa de cambio real se mantuvo prácticamente inalterada<sup>(40)</sup>. Durante el mismo lapso se introdujeron los mecanismos de ordenamiento fiscal descritos anteriormente, con el fin de alterar tanto la naturaleza de la relación entre ingresos y gastos como la senda de mediano plazo de los parámetros salariales.

Empezando en el segundo trimestre de 1985, el ajuste fiscal empezó a abarcar un campo más amplio de las actividades estatales, en tanto que el manejo cambiario se

hizo más activo. Entre marzo y diciembre de 1985, la tasa nominal fue devaluada en un 43%<sup>(41)</sup>. Varios factores contribuyeron a que esta aceleración se reflejara en una devaluación real del 23% en el período, a saber:

Primero, existe evidencia para el caso colombiano, en el sentido de que los efectos sobre precios que la devaluación implica, se producen con rezagos no inferiores a seis meses y que, además, sus principales manifestaciones se localizan en sectores productivos bastante específicos, existiendo una cierta rigidez en determinados precios relativos<sup>(42)</sup>.

Segundo, el impacto inflacionario pudo verse mermado de manera nada despreciable por factores de tipo exógeno, entre los cuales es preciso anotar los siguientes: i) Por la baja observada en el precio internacional (en dólares corrientes) de materias primas durante 1985; ii) por el descenso en la demanda interna de bienes industriales que hubo de impedir, en buena medida, el alza de precios, al punto de existir evidencia de que incluso se produjo una cierta caída en el *mark-up* en algunos sectores manufactureros<sup>(43)</sup>; iii) por factores climáticos que contribuyeron a la favorable evolución de la oferta y de los precios de alimentos, manifiesta desde mediados de 1985, lo que fue reforzado por la presencia

(40) El índice de la tasa de cambio real, elaborado por el Banco de la República, en efecto, pasó de 75.18% en julio de 1984 a sólo 77.6% en marzo de 1985 (una devaluación real del 3.2%).

(41) Que conllevó una devaluación real del 25%.

(42) Ver: Herrera, S. (1985), "Relaciones de causalidad entre la tasa de cambio, los precios y los salarios", ESPE, No. 7 (julio).

(43) Ver: Coyuntura Económica, varios números.

de importantes flujos de contrabando provenientes de países fronterizos (en especial de Venezuela)<sup>(44)</sup>; y, iv) por la reducción en las tasas de interés internacionales y sus consecuentes efectos en las tasas internas.

Por último, es de resaltar que la ausencia de rebrotes especulativos en el ámbito cambiario, que hubo de reflejar una cierta credibilidad del público en la efectividad de la política gubernamental, pareció haber sido influida de manera determinante por el retorno de capitales al país, en respuesta a las medidas tomadas en el primer semestre de 1985 por el Estado de Florida, para reforzar el control y el seguimiento de transacciones en cuentas corrientes bancarias de personas no residentes.

Antes de seguir adelante es indispensable hacer alusión al conflicto existente entre el ajuste cambiario y la reducción del déficit fiscal, particularmente en presencia de un creciente servicio de deuda externa. Obviamente, una devaluación en términos reales implica que el valor del servicio en moneda local se encarezca por dicho concepto a un ritmo superior a la diferencia entre los índices de inflación doméstica e internacional, tanto más cuanto mayor sea el ajuste cambiario. Dicho encarecimiento se manifiesta, *ceteris paribus*, en una presión al alza del déficit fiscal a cargo del mayor costo de los intereses y en unos mayores requerimientos de financiación tanto por el crecimiento del déficit como por el aumento del valor (en moneda local) de las amortizaciones. Así, por ejemplo, en presencia de la devaluación real del 38% ocurrida en el bienio 1985-1986, el valor (en pesos) de los intereses y de las amortizaciones de la deuda externa se llegó a triplicar, correspondiéndole casi que la mitad de dicho aumento a la variación del tipo nominal de cambio, pasando de representar el 1.6%, y el 1.3% del PIB en 1984 al 2.9% y al 2.5% del PIB en 1986, res-

pectivamente. Es decir la devaluación del peso durante el periodo en cuestión significó un incremento de un 0.6% del PIB en el gasto público corriente, y de un 1.2% del PIB en las necesidades de financiación del sector público. La importancia de este factor de desajuste, y de encarecimiento fue tal que baste referirlo a la reducción neta del déficit fiscal lograda en el bienio 4.2% del PIB. No sobran recordar las negativas implicaciones distributivas que ello hubo de producir.

#### ii) La devaluación real y sus efectos sobre los flujos especulativos

El efecto más inmediato sobre la evolución de la balanza cambiaria se expresó, evidentemente, sobre la cuenta de servicios y transferencias, en la medida en que los impactos sobre la cuenta corriente toman más tiempo. En condiciones normales es de esperar que a medida en que el ritmo de devaluación se desacelera, se reduzca el incentivo de mantener riqueza denominada en moneda extranjera y, así, se incremente el atractivo de mantener activos domésticos. Al observar la evolución de la balanza cambiaria (véase Cuadro 4) se aprecia que:

Primero, algo muy notable en 1984 consistió en el descenso de los ingresos corrientes. Para el primer trimestre de 1985, esta tendencia se sostuvo; empero, al iniciarse el proceso de devaluación real, los ingresos corrientes comenzaron a mostrar un dinamismo nada despreciable. Ya para finales de 1985 los ingresos habían subido en un 58.9% respecto del año anterior, con lo cual el superávit corriente, sin incluir los egresos por intereses, había llegado a los US\$ 302 millones; o sea, se había producido una

(44) Ver: Villamizar, H., G. Valencia y F. Hung (1986), "Anotaciones sobre la economía venezolana y su incidencia en la economía colombiana". *Mimeo*, Banco de la República.

recuperación de US\$ 392 millones, teniendo en cuenta que en 1984 había un déficit de US\$ 90 millones. En la medida en que la política cambiaria se mantuvo durante el proceso de consolidación del ajuste en 1986, también se conservó la tendencia experimentada en 1985 por los ingresos corrientes. En 1986 el déficit corriente se redujo en US\$ 132.8 millones, los ingresos corrientes subieron en un 20.5% adicional y la cuenta corriente, una vez deducido el pago de intereses, fue superavitaria y mejoró en US\$ 144.1 millones.

Segundo, el comportamiento de los ingresos corrientes constituyó apenas un com-

ponente del posible efecto total de la política cambiaria, en la medida en que cabe esperar que los egresos, así como la subfacturación de exportaciones y otras acciones de tipo especulativo tendientes a alterar la composición por monedas del portafolio privado, se hubieran moderado. Esto es difícil de cuantificar, pero, al examinar la evolución de los egresos por servicios, se tiene que mientras que los pagos por intereses se mantuvieron inalterados en alrededor de US\$ 1.050 — US\$ 1.070 millones, los egresos por otros conceptos también se conservaron constantes, en términos nominales, con lo cual la recuperación de los ingresos tuvo efectos netos plenos.

CUADRO 4

## Cuenta de servicios y transferencias de la Balanza Cambiaria

	1983	1984	1985					1986				
			I	II	III	IV	TOT.	I	II	III	IV	TOT.
1. Ingresos corrientes	851.6	614.5	192.9	193.8	272.1	317.2	976.0	281.1	254.9	332.2	303.4	1.171.6
2. Egresos corrientes	1.931.0	1.770.0	464.1	440.5	429.1	398.2	1.731.9	425.0	542.9	492.8	351.9	1.794.7
—Intereses	951.0	1.065.5	285.9	247.7	269.9	254.2	1.057.7	248.5	309.4	294.1	216.4	1.069.2
3. Superávit o Déficit	-1.080.0	-1.156.0	-272.0	-246.7	-157.0	-81.0	-755.9	-144.0	-270.0	-160.6	-485.0	-623.1

Fuente: Banco de la República.

Sin desmedro de la argumentación anterior, es innegable que existieron algunos factores adicionales, incluso más decisivos que la propia devaluación, para la consolidación del comportamiento observado en la cuenta de servicios, tales como: i) las medidas adoptadas por las autoridades del Estado de la Florida dirigidas a fortalecer el control sobre los movimientos y la procedencia de capitales extranjeros que hicieron más riesgoso el “lavado” de dólares; ii) el auge de las exportaciones ilegales de

droga (en particular, cocaína) ocurrido en dicho período; y, iii) ciertos problemas de iliquidez, por lo menos temporal, solucionados por ciertos agentes económicos a través de la “repatriación” de capitales.

#### b. Manejo del comercio exterior

En adición al aceleramiento en el ritmo de devaluación, se actuó decididamente a nivel de la política de importaciones y de exportaciones.

En el frente de las importaciones, es de mencionar, primero, que la medida de los plazos mínimos de giro buscó no sólo incentivar el endeudamiento externo por parte de los importadores, sino principalmente prolongar el período entre el momento de la aprobación de la licencia de importación y el momento del giro al exterior para la cancelación de su costo.

Con ello se lograron importantes efectos cambiarios en 1985, tras haber sido impuesta la medida en octubre de 1984, ya que si bien el valor de los bienes importados descendió en US\$ 293 millones en 1985 con relación a 1984 (según balanza de pagos), el monto de los giros de importación lo hizo en US\$ 774 millones (según balanza cambiaria). Quizá la "bondad" más importante de esta medida consistió en su rápido y efectivo impacto cambiario, lo que permitió atenuar la presión a aplicar otros correctivos que, por lo general, tienen consecuencias poco deseables en el mediano plazo. Tal sería el caso, por ejemplo, de la reducción en el cupo mensual asignado por la Junta Monetaria para la aprobación de licencias de importación. Precisamente, en su eficacia residió la razón por la que ante la consolidación de la bonanza cafetera, se decidiera la eliminación de los plazos mínimos a comienzos de 1986.

Una razón fundamental por la que no sólo no se redujo el cupo de importaciones en 1985, sino que, por lo contrario, hasta se incrementó, fue, sin duda alguna, la efectividad de la medida sobre los plazos mínimos.

Con relación al manejo de los mecanismos para-arancelarios, en particular la licencia previa, se optó por buscar facilitar su manejo administrativo, en aras de propender, por lo menos, por una mínima racionalidad

en la asignación del cupo entre grupos de bienes, en consulta con la existencia de producción nacional de bienes sustitutos y con el carácter de urgencia de su demanda, para así garantizar el normal abastecimiento de materias primas y bienes intermedios requeridos por el aparato productivo doméstico. En este contexto, durante 1985 se procedió a trasladar un conjunto de posiciones arancelarias del régimen de previa al régimen de libre importación, así como del régimen de prohibida al de previa. Ahora bien, con miras a garantizar el cumplimiento de los preceptos de política recién esbozados se liberaron principalmente: i) aquellos bienes en los que el país posee ventaja competitiva en el mercado internacional, ii) bienes no producidos domésticamente por los que no ha existido en el país una demanda relevante, y iii) bienes cuya naturaleza los hace claramente asociables a un tipo de bienes no comerciables. En otras palabras, la liberalización aplicada no buscaba, ni lo tuvo como era de esperar, un impacto digno de destacar sobre el nivel de importaciones de los bienes trasladados al régimen libre, y más bien sí debió tener un importante efecto en favor del descongestionamiento del proceso administrativo para el estudio de los registros de importación a la espera de definición por parte de la Junta de Importaciones.

De cualquier forma, con respecto a la política de liberación de importaciones no debe olvidarse que las autoridades responsables no disponían de total autonomía, dada la condicionalidad impuesta por el Banco Mundial para el otorgamiento de un crédito de apoyo presupuestal y de balanza de pagos, que era crucial en su momento (primer semestre de 1985) tanto para fortalecer el nivel de reservas internacionales del país y para contribuir a reabrir el mercado financiero internacional a Colombia, como,

en fin, para garantizar el cumplimiento de las metas fijadas en el programa de ajuste.

El otro componente importante de la política comercial a partir de 1985, fue la búsqueda de una mayor consistencia y complementariedad a nivel de los diversos instrumentos de promoción a las exportaciones menores, cuando simultáneamente se postulaba la realización de un significativo ajuste de la tasa de cambio real.

En este contexto, la política de promoción propugnaba por el establecimiento de un ingreso neto real por peso (\$) de valor agregado exportado equivalente al vigente en 1975, una vez descontado el subsidio (o impuesto) implícito derivado de la diferencia entre la tasa de cambio real observada a su momento y la promedio de 1975, en su condición de año de referencia para el ajuste cambiario. Con base en tal propósito básico y gracias al proceso de devaluación real del peso, a partir de 1985 se han venido reduciendo el valor promedio y la dispersión del subsidio directo otorgado a las exportaciones no tradicionales. Ello no solamente contribuyó a avanzar en la racionalización de la política de promoción, sino, también, a aliviar su costo fiscal, que hasta este año 1987 era sufragado directamente por el GNC, y, en consecuencia, a aportar en la reducción del ritmo de crecimiento del gasto público.

Desde 1985 se han hecho esfuerzos por mejorar la efectividad del Plan Vallejo y por racionalizar el diseño de la estructura del Certificado de Reembolso Tributario (CERT).

Como es bien conocido, el Plan Vallejo venía funcionando en beneficio de aquellos exportadores que utilizaran insumos importados no producidos localmente. En 1985 esto se buscó modificar, ampliando considerablemente el espectro de usuarios poten-

ciales, al permitirse también la importación de insumos competitivos con la producción nacional<sup>(45)</sup>. Además, se buscó darle mayor automaticidad al esquema mediante la reducción de la tramitología requerida. Así, por ejemplo, se han eliminado siete de los once documentos exigidos anteriormente y el plazo de aprobación de los programas se ha rebajado en 24 días, siendo de diez días en la actualidad.

En cuanto al certificado CERT, el objetivo era compatibilizar la evolución de su nivel y de su estructura con la política cambiaria. A este respecto, cabe subrayar no sólo el que de siete niveles prevalecientes en 1984, se disponga apenas de cuatro en la actualidad, sino, además, el que su nivel promedio y su dispersión se hubieran reducido notoriamente en los últimos tres años.

La continuidad del manejo cambiario, aunada a una progresiva racionalización de los estímulos a las exportaciones no tradicionales, permiten prever, *ceteris paribus*, que la participación de las menores en el total de exportaciones podría llegar a alrededor del 35% en 1990, en contraste con el 26% observado en 1986.

### 3. La consolidación del proceso de ajuste 1986-1987

Entre mediados de 1984 y finales de 1985 se introdujo una primera fase del plan global de ajuste macroeconómico, cuyos componentes han sido discutidos en las secciones precedentes. Al iniciarse 1986 las autoridades se encontraban enfrentadas a dos tipos de limitantes.

(45) Adicionalmente, quedaron cobijados bienes de capital que en el pasado no lo estaban.

Primero, al hecho de que el ajuste obtenido hasta ese momento era vulnerable, especialmente en materia fiscal. En ese sentido, la política económica debía hacer un esfuerzo por consolidar el proceso de ajuste. Ello implicaba mantener unas políticas monetaria y fiscal armónicas, continuar con el objetivo cambiario de conservar o incluso mejorar la posición de la tasa de cambio real, y, finalmente, manejar el endeudamiento externo de manera tal que complementara adecuadamente la generación de ahorro interno, en el contexto de un mercado internacional de capitales aún reticente.

Segundo, la fase de consolidación del proceso de ajuste se producía en el contexto global de un auge externo, iniciado en el último trimestre de 1985. Así, la conducción de la economía debía atender adecuadamente las interrupciones de tipo monetario que podrían ser inducidas por la bonanza cafetera, ante el peligro de que el manejo del excedente de liquidez planteara importantes dificultades e inconsistencias a la política macro de saneamiento. Dichas inconsistencias podrían provenir de diversas fuentes:

1. Un fuerte incentivo a dejar rezagar la tasa de cambio real, con el fin de reducir las presiones sobre la expansión primaria.
2. Un estímulo para reubicar el gasto interno por encima de la trayectoria de largo plazo del ingreso, en la medida en que el ingreso transitorio así lo permitiera.
3. Un incentivo para reducir la "exposición" de la banca comercial internacional en el país, a través del prepago de la deuda externa.
4. Un estímulo para obligar al sector público a buscar fuentes no monetarias de

financiación, en un contexto en el cual los ingresos tributarios, las transferencias o hasta créditos a cargo de los ingresos asociados con el auge externo, no eran, en la mayoría de las veces, ni de rápida ni de libre disponibilidad del Gobierno Nacional.

En adición a estos factores, existían otros no puramente económicos que revestían un potencial desestabilizador importante. Primero, durante 1986 se iría a suceder un cambio de énfasis en el manejo macroeconómico, no sólo por cuanto el gobierno saliente tenía interés en ampliar su nivel de gasto en los últimos cien días, sino también por cuanto era previsible, al menos hacia mediados del año, que el gobierno entrante pudiera desear incrementar el gasto social durante el segundo semestre del año. Segundo, las elecciones de mayo y de junio irían a causar un alto costo fiscal, por gastos asociados con el registro electoral y con el mantenimiento del orden público en el país. Tercero, la visita papal agudizaría un crecimiento coyuntural del gasto durante el primer semestre de 1986.

Pese a los elementos anteriores, la situación fiscal del año resultó ser positiva, al punto de poder ser caracterizada como estable, en términos de sus determinantes de más largo plazo<sup>(46)</sup>. En efecto, como consta en el Cuadro 5, las metas trazadas por el programa macroeconómico fueron cabalmente cumplidas.

Innegablemente, la bonanza cafetera iniciada en 1985 planteó un reto a las autori-

---

(46) Como se recordará, hacia agosto y septiembre de 1986, el nuevo gobierno se quejó de la situación fiscal heredada. En un memorando interno, fechado septiembre 17, Garay muestra cómo la situación corresponde globalmente al plan de enero. El ministro Gaviria, de otra parte, así lo reconoce en su Memoria.

dades gubernamentales por las profundas contradicciones que ella podría traer a la política macroeconómica de ajuste en ejecución, de no adoptarse oportunamente decididas acciones en torno del manejo, de la utilización y de la repartición de los excedentes que se irían generando en el transcurso del tiempo. Era claro que para propender por el saneamiento de la economía no sólo no habría de incrementarse el déficit fiscal del sector público —por ejemplo, aumentándose el gasto a cargo de los recursos excedentarios—, sino que, además, no debería optarse ni por una apertura indiscriminada a las importaciones ni por un drástico desendeudamiento externo, con miras a reducir la presión monetaria resultante de los mayores ingresos “temporales” en moneda extranjera por concepto de las exportaciones del grano. La austeridad fiscal buscada con el programa de ajuste —mediante las reformas impositivas de 1984 y 1985, el ajuste de las tarifas de servicios públicos y la racionalización y el control del gasto público— solamente podría ser garantizada si no se generaran gastos adicionales imprevistos o, en su desmedro, si todo “nuevo” gasto

fuere sustituido por un recorte en la misma cuantía de otro gasto al interior del sector público.

Además, la política cambiaria consistente en mantener por lo menos la tasa real de cambio alcanzada a finales de 1985, e ingredientada con el propósito de incrementar el nivel de reservas internacionales, y la política monetaria comprometida con un manejo “prudente” de la moneda, lo que implicaba que el crecimiento de los medios de pago habían de estar en línea con la evolución del PIB nominal, requería que los excesos “temporales” de liquidez fueren neutralizados bien a través de su congelamiento directo en el Banco de la República o bien mediante una utilización (de tales recursos) destinada a sustituir otras fuentes de financiamiento. Pero dicha sustitución no debería sucederse a costa de las reservas internacionales por contravenir uno de los propósitos básicos de la política de ajuste en el frente externo y, menos aún, ante la incertidumbre creada por el difícil acceso del país al mercado crediticio internacional que se venía experimentando desde la crisis de la deuda latinoamericana.

CUADRO 5

## Relación meta/saldo observado, 1985-1986

	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
1. Reservas internacionales (US\$ millones)	1.00	0.85	0.83	0.83	0.97	0.98	1.00	0.98
2. Crédito al sector público	1.00	1.05	1.08	1.03	1.03	1.18	1.34	1.16
3. Billetes	1.00	1.07	1.11	0.96	1.05	1.05	1.10	1.06
4. Saldo deuda externa pública	—	1.14	1.11	1.02	1.14	1.07	1.09	1.07

Fuente: Banco de la República.

Así mismo, no dejaba de suscitar un serio cuestionamiento el tratamiento tributario que ha usufructuado el Fondo Nacional del Café en los últimos años; debate que adquiriría mayor legitimidad en la medida en que el Fondo resultaba ampliamente beneficiado por la política de devaluación del peso adoptada desde finales de 1984, sin que el denominado "excedente cambiario" hubiere sido objeto de una tasa de tributación equivalente a la aplicada a los ingresos y a las rentas de los otros agentes económicos.

Sin desmedro de lo anterior, vale reconocer que el acuerdo entre el gobierno y el gremio cafetero del 21 de enero de 1986, tendiente a neutralizar el impacto monetario derivado de la bonanza, constituyó un avance "novedoso" en el esquema de concertación que durante varios años ha sido el eje del manejo de este tipo de "excedentes temporales" de liquidez en el país.

El acuerdo buscaba la repartición del excedente en tres componentes equitativos. Un primer componente se destinaría a la capitalización del Fondo Nacional del Café, representado en títulos de deuda emitidos por el Gobierno Nacional y el Banco de la República, con lo cual se habrían de congelar unos \$ 70 mil millones, los que a su vez pasarían a constituir una posible fuente de financiación para el pago del servicio de la deuda pública externa. Un segundo componente se dirigiría a los productores en la forma de Títulos de Ahorro Cafetero —TAC— emitidos por la Federación Nacional de Cafeteros. A su turno, estos recursos se trasladarían de la Federación al Fondo de Garantías y al FFAP. Por último, un tercer componente lo constituirían los préstamos y las transferencias al Gobierno Nacional, cuya utilización estaría atada bien al pago anticipado de la deuda externa o bien a la ejecución de proyectos de inver-

sión en las zonas de influencia cafetera que ya estuvieren incorporados en el presupuesto nacional de 1986.

La aplicación del acuerdo permitió lograr con creces el efecto monetario propuesto, pero, sin embargo, a un costo relativamente elevado para las finanzas públicas por concepto de los intereses incurridos en el congelamiento de recursos excedentarios en el Banco de la República. En efecto, un estimativo conservador lleva a concluir que la congelación implicó un costo nominal equivalente a una tasa de interés del 13% anual. Tasa onerosa si se toma en consideración el subsidio implícito resultante de la ausencia de un esquema fiscal orientado a gravar y transferir una mayor parte de los excedentes cafeteros al GNC, como correspondería si se pretendiera garantizar un trato compatible con el aplicado a otros sectores de la economía.

Dejando de lado los aspectos distributivos, es de aceptar que la bonanza cafetera de 1986 le brindó un margen de maniobra nada despreciable al manejo macroeconómico, tanto por sus innegables efectos directos sobre las finanzas públicas como por sus importantes implicaciones reactivadoras para la actividad productiva doméstica, sin que se hubieren gestado ni un desbordamiento de los medios de pago, ni una pérdida en la disciplina fiscal que se venía buscando consolidar desde finales de 1984, ni una apertura drástica e indiscriminada de la economía a las importaciones.

Una de las lecciones más importantes derivadas del manejo dado al excedente, consiste en el haberse demostrado no solamente que el prepago de la deuda externa es una opción de política particularmente riesgosa, que, al igual que otras medidas dirigidas a esterilizar y neutralizar "excedentes temporales" en moneda extranjera, como por ejemplo, la liberación de impor-

taciones, *no* es defensible a ultranza bajo cualquier circunstancia, sino, además, que existen otros mecanismos para el manejo interno de los excesos de liquidez, suficientes y efectivos como para evitar la generación de serios fenómenos perturbadores en la economía doméstica<sup>(47)</sup>.

Para terminar, vale mencionar otra lección importante dejada por el manejo de la bonanza de 1986, cual es la dificultad legal e institucional para movilizar recursos al interior del sector público. Relacionado con lo anterior, se hizo patente la inexistencia de un esquema fiscal lo suficientemente transparente y eficiente en el tratamiento del Fondo Nacional del Café como el caso mismo así lo amerita.

#### 4. *Una síntesis del comportamiento de los principales agregados macroeconómicos 1984-1987.*

A continuación se presenta a manera de ilustración una breve síntesis del comportamiento observado por los principales agregados macroeconómicos en el período 1984-1986, así como del previsible para el presente año 1987.

En el frente fiscal sobresale el que en 1985 el déficit económico del sector público no financiero hubiera descendido en 2.5 porcentuales con relación al PIB, de los cuales 1.7 puntos correspondieron al GNC. Si bien el déficit del resto del sector público, excluido el Fondo Nacional del Café, se incrementó en 0.5 puntos respecto al PIB, ello se debió más a la necesidad de intensificar la inversión en el caso de ECOPE-TROL y de CARBOCOL, y de culminar otros proyectos en avanzado estado de ejecución, en especial en el sector eléctrico, antes que a un deterioro en el dinamismo del ahorro corriente público (el cual subió del 3.3% del PIB en 1984 al 5.8% en 1985).

Mención especial amerita el esfuerzo realizado a nivel del GNC, tanto por el importante aumento registrado en sus ingresos corrientes, al pasar del 8.0% al 9.3% del PIB en un solo año, como por la baja en 0.7 puntos porcentuales del PIB experimentada en sus gastos corrientes. Ello se vio reflejado con claridad en los requerimientos de financiamiento del GNC con el Banco de la República, que se lograron reducir a una tercera parte (en términos nominales), y en el cambio significativo en la composición del financiamiento del déficit del sector público, con una reducción del 4.8% al 0.5% del PIB experimentado por el crédito doméstico neto.

Durante 1986 y 1987 ha continuado el proceso de saneamiento de las finanzas públicas, aunque con una menor intensidad que en 1985, en la medida en que el déficit fiscal consolidado, excluido el Fondo del Café, se rebajó del 5.6% al 2.3% del PIB en 1986, previéndose una ligera baja adicional en el presente año. A diferencia de 1985, el ajuste en 1986 fue compartido equilibradamente entre el GNC y el resto del sector público, lo que se propone conservar en 1987, pero que a partir del año entrante habrá de variar sustancialmente en razón al papel de "agente catalizador" que se le asigna al GNC en la ejecución del plan social del gobierno actual.

En efecto, si bien se iría a continuar reduciendo paulatinamente el déficit total en lo que resta de la década, hasta llegar a alrededor de un 2.5% del PIB, el GNC duplicaría su déficit fiscal (en términos del PIB) durante 1987, ascendiendo de un 0.8% a un 1.5%, a costa de la reducción del déficit en

(47) El manejo monetario se estructuró alrededor del llamado "Acuerdo Cafetero" de enero 21, el cual se describe con algún detalle en las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República*, febrero de 1986.

el resto del sector público. Ello, gracias a la reorientación del gasto público consistente en una rebaja sustancial en la inversión capital-intensiva, especialmente de ECO-PETROL, de CARBOCOL y de generación eléctrica (al pasar paulatinamente de un 1.8%, 0.8% y 1.9% del PIB en 1985 a un 1.1%, 0.2% y 1.4% del PIB en el bienio 1987-1988, respectivamente), a favor de la inversión del GNC, con prelación en los sectores sociales (ascendiendo del 2.0% del PIB en 1985 a un 2.2% en 1987 y hasta un 2.6% en 1988).

En el área externa resaltan el ajuste de la tasa real de cambio, el fortalecimiento de la situación de reservas internacionales auspiciado por una recuperación de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y el mejoramiento relativo del perfil del financiamiento externo.

Como se ha mencionado en varias oportunidades, en 1985 se logró una ganancia de unos veintiocho puntos porcentuales en el índice de tasa de cambio real, la cual fue reforzada al incrementarse en ocho puntos adicionales durante 1986, siendo propósito el mantenerla en el próximo futuro al nivel alcanzado a finales del año pasado.

Si bien el manejo cambiario pudo contribuir en alguna medida a la disminución del déficit en la cuenta de servicios de la balanza cambiaria, es evidente que existieron otros factores exógenos determinantes que reforzaron la mejoría de la balanza comercial observada en 1985 (al pasar de un déficit de US\$ 409 millones en 1984 a un superávit de US\$ 149 millones en 1985), hasta el punto de haber permitido un ajuste en la cuenta corriente superior a los US\$ 800 millones (ver sección II. B. 2.a.).

En lo que hace a la balanza comercial es de destacar que las exportaciones menores, en

particular las industriales, empezaron a crecer nuevamente desde finales de 1984, de un ritmo anual del 1.3% en dicho año a uno del 25.5% en 1986 y a uno todavía superior en 1987, después de haber decrecido a una tasa anual promedio inferior al -8% en el trienio 1981-1983. La favorable evolución reciente de las menores ha estado acompañada por las nuevas exportaciones de petróleo y de carbón, que llegarán a triplicarse (en dólares) entre 1984 y 1987. Además del sustancial ajuste de la tasa de cambio, la racionalización de la estructura del CERT, la automaticidad introducida al Plan Vallejo, la estabilidad de la política de promoción y la permanencia de niveles sustanciales de crédito a la exportación (en términos comparativos al resto de sectores de la economía) ocurridas a través de los tres últimos años, han debido contribuir a dicho comportamiento.

Por su parte, las importaciones diferentes a las de combustibles han experimentado cambios importantes desde 1984-1985: Primero, en su composición entre las privadas y las oficiales, en favor de las primeras, como resultado de la culminación a los grandes proyectos de inversión en petróleo, en carbón y en generación eléctrica, y de la reorientación del gasto público a programas y proyectos de baja intensidad de capital y de moderado contenido importado. En efecto, de una participación promedio del 29% para el período 1981-1984, las importaciones oficiales han llegado a participar apenas con el 18% y con el 13% del total de importaciones registradas en 1986 y en el primer semestre de 1987. Segundo, en su valor total, al haber descendido de US\$ 3.582 millones en 1984 a US\$ 3.260 millones en 1986, debido a una baja sustancial en las importaciones oficiales cercana al 30% (en dólares), que contribuyó a evitar el desabastecimiento de bienes foráneos demandados por la actividad productiva

doméstica. Para lo que resta de la década se prevé un incremento anual de alrededor del 9% (en dólares) para las importaciones no petroleras, que dado el plan de inversión pública, resulta claramente compatible con un crecimiento de la economía superior a un 5% al año.

El traslado gradual y selectivo de bienes no competitivos con la producción interna del régimen de licencia previa al régimen de libre importación, ocurrido especialmente entre el segundo trimestre de 1985 y mediados de 1986 (al incrementarse de 23 a alrededor de 1800 el número de posiciones arancelarias del régimen de libre importación) y la sistematización de información sobre la evolución de las solicitudes a nivel importado y por bien arancelario, contribuyeron a agilizar el proceso administrativo de tramitación de las solicitudes de importación y facilitaron una razonable asignación del cupo disponible, limitado por cierto a apenas US\$ 250 millones mensuales, al punto de que no se registraron problemas importantes para un adecuado abastecimiento de materias primas y de bienes intermedios importados necesarios para la producción doméstica.

Respecto a la cuenta de servicios de la balanza de pagos es de anotar que su deterioro en 1985 fue debido fundamentalmente al aumento en el pago de intereses de deuda externa (por US\$ 190 millones) y su leve recuperación en 1986 (por US\$ 43 millones) se logró por el incremento en ingresos no financieros, al tiempo que los intereses de la deuda mostraban apenas un modesto crecimiento (por US\$ 35 millones). No obstante lo anterior, la muy favorable evolución de las transferencias, en particular de los ingresos por servicios personales (que pasaron de US\$ 299 millones en 1984 a US\$ 460 y US\$ 770 millones en 1985 y 1986), permitió la estabilización del

valor de la balanza conjunta de servicios y de transferencias, por lo que, al fin de cuentas, los cambios en la cuenta corriente reflejaron los movimientos en la balanza comercial durante el bienio.

El ajuste cambiario acompañado por otros factores decisivos como el auge de la exportación ilegal de drogas en 1985 (especialmente en el primer semestre), el control al "lavado" de dólares adoptado por el Estado de la Florida y la "repatriación" de capitales, explican, en esencia, el comportamiento de los ingresos personales y de servicios en el período.

En lo que hace a la cuenta de capitales se destaca el elevado nivel de inversión extranjera directa alcanzado en el bienio 1985-1986 (por US\$ 700 millones al año en comparación, por ejemplo, a US\$ 270 millones anuales en el bienio 1981-1982 o a US\$ 530 millones al año en el bienio 1983-1984), asociada especialmente con los proyectos Cravo Norte y Cerrejón, así como el significativo financiamiento externo neto que recibió el país en esos dos años (al pasar de US\$ 915 millones anuales en el período 1980-1982 a US\$ 1.386 millones por año en el bienio 1985-1986). Si bien en principio no deja de extrañar que en pleno proceso de ajuste se incrementara el endeudamiento externo con tal intensidad, debe recordarse que cerca de US\$ 550 millones del crédito "Jumbo" contratado con la banca comercial en 1985 (por US\$ 1.000 millones) y desembolsado en 1986, fueron destinados a los proyectos de exportación de petróleo y de carbón, y que alrededor de US\$ 400 millones provenientes del Banco Mundial correspondieron a dos créditos de programa para el apoyo de reformas de política en las áreas de comercio exterior y agrícola. De ahí que los US\$ 1.300 millones "adicionales" o "extras", por así decirlo, que se desembolsaron en el bienio 1985-

1986 con respecto a los niveles promedio observados en los primeros años de esta década, unos US\$ 1.000 millones estaban dirigidos a reforzar el programa de ajuste y a financiar inversiones orientadas a la exportación.

El aumento en la "exposición" en el sector público por fuente crediticia resultó relativamente equilibrado entre las dos más importantes durante el bienio 1985-1986 (US\$ 1.113 millones para la banca multilateral y US\$ 1.043 millones para la banca comercial), después de que en el primer quinquenio de la década la banca comercial había contribuido por sí sola con más de la mitad del endeudamiento neto (con US\$ 2.500 de los US\$ 4.880 millones) y la multilateral con apenas una tercera parte. Este perfil de financiamiento variará drásticamente en lo que resta de la década, cuando se buscará tanto mantener la "exposición" nominal de la banca comercial como aumentar la de la banca multilateral y bilateral (en unos US\$ 361 y US\$ 114 millones al año en el período 1987-1990, respectivamente), con miras a propender por un mejoramiento de las condiciones y términos financieros de la deuda externa del país.

En efecto, de seguirse el plan de endeudamiento externo planteado se podrá ir reduciendo paulatinamente el peso del servicio de la deuda, consecuente con un descenso del saldo de la misma deuda en términos del PIB, en la medida en que el servicio bajaría de un 47% de las exportaciones de bienes y servicios no financieros en 1987 a un 43% en 1990 y a un 35% en 1992, en tanto que el saldo de deuda descendería de un 43% del PIB en 1987 a un 36% en 1990 y a un 32% en 1992.

Como resultado de todo lo anterior, las reservas internacionales crecieron US\$ 270

millones y US\$ 1.411 millones en 1985 y 1986 respectivamente, después de haber caído US\$ 3.834 millones en el período 1981-1984, al punto en que el número de meses de importación de bienes equivalente al saldo de reservas a finales de 1986 recuperó el nivel experimentado en 1982 (unos once meses), duplicándose, así, en dos años tal nivel (en 1984 había sido apenas 5.4 meses). Obviamente, el principal impacto del ajuste cambiario y fiscal iniciado a finales de 1984 hubo de ser la reversión de la tendencia a la caída de reservas, a la salida de capitales (que alcanzó su mayor nivel en el bienio 1983-1984) y al recorte de las líneas comerciales de crédito externo, experimentada a partir del último trimestre de dicho año, ya que la definitiva consolidación del nivel de reservas se sucedió en 1986 gracias fundamentalmente a la bonanza cafetera (que implicó ingresos externos adicionales del orden de los US\$ 1.600 millones), aunque también, en alguna medida, a la reducción del valor de las importaciones y al crecimiento de otras exportaciones. Es previsible que en 1987 se logre estabilizar el nivel de reservas y que el año entrante se pueda incrementar en unos US\$ 200 millones, para, luego, mantenerse durante el resto de la década.

En el sector real de la economía se produjeron sustanciales cambios cuando de un crecimiento real del producto interno bruto del 3.4% en 1984, se descendió a uno del 2.5% en 1985, para, posteriormente, contando con el impacto favorable de la bonanza cafetera, con el ajuste en el frente cambiario y con la reducción del déficit fiscal, llegar a alcanzar un ritmo superior al 5% para el bienio 1986-1987. Si bien el crecimiento en 1985 deja mucho que desear si se le compara con la tendencia histórica, no debe perderse de vista que el ritmo promedio del período 1981-1983 fue inferior al 1.8% y que, precisamente, en ese lapso se

agudizó el desempleo (al pasar de un 7.0% a un 12.5%). Sin querer desconocer el impacto recesivo que hubo de tener el programa de ajuste en 1985, no cabe duda que parte importante de la desaceleración del crecimiento y del incremento en el desempleo se debió a problemas de índole estructural que han venido aquejando a la economía colombiana desde mediados de los setenta.

Las perspectivas macroeconómicas de mediano plazo posibilitarían, en principio, un crecimiento ampliamente satisfactorio en la medida en que se satisfagan ciertas condiciones básicas, tales como el mantenimiento y la consolidación del ajuste fiscal y cambiario alcanzado, la aplicación de una cuidadosa y selectiva política de importaciones, la adopción de una rigurosa estrategia de control a la inflación y la decisiva reacción de la iniciativa privada para realizar inversión productiva que permita ir recuperando el atraso de la inversión observado aun desde mediados de la misma década pasada. Si no se observa un equilibrio adecuado entre tales condiciones, se corre un alto riesgo de que el aumento de la demanda interna derivado del gasto social previsto por el plan de desarrollo 1987-1990, pueda resultar más en un aumento indeseable en el ritmo inflacionario y/o en una apertura indiscriminada de las importaciones y, en general, en mayores desequilibrios en la economía, antes que en un crecimiento económico sostenido bajo condiciones de relativa estabilidad fiscal, cambiaria y monetaria. Lo que de ocurrir así, atentaría definitivamente contra la viabilidad del plan de la economía social.

### ***C. Sobre la asignación de los costos***

#### ***1. Introducción***

El conjunto de las políticas macroeconómicas dirigidas a adecuar el flujo inter-

temporal de ingresos con el del gasto agregado y tendientes a estabilizar los déficit fiscal y externo a niveles compatibles con un crecimiento sostenido en el mediano y largo plazo, en el cual se ubica claramente la política de ajuste seguida por Colombia entre mediados de 1984 y el presente, ha sido duramente cuestionada desde dos perspectivas diferentes. En primer lugar, por cuanto al menos en el corto plazo, conlleva efectos recesivos en algunos casos sustanciales. En segundo lugar, por cuanto los costos del ajuste se distribuyen inequitativamente entre los distintos grupos de la sociedad.

El eje del primer grupo de cuestionamientos se refiere al hecho de que la adecuación entre ingresos y gastos se realiza sobre la base de una contracción del gasto agregado, mediada por una reducción en el ritmo de crecimiento de la oferta monetaria y por una elevación de los tipos internos de interés. En condiciones donde el nivel de producción está determinado por la demanda agregada, esto implicaría, de manera clara, una reducción del ingreso real o, al menos, de su ritmo de crecimiento.

De otra parte, el segundo grupo de críticas gira en torno de la convicción de que una elevada proporción de la disminución en el ingreso real de corto plazo, recae sobre la masa salarial, tanto por la reducción en los niveles de empleo asalariado como por la caída en los salarios reales que usualmente se producen al aplicar una política de ajuste macroeconómico.

Tales argumentos, sin embargo, se desarrollan básicamente desde una perspectiva de corto plazo, razón por la cual resulta útil comenzar por estudiar las interrelaciones entre los efectos de corto plazo y las implicaciones de largo plazo de las políticas de ajuste. Es evidente que la noción misma de

ajuste y, más específicamente, las nociones referidas a su ámbito temporal, a su profundidad y a su naturaleza se subordinan al tipo de esquema teórico en el cual son enmarcadas. En particular, al tipo de equilibrio o de desequilibrio al que hace referencia su argumentación analítica, al tipo de intervención estatal que se considere adecuado y a los criterios que definen, a la postre, los objetivos mismos de la política económica.

A este respecto, un proceso de ajuste de tipo ortodoxo parte, en primer lugar, del principio según el cual la dinámica económica global ha de estar regida por la acción de las fuerzas del mercado. Así, entre más distante sea la senda de corto plazo seguida por la economía, respecto de la senda señalada por el mercado, mayor será, *ceteris paribus*, el ajuste en intensidad y amplitud (dirigido o automático) que habrá de realizarse en algún debido momento. En segundo término, el ajuste ortodoxo se adopta mediante un tratamiento tipo choque dirigido a modificar el conjunto de precios relativos, adecuándolo a la "hipotética" situación de equilibrio de los mercados interno y externo.

Específicamente, la concepción ortodoxa plantea una estrecha vinculación entre el flujo de ingresos, de gastos y de financiamiento, de un lado, y el movimiento de las reservas internacionales, del otro. Además, liga íntimamente la evolución del nivel de reservas con la situación monetaria, específicamente con la diferencia entre el crecimiento de la demanda por saldos reales y el crecimiento del crédito bancario para la financiación del gasto privado y público. De ahí que, según esta óptica, una mejora del déficit fiscal en el corto plazo se ha de buscar mediante una reducción en el nivel real del gasto, la que se garantizaría reformando el régimen fiscal. Si los precios

no son totalmente flexibles en el corto plazo, esta reducción del gasto se acompañaría usualmente con medidas dirigidas a reorientarlo (*expenditure switch*), entre las cuales, se distingue como ejemplo clásico el manejo cambiario.

## 2. Efectos contractivos del ajuste ortodoxo

Como se desprende del Capítulo I de este trabajo, la reducción del gasto nominal tiene claros impactos sobre el nivel de actividad económica, en la medida en que el "choque" genera una serie de efectos sobre los precios y sobre las cantidades que no pueden ser establecidos *ex-ante*, aunque, por lo general, un resultado primordial del ajuste, al menos en el corto plazo, se manifiesta en la evolución del PIB real. El efecto contractivo de las políticas de reducción del gasto interactúa con los impactos de corto plazo derivados de las políticas de reorientación del gasto y del ahorro domésticos, por ejemplo con los de la devaluación y la liberalización comercial.

La argumentación relacionada con los efectos contractivos de la devaluación tiene justificaciones analíticas muy claras y, además, tiene a su favor alguna evidencia empírica<sup>(48)</sup>. La segunda tiene menos precedentes en la literatura teórica, pero ha venido ganando terreno recientemente<sup>(49)</sup>.

En adición a estos efectos contractivos derivados tanto de la reducción como de la reorientación del gasto, se ha argumentado

(48) Los efectos contractivos de la devaluación derivados de la demanda son presentados analíticamente en el célebre trabajo de Krugman y Taylor (1978). Glyfason y Rislauer (1984) discuten mecanismos de oferta a través de los cuales puede haber contracción. Edwards (1985) presenta alguna evidencia de tipo empírico.

(49) Ver: Ocampo (1985) para una síntesis de la literatura y una formalización.

que es difícil que en el corto plazo los efectos expansivos que se pueden derivar de estas políticas lleguen a compensarlos adecuadamente.

El cuestionamiento hace relación a si este efecto contractivo inicial resulta, o no, compensado por los efectos de mayor plazo asociados con el posible retorno de la economía a una senda intertemporal más acorde con la situación actual y las perspectivas de los diversos mercados. Esta asociación entre el corto y el largo plazo constituye el eje fundamental de la argumentación de los defensores de los procesos de ajuste de tipo ortodoxo. Según ellos, un proceso sostenido de crecimiento económico es incompatible con el mantenimiento de una posición macroeconómica alejada del equilibrio de los mercados. En versiones *extremas*, ello implicaría la negación del patrón histórico de acumulación de capital y de la división del trabajo, al aducir la necesidad tanto de reducir a su mínimo la intervención del aparato estatal como de contrarrestar toda aquella otra causal de interferencia a las señales del mercado. El grado de correspondencia entre la forma de acumulación y la división del trabajo observados inicialmente y la implicada por una estricta determinación ortodoxa de libre mercado, determina el grado de transformación requerida y, por tanto, la naturaleza, la duración y la profundidad del proceso de ajuste a ser adoptado.

Sin embargo, existen dos tipos de situaciones en las que se reducirían la intensidad del ajuste y el costo macroeconómico que se asumiría por ello, a saber: Primero, el que el objetivo no sea modificar estructuralmente el patrón de crecimiento histórico, sino, más bien, el adecuarlo a modificaciones *no* coyunturales en la dinámica de los mercados; y, segundo, el que exista una cierta correspondencia entre la estructura

macroeconómica inicial y aquella que se pretende alcanzar mediante el proceso de ajuste. En condiciones donde exista una amplia correspondencia estructural y un objetivo global acorde con el patrón histórico de crecimiento, el proceso se puede caracterizar más como uno de saneamiento, que como uno de reestructuración macroeconómica.

Un elemento adicional para el estudio del ajuste es el relacionado con el entorno internacional al que se encuentra enfrentada la economía, ya que si éste se contrapone a la orientación del ajuste, se corre el peligro no sólo de que no se corrijan los desequilibrios existentes, sino que se acentúen aun más, y de que el efecto desestabilizador resultante lleve a profundizar y prolongar su carácter recesivo. Esto es particularmente relevante en lo que hace a las contradicciones que existen en el presente entre países industrializados y el resto del mundo, en torno de la división internacional del trabajo y de las relaciones de poder al interior del sistema financiero internacional.

A este respecto, vale la pena mencionar que en la actualidad todavía subsiste una seria contradicción entre los programas tradicionales de ajuste que ha venido promoviendo el Fondo Monetario y las políticas económicas de los países industrializados (especialmente la de Estados Unidos). Por un lado, en el campo comercial en el mundo desarrollado se ha ido consolidando una política proteccionista en favor de sus industrias competidoras con las importaciones procedentes de países de menor desarrollo relativo, a pesar de que el ajuste en estos últimos promueve una apertura hacia el exterior de sus economías. Por otro lado, en el campo monetario la existencia de una(s) moneda(s) nacional (es) como patrón(es) del sistema interna-

cional de cambios, rompe con al menos uno de los principios básicos de la óptica teórica que guían la intervención del Fondo Monetario. Aparte de otras razones, es ante esta circunstancia que si bien el Fondo asume el papel de "auditor central de última instancia" de las políticas económicas de los países en desarrollo, elude el ejercicio de esta función en el caso de las economías líderes, coadyuvando a la consolidación de graves contradicciones, ineficiencias, asimetrías e inequidades en el proceso de ajuste económico del sistema capitalista.

Existe otro tipo de cuestionamiento referido ya no tanto a la naturaleza, sino más bien a la implementación de este tipo de procesos de ajuste. Como queda claro de la discusión inicial y del Capítulo I de este trabajo, el proceso de ajuste se define en términos de un programa financiero, para cuyo diseño se asumen exógenamente escenarios alternativos sobre el comportamiento del financiamiento externo, así como sobre la evolución de un grupo de variables macroeconómicas básicas, tales como el ritmo de crecimiento del PIB nominal, el índice de inflación, la tasa de devaluación, los tipos (internos y externos) de interés, el valor de las exportaciones y de las importaciones.

Con base en estas trayectorias y de acuerdo con la política fiscal adoptada, se define el conjunto de escenarios para los cuales ha de proyectarse tanto el déficit del sector público y su financiación, como la relación entre éste y la financiación del sector privado. Estas proyecciones se pueden hacer bajo diversos escenarios macroeconómicos y ellas deben, de cierta manera, converger a valores esperados razonables. En este proceso de especificación y de simulación de escenarios queda explícito el que las metas establecidas para las variables

exógenas son cruciales en la definición de los valores resultado, o en otras palabras, de las metas resultantes para las variables endógenas. Tales variables son de índole monetario, especialmente<sup>(50)</sup>. Ahora bien, es bastante cuestionable el que se le asigne una estricta exogeneidad al comportamiento de variables que supuestamente *no* están bajo el control total de las autoridades. Tal es el caso, por ejemplo, del déficit público, el cual, como se ha venido discutiendo en la literatura teórica, es muy sensible, entre otros factores, al comportamiento de la tasa de cambio y del nivel de precios<sup>(51)</sup>.

En el caso de que existiera un grado importante de endogeneidad, la interrelación dinámica entre las metas y los instrumentos debe ser tenida en cuenta, o, de otra manera, se incurriría en errores de magnitud nada despreciable. Operacionalmente, se debe establecer la posibilidad de flexibilizar las metas de tal manera que las endogeneidades del tipo mencionado puedan ser consideradas con cierta propiedad.

Ahora bien, dado el interés y, por qué no, la necesidad por garantizar y preservar la credibilidad y la continuidad de la política de ajuste, por lo general en la práctica las autoridades responsables desean obtener resultados "visibles" con relativa prontitud y especial eficacia. En concordancia con ello, se tiende a adoptar supuestos "cautelosos" sobre el comportamiento de los ingresos, tanto internos (p.e. por concepto de los tributos indirectos) como externos (p.e. a nivel de los precios y cantidades de exportación), y sobre la efectividad del control al gasto público, lo cual puede con-

(50) Ver el Capítulo II para una discusión sobre las metas pactadas en el caso colombiano.

(51) Ver: Fernández, R. (1987).

ducir, al menos en una primera etapa del proceso, a la aplicación de medidas correctivas con una intensidad mayor y quizás en un ámbito más amplio que lo que se requeriría bajo condiciones “normales” para lograr un determinado ajuste.

En consecuencia de todo lo anterior, en el proceso de diseño y de ejecución de un programa de ajuste se puede gestar al menos temporalmente un sesgo por sobrevaloración de la magnitud (inicial) de los correctivos propuestos, con los consecuentes impactos recesivos y regresivos que de ello se derivan.

### 3. *Ajuste cuasi-expansivo y ajuste heterodoxo*

La discusión anterior permite concluir, de manera clara, que si bien un proceso de ajuste macroeconómico de tipo ortodoxo tiene efectos recesivos directos, el estudio de un proceso particular debe considerar tanto su intensidad como su duración, con el fin de evaluar sus consecuencias en términos del grado de recesividad productiva y de regresividad distributiva.

El proceso de ajuste colombiano partió de la idea de que las señales de los diversos mercados no se veían reflejadas con propiedad en las decisiones de los agentes privados y públicos. Empero, no cuestionó ni la naturaleza de largo plazo del proceso de acumulación de capital y de división del trabajo, ni modificó estructuralmente el tipo de interrelación entre el Estado y la actividad económica. En la medida en que éstas fueron las características globales inherentes al plan de ajuste, resulta evidente que la fase recesiva asociada con el mismo no debió tener ni la magnitud ni la duración de las de un proceso de ajuste estructural de “puro” corte ortodoxo.

De otra parte, para evaluar la “bondad” del tipo y de la intensidad del programa de ajuste adoptado, resulta indispensable delimitar con claridad y caracterizar con precisión las diferentes alternativas de manejo macroeconómico disponibles a mediados de 1984 a las autoridades gubernamentales, con el fin de comparar la trayectoria del ajuste aplicado con las trayectorias que hubieran eventualmente regido bajo dichos escenarios alternativos de manejo. Para comenzar basta con anotar que bajo las condiciones globales observadas en dicha época, la ausencia de algún tipo de medidas de política orientadas a la búsqueda de un reordenamiento de la economía hubiera conducido probablemente a una crisis cambiaria en poco tiempo. De haberse sucedido, el ajuste requerido para superar la crisis habría sido correspondientemente más profundo y perdurable, lo que hubiera conllevado unos costos de tipo macroeconómico correlativos a la magnitud del desequilibrio inicial. Por ello, es poco defendible toda posición que sustente a ultranza la inconveniencia de la adopción de cualquier programa monetario, fiscal y cambiario tendiente a actuar sobre la dinámica de desequilibrio de la economía.

Claro está que existen esquemas alternativos de ajuste, cuya “bondad” varía dependiendo de la naturaleza, de la profundidad y del ámbito de la dinámica del desequilibrio. Recientemente en América Latina se ha aplicado un tipo de programas “no-ortodoxos” de choque, siendo su propósito fundamental la reducción de crecientes ritmos inflacionarios, ubicados a niveles muy superiores a los observados históricamente, que estaban causando graves problemas a sus economías, tales como la desmonetización, la pérdida de liquidez internacional y la sobrevaluación cambiaria.

La noción teórica que fundamenta tal esquema de intervención sobre la economía es la de que una gran parte del proceso inflacionario se genera: i) por la presencia de arreglos institucionales en la fijación de precios, materializándose en la práctica en una indexación más o menos generalizada a través del conjunto de precios; ii) por la formación de expectativas especulativas; y, iii) por la consecuente interrelación entre salarios, precios y tasa de cambio. De esta forma, la medida inicial fue congelar los precios con el fin de alterar la percepción de los agentes económicos y detener, así, el componente inercial del proceso inflacionario<sup>(52)</sup>.

Adicionalmente, se procedió a instaurar una reforma monetaria con el fin básico de expandir la liquidez y de reducir las tasas de interés domésticas, en lo que Arida y Lara-Resende (1986) denominan como "desindexación a través de la indexación de la moneda".

En Argentina, la primera fase del plan Austral se inició en junio de 1985 y comprendió no sólo la congelación de los precios y los salarios, sino también la del tipo de cambio tras una devaluación inicial del peso. Se trazó, igualmente, una meta para el déficit fiscal y se redujeron las tasas de interés.

En Perú, el diseño de la nueva política económica de Alan García se hizo operativa en agosto del mismo año 1985 y, de igual manera que en Argentina, comprendió tanto la congelación de precios como un reajuste inicial de la tasa de cambio y una reducción administrativa de los tipos de interés. Los salarios fueron incrementados en grado importante y se optó por restringir el servicio de la deuda externa. Con el fin de remonetizar la economía, se instauró un régimen cambiario dual en el

cual las operaciones de capital recibían una prima del 25% y se prohibía la tenencia de activos denominados en moneda extranjera.

Finalmente, en Brasil se implementó el primer plan Cruzado en febrero de 1986, partiendo de una congelación de precios y de la tasa de cambio; en cuanto a los salarios, se operacionalizó un complejo esquema de conversión a la nueva moneda que buscaba reducir el grado de indexación<sup>(53)</sup>.

En todos los casos, las medidas iniciales fueron complementadas en poco tiempo con políticas adicionales. En Perú, los mecanismos de control se reforzaron en febrero de 1986 con una reducción adicional de las tasas de interés, con un nuevo incremento salarial y con una modificación tributaria<sup>(54)</sup>. En Brasil se volvió al esquema de las minidevaluaciones en octubre de 1986, se incrementó la carga fiscal en noviembre, se introdujo una escala móvil de salarios en enero de 1987 y se suspendió el pago de la deuda externa comercial en el pasado febrero. Por su parte, en Argentina se reajustaron precios en el primer trimestre de 1986 y para septiembre se retornó a un control aun más estricto de los mismos.

En general, el impacto inicial de los programas de choque fue una reducción del ritmo inflacionario bastante significativa. Empero, al poco tiempo se empezaron a

---

(52) Para un desarrollo más completo de la noción de inflación inercial y su conceptualización teórica, ver: Ocampo, J. A., (1983), Precios internacionales, tipo de cambio e inflación: Un enfoque heterodoxo, *El Trimestre económico*.

(53) Ver: Baumgarten, A. L. (1987), "Some Views on the Brazilian Exchange Policies", *Mimeo*, Banco de la República.

(54) Para un mayor detalle, ver: Thorp, R. (1987), "The Apra Alternative in Peru", *Mimeo*.

presentar en todos ellos rebrotes inflacionarios importantes. El caso más dramático ha sido el brasileño, donde a fines de 1986 la inflación se aceleró rápidamente, al punto de que para comienzos de 1987 ya alcanzaba el 15% mensual. En Perú, el IPC en 1986 alcanzó un ritmo de crecimiento del 4.2% mensual, pero en 1987 subió a un 6% mensual. En Argentina, a comienzos de 1987 el ritmo inflacionario se acercó al 9% mensual. A diferencia, los salarios reales han mostrado ciertamente una menor inestabilidad a lo largo del ajuste, con claras tendencias al alza en Brasil y Perú, al menos en lo que hace hasta finales de 1986. Sin embargo, con el rebrote inflacionario, empiezan a caer nuevamente en 1987.

En cuanto al crecimiento económico, es notable la recuperación bastante inmediata, lo cual lleva a plantear que la reducción súbita en el ritmo inflacionario, acompañada con un aumento significativo de la demanda efectiva por la expansión de la liquidez primaria y por su impacto en la reducción de la tasa de interés nominal, produce efectos reactivadores significativos en el corto plazo. Así, por ejemplo, durante 1986 Argentina creció en un 5.5%, Brasil en 8% y Perú en 8.5%; salvo en el caso brasileño, ello implicó una importante reversión respecto de lo ocurrido a lo largo de la década. No obstante lo anterior, la experiencia observada sí plantea serias dudas sobre si a fin de garantizar la continuidad del crecimiento no resulta indispensable adoptar otras medidas de ajuste de carácter estructural para actuar sobre desequilibrios en campos como el fiscal y el cambiario.

Estos programas de ajuste estuvieron acompañados de una estrategia de manejo de la deuda externa diferente a la seguida por Colombia. Específicamente, en una pri-

mera fase se optó por restringir la carga del servicio a través de sucesivas reestructuraciones como en el caso de Argentina y Brasil, o por limitar a un tope máximo el pago del servicio como en el caso peruano. Una segunda fase pareciera haberse iniciado con la declaratoria de moratoria parcial por parte del Brasil a comienzos de 1987.

Estas políticas eran consecuentes con el deseo de brindar suficiente liquidez a la economía y se produjeron en un contexto de relativa "fragilidad" negociadora por parte de la banca. Reseñando la experiencia de los tres países, Ocampo (1987) plantea que la restricción de divisas puede llegar a convertirse en una barrera insalvable para los propósitos de estabilidad y de crecimiento implícitos en los planes de tipo heterodoxo. Cabe preguntar, por tanto, si el aumento de liquidez internacional durante el corto plazo compensa con creces la mayor dificultad de acceder a créditos frescos en el mediano plazo que puede derivarse de la misma estrategia de reestructuración y, en particular, de la moratoria de la deuda externa<sup>(55)</sup>.

Este tipo de políticas de choque, una vez introducidas las debidas adecuaciones del caso que permitan superar sus principales deficiencias y vacíos, resulta ser adecuado en el contexto de un proceso inflacionario agudo como el observado en esos tres países. Claramente, este no era el caso de Colombia, razón por la cual ese tipo de terapia heterodoxa no constituía una alternativa plausible para aplicar directamente a la economía nacional.

---

(55) Una discusión al respecto está contenida en: FESCOL-FEDESARROLLO. (1987), *La Política de endeudamiento externo*. (Debates sobre Coyuntura Económica No. 6).

#### 4. *Algunas reflexiones sobre el caso colombiano*

El conjunto de las políticas fiscales y externas descritas en párrafos anteriores de este capítulo y diseñadas con el fin de hacer frente al desequilibrio macroeconómico analizado en el Capítulo I, revistió un carácter estructural. Dicha perspectiva de la acción gubernamental podría resultar ser defensible desde el punto de vista conceptual, en la medida en que la naturaleza del desajuste revistiera también dicho carácter.

Cabe poca duda de que la economía colombiana se encontraba transitando en una senda de gasto agregado insostenible en el mediano plazo, en razón a que su evolución superaba a la dinámica del ingreso y del financiamiento externo, y debido a que el deterioro en la posición externa del país observado desde 1980, constituía un factor cada vez más decisivo en el proceso de desajuste de la economía. Hacia mediados de 1984 el riesgo de una eventual crisis cambiaria, que no sería otra cosa diferente que la culminación de tal proceso, era incuestionablemente elevado.

Ahora bien, la estrategia de la política económica adoptada en esa época, así como el monto y la distribución de los costos que implicó, deben ser analizados con referencia a alternativas plausibles, dadas las limitaciones de orden económico y extra-económico involucradas. Una limitante fundamental era el requerimiento de divisas a cargo de financiamiento externo proveniente de la banca comercial, debido a la inflexibilidad de los proyectos prioritarios de inversión altamente intensivos en capital y en crédito externo, característica básica que acotaba por sí misma el espectro de alternativas de manejo macroeconómico,

más aún con el advenimiento de la crisis de la deuda latinoamericana y el consecuente cierre del mercado internacional de capitales que ello implicó para países del área como Colombia.

El conjunto de alternativas plausibles, por tanto, estaba condicionado por dos tipos de factores claramente distinguibles entre sí. De un lado, por el carácter estructural que irremediamente debía asumir el ajuste. De otro lado, por la necesidad de que la política económica adoptada maximizara las posibilidades de obtener recursos "frescos" de crédito externo en un lapso razonable de tiempo. Es, precisamente, bajo estas dos grandes condicionantes que se adoptó la decisión de llevar a la práctica un programa de ajuste de corte ortodoxo, sin desmedro de que en algunos casos se hubieren aplicado importantes modalidades y mecanismos no propiamente defensables a la luz de dicha óptica.

En general, los costos del ajuste pueden ser enmarcados en tres instancias diferentes, íntimamente vinculadas con el proceso, a saber: intensidad, ámbito y duración.

Una característica fundamental del proceso de ajuste colombiano reside en que su intensidad y su ámbito fueron reduciéndose después del primer año y medio a nivel de las principales áreas de la política macroeconómica. Así, por ejemplo, el ajuste fiscal del sector público fue severo en 1985, al rebajarse su déficit económico en cerca de dos y medio puntos porcentuales del PIB, mientras que para el período 1987-1990, se prevé una reducción gradual que apenas superaría al medio punto porcentual, para colocarse alrededor del 2.5% del PIB al final de la década. El mismo tipo de comportamiento fue observado por la política cambiaria, ya que después de haberse efectuado una devaluación real del peso del

23% entre los meses de abril y de diciembre de 1985, su intensidad se aminoró paulatinamente al punto que desde entonces la tasa real de cambio se ha incrementado en menos de diez puntos porcentuales.

En cuanto a la amplitud es de destacar que a partir de mediados de 1986, el ajuste de las finanzas públicas se ha venido concentrando cada vez más en el tratamiento de los desequilibrios de índole estructural que aquejan a algunas entidades descentralizadas específicas, en especial las del sector eléctrico; abriéndole paso, así, a la consolidación del saneamiento en otros sectores y al crecimiento de la inversión en sectores como los sociales que habían sido inequitativamente tratados aún desde antes de iniciarse el ajuste (p.e. el sector de acueducto y alcantarillado). Claro está que la reducción de la amplitud y la relativa "poca" durabilidad del proceso en determinados entes del sector público se ha hecho posible no sólo por la efectividad del ajuste mismo en tales casos, sino también, y de primordial importancia, por el "espacio" en términos de gasto y de déficit que ha ido liberando la culminación de los grandes proyectos de inversión de ECOPETROL y CARBOCOL y por los ingresos excedentarios temporales que se han generado desde finales de 1985 por la bonanza cafetera. Dicho "espacio" está siendo aprovechado por el actual gobierno para ejecutar los programas prioritarios del plan de la economía social, cuya financiación corre, en su mayor parte, a cargo del GNC. Es así como los pagos de inversión de la Tesorería General habrán de crecer anualmente en un 40% (en valor nominal) durante el bienio 1987-1988 y, no obstante un crecimiento anual promedio de sus ingresos corrientes superior al 30%, el déficit fiscal económico del GNC se habrá de duplicar (en pesos corrientes) entre tales años.

Ante la confluencia de tan diversos factores que han venido incidiendo en el comportamiento de la economía colombiana en los últimos años, no resulta posible especificar los efectos diferenciales de cada uno de ellos, *pero* lo que sí pareciera ser defendable es que el ajuste realizado durante el año que precedió a la bonanza cafetera pudo permitir un "mejor" aprovechamiento, en términos globales, del excedente que el que se hubiera efectuado de no haberse aplicado con anterioridad, alguna terapia a los desequilibrios existentes en ese entonces.

El que el ajuste de 1985 hubiere resultado "excesivo" no deja de ser susceptible de cuestionamiento, en la medida en que no existe un desarrollo teórico sustentable que permita formular inequívocamente un "patrón óptimo" de déficit ni, menos aún, una "trayectoria óptima" hacia el equilibrio de mediano y largo plazo. No obstante, al momento de evaluarlo ha de tenerse en cuenta que: en primer lugar, parte importante del deterioro fiscal que se buscó corregir, era fruto de la presencia de una dinámica al desequilibrio estructural a nivel de ciertos sectores particulares, por ejemplo, el eléctrico. Ante este tipo de proceso de deterioro fiscal, la adopción de una política de ajuste se haría inevitable tarde que temprano. Ahora bien, lo que sí resulta cuestionable por sus connotaciones regresivas en términos de distribución de ingresos, reside no solamente en que parte del ajuste del sector eléctrico haya tenido que ser incurrido a costa de los consumidores del servicio a través de un incremento real en las tarifas y de un deterioro en la calidad y en la extensión del mismo, sino, también, en que otra parte importante hubiera recaído sobre las finanzas del GNC, por ejemplo, mediante la realización de transferencias del presupuesto nacional y con la concesión de créditos subsidiados a empre-

sas del sector, con sus consecuentes secuelas restrictivas al gasto social que ello ha implicado durante el proceso.

En segundo lugar, tal y como se mostró en las secciones I. B. 2 y I. B. 3, siendo una de las consecuencias más graves, si no la más definitiva, del proceso de desequilibrio de la economía colombiana, una profunda descomposición de la estructura de las finanzas públicas, la intensidad del ajuste había de consultar no solamente aquel “espacio” de financiación disponible para el sector público que resultara consistente con las políticas monetaria, crediticia, cambiaria y fiscal, sino también aquellos términos y condiciones financieras susceptibles de conseguir, a fin de posibilitar el mejoramiento del perfil de la deuda vigente. Todo ello como requisito indispensable para ir equilibrando progresivamente el patrón intertemporal de la capacidad de pago del Estado con la estructura de financiación del déficit fiscal (en términos de plazos, costos y montos por fuente alternativa).

Ante estas circunstancias, es claro que las autoridades gubernamentales se enfrentaban a un conjunto de restricciones de diversa índole —que iban desde la necesidad por lograr resultados “visibles” con una cierta prontitud para consolidar el sustento político al programa de ajuste hasta la de contar con el carácter estructural de determinados desequilibrios a nivel de diferentes sectores que sólo podrían irse corrigiendo paulatinamente, sin dejar de lado aquellas limitaciones institucionales existentes para el control y la reorientación efectivos del gasto público— que acotaba severamente el espectro de medidas correctivas, en sus respectivas intensidades, ámbitos y duraciones, susceptible de ser aplicado en su debido momento. Era así como aquellos niveles de déficit fiscal sustentables en el contexto de una política de saneamiento macroeconómico de mediano plazo y bajo una óptica como en los que se circunscribió el pro-

grama de ajuste colombiano puesto en práctica desde finales de 1984, habrían de satisfacer tan diversas condiciones que su rango de variedad resultaba seriamente restringido.

Relacionado con la intensidad, surge válidamente el cuestionamiento sobre la distribución de los costos del ajuste, tanto entre entes al interior del sector público como a nivel de la sociedad en su conjunto. Con respecto al primer aspecto, vale recordar que al habérsele otorgado al GNC el papel de “agente catalizador” del proceso de ajuste, éste tuvo que asumir la responsabilidad de velar por el cumplimiento de las metas trimestrales del programa macro-económico acordado con organismos internacionales (en particular, el FMI). Así, ante el hecho de que una buena proporción de los créditos externos contratados durante el proceso se destinaron al GNC, debido, entre otras razones, al cierre del mercado financiero internacional para las entidades de servicios públicos y ante las restricciones impuestas por las políticas monetaria y fiscal, en términos de la concesión de un cupo de emisión moderado y del control del gasto público, en repetidas ocasiones el GNC se vio precisado a adelantar desembolsos de crédito externo que no iba a utilizar en ese momento para respaldar sus pagos de inversión, *pero* que se requerían para garantizar el cumplimiento de la meta sobre el nivel de reservas internacionales. Como agravante a lo anterior, dado el cupo limitado de crédito con el Banco de la República, se generaron faltantes de financiamiento interno para sufragar los gastos de funcionamiento (que, por Ley, no pueden ser cubiertos a cargo de crédito externo), por lo que la administración central tuvo que emitir títulos de deuda —TAN— a condiciones de mercado, no obstante contar con excedentes de liquidez provenientes de los desembolsos de crédito externo.

Ante estas circunstancias, y por paradójico que así pareciera, el GNC se sobrefinanció

durante el proceso de ajuste, bajo condiciones onerosas, que le implicaron no sólo el acumular depósitos de la Tesorería General en el Banco de la República, por los que no se le retribuía, sino, además, el deteriorar su estructura financiera por varios años. En efecto, los depósitos de la Tesorería aumentaron en \$ 163 mil millones entre finales de 1984 y finales de 1986, y, por ejemplo, el costo por concepto de intereses comprometidos a cargo de los TAN en circulación a comienzos de este año, llegará a los \$ 35 y \$ 42 mil millones en 1989 y 1990, respectivamente<sup>(56)</sup>.

Con relación a la regresividad distributiva del ajuste realizado, resaltan otros elementos no mencionados en los párrafos anteriores, tales como: el mayor énfasis otorgado en la reforma tributaria de 1985 a los impuestos indirectos, cuyo carácter tiende a ser por lo general regresivo; la reducción en la tasa marginal del impuesto a la renta a las sociedades anónimas y al aumento de participación en la carga tributaria de las entidades del sector público (vis-a-vis el sector privado) introducidos con la reforma de 1986; el alza, en términos reales, del precio de bienes básicos (p.e., la gasolina) y de productos de consumo popular; la caída del salario real de los empleados del sector público y de otros sectores de la actividad privada; y, el aumento del desempleo que llegó en 1986 a niveles sin precedentes en la historia reciente del país, pero, claro está que este fenómeno adolece de raíces de índole estructural y que su magnitud ya venía acentuándose desde comienzos de la década, por lo que no se le podría atribuir sino parcialmente al proceso de ajuste. En calidad de paleativo, no dejaron de aplicarse correctivos con miras a reducir el impacto regresivo del programa de ajuste, como la introducción de un ajuste salarial móvil en relación inversa con el nivel básico de la remuneración (p.e. desde un incremento nulo para el caso de los salarios más altos hasta uno del 20% para el estrato

de salario mínimo, como se hizo en 1985 para los empleados de la administración central) y la aplicación de incrementos diferenciales en las tarifas de servicios públicos, según estratos socioeconómicos.

Existen, todavía, otros aspectos de la política de ajuste que suscitan algunos interrogantes: la velocidad y la operacionalización del ajuste. El ejemplo típico de ello en el caso colombiano, lo constituye el manejo de la tasa de cambio. En contra de lo que sería un manejo estrictamente ortodoxo, a comienzos de 1985 las autoridades responsables optaron por *no* devaluar de manera abrupta (a diferencia de la opinión de ciertos organismos internacionales), corriendo el riesgo de que al buscar un ajuste importante en términos reales, durante el proceso se perdiera una de las ventajas cruciales del sistema "crawling peg", cual es el desestímulo a comportamientos especulativos contra la moneda nacional. Como se mencionó en la Sección II.B.2, hubo un conjunto de circunstancias que favorecieron de manera determinante para que en los últimos ocho meses de 1985 se lograra una devaluación real del 23%, sin que se produjeran brotes especulativos, sino antes por el contrario. Así se consiguió preservar uno de los logros más importantes del sistema de la minidevaluación diaria aplicado en el país desde el año 1967: la "despolitización" del manejo cambiario.

Al igual que con la intensidad del ajuste, no existe una prescripción teórica sustentable que defina su velocidad "óptima". A manera de ilustración, es de mencionar cómo para colocar el déficit fiscal en una senda sostenible de largo plazo, es muy probable que en el proceso de "afinamiento" de las

---

(56) Algo más del 2.2% de los pagos totales del GNC en dichos años.

políticas tributarias y de gasto público se produzcan desviaciones temporales importantes, mientras los ingresos y los gastos alcanzan el nivel y la composición "permanentes", con el riesgo de que las desviaciones tiendan a perpetuarse hasta el punto de poder generar desequilibrios de carácter estructural si no se adoptan oportunamente los correctivos que fueren del caso. De ahí que en aras de reducir al máximo el riesgo de agravar de manera permanente el desequilibrio original, se tienda a asegurar el ajuste con la mayor rapidez posible, aun a costa de incurrir en el costo de "sobreajustar" temporalmente la economía.

De cualquier forma, no existe una respuesta definitiva sobre la intensidad, la velocidad y la trayectoria "óptimas" de un proceso de ajuste como el aplicado en Colombia desde finales de 1984. Lo único que podría afirmarse con certeza es que entre más agudo, más generalizado y más "permanente" hubiera sido el desequilibrio inicial, *ceteris paribus*, mayores la intensidad, el ámbito, la durabilidad y la velocidad del ajuste requeridos para colocar a la economía en una trayectoria sostenible de largo plazo.

En este sentido, si la economía hubiere sufrido crisis cambiaria y fiscal a finales de 1984, tanto el carácter del programa de ajuste que se habría requerido como sus consecuentes impactos recesivos y regresivos, guardarían mayor similitud con lo experimentado recientemente por otros países latinoamericanos (como México) que lo que ha venido ocurriendo en el país con el proceso de ajuste. No debe olvidarse que, si bien inferior a la tasa promedio de la historia reciente del país, en 1985, año del ajuste por excelencia, el PIB creció al 2.5% en términos reales y el valor de la formación bruta de capital fijo en el sector público se mantuvo casi que inalterado (en pesos constantes), no obstante la reducción lograda del déficit fiscal en dos y

medio puntos porcentuales del PIB y el significativo crecimiento del valor en pesos del servicio de la deuda externa pública (superior al 52%) resultante de la devaluación efectuada en dicho año.

---

## IV Perspectivas para el manejo económico

---

### A. La nueva orientación del gasto público y su financiación

El proceso de ajuste macroeconómico descrito y analizado en los capítulos precedentes avanzó sustancialmente en la corrección de desequilibrios macroeconómicos que estaban amenazando la viabilidad de alcanzar un adecuado comportamiento de la economía colombiana para los últimos años de la presente década. Lo hizo mediante un esfuerzo importante por armonizar los distintos componentes de la política económica de corto plazo, sin alterar la naturaleza ni del proceso de acumulación de largo plazo ni de la ingerencia del Estado en la evolución económica. Durante los años 1984-86, a diferencia de la mayoría de los países del área, la economía colombiana logró crecer en términos reales en presencia de una cierta estabilidad en el crecimiento de los precios, comparable con los niveles de inflación observados en el pasado reciente, aunque con tasas de desempleo sin precedentes.

A pesar del ajuste realizado, la consolidación del saneamiento se encuentra todavía en un estado frágil, en tanto que la economía no ha dejado de ser susceptible de fácil perturbación. Entre los factores externos desequilibradores sobresalen los relacionados: primero, con una modificación significativa en los términos de intercambio y/o en los tipos de interés; segundo, con

una profundización en la segmentación y en la innovación del sistema financiero mundial; y, por último, con un inadecuado acceso al mercado internacional de capitales.

Las perspectivas de mediano plazo de la economía colombiana conviene ser examinadas partiendo del área fiscal, es decir, a partir de la interrelación entre el plan de gasto público y el plan de financiamiento para el período 1987-1990. En este sentido, vale la pena describir someramente la naturaleza del plan de gasto público para el período, tal y como ha sido presentado por el gobierno<sup>(57)</sup>.

En primer lugar, cabe destacar la naturaleza "social" del gasto, la que en términos económicos se expresa como un tipo de gasto público de bajo contenido importado y con una muy modesta intensidad en capital. Este tipo de gasto contrasta radicalmente con el efectuado en el país desde finales de la década pasada. Como se expresa en el mencionado documento del Departamento Nacional de Planeación:

*"(...) se disminuye el énfasis en grandes proyectos, limitando estas inversiones a aquellas estrictamente necesarias para terminar obras en ejecución o para lograr un mejor aprovechamiento de la infraestructura existente"*.

El plan gubernamental contempla inversiones por un valor de US\$ 2.448 millones en 1987, incrementándose las en 2%, 8% y 6.5% en los tres años subsiguientes, las que, ante la estructura de tributación y la política de gasto del gobierno, guardan coherencia con un déficit fiscal del sector público del orden de los US\$ 897 millones en 1987 y los US\$ 869, US\$ 756 y US\$ 841 millones en los años restantes. A su vez, el financiamiento externo *neto* requerido anualmente por el sector público oscilaría

entre los US\$ 320 y los US\$ 490 millones, según el año de que se trate. Bajo este escenario y suponiendo un crecimiento económico del 5% en 1987 y en los años subsiguientes, el déficit del sector público no financiero consolidado sería, en términos del PIB, de un 2.8% en 1987, un 2.7% en 1988 y de 2.5% en 1989 y en 1990.

El plan establece un cambio bien importante en la orientación del gasto de inversión, asignando el papel de principal agente responsable al Gobierno Central, en consideración a que la inversión social, en su condición de prioridad en el programa de gobierno, se ejecutará con recursos canalizados a través del presupuesto nacional. Dados el deterioro y la "descomposición" estructural de la estructura financiera del Gobierno Central que se han venido acumulando desde finales de los setenta, primero, con la contratación de créditos externos en condiciones comerciales para financiar el Plan de Integración —PIN—, y, recientemente, con la emisión de títulos de deuda —TAN— para hacer compatible el financiamiento de la administración central con el manejo monetario postulado en el programa de ajuste, que se manifiestan en las elevadas amortizaciones que se han de sufragar por tales conceptos en los próximos cuatro años, y ante las restricciones de índole monetaria y fiscal presentes en esta etapa del proceso de saneamiento, se hace casi que inescapable el que el financiamiento externo proveniente de la banca comercial se canalice en una alta proporción a través del Gobierno Central bajo modalidades no atadas a proyectos de inversión individual, pero sí de rápido desembolso y de libre disponibilidad (para apoyo presupuestal y de balanza de pagos).

(57) Por ejemplo, DNP: "Gasto público y su financiación 1987-1990", *Mimeo*, abril 15 de 1987.

En este tema es de destacar cómo sobresalen dos elementos centrales en el comportamiento de las finanzas públicas durante el futuro próximo. De un lado, la centralización de los más importantes procesos de gestión del gasto público en cabeza del GNC. De otro, el papel fundamental que asume el crédito externo (en condiciones comerciales) en el financiamiento del gasto social.

La centralización del gasto público corresponde, en efecto, al carácter institucional y operativo de los proyectos y programas prioritarios de inversión pública, encaminados fundamentalmente al frente social. Sin embargo, lo que plantea serios interrogantes es el carácter del financiamiento de tal tipo de gasto. Es indudable que la mera rentabilidad financiera de los proyectos sociales no guardaría una estrecha relación directa con los costos asociados con el endeudamiento externo, aún en aquellos casos en que la rentabilidad social de la inversión llegare a sobrepasar el costo social del servicio de la deuda externa. En este sentido, el esquema anotado podría, al menos en principio, amenazar la estabilidad fiscal y cambiaría del país en un futuro no lejano.

El argumento pareciera ser irrefutable de no mediar otras consideraciones de política económica.

En primer lugar, el contexto en el cual se generaría y se reproduciría la “descomposición” financiera entre el costo y la rentabilidad de los recursos invertidos, correspondería al de una economía relativamente “saneada” a nivel agregado. En estas circunstancias, es claro que el financiamiento con recursos externos exige: primero, la neutralización, aunque fuere parcial, según el caso, de los excedentes generados en los diversos sectores de la economía y, segundo,

el control de la dinámica del gasto global, a fin de garantizar que su monto no llegue a exceder aquel nivel compatible con el mantenimiento del ajuste ya alcanzado en el marco de una economía en expansión. En consecuencia, a condición de que se satisfagan estos requisitos de política económica y que se reduzca relativamente el endeudamiento externo del país (p.e. en términos del PIB), no habría suficientes razones para postular *a-priori* que el tipo de desequilibrio financiero a nivel micro (proyecto individual) recién descrito, implicaría por necesidad la reproducción ampliada hacia un desequilibrio a nivel agregado o macroeconómico.

Bajo el escenario planteado, la economía estaría en condición de crecer a unos ritmos normales y de manera sostenida, que le permitirían generar unos ingresos suficientes (en moneda nacional y en moneda extranjera) como para que a nivel agregado se pudieran compensar los desajustes financieros de los diferentes proyectos individuales y, al mismo tiempo, se pudieran honrar cumplidamente los compromisos del servicio de la deuda externa sin atentar contra la estabilidad cambiaria. No obstante, lo que no deja de ser totalmente valedero es que ante un sistema imperfecto de movilización de recursos en la economía y/o en presencia de cambios súbitos y perversos en el estado de las finanzas públicas, tales desajustes a nivel micro pueden tornarse muy riesgosos para el mantenimiento y la consolidación de una “sana” situación económica global.

Precisamente, es por este tipo de razones por lo que en un plan como el de la economía social ha de otorgársele a la política fiscal un papel casi que más determinante que el concedido en el pasado reciente durante pleno proceso de ajuste. En efecto, con miras a abrirle un espacio suficiente a

la ejecución de los programas prioritarios del gobierno y manteniéndose el propósito por consolidar el ajuste ya alcanzado, habrá necesariamente de reforzarse los controles para garantizar la neutralización de los excedentes que se puedan generar en el sector público (tal sería el caso de los petroleros en cabeza de ECOPETROL), para asegurar un descongelamiento paulatino y programado del ahorro acumulado en vigencias anteriores, en consulta con las metas del programa macro (como serían los excedentes cafeteros invertidos en papeles del Banco de la República) y para profundizar en el proceso de saneamiento estructural de las finanzas de ciertos sectores de la economía (destacándose los casos del sector eléctrico y del sector financiero). Ahí, innegablemente, reside el reto fundamental a que se ve enfrentada la política económica en los próximos años.

En segundo lugar, un requisito indispensable para que el programa de la economía social se convierta en un factor decisivo en la consolidación de un crecimiento económico sostenido bajo condiciones de estabilidad en el mediano plazo y, por ende, para que el incremento del ingreso disponible interno generado por el gasto social *no* contribuya a la gestación de crecientes presiones inflacionarias y de serias tendencias al desequilibrio en determinados sectores, lo constituye una pronta y decidida reacción de la inversión privada en actividades productivas con una intensidad tal que haga posible satisfacer razonable y oportunamente la demanda incremental mediante producción doméstica. De no garantizarse esta condición y en aras de velar por el saneamiento alcanzado y por la estabilidad de la economía colombiana, se tendría que proceder o a una abrupta y significativa liberación de importaciones y/o a una sustancial reducción del crecimiento de la demanda agregada y/o a un importante

prepago de la deuda externa, lo que podría aún hasta atentar en contra no sólo de la misma viabilidad del plan de la economía social sino, además, de la propia sustentabilidad de un crecimiento de producto interno no inferior al 5% anual en el próximo quinquenio, tal y como se ha previsto en la programación macroeconómica.

En este tema no sobra recordar que uno de los factores decisivos para facilitar la realización de proyectos de inversión lo constituye la política de importaciones. Ante el crecimiento de la demanda interna que ha venido sucediéndose en el país desde inicios del año pasado, a raíz de la bonanza cafetera y de la ocurrencia de otros fenómenos como el ingreso de capitales del exterior, que ha llevado a una elevada utilización de la capacidad instalada en la industria, y dado el impulso adicional a la demanda agregada que habrá de generar la ejecución del plan social, no cabe duda de la necesidad de adoptar una política cuidadosa pero a la vez ambiciosa y decidida, para la importación selectiva de bienes de capital con miras a posibilitar la oportuna adecuación y ampliación de la capacidad existente, especialmente en sectores productivos "claves", a contribuir a la promoción de nuevas inversiones y a mejorar la productividad de la actividad doméstica.

En tercer lugar, el tipo de problemática que se pudiera presentar sucedería en el caso de una economía que requiere de un flujo relativamente elevado y estable de activos internacionales durante un horizonte de mediano plazo, tal y como se analizó previamente. En ausencia de proyectos prioritarios de inversión a gran escala, intensivos en capital y en crédito externo, como los iniciados entre 1979 y 1983 en el sector energético, y en presencia de una permanente carga onerosa por concepto del servicio de la deuda externa, como

acontece con la economía colombiana en lo que resta de la década, el papel del financiamiento externo para la realización del gasto social adquiere una dimensión "novedosa". En aras de mantener relativamente estable la "exposición" de la banca comercial internacional en el país (tal y como se argumenta en la sección siguiente) y dado el carácter prioritario del gasto social, los recursos "frescos" del crédito externo provenientes de la banca privada habrán de ser destinados, en buena parte, para financiar dicho gasto a través del GNC. Así, en sentido estricto, al rendimiento financiero de los proyectos sociales se le debería adicionar la rentabilidad implícita derivada de la disminución del riesgo de una caída de las reservas internacionales por debajo de un nivel "deseable", que se podría generar de reducirse la "exposición" de la banca internacional en el país. De esta manera, se podría indagar sobre el orden de magnitud de los beneficios económicos netos, directos e indirectos, del gasto social. A este punto es que se dirige la argumentación que se plantea más adelante sobre la bondad de la inversión en condiciones financieras de mercado del "excedente temporal" de las reservas internacionales.

Antes de dejar este tema, conviene anotar que no debe descartarse de entrada la alternativa de sustituir, al menos parcialmente, con recursos de emisión a los recursos del crédito externo, en la medida en que el impuesto inflacionario así resultante fuere inferior al costo financiero global de tal tipo de endeudamiento, *pero*, siempre y cuando se garantice la observancia de un nivel de reservas *no* inferior al "nivel permanente" considerado como adecuado para minimizar el riesgo de eventuales crisis de liquidez en moneda extranjera en el futuro. Esta misma clase de razonamiento es pertinente para evaluar la conveniencia de la contratación de deuda

interna por parte del GNC para la financiación del gasto social.

### ***B. El mantenimiento de la liquidez internacional***

Retornando al tema de la liquidez en moneda extranjera de la economía colombiana, cabe señalar que, si bien por estándares internacionales hasta unos cuatro meses de importaciones de bienes, es considerado como un nivel de reservas mínimo aceptable, la relativa vulnerabilidad de la economía colombiana a "choques externos", especialmente los vinculados a las amplias fluctuaciones de los precios de productos como el café y el petróleo, hace recomendable que como meta de política se defienda un promedio de reservas internacionales equivalente a unos seis meses de importaciones corrientes de bienes.

El mantenimiento de esta meta se hace fundamental en la actualidad, si se tiene en cuenta que:

1. Ha sido tradicional en el país el surgimiento de comportamientos especulativos y de desconfianza sobre la viabilidad de una política económica vigente, cualquiera que ella fuere, cuando se registran caídas continuas en el nivel de reservas internacionales, o, aún si las reservas no descendieren, cuando se suceden bajas en la cotización del café en el mercado mundial y/o ante la eventualidad de una ruptura (o no renovación) del acuerdo de cuotas entre países productores del grano.

2. En circunstancias como las presentes en el caso de la economía colombiana, una caída de reservas se haría muy probablemente a costa de reducir la "exposición" de la banca internacional, en particular la comercial (tal y como se mostrará en la siguiente sección). Ello podría repercutir

en una gran incertidumbre en el futuro, dado que actualmente se están operando cambios importantes en el funcionamiento del mercado internacional de capitales y en las modalidades de financiación internacional, cuyas consecuencias para Colombia no pueden ser previstas desde ahora, pero que en el caso de que el crédito deje de ser el mecanismo de endeudamiento por excelencia, al país le podría resultar difícil y hasta costoso en términos económicos, el incrementar el flujo de recursos financieros externos de una manera significativa en un lapso de tiempo corto, si para propender por un cierto nivel de reservas ello fuere necesario<sup>(58)</sup>.

3. Si se dejara caer el nivel de reservas en el próximo futuro, será necesario reganarlo al final de la década para efectos de mantener la proporción de importaciones a reservas considerada como razonable, con el agravante de que llegarse a dicha situación, se requerirían unos desembolsos de crédito externo superiores a los US\$ 2.600 millones por año. Monto que además de ser elevado para el país, daría señales negativas al mercado crediticio internacional en detrimento del mismo acceso a los recursos externos requeridos. Ello, aun si no se sucedieren el tipo de transformaciones en el mercado financiero internacional al que se hizo alusión en el párrafo anterior.

4. Desde el punto de vista distributivo doméstico e internacional, en las actuales circunstancias una caída de reserva simplificaría una salida neta de capitales en favor de la banca comercial internacional y a costa de un "sobre-ajuste" de la economía nacional, con las consecuentes secuelas recesivas y regresivas a que ello puede dar lugar, cuando en la práctica ya se ha aceptado que los países en desarrollo más endeudados con el exterior no sólo *no* volverán a sufragar pagos por amortización

de sus deudas vigentes durante por lo menos los próximos siete años, sino que, además, dispondrán de plazos que alcanzarán hasta veinte años para su cancelación.

5. Si se tiene en cuenta que tanto la inversión privada nacional como la inversión extranjera en general, dependen indirectamente de la fortaleza de la posición de pagos del país (expresada de manera sustantiva por el nivel de las reservas y por su patrón de evolución), el dejar caer dicho nivel, además de que afectaría negativamente la confianza en la capacidad de pagos del país, atentaría en contra del propósito del mismo gobierno por incrementar la inversión privada.

Ante estas circunstancias, resulta evidente la conveniencia de mantener la "exposición" nominal de la banca comercial internacional en el país, con el propósito adicional de que a la vez que se liberarían recursos para el pago del servicio de la deuda externa, se permitiría abrir las apropiaciones presupuestales necesarias para la ejecución del plan de inversiones públicas del gobierno. Estos créditos de la banca comercial podrían ser reforzados, si fuera necesario, con créditos de la banca multilateral del tipo "sectorial o de política", orientados a fortalecer la balanza de pagos y a dar apoyo a la ampliación y profundización del saneamiento de la economía en los frentes tanto externo como interno.

El requerimiento de un nivel "adecuado" de reservas internacionales responde al propósito por minimizar el riesgo de una eventual crisis de liquidez en el futuro. La especificación del nivel considerado como

---

(58) Entre los cambios, caben mencionar el aprovisionamiento por parte de la banca para resguardar sus colocaciones en el área, la creciente concentración en los bancos grandes de los nuevos préstamos y la negociación de la deuda en mercados secundarios.

el adecuado está enmarcada en el análisis de las alternativas de manejo en las áreas comercial, de endeudamiento externo y cambiaria, bajo diferentes escenarios plausibles de precios internacionales (y cantidades) de los principales bienes intercambiados con el exterior. En dichas circunstancias cabe argüir que, en un momento dado, el nivel de reservas internacionales pueda llegar a ser "excesivo", lo que no sería de extrañar si alguno(s) de los precios de los principales productos de exportación rebasara(n) el(los) nivel(es) previsto(s). Evento probable de acontecer ante la volatilidad de los precios mundiales del café y del petróleo y dados los supuestos relativamente "conservadores" con que se han elaborado las proyecciones de balanza de pagos para lo que resta de la década.

No obstante, reducir el nivel de endeudamiento externo con la banca comercial en presencia de un auge "temporal" no sería prudente, al menos en el próximo futuro, por razones como las ya anotadas en párrafos anteriores. Ahora bien, lo que sí resulta de primordial importancia es que cuando se acumule un "excedente cuasi-coyuntural", no permanente, en el monto de reservas por encima del nivel considerado como adecuado, éste sea invertido en condiciones cercanas a las de mercado y bajo modalidades poco riesgosas, con el fin no sólo de reducir el diferencial entre el costo del financiamiento externo y la rentabilidad económica del gasto social para lo que va a ser contratado en una buena proporción durante los próximos años, sino, también, de poner a disposición del GNC una fuente adicional de recursos destinables, por ejemplo, a la cancelación de su deuda con el Banco de la República o al pago de algunas otras obligaciones específicas. Ello contribuiría a reducir el riesgo de que el financiamiento del gasto social con crédito externo pudiera generar una cierta dinámica

hacia el desequilibrio en la economía (tal y como se mencionó en la sección anterior).

Sin desmedro de lo anterior, al momento que se llegare a acumular un "excedente permanente" en el nivel de reservas internacionales, habrá de evaluarse la situación y las perspectivas de mediano plazo de la balanza de pagos y del acceso del país al mercado crediticio internacional, para, así, proceder a decidir sobre la conveniencia de reducir la "exposición" de la banca comercial y sobre la "bondad" de emprender un proceso de "desendeudamiento" con el exterior, con los innegables efectos favorables que ello conllevaría para la economía nacional en términos de la carga financiera del servicio de la deuda externa.

### ***C. La dinámica del sector externo y el relacionamiento con la banca internacional***

Como se pretende demostrar a continuación, en lo que hace a la dinámica del sector externo su comportamiento en los próximos años dependerá de manera decisiva de la política en materia de crédito externo, como factor determinante de la cuenta de capital.

En efecto, para comenzar con la balanza comercial es de anotar que, en primer lugar, el ajuste cambiario y la estructura de estímulos a las exportaciones han estado orientados en los últimos años a recobrar los niveles de competitividad de la oferta exportable, lo cual no deja mayor margen de maniobra efectiva para afectar significativamente la evolución de las exportaciones menores en el próximo futuro, mediante la adopción de modificaciones en la línea de política seguida en este campo. No debe olvidarse, de todas formas, que las exportaciones totales estarán determinadas en buena medida por las exportaciones de

café y petróleo, ambas ligadas íntimamente a los precios internacionales, y por las exportaciones de oro, cuyo volumen de compras por parte del Banco de la República, dependerá, en primera instancia, de la política de compras que adopte la institución y, en segunda, del nivel de sobreprecio que eventualmente rijan con respecto al precio internacional <sup>(59)</sup>.

En segundo lugar, por el lado de las importaciones, teniendo en cuenta que un objetivo central de la política económica del actual gobierno es el de incentivar la inversión privada y promover el crecimiento de la producción doméstica, se hace indispensable mantener un ritmo adecuado de crecimiento de las importaciones hacia el sector privado (no inferior al 8% por año), por lo cual la reducción discrecional de tal nivel con miras a mejorar la cuenta comercial de la balanza de pagos, no resultaría una alternativa consistente con los principios del programa gubernamental.

Ante estas circunstancias y en presencia de precios de exportación "realistas", es posible prever que se alcance un superávit de la balanza comercial no inferior a los US\$ 600 o US\$ 700 millones al año durante el próximo cuatrienio.

Por su parte, la cuenta de servicios será influenciada fundamentalmente por el comportamiento del valor de los intereses de la deuda externa y por el de la llamada "Cuenta Capital Petróleo". La primera de estas cuentas está predeterminada por compromisos ya existentes de deuda externa, mientras que la segunda está directamente relacionada con las exportaciones de petróleo del país en cabeza de las compañías extranjeras. Es, precisamente, por estas razones que la cuenta de servicios continuaría mostrando un déficit anual promedio de US\$ 2.200 millones, sin que

haya mayor espacio de maniobra en materia de política económica como para afectarla significativamente en el próximo futuro.

Finalmente, en cuanto a las transferencias es de resaltar la influencia determinante de la cuenta de ingresos provenientes del exterior, en especial de la evolución de los ingresos personales. El comportamiento de esta cuenta depende sustancialmente del grado de ajuste de la economía y de las expectativas que existan sobre la evolución futura de su sector externo. La experiencia observada en el país sugiere que una vez "equilibrada" la tasa de cambio y dada una cierta normalización de los flujos crediticios provenientes del sistema financiero internacional, el monto de tales ingresos tiende, *ceteris paribus*, a estabilizarse alrededor de un cierto rango. Para el próximo cuatrienio cabe esperar que se sitúe alrededor de unos US\$ 450 millones por año, siempre y cuando no se presenten problemas con el sistema financiero y/o no surjan expectativas especulativas perversas en materia cambiaria.

Por todo lo anterior, se concluye que el comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos en el mediano plazo dependerá, apenas en grado moderado, de la adopción en el corto plazo de reformas a políticas como la comercial y la cambiaria, siempre y cuando se continúe velando por la coherencia interna del programa económico<sup>(60)</sup>.

(59) Para un análisis sobre los posibles efectos de algunas políticas en materia de compras de oro, ver: García, M. I. y A. Montenegro (1985), "Determinantes de las compras de oro por el Banco de la República: Un estudio econométrico", Banco de la República, *Mimeo*, noviembre.

(60) Ver: García, M. I. (1986), "Ejercicios de simulación de la balanza de pagos en el mediano plazo", *ESPE* No. 10, diciembre.

Así las cosas, en dicho horizonte de tiempo, el cuatrienio 1987-1990 se esperaría tener una cuenta corriente negativa del orden de los US\$ 1.000 millones al año. Dada esta magnitud de déficit, si se quisieran estabilizar las reservas internacionales a un nivel considerado adecuado, de manera que se consolide la confianza en la solvencia externa del país, se requerirá necesariamente de un monto de financiamiento externo tal que garantice una cuenta neta de capital similar al ya mencionado déficit en cuenta corriente.

Bajo estas condiciones, el problema básico del sector externo de la economía colombiana durante los próximos años es uno típico de financiamiento externo y, como es obvio, el problema se expresa con propiedad en la misma cuenta de capital de la balanza de pagos.

Ahora bien, al considerar el ingreso previsible de recursos externos por concepto de inversión directa foránea, al tomar en cuenta el nivel probable de desembolsos de crédito proveniente de los organismos multilaterales, de gobiernos y de proveedores internacionales, y al contemplar el valor de las amortizaciones de deuda externa comprometidas durante el próximo cuatrienio, resulta que el monto de desembolsos crediticios requeridos de la banca comercial internacional equivaldría aproximadamente al total de amortizaciones que el país le ha de sufragar a dicha banca en el mencionado período. Es decir, de acuerdo a las proyecciones disponibles para el período 1987-1990, el mantenimiento del nivel de reservas internacionales requeriría, *ceteris paribus*, la conservación de la "exposición" de la banca comercial internacional<sup>(61)</sup>.

Existe, además, otro requerimiento para el mantenimiento del saldo de la deuda externa con la banca comercial que se deriva de

la política del Banco Mundial sobre los límites considerados como máximos permisibles para su "exposición" relativa a las demás fuentes crediticias internacionales; límite que ya está siendo alcanzado en el caso colombiano. De tal forma, que como requisito de carácter mínimo para el normal cumplimiento del programa de sus desembolsos durante lo que resta de la década, el Banco Mundial ha venido reiterando la necesidad ineludible de que se garantice al país un monto de recursos de la banca comercial internacional equivalente *por lo menos* al de las amortizaciones que se le van a sufragar a dicha banca durante el período en consideración.

Por consiguiente, la posición negociadora de Colombia ante la comunidad financiera internacional ha de partir de dos premisas esenciales: En primer término, que los requerimientos de financiación externa son enteramente consistentes con un proceso de ajuste macroeconómico que el país ha venido llevando a cabo, y, en segundo término, que la situación colombiana en materia crediticia es inusualmente sana y merece, por ende, contar con recursos comerciales prácticamente equivalentes al nivel de las amortizaciones, de tal manera que la "exposición" de la banca comercial no se vea modificada.

Sobre el primer punto, recientemente ya ha habido amplia discusión económica<sup>(62)</sup>. Sobre el segundo, vale la pena plantear la siguiente reflexión:

---

(61) Esto es, se requeriría de una versión de "roll-over" de la deuda actual.

(62) Este es un punto bastante reiterado en los documentos del gobierno. Ver, por ejemplo, República de Colombia: *Programación Financiera 1987-1990* (Bogotá, 4-8 de mayo de 1987), y las reacciones al mismo en Fedesarrollo - Fescol: *La política de endeudamiento externo* (Debates sobre Coyuntura Económica).

Es ya una realidad como principio general, salvo contadas excepciones, entre ellas Colombia, el que los países del área no sólo *no* estén pagando cumplidamente los compromisos contraídos originalmente con la banca privada internacional, sino que paulatinamente se han venido mejorando las condiciones financieras iniciales de los créditos (en términos de plazos, “spread” y comisiones), y, adicionalmente, ya existen varios países que además de haber logrado reprogramar sus obligaciones correspondientes a varios años (plurianual), han obtenido recursos “frescos” de cierta importancia<sup>(63)</sup>.

Sin querer argumentar que este tipo de arreglo se aplicará mecánicamente en el inmediato futuro a otros países, por el contrario la práctica bancaria ha sido, y así continuará siéndolo, discriminatoria y selectiva entre países, más aún cuando de por medio rigen consideraciones de índole política y “extra-económica”, lo que *sí* se ha ido imponiendo, aunque diferencialmente, es la conveniencia de ajustar las condiciones financieras de la deuda a la capacidad de pago real, actual y previsible en el mediano plazo de cada una de las economías deudoras.

De esta forma, la banca privada ha tenido que irse acomodando a reconocer que, en la mayoría de los casos, la evolución de su “exposición” ha dejado de ser fruto de una decisión definida con un mínimo grado de autonomía, hasta el punto de haber llegado a depender en esencia de la propia capacidad de pago de sus deudores.

Ahora bien, en presencia de esta situación generalizada, en especial en Latinoamérica, la banca ha venido aplicando una práctica unilateral y de corto plazo, bajo el principio de otorgar un tratamiento diferencial entre países basado en su capacidad

de pago, al buscar reducir su “exposición” tan rápido como la situación de liquidez temporal de sus deudores se lo permita. Innegablemente, Colombia se ha visto perjudicada por tal práctica bancaria, al punto de que no solamente ha tenido que recurrir a arreglos institucionales y condiciones financieras “injustificables” a la luz de su situación económica individual (p.e. negociación de crédito involuntario con el conjunto de todos sus acreedores a través de un comité consultivo de los bancos y bajo un acuerdo de monitoría formal con el FMI), sino que, además, ha debido aceptar la aplicación de algunas normas regulares que han regido la operación crediticia internacional para casos en los que se busca la reprogramación de la deuda, con el agravante de que al país le continuará siendo difícil el mantenimiento del nivel de “exposición” de la banca comercial en los próximos años.

Para terminar, vale la pena resaltar que el manejo de la economía esbozado en los párrafos precedentes, depende, en buena medida, de los términos, de las modalidades, de las condicionalidades involucradas y del patrón de evolución del financiamiento externo proveniente de la banca comercial.

Bajo dichas circunstancias y en el contexto de una economía relativamente “saneada” y en proceso de recuperación, las autoridades deben tomar en cuenta, en su debido momento, el conjunto de alternativas de relacionamiento con el sistema financiero

---

(63) Este es el caso de Chile, por ejemplo. Ver: Seguel, E. (1987), “Enfoques alternativos de solución al problema de la deuda externa. La experiencia chilena reciente”, *Mimeo* (XXIV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales del Continente Americano — Bridgetown, Barbados; abril, 1987).

internacional susceptibles de ser adoptadas en la práctica por el país, antes de decidir la estrategia específica de endeudamiento externo a seguir. Tal conjunto de alternativas abarca desde la estrategia actual de normalización de las relaciones con el sistema finan-

ciero internacional, consistente en la consecución de créditos voluntarios en montos equivalentes a los pagos por amortización, hasta la renegociación de un componente importante del saldo vigente de la deuda externa con la banca comercial.

## Referencias

- AGHON, G. et al. (1985), Ley 14 de 1983: Primeros resultados, *Revista de Planeación y Desarrollo*, marzo.
- ARIDA, P. y A. R. LARA, (1986), Inflación cero, Editorial Oveja Negra, Bogotá.
- BARRO, R. y D. GORDON, (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12.
- BID. (1987), "Informe socioeconómico de Colombia", División Estudios de países, marzo.
- BUITER, W. (1985), A Guide to Public Sector Debt and Deficits, *Economic Policy*, No. 2.
- CALVO, G. (1985), Temporary Stabilization Policy, Columbia University; *Mimeo*.
- , (1986), On the Costs of Temporary Liberalization Stabilization Experiments. Presentado en la VI Reunión Regional Latinoamericana de la Sociedad Econométrica, Córdoba, Argentina, *Mimeo*.
- CARRASQUILLA, A. y J. E. RESTREPO (1986), Un análisis de la dinámica de los TAN, Banco de la República, *Mimeo*.
- CORREA, P. (1984), Determinantes de la cuenta de servicios de la Balanza Cambiaria, *ESPE* No. 6, diciembre.
- CUDDINGTON, J. T. (1986), Bonanzas de productos básicos, estabilización macroeconómica y reforma comercial en Colombia. *ESPE* No. 10, diciembre.
- , (1986), Capital Flight: Issues, Estimates and Explorations *Princeton Studies in International Finance* No. 58, diciembre.
- CUKIERMAN, A. y METZLER, A. (1986), A Theory of Ambiguity, Credibility and Inflation under Discretion and Asymmetric Information, *Econometría* No. 5, Vol. 54, septiembre.
- ECHAVARRIA, J. J. (1982), Evolución de las exportaciones colombianas y sus determinantes: Un análisis empírico; *ESPE* No. 2, diciembre.
- EDWARDS, S. (1984), Foreign Borrowing and Default Risk: an Empirical Investigation *American Economic Review*, septiembre.
- (1985), Are Devaluations Contractionary?, *NBER Working Paper* No. 1676, agosto.
- , (1986), Country Risk, Foreign Borrowing and the Social Discount Rate in an open Developing Economy, *Journal of International Money and Finance*, marzo.
- FERNANDEZ, R. (1987), La política cambiaria y el impacto fiscal del servicio de la deuda externa en Montes, F. (Ed). Colombia: 20 años del régimen de cambios. (Por aparecer).
- FERNANDEZ, J. et. al. (1985), Protección aduanera e incentivo a las exportaciones: experiencia colombiana reciente, *Revista de Planeación y Desarrollo*, diciembre.
- GARAY, L.J. (1982), La política de importaciones 1978-1982: Una evaluación, *Mimeo*.
- (1984), "Situación de la deuda externa". *Economía Colombiana*.
- (1985), "Experiencia y perspectivas para la administración del problema de la deuda externa de América Latina", *Mimeo*, agosto (con la colaboración especial de Oscar Marulanda G.).
- GLYAFSON and RISLAER. (1984), Does Devaluation Improve the Current Account? *European Economic Review*, vol. 25.
- JARAMILLO, J. C. y A. MONTENEGRO, (1982), Cuenta Especial de Cambios: descripción y análisis de su evolución reciente, *ESPE* No. 2, septiembre.
- KRUGMAN, P. and L. TAYLOR (1978), Contractionary Effects of Devaluation, *Journal of International Economics*, vol. 8, agosto.
- MONTENEGRO, A. (1983), Aspectos macroeconómicos de las utilidades por compraventa de divisas de la cuenta especial de cambios, *ESPE* No. 3.
- OBSTFELD, M. (1984), Balance of Payments Crises, *Journal of Money, Credit and Banking*.
- OCAMPO, J. A. (1982), Política económica bajo condiciones cambiantes del Sector Externo, *ESPE* No. 2, diciembre.
- , (1985), El Impacto macroeconómico del control de importaciones, *ESPE* No. 8, diciembre.

- , (1987), Una evaluación comparativa de cuatro planes anti-inflacionarios recientes, *Mimeo*, FEDESARROLLO.
- PALACIOS, H. (1987), El financiamiento externo colombiano entre 1987 y 1990 ¿negociación o reprogramación?, FEDESARROLLO — FESCOL, *Debates sobre Coyuntura Económica* No. 6.
- PERRY, G. y M. CARDENAS. (1986), *Diez años de reformas tributarias en Colombia* (Universidad Nacional).
- SOLIS, L. y T. ZEDILLO. (1984), The Foreign Debt of Mexico en Smith y Cuddington (Eds). *International Debt and the Developing Countries*. (The World Bank).
- VILLAR, L. (1985), El control cuantitativo a las importaciones en Colombia julio 1983 — junio 1984, *Coyuntura Económica*, octubre.
- , (1985), Determinantes de las Importaciones en Colombia: Un análisis econométrico, *ESPE* No. 8, diciembre.