

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

**CENTRO DE INVESTIGACIONES
PARA EL DESARROLLO
- CID -**

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

**DOCUMENTOS DE TRABAJO
(WORKING PAPER)**

**SEMINARIO:
POLITICA FISCAL E INFLACION
Noviembre 20 y 21 de 1995**

- MEMORIAS -

DOCUMENTO No 1

Santafé de Bogotá D.C., julio de 1996

**Santafé de Bogotá, Ciudad Universitaria, Edificio 608
2o. Piso. Tels: 368 14 18 - 368 14 28 - 368 13 12 - Fax 368 15 71**

Documento No 1

(Working Paper)

Memorias:

SEMINARIO : POLITICA FISCAL E INFLACION.

Noviembre 20 y 21 de 1995

Director del Seminario:

César Giraldo Giraldo

Coordinador del Area de Economía y Gestión Pública

Posgrado en Ciencias Económicas

Universidad Nacional de Colombia

Coordinador del Evento:

Jorge Eduardo Corrales

CID

Auspicio del Evento:

UNIVERSIDAD NACIONAL DE COLOMBIA

HEMEROTECA NACIONAL

FONADE

ICFES

Documento No 1

(Working Paper)

Es una publicación del Centro de Investigaciones para el Desarrollo - CID,
de la Universidad Nacional de Colombia.

Ciudad Universitaria, Edificio 608 Piso 2

Santafé de Bogotá, Colombia.

Julio de 1996

Telefonos: 3681543 - 3681357- 3681312 - 3681418

Fax: 3681571

E- mail: cid@bacata.usc.unal.edu.co

POLITICA FISCAL E INFLACION

COMPILACION DE LOS DOCUMENTOS PRESENTADOS
EN EL SEMINARIO SOBRE POLITICA FISCAL E INFLACION
SANTAFE DE BOGOTA 20 Y 21 DE NOVIEMBRE DE 1995

CONTENIDO

1. PROBLEMAS INFLACIONARIOS EN ECONOMIAS ABIERTAS

Mario I. Blejer.

Asesor del Fondo Monetario Internacional (Washington).

2. POLITICA FISCAL E INFLACION

Juan Carlos Ramírez - Edgar Trujillo

Departamento Nacional de Planeación.

3. POLITICA FISCAL Y ACUMULACION DE CAPITAL EN EL MODELO DE SUSTITUCION DE IMPORTACIONES. 1930 - 1970.

Edgar Plazas - Miguel Angel Molina

Estudiantes Posgrado en Ciencias Económicas

Universidad Nacional de Colombia.

4. LA INFLACION COLOMBIANA DENTRO DEL CONTEXTO LATINOAMERICANO

José Darío Uribe

Subgerente Estudios Económicos

Banco de la República

5. NUEVA CRISIS FISCAL

César Giraldo Giraldo

Coordinador del Area de Economía y Gestión Pública

Posgrado en Ciencias Económicas

Universidad Nacional de Colombia.

6. POLITICAS DE ESTABILIZACION EN COLOMBIA

Astrid Martínez Ortíz

Profesora Asociada

Universidad Nacional de Colombia

Asesora Consejería Económica y de Competitividad

Presidencia de la República.

7. EL DEFICIT FISCAL Y LA INFLACION

Salomón Kalmanovitz
Director - Junta Directiva
Banco de la República.

COMENTARIOS

Edgar Trujillo
Jefe de la División de Análisis Monetario y Financiero
Departamento Nacional de Planeación.

8. LUCHA CONTRA LA INFLACION Y PACTO SOCIAL

Alfredo Fuentes
Director del Consejo Gremial

Antonio Hernández
Consejero Económico
Presidencia de la República

9. LAS POLITICAS FISCAL Y MONETARIA A LA LUZ DEL CRECIENTE

SERVICIO DE LA DEUDA

Jorge Iván González
Decano - Facultad de Ciencias Económicas
Universidad Nacional de Colombia.

INTRODUCCION

En el año de 1995, uno de los temas económicos que más atrajo la atención a la opinión pública en el país, fué la persistencia de altos niveles inflacionarios. Diversos sectores señalaron sus efectos negativos sobre la economía y el bienestar de la sociedad. Parte de los diagnósticos coincidieron en señalar que para el caso colombiano el fenómeno se debió en gran medida al desbordamiento del gasto público, y que por lo tanto era preciso buscar recortes en este campo. A este punto de vista se contraponen el enfoque según el cual los niveles inflacionarios son sostenidos por las expectativas de los agentes económicos. El rompimiento de dicha inercia precisaría desmontar las expectativas, a lo cual contribuiría la realización de un pacto social.

A pesar de que el pacto se firmó entre el gobierno y diversos sectores sociales, se siguió sosteniendo que el excesivo gasto público fué el factor determinante del comportamiento de la inflación. Este es el tema que se discutió en el seminario.

Una de las áreas de especialización del posgrado en Ciencias Económicas en la Universidad Nacional es la de Economía Pública. Además de ofrecer los cursos correspondientes a los estudiantes inscritos y de orientarlos en sus trabajos de grado, el área tiene como uno de sus fines el de estimular el debate académico entre los docentes universitarios (no solo de la Universidad Nacional) de Economía Pública y campos afines, así como el de propiciar acercamientos con las instituciones gubernamentales para discutir temas de interés para el sector público con rigor académico.

El manejo fiscal y la política antiinflacionaria son dos temas de gran actualidad coyuntural y quienes tienen a su cargo la docencia universitaria de los temas de economía pública deberían estimular encuentros académicos en los cuales profesionales de rigurosa formación contribuyan al estudio de aquellos temas.

Esto motivo a la Facultad de Ciencias Económicas, al Centro de Investigaciones para el Desarrollo - CID, y al área de Economía Pública del posgrado en Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia, a realizar un Seminario sobre Política Fiscal e Inflación en el cual participarán como expositores y comentaristas profesionales colombianos y extranjeros.

El objetivo principal del evento fué el de realizar un seminario sobre **POLITICA FISCAL E INFLACION** con participación de profesionales colombianos y expertos internacionales. Al seminario fueron invitados profesores universitarios de economía pública, profesionales al servicio del sector público y estudiantes de posgrado en ciencias económicas.

Un segundo objetivo que se desprende de la realización del evento es la intención de publicar los documentos presentados. De esta manera se pretende una difusión más amplia de la temática discutida tanto en los medios académicos, como material de lectura en los cursos de economía pública y política económica, así como material de referencia para investigadores.



PROBLEMAS INFLACIONARIOS EN ECONOMIAS ABIERTAS

Mario Blejer
Asesor del Fondo Monetario Internacional
Washington

Primero que todo quiero agradecer la invitación a tan importante seminario, y la oportunidad que se me ha brindado de visitar una vez más Colombia y la ciudad de Bogotá. Las opiniones que a continuación expresaré en este evento académico organizado por la Universidad Nacional de Colombia son personales y no comprometen a la entidad para la que trabajo.

El tema que se me ha invitado a exponer: "Problemas Inflacionarios en Economías Abiertas", puede tratarse en varias formas. Ya que tenemos un tiempo relativamente limitado y dada la calidad de audiencia, no es necesario comenzar con elementos doctrinarios o evolutivos relacionados con la teoría de la inflación. Me voy a concentrar en tratar de elaborar una serie de conceptos básicos que permitan analizar las consecuencias y las implicaciones de ciertas políticas económicas y de ciertos problemas específicos que aparecen en economías abiertas y que determinan la inflación.

Los problemas específicos a los que me refiero, son problemas tal vez "standard", que han afectado a la economía mundial en los últimos 20 o 25 años. Son problemas que en cierta forma, desde el punto de vista de estudios analíticos, han estado de moda en los últimos 25 años y que se refieren de una forma u otra a problemas de economías abiertas, lo cual refleja en forma bastante directa la globalización e interrelación de los sistemas económicos internacionales, y la integración creciente de las economías nacionales en un contexto internacional.

Concretamente me refiero a tres aspectos que condicionan los desarrollos inflacionarios en economías abiertas.

El primero de ellos hace referencia a los efectos de los cambios permanentes en los términos de intercambio, lo cual a su vez contiene básicamente dos facetas. En primer lugar, podremos analizar cómo afecta la evolución inflacionaria. Un deterioro que resulta de un shock externo en los términos de intercambio o en los precios relativos de



los insumos importados. En otras palabras, que efectos tiene sobre la economía doméstica (particularmente sobre la evolución inflacionaria) un shock que cambia el precio de los insumos o de algún insumo importante para el proceso de producción.

La segunda faceta del mismo problema, es por supuesto la mejora permanente en los términos de intercambio, que proviene de un aumento en el precio internacional del producto que nosotros exportamos.

Dos aspectos tratados hasta ahora son realmente dos caras de la misma moneda: el impacto sobre la evolución inflacionaria en una economía abierta de un cambio en un precio relativo(1) o del bien de importación que es un insumo, (2) o de los bienes de exportación.

El segundo aspecto específico para una economía abierta, es el deterioro de las condiciones de acceso a los mercados financieros externos, lo cual incluye, por ejemplo un aumento en el costo del crédito externo, que se puede dar por un aumento en la tasa de interés internacional o por un aumento en las dificultades para el acceso en general a los mercados externos de financiamiento. En otras palabras, cuáles serían los efectos sobre la evolución inflacionaria en una economía abierta de una crisis de la deuda, que puede provenir de un aumento en el costo del crédito o de una limitación en las fuentes en el acceso al crédito.

El tercer aspecto, en cierta forma es el problema contrario, pero que tiene consecuencias completamente directas y diferentes sobre la evolución económica. Es el problema de un aumento significativo en los inlfujos de los capitales externos, aspecto al cual se hizo referencia como una razón para la aceleración de la inflación, en la segunda parte de la década pasada en Colombia. Creo que en cierta forma este es un problema muy actual y yo querría hacer un cierto análisis de las consecuencias inflacionarias y para la política macroeconómica de esta aceleración exógena en los inlfujos de capital externo.

Como lo mencioné anteriormente, si analizamos estos tres tipos de problemas (1), el shock en los términos de intercambio (2), el problema del endeudamiento y del costo del endeudamiento, y (3) el problema de los flujos de capital, se recoge la problemática de los últimos 25 años en el análisis macroeconómico en general.

El shock petrolero de los años 70 dió lugar a un gran desarrollo de la teoría macroeconómica con respecto al problema del costo de los insumos. En los años 80 el problema de la deuda, fué el que estuvo en el centro de los análisis económicos. Probablemente en los últimos años hemos visto un gran interés en el análisis de las consecuencias macroeconómicas de los flujos de capital financiero.



A pesar de que las implicaciones de política, los supuestos a los que se basa y en general la concepción del mundo en los modelos keynesiano y monetario son diferentes, tienen la concepción, en cierta forma unificante, de concentrarse largamente en el lado de la demanda.

Más recientemente, se han desarrollado los modelos macroeconómicos ampliados, en los que se incorporan en forma específica cambios endógenos y exógenos en la oferta agregada. La versión más aceptable o digamos la versión más conocida de estos modelos es la que fue presentada en mi libro en el año 85, de Michael Bruno y Jeffrey Sachs, "Stanflation in the world economic" en la cual se trata de integrar, tanto la oferta como la demanda en una economía abierta. Voy entonces a tratar de exponer rápidamente los principios básicos de los tres modelos y luego ver cómo específicamente en el último es el más aceptable y el más idóneo en mi concepto.

Quiero hacer referencia a los tres problemas señalados atrás (los cambios de términos de intercambio, la deuda externa y los flujos de capital), y mirar cómo estos tres modelos responden al efecto inflacionario de estos shocks y cómo se puede usar para otro tipo de análisis. Lo importante que quiero recalcar es que a nivel macroeconómico la mayor parte de los economistas hemos siempre cometido un error, que a nivel microeconómico prácticamente no se produciría. Es decir, nadie trataría de analizar el comportamiento en el mercado de los tomates, analizando el comportamiento de la demanda por tomates y olvidándose de que hay un comportamiento del lado de la oferta. Por supuesto que siempre se tomaría en cuenta que alguien tiene que plantar y cosechar tomates.

Pero sin entrar a hacer un análisis profundo, de cuáles son las implicaciones del lado de la oferta y sin embargo desde el punto de vista macroeconómico, muchos constantemente nos hemos concentrado en el análisis del lado de la demanda.

Lo que nosotros diríamos es que si tenemos un sistema en el cual, el nivel de precios agregados y el nivel de actividad económica, digamos para no entrar en muchos detalles, con una serie de supuestos etc, esto podría incorporar y podríamos medirlo en forma homogénea también una medición del nivel de ocupación. No voy a entrar con todos los detalles analíticos que nos harían falta para pasar del nivel de producto al nivel de ocupación. Pero digamos aquí medimos las dos cosas: producto y ocupación.

Bueno, si tenemos una demanda agregada, normalmente todas las teorías aceptadas nos dirían que la demanda agregada por el producto total nacional tendría una pendiente negativa. Una serie de razones explica esto, pero digamos para hacerlo sencillo, que el efecto de riqueza sería el efecto que aumentaría la demanda agregada al bajar el nivel de precios o disminuiría para todo el resto de las variables constantes; disminuiría la demanda agregada al subir el nivel de precios.



¿Cuáles serían los parámetros de esta demanda agregada?. Las políticas fiscales y monetarias (es decir las financieras), señalan que un aumento en el déficit en forma general tendría que tender a aumentar la demanda agregada; una expansión monetaria tiende a reducir las tasas de interés, también tendería a aumentar la demanda agregada o a nivel directo también, como consecuencia de un aumento en las riquezas y la cantidad de dinero aumenta. etc.

Esto sería una posibilidad, luego la tasa de cambio nominal, también tendería a aumentar la demanda agregada a través del efecto que tendría sobre la balanza comercial. Un aumento en la tasa de cambio aumenta las exportaciones, disminuye las importaciones y tiende a aumentar la demanda agregada y podríamos poner una serie de factores estructurales, tales como por ejemplo, una reforma estructural que aumenta la cantidad de crédito al consumidor. Si es más fácil conseguir crédito, hay más acceso al crédito, por lo tanto el consumo tendería a aumentar etc. Todas las variables tradicionales que tenemos en este sistema, como yo decía el modelo keynesiano o el modelo monetarista se concentran largamente en esto.

En principio el modelo keynesiano nos diría, que desde el punto de vista de la transmisión de los shocks internacionales, que la economía puede funcionar en un nivel de desempleo en el cual presenta desempleo o puede funcionar en el nivel en el que los shocks internacionales se transmitirían únicamente en la medida en que esos shock afectan el grado de la demanda. ¿Como afectaría la economía, por ejemplo un empeoramiento en los términos de intercambio?. Lo que nos diría es que un empeoramiento, o un déficit en la cuenta corriente o en la cuenta comercial, tendería a aumentar el valor de las exportaciones y eso como no sería sostenible en el largo plazo, lo que tendería es a necesitar que la tasa de cambio altere un shock externo, lo que nos traería sería una alteración en la tasa de cambio, eventualmente como reacción a la pérdida de poder adquisitivo internacional.

Si lo que tenemos es una subida en el precio de los insumos o una caída en el valor de nuestras importaciones, lo que nos daría es que esa caída; bueno, haría subir el nivel de precios lo cual sería un efecto inflacionario y eventualmente si la devaluación, si el cambio en la tasa de cambio es suficiente para reconstituir el equilibrio externo, este sería el final de la historia.

En realidad lo que tendríamos sería un efecto inflacionario y si la economía en realidad estaba funcionando con desempleo, el análisis tradicional lo que nos diría, es que se nos deteriora la balanza externa por un cambio en el valor de nuestras exportaciones y por una subida en el valor de nuestras importaciones. Esto también tendría un efecto inflacionario, pero tendría un efecto expansivo.



En el modelo keynesiano en una situación de desempleo, lo que observaríamos sería que un deterioro en los términos de intercambio, produciría eventualmente una devaluación y tendríamos un aumento en el empleo. En otras palabras, lo que estamos diciendo es que si lo que nosotros producimos compra menos en el extranjero, al fin y al cabo, si tenemos factores de producción que no están trabajando, tendremos que producir más, para comprar lo mismo que comprábamos antes, entonces en principio tendremos *más inflación pero tendremos también más ocupación*. Esta sería la respuesta del sistema keynesiano.

Es un tanto contraintuitivo, es decir que en principio hay un proceso de inflación, causado por un deterioro en los términos de intercambio, pero ese proceso termina aumentando en cierta forma la ocupación local, si es que hay factores libres en el sistema.

El modelo monetario, al que me quiero referir con más detalle nos daría una respuesta semejante (y las explicaciones a la crisis del petróleo en los años 70 fueron semejantes) a pesar de todas las grandes disputas doctrinarias e intelectuales que tiene con el modelo keynesiano. Podemos decir que desde el punto de vista de una economía abierta, lo que dice es muy similar.

El punto fundamental que hace el modelo monetario, es decir que la economía siempre estaría en un punto de ocupación plena, porque los salarios reales tienen que ser flexibles de forma suficiente como para equilibrar el mercado de trabajo, y en general no es posible el resultado keynesiano del desempleo. No es un resultado posible desde el punto de vista intuitivo y desde el punto de vista de equilibrio general en un modelo monetario, pero eso es algo que no nos afecta demasiado desde el punto de vista de la economía abierta. Ese es uno de los supuestos.

El otro supuesto fundamental que hace el modelo monetario es que la inflación local es generalmente determinada por la inflación internacional.

El supuesto que ha hecho el modelo monetario de la balanza de pagos es que normalmente lo que tenemos es un arbitraje casi completo. Si la economía está lo suficientemente integrada, si tiene un nivel de apertura suficiente, los precios internacionales son los que afectan los precios locales; las tasas de interés locales están dadas por las tasas de interés internacionales; y el nivel de ingresos es un nivel de ingresos dado por la ocupación plena.

Esas son las grandes diferencias entre el modelo keynesiano y el modelo monetario. Pero si nos fijamos en cuales son los mecanismos de transmisión de un choque externo como al que me refería, vemos que son muy distintos, que lo que dice el modelo monetario es contrario a lo que dice el modelo keynesiano.



El modelo monetario dice que lo que afecta la demanda agregada es la diferencia entre la oferta monetaria y la demanda monetaria y nada más. El resto, lo único que hace es afectar y determinar la oferta monetaria y la demanda monetaria.

La oferta monetaria esta determinada en una economía cerrada exógenamente por los bancos centrales, etc, y es una variable de política que tiene conexiones con la política fiscal. Por eso lo importante de la política fiscal en el modelo monetario no es si se gasta o en qué se gasta, sino el financiamiento del déficit. Eso es lo que importa; si hay un déficit como se financia. Si se financia monetariamente tiene efectos, sino se financia monetariamente no tiene efectos.

En realidad, ese tipo de análisis es el que se ha usado en cierta forma para explicar la falta de correlación no solamente en Colombia, sino en general entre los déficits fiscales y la inflación. En el caso de Colombia es si la inflación ha sido siempre alrededor del 20% por 30 años, ni siquiera es necesario hacer un test econométrico para demostrar que no está relacionado con el déficit fiscal.

Pero aún en los casos en los que ha habido variabilidad se muestra que no están relacionados y el argumento monetario es que eso está causado por el procedimiento de financiamiento. Lo que importa para el análisis es qué lo que determina la inflación o el nivel de demanda no es el déficit o el gasto, sino el financiamiento; y cómo los mecanismos de financiamiento son distintos, externos en ciertos casos o pueden ser a través del endeudamiento. Los efectos sobre la inflación son distintos.

Concretamente lo que la teoría monetaria nos dice, es que en un sistema, por lo menos de equilibrio, en una economía cerrada, esta determinada básicamente por la política del banco central, (por los cambios exógenos del banco central) y esto es una variable de comportamiento que es una función del nivel de ingresos o del nivel de riquezas, de las tasas de interés y de las expectativas de inflación.

Entonces, el modelo en una economía cerrada nos dice que el nivel de inflación y el nivel de demanda están determinados por la relación entre la oferta monetaria y la demanda monetaria. Si la oferta monetaria sube más rápido que la demanda monetaria, habrá un aumento en la demanda, porque la gente recibe más dinero, (más poder de compra) que no lo quiere mantener en esa forma y demanda más bienes.

Si la oferta monetaria sube al mismo ritmo que la demanda monetaria, no hay exceso de demanda. En una economía abierta el argumento monetario es que la oferta monetaria no esta determinada únicamente por factores de políticas internas o por los bancos centrales, o por el déficit fiscal, sino que tiene dos componentes.



Uno es, el crédito doméstico: banco central y el sistema bancario local, el otro son las reservas internacionales. Una acumulación de reservas, en un sistema de tasa de cambios fijo manejado o convertible, tiene efectos monetarios directos. De manera que lo único que el banco central o que la política interna a través de política fiscal, puede hacer es afectar el crédito doméstico.

Si el banco central aumenta el crédito doméstico, tanto al sector público para financiar el déficit o al sector privado para financiar consumo o inversión, esto aumenta la oferta monetaria. Si ella es mayor que la demanda por dinero hay dos alternativas: o que los precios suban por un aumento en la demanda, o que las reservas caigan. En otras palabras hay dos alternativas cuando se aumenta el crédito doméstico: o aumente la inflación o la balanza de pagos entra en déficit y las reservas se pierden. Cuando se pierden la reservas se baja la cantidad de dinero.

Entonces hay dos mecanismos de ajuste en el modelo monetario de la balanza de pagos, y esto nos trae de vuelta a nuestro documento. Hay dos mecanismos de ajuste, los dos mecanismos vienen nuevamente de un cambio en la demanda, cuando por un déficit fiscal o por un exceso de expansión monetaria y tenemos entonces nuevamente otro argumento por el cual no hay correlación necesaria entre las inflación y los déficits fiscales, porque la expansión monetaria puede venir por expansión crediticia al sector privado, no necesariamente al sector público. Pero cuando hay un aumento en la cantidad de dinero que proviene de cualquier factor, pero que esta reflejado en el aumento en el crédito doméstico, se pueden observar dos resultados: el primero es un aumento en el nivel de precios y el segundo una reducción en la reserva, es decir, una caída en la balanza de pagos (un déficit en la balanza de pagos).

Sin embargo, si la economía es muy abierta y se supone que todos los bienes son transables y la economía es pequeña, todos los precios están dados al fin y al cabo por los precios internacionales. Entonces la pregunta que surge es: si todos los precios están dados por los precios internacionales, cómo el supuesto monetario lo hace, una expansión de crédito doméstico, lo único que puede hacer es deteriorar la balanza de pagos y no puede crear inflación. Esa sería una teoría monetaria pura de Jerry Jhonson y otros en los años 70.

No hay que ver todos los factores keynesianos, hay solamente que ver cuál es la relación entre la oferta y la demanda por dinero, y cuando se crea un exceso monetario se crea un exceso en el mercado monetario que va a terminar creando un déficit en la balanza de pagos, pero no puede crear inflación porque los precios están dados internacionalmente. Sabemos que eso no es cierto, es decir no es un supuesto realista. Eso lo vimos país por país. La inflación internacional no es única a pesar de que las economías son relativamente abiertas.



¿Como se explica esta dicotomía?. Yo creo que es un resultado importante, lo que se dice es que, obviamente, las economías individuales tienen dos tipos de bienes: los bienes transables y los bienes no transables.

Los bienes transables son aquellos en los que se da la condición de equilibrio, la condición del arbitraje. Pero los bienes no transables son aquellos que en forma directa están afectados por los precios de la demanda, (por el exceso de la demanda). El cambio en la demanda afecta únicamente el precio de los no transables, el precio de los transables esta dado internacionalmente. Si entendí correctamente lo que se dijo anteriormente es que en el caso de Colombia, alrededor del 40 o 48 %, estaría dado por los precios transables, la otra mitad serían precios no transables, cuyos precios estarían determinados por el sistema de demanda y oferta.

De manera que cualquier desequilibrio monetario en este modelo, tiene dos canales para resolverse. Uno es por un aumento en el precio de los no transables, (crear inflación) y el segundo a través de un aumento en la demanda de transables, que redundaría en una caída en las exportaciones y un aumento en las importaciones. Es decir, un deterioro en la balanza de pagos que traería una caída en las reservas internacionales.

El modelo monetario no dice que cualquier problema de política interna que resulte en un exceso de creación de créditos va a resultar en un proceso inflacionario doméstico y en un deterioro en la balanza de pagos; bajo el supuesto que la tasa de cambio es mas o menos controlada y estable. Pero esa sería la explicación que se ha dado.

Sobre esto podemos introducir dos elementos. La primera pregunta importante, y que creo sigue siendo fundamental para establecer y para entender el mecanismo de transmisión, es: ¿cual sería el parámetro que nos permitiría desde el punto de vista de la evaluación de política y de la instrumentación de política, nos permitiría estimar de antemano el efecto de una expansión de crédito, por ejemplo de una política expansionista del 10 % por encima de la demanda de dinero?. De ese 10% de exceso monetario que puede ser generado, por un déficit fiscal o una expansión del crédito, la pregunta que surge es: ¿cuánto redundaría en aumento de precios o cuanto en un deterioro en la balanza de pagos?. En una economía cerrada no habría problema: la teoría monetaria nos dice, que si todo esto esta constante, si aumenta la cantidad de dinero en un 10%, los precios van a tener que subir en un 10%, para reducir el valor real de esta cantidad de dinero que la gente quiere tener.

En una economía cerrada esa pregunta no tiene sentido, en una economía totalmente abierta del estilo del modelo monetario tradicional, tampoco tiene importancia, porque uno sabe que el 10% va a resultar en una caída de reservas alrededor de la misma proporción, pero la inflación no se afecta. Pero en el modelo realista en el cual hay



bienes transables y no transables, un aumento de un 10%, el quid está en determinar en cuanto aumentaría los precios y en cuanto sería la pérdida de reservas.

Esta pregunta es una pregunta fundamental, que ha interesado mucho al estudio empírico. En el Fondo Monetario hemos hecho una gran cantidad de estudios sobre esto y no se ha encontrado una respuesta única. La respuesta es que depende de una serie de cosas, pero básicamente de las estructuras específicas de cada economía en cada punto del tiempo.

Cuán abierta es la economía, cuanto es esta división entre transables y no transables, cuántos están sujetos a toda clase de limitaciones en su comercio, cuantas son las tarifas, cuántas son las cuotas, cuántas son las interferencias con el sistema de precios. Y con respecto a los no transables, lo importante es cuál es su elasticidad, por ejemplo se puede reflejar en un aumento de precios. Un aumento de la demanda por servicios públicos, que es un bien no transable, puede no tener ningún efecto sobre su precio, sino tiene elasticidad, si el gobierno no decide cambiar sus precios. Pero al mismo tiempo un aumento de la demanda por otros servicios no transables.

En el caso de los servicios privados la elasticidad puede ser muy alta, entonces el análisis de los factores específicos son importantes, pero el punto que quiero recalcar es que eso tampoco es algo fijo en el tiempo. A través del tiempo en un país dado, estas proporciones entre transables y no transables va cambiando, la +elasticidad de los no transables va cambiando y el régimen de importación y exportación también va cambiando.

En otras palabras, si ustedes tienen un proceso de reforma, y liberalización, (yo entiendo que en el caso colombiano se ha dado algún proceso de liberalización y de apertura que ha sido prolongado y más o menos constante), y estas variables estructurales cambian con el tiempo. El mismo excedente, aún si tendríamos un déficit fiscal dado fijo y una inflación fija, tal vez los mecanismos de transmisión son otros, porque dado un excedente monetario, si la estructura de la economía ha ido cambiando, si el porcentaje de transables y no transables ha ido cambiando y el acceso del público a los bienes transables ha ido cambiando, las elasticidades, las tecnologías de los servicios, etc., ha ido cambiando, esto también tendería a ir cambiando.

De manera que el modelo monetario expandido que todavía se concentra en el lado de la demanda, no tiene ninguna respuesta concreta sobre cuáles serían los parámetros específicos sobre efectos de excedente monetario sobre la inflación. Es difícil estimarlo a menos que podamos armar un modelo completo en el cual podamos ver en detalle cuales son los determinantes de todos estos parámetros. Esto con respecto al modelo en general.



Cómo respondería el modelo monetario a las tres preguntas que yo hice al principio, al cambio en los shock externos, a la deuda pública, al problema de los flujos de capital. Para empezar el modelo monetario como decíamos: supone que el nivel de ingresos es más o menos fijo, que hay una demanda agregada y que esa demanda agregada depende básicamente de la relación entre la oferta monetaria y la demanda monetaria.

Entonces, lo que el modelo dice, es que se debe analizar cada uno de los factores que se han mencionado y mirar cuáles son sus efectos sobre la demanda y sobre la oferta monetaria.

Un shock externo sobre los términos de intercambio. ¿Cómo afectaría este sistema?. En realidad lo que diría es que no tiene un efecto claro, pero un deterioro de los términos de intercambio tendría en principio dos efectos. Uno el de bajar el nivel de la riqueza real: si el poder adquisitivo de nuestras exportaciones cae y si la necesidad de importar es más o menos inelástica y necesitamos pagar un precio más alto, la riqueza nacional cae, de manera que eso tendería a bajar la demanda monetaria. Al mismo tiempo si tenemos una caída grande en los términos, para producir menos con el mismo nivel de factores de producción, es decir, también tendería a bajar la demanda.

Una caída en la demanda monetaria para una oferta dada, tendería a aumentar, a crear un exceso de demanda, porque hay más dinero en el sistema de lo que la gente quiere mantener como dinero. Porque la demanda por dinero ha caído, la oferta en la demanda ha caído, esto tendría que tener un efecto expansivo y en total lo que vemos es normalmente un proceso inflacionario claramente establecido, y hasta en cierta forma podría también producir una cierta caída en el producto; pero esto no queda claro, a menos que sepamos específicamente el efecto que esto tiene sobre el proceso de producción.

Que pasaría si el proceso es al revés, si el precio en nuestras importaciones sube, si tenemos una ganancia de los términos de intercambio, bueno al revés. Habría una gran subida en la percepción de riqueza, un aumento en la demanda por dinero, si la oferta monetaria no cambia tendríamos una caída en el nivel de precios, una deflación; o si la oferta monetaria aumenta consecuentemente, por la mejora en los términos de intercambio, por ejemplo, si el déficit fiscal aumenta, como consecuencia tenemos un aumento en el déficit fiscal, como consecuencia de una ganancia en los términos de intercambio. El gobierno gasta más, tiene un déficit porque intermedia la ganancia en los términos de intercambio. Básicamente lo que estamos diciendo es que el gobierno imprime más dinero, o se financia vía el banco central, pero el público quiere mantener saldos en forma de dinero, porque su percepción de riqueza es mayor.

No habría ningún problema en el nivel de precios, por lo cual las políticas domésticas financieras de déficit o de gasto no necesariamente estarían relacionadas con el nivel de



precios o con la inflación, porque ello depende de cuál es la fuente de su expansión. Si esa fuente proviene de un aumento en la demanda por dinero o por elementos financieros que el gobierno pueda producir debido a un efecto de riqueza, teníamos este efecto.

Que pasaría si en el segundo caso, cuando tenemos un problema de crisis de la deuda, ¿como es que el problema monetario explicaría la crisis de la deuda; como se expresa ese déficit de la deuda?. Uno de los factores que puede estar detrás de esto es una contracción en el crédito externo o una subida en la tasa de interés internacional, a la cual cada país individual tiene acceso.

Una subida en el costo del crédito, un aumento en la tasa de interés, también tendería a hacer caer la demanda monetaria. Esto depende entre otras cosas, de la tasa de interés. Una subida en la tasa de interés internacional, que sería el reflejo del problema de la deuda, tendería a hacer caer la demanda por dinero y un efecto semejante sería como otro shock petrolero. El modelo monetario nos da exactamente el mismo resultado.

Si aumenta la tasa de interés a la que un país específico se enfrenta, como razón sistémica o como razón individual, tenemos un aumento en la tasa de interés doméstico y una caída en la demanda monetaria, si esta no está compensada con una caída por la vía de una contracción monetaria, de alguna forma por contracción del crédito doméstico, o de un aumento en el superavit fiscal, no se crea un exceso demanda y tampoco un proceso inflacionario.

Entonces la respuesta es estándar, de vuelta y relevantemente, si el shock externo es un shock en el mercado de bienes. Los insumos importados son más caros o en el mercado financiero los insumos crediticios son más costosos. Tenemos una transmisión en ese sentido de la inflación.

Y el tercer punto, el punto de los flujos monetarios, de los influjos de capital. Lo que este fenómeno ha dado lugar en los países latinoamericanos y del Asia del Este en los últimos siete u ocho años, es un fenómeno que el modelo monetario no puede manejar y no ha manejado bien. Porque en general la forma como yo planteé, que es la forma como se ha manifestado en la literatura, es que un cambio en la cantidad de crédito endógenamente genera un cambio en las reservas internacionales. Las reservas son endógenas, responden así como la inflación responde a la política monetaria internacional.

Los influjos de capital, que estamos observando y que hemos observado durante los últimos siete años, generalmente han sido respuesta exógena a otros fenómenos. Entonces el modelo no ha tenido una formulación apropiada para poder tratar este problema, porque consideraba los cambios en las reservas como una reacción a un



desequilibrio monetario y en realidad los flujos de capital externo, son un factor exógenos que caen en el sistema. Pero la única forma como lo ha podido tratar es subir exógenamente la oferta monetaria. Y esa subida exógena en la oferta monetaria va a tender en general a crear inflación. Esa es la respuesta que se ha dado. En cierta forma yo creo que esta es una respuesta inadecuada, porque depende de cuál ha sido la motivación de estos flujos de capital.

Creo que tengo todavía unos diez minutos más, entonces voy a tratar de llegar a este punto con más detalle, pero antes querría plantear el modelo expandido, al que me refería al principio, el modelo de Sachs y Bruno, que es el modelo más común cada día para analizar estos problemas que ha introducido con mucho más detalle el comportamiento de la oferta.

Aún cuando ellos hacen una serie de otras disquisiciones sobre la demanda, básicamente están de acuerdo con que tanto modelos monetarios y keynesiano explican bastante bien el comportamiento en la demanda. El punto fundamental es que ellos plantean que hay una oferta agregada, que responde endógenamente a una serie de factores que deben ser tomados en cuenta con mucho cuidado. Que factores son los que no se han tomado en cuenta en el análisis macroeconómico anterior.

Lo que ellos establecen es que a lo largo de la oferta, tiene una pendiente positiva, porque mantiene fijo los salarios nominales. Al aumentar el nivel de precios con salarios nominales fijos, los salarios reales caen, lo cual permite producir más, porque los costos de producción reales caen.

Además de esto hay otra serie de costos de producción que hay que tomar en cuenta en forma específica: los equipos de capital, el stock de capital, la productividad, la tecnología, etc. Todo eso lo sabemos, pero en el modelo de Sachs y Bruno lo que es fundamental es que además de esto los costos de producción incluyen tres variables adicionales que hay que tomar en cuenta en forma específica.

Uno, es el costo de los insumos importados, y dos es la tasa de cambio. Ambos elementos, en los modelos más tradicionales, los tenemos al lado de la demanda. Un aumento en la tasa de cambio, incentiva las exportaciones, desincentiva las importaciones, aumenta la demanda. En el modelo de oferta agregada, la tasa de cambio es un costo de producción porque aumenta el costo de los insumos importados y tiene un efecto sobre la oferta. Y el tercer parámetro importante es el valor de crédito real, que podría ser aproximado por la tasa de interés también.

Los factores anteriores hacen parte del los costos de producción del sistema y esto es fundamental de tener en cuenta, son factores que los análisis de demanda no han tenido en cuenta y por eso dan resultados que no son consistentes con la realidad económica.



Entonces, lo que nosotros observamos es una explicación bastante trivial, si ustedes quieren la forma como lo estoy presentando, pero que tiene su base teórica muy sólida del proceso de estancamiento, (inflación con desempleo). Los otros dos modelos de demanda, el modelo keynesiano y el modelo monetario, tienen problemas en explicar como es posible que en los años 70 observamos a lo largo, en los países industriales, un proceso de inflación creciente, con aumento en el desempleo. Esto es algo inconsistente con el modelo de demanda. Pero en un modelo completo esto es totalmente consistente, porque lo que tenemos es que el aumento en el precio de los insumos importados tiende a disminuir el nivel de producción por la maximización, por el beneficio de las firmas; pero también tiende a subir el nivel de precios.

El punto crucial del análisis no es este, esto creo que es en cierta forma trivial. El punto crucial para nuestro objetivo de los problemas inflacionarios en una economía abierta, es que pasa después del primer shock.

Y en el modelo de Bruno y Sachs, en forma un tanto no clara, pero en varios desarrollos teóricos posteriores, lo que se dice es que el mecanismo de transmisión del shock inicial sobre la formulación de políticas financieras macroeconómicas, cómo reacciona el gobierno. El segundo, cuál es el nivel de indexación del resto de los costos de producción, particularmente el de los costos laborales. En qué medida la inflación inicial causada por un shock externo se transmite desde el sistema a través de lo que el gobierno y el sector laboral hacen. Y está claro que si lo que tenemos es un sistema donde prácticamente los salarios nominales están indexados a nivel de precios, que es lo que tenemos, inmediatamente esta subida en el nivel de precios tendería a hacer subir los salarios nominales.

Ahora si tenemos un proceso como este, que es lo que se ha observado, realmente como consecuencia de los shocks externos, que hay un proceso de inflación, de desempleo y los salarios nominales tienden a subir en casi todos los países.

Esta subida adicional en los precios nominales, nos crea una inflación adicional y un desempleo adicional. Cuál es la reacción posible, que sea el segundo elemento desde el punto de vista de la política financiera. Si observamos que hay una recesión de este tamaño, una de las reacciones posibles, es el aumento en el gasto público o el aumento en la expansión crediticia, para contrarrestar el efecto sobre la ocupación, pero eso nos traería un aumento en la demanda adicional como consecuencia de la expansión monetaria (tanto por modelos keynesianos, o monetarios no tiene importancia), nos traería una expansión en el producto, y un aumento adicional en los precios.

Otro tipo de reacción posible es el de acelerar la devaluación, como consecuencia de una pérdida de competitividad, por la subida en los precios de los insumos. Pero un



aumento en la tasa de devaluación en este caso, tomando el análisis puro de demanda, nos traería un aumento adicional, un efecto positivo sobre la ocupación. Pero en el modelo más general que incluye los efectos sobre los costos de producción, lo que esa devaluación hace es aumentar más los costos de producción y tener todavía un efecto de precio adicional.

Lo cierto que vemos en este caso, es cuando el shock externo causa un cambio en la oferta y no en la demanda, cualquier reacción del lado de la demanda únicamente tiende a exacerbar el proceso inflacionario y que ese proceso inflacionario, se puede convertir en una espiral inflacionaria, de acuerdo a cual indexados estén los salarios y a cuan indexado esté todo el sistema económico.

¿Cuál sería la historia de la crisis de la deuda en este modelo expandido?. La historia de la crisis de la deuda, contrariamente a lo que otros modelos nos dirían, tendría una cierta expansión en la demanda y que podría ser contrarrestada por una contracción monetaria.

Lo que nosotros diríamos es que la crisis de la deuda tiene un efecto del lado de la oferta agregada, porque prácticamente hay un aumento en los costos de producción nuevamente. Que el crédito como factor de producción sea exógeno o endógeno, es lo que está aumentado su predicción y luego esto también tendría que tener una tendencia hacia la contracción de la oferta total, y un efecto inflacionario con una caída en el producto y un aumento en el desempleo.

Nuevamente, lo que se ha observado, los países que han entrado en la crisis de la deuda, como se mencionaba es el caso de forma más suavizada a Colombia, se observó un proceso de aceleración inflacionaria inicial con una contracción la oferta agregada y con una contracción en el empleo de acuerdo a la forma como reaccionaron los salarios nominales en los distintos países, o lo que se hizo con la tasa de cambio y a lo que se hizo para contrarrestar ese efecto.

Pero lo cierto es que la contracción inicial y la subida inicial en los precios como consecuencia de la crisis de la deuda si es contrarrestada por un aumento en el crédito doméstico. Si el gobierno trata de aumentar el crédito doméstico para compensar la caída en el crédito externo, lo que tendríamos es un aumento inflacionario adicional. Probablemente el nivel de empleo sufriría menos, pero el nivel de inflación se aceleraría más rápido.

Nuevamente vemos entonces que para la respuesta apropiada desde el punto de vista de la política financiera lo importante es entender cuál es la fuente del desequilibrio inicial. También en dos palabras para poder completar la exposición, ¿que pasa en este modelo con los influjos de capital, cuando hay influjos externos de capital?.



No tenemos una respuesta única porque como decíamos en el caso del modelo monetario, que no nos da una respuesta clara, porque no nos dice cuál es la fuente de esos influjos, ¿cuales son las causas de estos influjos?. Este modelo no puede dar una respuesta clara pero también tenemos que especificar cuál es la causa de esos influjos. En dos palabras, pueden haber dos causas, una es que estos influjos respondan a una remonetización de la economía, a una caída acelerada en la tasa de inflación, como hemos vistos en todos los países que han tenido el proceso de estabilización exitosa. Cuando la inflación se acelera todos sabemos que la demanda por la moneda local cae, cuando la inflación cae la demanda por la moneda local se acelera.

Si el gobierno como consecuencia de su política de estabilización ha mantenido un déficit fiscal cero o un superávit y ha mantenido una política de crédito absolutamente invulnerable, es decir no ha habido expansión de crédito, al aumentar la demanda por el dinero doméstico porque ha bajado la inflación, si no hay fuentes domésticas locales de fondo, lo que va a pasar es una importación de esos fondos y el público va a traer dinero del exterior, que eventualmente en algún momento lo había exportado. Si hay escasez de dinero porque el crédito doméstico está contraído y porque el público tiene su fuente para traerlo del extranjero y porque los déficits fiscales están controlados, entonces hay un ingreso de dinero que viene como consecuencia de que hay un aumento en la demanda por dinero. En ese caso no tendría que tener efectos de inflación porque el público quiere ese dinero para mantenerlo para reserva, aumenta la cantidad de dinero local pero no aumenta la demanda.

Habíamos dicho que el modelo monetario nos dice que la demanda va a subir si hay un cambio entre la oferta y la demanda por dinero. Si los capitales entran, si las reservas suben exógenamente, si el equilibrio se mantiene a través del sector externo no tiene que haber un cambio en la demanda agregada. El público importa dinero, pero lo quiere mantener en forma de dinero; no hay problemas del lado de la demanda. Por el lado de la oferta, este crédito tendería a aumentar la oferta de crédito y al bajar el costo del crédito, si el crédito es muy caro domésticamente y el público puede obtener dinero del extranjero y prestarlo, lo cual tendería entonces a expandir la oferta agregada, entonces tendría que tener un efecto deflacionario, no inflacionario, un efecto en realidad positivo o los precios tenderían a caer.

Si la demanda es muy inelástica los precios caerían muy poco, pero tendrían un efecto expansivo y beneficioso, este en un caso en cual no habría que esterilizar los flujos. Este es el caso en el cual si se esterilizan los flujos, lo que se hace es subir la tasa de interés, entonces toda la política macroeconómica estaría al revés, si esterilizamos los flujos de capital que vienen a satisfacer la demanda, haríamos subir la tasa de interés, crearíamos inflación y recesión sin necesidad.



Pero hay otra fuente de flujos que pueden estar entrando en el país y que sería la sustitución de créditos no de dinero. No es que el público quiere tener más dinero, sino que el crédito es muy caro (la tasa de interés en el país es muy alta) y es posible obtener recursos en el extranjero a una tasa más baja, a pesar de que el público no demanda ese dinero, sino que la firma lo demanda para producir, si hay una demanda de crédito que no está siendo satisfecha y al mismo tiempo al haber tasa de interés muy alta internamente hay una oferta especulativa de fondo.

Los fondos externos entran en el país para aprovechar la diferencia de intereses. Si se presenta un aumento en la oferta monetaria sin que haya un aumento en la demanda equivalente inmediatamente se tendería a un efecto inflacionario y eventualmente, tendríamos que recomendar un proceso de esterilización.

Una fuente muy importante de flujos de capital ha sido la inversión directa. Hay flujos de capital que tienen efectos monetarios, pero que vienen a aumentar el Stock de capital directamente. En tal caso lo que nos daría sería aumentar el Stock de capital, aumentando la oferta agregada como también lo hizo los flujos de capital, si tienen un origen como en la inversión extranjera directa, tendrían efectos deinflacionarios y nuevamente no sería recomendable esterilizarlos.

En principio el mensaje final que querría dejar, sería entonces, que para entender los efectos inflacionarios en una economía abierta es importante considerar las dos partes de la ecuación, la parte de la oferta y la parte de la demanda. En segundo lugar, que el diseño de las políticas de respuesta a los shock externos no puede ser realizado solamente al observar los síntomas; el diagnóstico tiene que estar basado realmente en un análisis más general de cuales son las variables que afectan los dos lados de la ecuación.

Muchas gracias.



POLITICA FISCAL E INFLACION

Juan Carlos Ramírez
Edgar Trujillo
Departamento Nacional de Planeación

Quizá la característica mas importante de la economía colombiana en los últimos 25 años ha sido su estabilidad. Esto ha permitido disfrutar tanto de un crecimiento económico sostenido a un promedio de 4.4% anual, aún durante la crisis de la deuda, como de aumentos en el ingreso per cápita de la población a un ritmo de 2.4% anual. Estos logros han hecho que Colombia sea catalogada como un caso especial.

Igualmente especial ha sido el comportamiento de la inflación colombiana. Esta muestra en las dos últimas décadas una estabilidad persistente en valores que rodean el 23%, muy superior a los patrones internacionales, pero sin haber experimentado hiperinflaciones. No obstante su inamovilidad, día a día crece el consenso social en torno a la necesidad de reducir la inflación; basta con ver la proliferación de estudios para Colombia sobre este tema en el último año. Esto, debido a que la inflación es un impuesto regresivo, un obstáculo al crecimiento pues desperdicia tiempo y recursos de la economía para protegerse contra ella y además desestimula el desarrollo del mercado de capitales.

De la asombrosa persistencia de la inflación, y del acuerdo social sobre sus costos, parece que se hubieran contagiado también los diagnósticos acerca de las causas de la estabilidad de la inflación (a pesar de la falta de evidencia empírica): se alega que los desequilibrios fiscales son su causa pues las distintas administraciones no han querido renunciar a los ingresos provenientes del impuesto inflacionario ni asumir el costo político de un plan de estabilización.

Aquí vale la pena citar a Eisner (1984): " El déficit presupuestario es como el pecado. Para la mayoría de la gente es algo moralmente malo, muy difícil de evitar, no siempre fácil de identificar y sujeto a considerable parcialidad en su medición."



Aunque, en las finanzas públicas puede estar parte del problema, responsabilizar exclusivamente al sector público, además de ser completamente inexacto, conlleva implicaciones de política que llevan al lugar común de siempre: recomendar recortes importantes de gasto que en últimas recaen en la inversión pública para el desarrollo, por ser éste el componente más flexible del gasto público. No es exagerado afirmar que cada año, después de la publicación de las cifras fiscales, las autoridades monetarias, los organismos multilaterales de crédito, los gremios y los centros de investigación coinciden en su desacuerdo con el crecimiento del gasto del gobierno y sus implicaciones inflacionarias.

Si bien ésta es una posición válida que presiona por un equilibrio, desvía la atención del debate de factores importantes que también influyen en la inflación o esconde soluciones alternativas que pueden ser preferibles. Por ejemplo, comúnmente se ignoran factores institucionales como la alta indización de la economía colombiana. Mecanismos como el antiguo régimen cambiario, la creación de la UPAC y otras innovaciones financieras, las revisiones anuales de los salarios con base en la inflación pasada, la indización de las tarifas de servicios públicos y de algunos impuestos, muestran la reticencia de todos los agentes a asumir el costo del impuesto inflacionario.

En efecto, un estudio reciente¹ muestra cómo cerca del 42% de la canasta del IPC está conformada por precios altamente indizados y, adicionalmente, un 17% corresponde a precios de comportamiento cíclico o de una alta volatilidad, sobre las cuales influyen de manera notoria factores ajenos al manejo de las autoridades como el clima o el ciclo ganadero.

Siendo así, sólo queda menos de la mitad de la canasta (41%), constituida por los bienes comercializables internacionalmente, sobre los cuales teóricamente estaría influyendo más directamente la política macroeconómica. Dado que la evolución de los precios de los bienes transables está estrechamente relacionada con la tasa de cambio, sólo sería posible reducir la inflación con un ancla cambiaria.

De hecho, eso fue que lo sucedió en Colombia en el cuatrienio anterior; se utilizó un ancla cambiaria que redujo notablemente el precio de los bienes comercializables internacionalmente, pero dada la rigidez del resto de los precios de la canasta se produjo una revaluación real insostenible del peso, generando un desequilibrio cambiario. Para nuestra fortuna, los riesgos y costos de un ajuste de este estilo los revelaron primero otros países como México y Argentina.

¹ Morales, Patricia y Jaramillo, Carlos Felipe (1995), Estructura del índice de precios al consumidor: algunas implicaciones para el análisis de la inflación, Borradores semanales de economía, N°39, Banco de la República.



La alta rigidez de los precios a reducciones nominales implica que la disminución rápida de la inflación con instrumentos exclusivamente fiscales, además de requerir una reducción del gasto público monumental, tendría unos costos recesivos muy altos. Dejar descansar todo el peso del ajuste sobre el gasto público, en presencia de rigideces legales y de precios muy fuertes, es una estrategia poco realista y sin muchas probabilidades de éxito.

En este contexto se inscribe el Pacto Social de Productividad, Precios y Salarios como un instrumento útil adicional a una política macroeconómica concertada con las autoridades monetarias para reducir la inflación con costos mucho menores.

Es conveniente aclarar que los pocos y recientes estudios sobre inflación y política fiscal no han sido unánimes en encontrar evidencia contundente de una relación directa entre gasto público e inflación en Colombia. Este resultado no es del todo contraintuitivo si se tiene en cuenta que la estabilidad de la inflación contrasta fuertemente con la variabilidad de los balances fiscales. Adicionalmente, el crédito neto del banco central al gobierno central se ha venido reduciendo sistemáticamente desde comienzos de los noventa al igual que la participación del impuesto inflacionario en los ingresos corrientes del sector público².

Por otro lado, un estudio de Restrepo y otros³ muestra que, corrigiendo los indicadores fiscales por inflación, devaluación y crecimiento del producto "... desde 1984 el sector público ha realizado un gran ajuste y que, en términos reales, a partir de 1990 éste ha transferido recursos hacia el sector privado... Igualmente (...) se puede afirmar que la aceleración de la inflación desde 1986 hasta 1990 no es producto de un exagerado déficit público y que más bien responde a factores inerciales, al manejo de la tasa de cambio o a la acumulación de reservas internacionales".

La evidencia ambigua de la relación entre la política fiscal y la inflación para el caso colombiano ha incentivado estudios de la relación de esta última con otros factores.

² Ver, Zuleta, Hernando, (1995), Impuesto inflacionario y señoreaje, Borradores semanales de economía, N°38, Banco de la República.

³ Restrepo, J., Zárate, J.P. y Posada, C.E., (1992), El déficit público: una perspectiva macroeconómica, Archivos de macroeconomía, N°4, DNP..



Carrasquilla y Zárate (1995)⁴ estudiando la relación de la inflación con diferentes variables encuentran para el período 1950-1994 que "...el comportamiento de las aceleraciones inflacionarias, medidas a través del IPC, es causado principalmente por la expansión de los medios de pago y de los salarios, mientras que las otras variables nominales (tasa de cambio) acomodan el proceso inflacionario." Adicionalmente, afirman que "... En el caso fiscal, los resultados econométricos no encuentran una relación sistemática entre el déficit de las finanzas públicas y la evolución de la inflación. Este resultado parece contradecir la presunción teórica de que el incremento en el déficit fiscal aumenta la inflación..."

Contrariamente, Partow (1995)⁵, con base en un modelo VAR reporta una relación positiva entre el gasto del gobierno y la inflación.

Hernando Vargas (1995)⁶, quien presenta un estudio novedoso sobre inflación y crédito, encuentra que " Existe evidencia no muy fuerte sobre una relación positiva entre cartera total y la inflación en Colombia entre 1982 y 1994... mientras que la cartera de consumo sí es bastante significativa."

Con respecto a la relación salarios-inflación, Martha Misas y Hugo Oliveros (1994)⁷ concluyen que "... existe una relación de causalidad bidireccional entre el índice de precios al consumidor total nacional y el salario mínimo legal, así como también, una relación unidireccional del salario mínimo legal al indicador de precios básicos..."

En relación con el mencionado efecto crowding-out del gasto público, un estudio de Ramos y Rodríguez (1995)⁸ sobre déficit fiscal y las tasas de interés concluye que " Las diferentes pruebas econométricas realizadas... en ningún caso arrojaron evidencia que soporte la causalidad de déficit hacia la tasa de interés, ni siquiera en el ejercicio en el cual se descompone el déficit por fuentes de financiamiento..."

⁴ Carrasquilla, Alberto y Zárate, J. Pablo, (1995), De inflación moderada a inflación baja: el caso colombiano, Banco de la República, (borrador).

⁵ Partow, Zeinab, (1995), Una investigación empírica sobre el impacto de la inflación en el crecimiento económico de Colombia 1951-1992 , Borradores semanales de economía, N°17, Banco de la República.

⁶ Vargas, Hernando (1995), La relación entre el crédito y la inflación , Borradores semanales de economía, N°37, Banco de la República.

⁷ Misas, Martha y Oliveros, Hugo, (1994), La relación entre salarios y precios en Colombia: un análisis econométrico, Borradores semanales de economía, N°7, Banco de la República.

⁸ Ramos, Jorge y Rodríguez, Norberto, Déficit fiscal y tasas de interés en Colombia, Borradores semanales de economía, N°19, Banco de la República.



En resumen, todo parece indicar que las altas devaluaciones de segunda mitad de los años ochenta (a través de sus consecuencias monetarias, o de perturbaciones de precios relativos), a la vez que validaban inflaciones pasadas (junto con los salarios), atizaban la inflación futura, pues éste es el único mecanismo para restablecer los valores de equilibrio al peso en ausencia de un ahorro público y privado suficientemente alto⁹.

Como puede deducirse de esta breve revisión de la literatura reciente sobre inflación y política fiscal en Colombia el debate está lejos de cerrarse. De allí la oportunidad y relevancia de este seminario. Cabe esperar entonces, que las distintas ponencias ayuden a aclarar la real incidencia de las finanzas públicas en la inflación y la capacidad de estabilización de la política fiscal.

⁹ Galindo, Arturo (1994), Política económica e inflación: un análisis de la experiencia reciente 1988-1994, Borradores semanales de economía, N°14, Banco de la República.



POLITICA FISCAL Y ACUMULACION DE CAPITAL EN EL MODELO SUSTITUCION DE IMPORTACIONES 1930 - 1970¹

Edgar Plazas
Miguel Angel Molina²

INTRODUCCION

El interés de estudiar la incidencia de la Política Fiscal en un régimen de acumulación que ha perdido su vigencia radica en las enseñanzas que de él se derivan. En este sentido observamos que la crítica común al Modelo de Sustitución de Importaciones (MSI), se centra hacia el final de este, donde se produce la pérdida de vigencia de las funciones fiscales. Se descuida por tanto, las condiciones que llevaron a su surgimiento, así como los resultados en el tiempo.

Entendemos la Política Fiscal como condicionada a las necesidades del régimen de acumulación en el cual se aplica. El MSI, surge como forma de industrialización que posee unas restricciones particulares al proceso de acumulación. La política fiscal se utiliza, en este proceso, como herramienta fundamental de solución o manejo a dichas limitaciones.

Para la facilidad del estudio dividimos el MSI en dos períodos³: El primero de "Sustitución Espontanea" (1930-1950), surge condicionado por una contracción del sector externo, encontramos que la aplicación de una política expansiva en el gasto, financiada a través de emisión monetaria, facilita la creación de rentas, las que son canalizadas hacia la inversión, permitiendo por esta vía mayores ritmos de acumulación de capital.

¹.Este escrito hace aparte del estudio sobre "Política Fiscal y Acumulación de Capital en América Latina", que se desarrolla en el Posgrado de la facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Colombia.

² Estudiantes del Programa de Magister de Economía, Area de Economía y Gestión Pública, Universidad Nacional de Colombia.

³ Esta división ha sido tomada de autores que anteriormente han escrito sobre el modelo, en especial la Cepal.



El segundo período (1950-1970), presenta economías que han alcanzado un grado de desarrollo industrial considerable, pero basadas en la aceptación de niveles de renta monopólicas, congruentes con las restricciones que la demanda mostraba, ante los cuales se acomodaron los niveles de oferta.

En éste, la confluencia de crecientes necesidades de fondos para la inversión, balanzas comerciales deficitarias, que se combinaron con políticas fiscales similares a las del primer período, bajo "Proyectos de Industrialización Nacionalistas", permitieron ritmos sostenidos de crecimiento, pero facilitando la pérdida de importantes masas de ahorro creadas a través de las rentas, que bien podían haber sido destinadas en inversión. Este período corresponde al de "Sustitución Dirigida".

Estas ideas las presentamos en dos secciones, las que corresponden a las etapas mencionadas. Por último presentamos algunas consideraciones a modo de conclusión, por cuanto el estudio se restringe a un análisis descriptivo de las pocas series estadísticas con que contamos.

PRIMERA ETAPA DEL MSI

1

El proceso de industrialización para los países latinoamericanos se ve fortalecido a partir de los años treinta, incluso para casos como el argentino, país de mayor desarrollo industrial en el área para ese entonces. Este proceso comienza como efecto de la depresión de la economía mundial luego de la crisis de 1929. Frente a esto, los países deben asumir un proceso de desarrollo industrial con el fin de suplir la escasez de algunos bienes de consumo que eran importados.

La crisis de 1929 hace que estos países atravesen por una profunda caída en el ingreso, y un agotamiento de las reservas, como consecuencia de la contracción en las exportaciones, la que se acompañó con el deterioro en los términos de intercambio. Esto sucede porque el desarrollo estaba basado en un modelo agroexportador, y el ingreso provenía básicamente de las exportaciones de estos productos.

Las economías de los países latinoamericanos se caracterizaron durante la primera etapa por ser cerradas con tipo de cambio fijo. Cerradas por tener restricción a la movilidad de capitales y altos controles a las importaciones, situación que fue inherente a la dinámica del modelo.



La evolución negativa del sector externo, (cuadro #1), afectó el comportamiento de las variables internas de las economías de la región. En los primeros años de la crisis se presenta una deflación en los precios internos como consecuencia del uso del patrón oro en la mayoría de los países, lo que hacía que la salida de divisas produjera una reducción de la masa monetaria⁴. La revaluación del tipo de cambio amortiguó hasta cierto punto la deflación externa

Con la crisis y la política económica de contracción que inicialmente se aplicó, se presenta un incremento en los niveles de desempleo a consecuencia del paro en algunas actividades económicas y por la suspensión de las obras públicas, las cuales se financiaban con crédito externo. Esto causó que tanto en los campos como en las ciudades deambularan grupos humanos que se encontraban desvinculados de la economía campesina y que reclamaban solución a sus problemas (Giraldo, 1995).

La presión social tanto de los hombres de negocios como de la sociedad en su conjunto exigía que el Estado hiciera presencia para afrontar la situación. La salida se encontró aumentando el gasto social y restableciendo las obras pública, ello significó un viraje fuerte en la política económica.

La restricción externa hizo también que los hombres de negocios buscaran nuevas actividades económicas dirigidas al mercado interno, las que suplían la demanda de productos que dejaron de importar, lo que les habrio la posibilidad de obtener ganancias relativamente altas.

Los ingresos públicos que estaban basados en los tributos sobre el comercio exterior se contrajeron de forma considerable. A su vez el Estado carecía de una administración tributaria que le permitiera captar nuevos impuestos (Sunkel, 1958), y las condiciones económicas en el momento de la crisis tampoco auguraban la posibilidad de obtener ingresos significativos de nuevas fuentes (Giraldo, 1995).

Hasta inicios de los treinta el modelo de desarrollo estaba basado en la exportación de bienes primarios, esto determinaba que una porción muy pequeña fuese para abastecer la demanda interna. El desarrollo estaba sustentado en el sector agrícola lo que hacía que sector industrial se mantuviera atrasado, en la mayoría de países, y

⁴. Ver Ground Lynn R.



por consiguiente la economía fuera rural (salvo el caso de Argentina). Este aspecto determinaba que el mercado interno fuera bastante limitado.

La racionalidad del modelo se localizaba en las exportaciones de productos agrícolas y mineros, los que eran explotados principalmente en grandes haciendas o por enclaves extranjeros. Lo anterior implica que la demanda estaba dinamizada por las divisas que generaban aquellos mercados, las que pronto regresaban al exterior en demanda de productos en especial de consumo. El mercado local era muy estrecho, y se encontraban grandes sectores de productores del campo que no estaban conectados a la circulación monetaria, de allí que las empresas transformadoras fueran muy escasas o de pequeña participación en la generación del ingreso.

La Argentina es el país que presenta un mayor avance en el proceso de industrialización, lo acompañan Chile, México, Uruguay y Brasil. El rápido proceso de urbanización en los años veinte favoreció la demanda de productos de consumo, los que fueron abastecidos a través de inversiones que permitían los ingresos de las exportaciones.

"Así por ejemplo, en la Argentina ya antes de la primera guerra mundial más de la mitad de la población se calificaba como población urbana; en ocho ciudades la población excedía de las 100.000 Habitantes y 21 con más de 20.000. En 1930, un tercio de la población de México vivía en centros urbanos, de los que el distrito federal comprendía una población urbana superior al millón de habitantes. En 1914, la población de buenos aires excedía ya del millón y medio de personas. Hacia 1920, Rio de Janeiro pasaba del millón y Sao Paulo y Santiago de Chile tenían mas de 500.000"⁵.

Esta demanda creada, permitió la instalación de cierta base industrial en la que predominaron los textiles, alimentos, bebidas, llegando a extenderse la actividad a la metalurgia y al petróleo, como en Argentina en donde hacia 1930 "fue posible instalar una refinería de petróleo fabricada casi por completo en el país"⁶. En México "a comienzos de siglo, la industria textil por si sola ocupaba cerca de 30.000 personas y disponía de casi 700.000 usos y 20.000 telares, equipos que correspondían en su mayoría a la tecnología más avanzada de la época; la producción siderúrgica, por su parte, se inicio en 1903 "⁷.

. CEPAL " El Proceso de Industrialización" 1965.

. Ibid.

. ibid pg. 16.



En México durante el "período de reconstrucción" (1921-1928) la economía creció a una tasa anual promedio de 2.1% (PNB a precios de 1950). En 1929 el sector primario representaba el 24% del ingreso nacional (neto a precios corrientes), 42% los servicios y 34% el sector secundario; del cual sólo 12% correspondía al sector manufacturero. Para 1930, el ingreso nacional se reduce en 4.7%, pero su composición se mantiene relativamente constante. (Villa, pág 33) . De esta manera, en 1930 todavía era una economía de enclave, basada en el modelo de promoción de exportaciones o crecimiento hacia afuera.

3

La caída de las exportaciones, contrajo el ingreso y con ello la demanda interna a través de una reducción de divisas. Este proceso favoreció la expansión de la industria naciente dado que ya existía una demanda en los centros urbanos. Es en este contexto que entra a participar el Estado.

En la primera etapa el Estado juega un papel muy importante en la recuperación del crecimiento económico de la región mediante la intervención y la regulación del sistema económico. Este debe asumir el liderazgo debido a que la capacidad del sector privado se vio deprimida a causa de la caída de sus ingresos. El instrumento que se utiliza para tal fin es la Política Fiscal .

El Estado responde expandiendo el gasto público con el fin de crear las condiciones necesarias para articular el mercado interno, puesto que el modelo agroexportador no lo había logrado. Teniendo en cuenta que el deterioro de la cuenta corriente deja sin recursos suficientes tanto al sector público como al sector privado, el gobierno debe recurrir al financiamiento del déficit fiscal mediante la emisión monetaria, con el fin de acometer las obras de infraestructura necesarias para crear las condiciones que permitan recuperar el crecimiento y adelantar el nuevo proceso de desarrollo industrial.

En esta primera etapa el esfuerzo del sector publico se ve acompañado por el esfuerzo de los empresarios, situación que no es la misma en la segunda etapa como se vera más adelante. Por lo cual, aquí no se puede hablar de un efecto desplazamiento (crowding out) de la inversión privada por la inversión publica.

Existe entonces una complementariedad entre la inversión pública y la inversión privada, pues mientras el primero realiza obras en infraestructura indispensables

CUADRO #1
SECTOR EXTERNO

AÑOS	ARGENTINA			BRASIL			COM. AMÉRICA			MÉJICO		
	X	M	BI	X	M	BI	X	M	BI	X	M	BI
1929	0.5	4.0	-20.1	7.4	1.0	-12.4	4.6	-14.3	-38.0	-11.5	0.0	14.8
1930	-30.6	-11.9	-171.9	9.6	-38.5	-167.3	9.3	-47.6	-174.6	-30.9	-18.7	-25.1
1931	37.3	-30.2	-302.9	6.2	-31.0	136.2	-13.2	-15.5	-7.9	-48.1	1.1	-31.5
1932	-7.9	-23.9	13.4	-30.5	-10.2	-48.8	3.0	-18.5	47.9	21.4	-23.8	-21.7
1933	-6.1	10.3	-30.7	21.6	-23.6	102.7	0.6	40.7	-45.5	0.0	6.1	16.2
1934	4.2	9.9	-2.8	11.4	130.6	-48.6	5.4	23.4	-47.9	-17.6	36.7	24.0
1935	5.5	3.3	8.5	16.1	13.8	21.5	9.7	9.6	10.5	30.6	2.4	5.9
1936	-9.7	5.1	-23.5	10.7	0.7	33.0	11.4	13.2	-1.2	30.3	9.8	13.3
1937	16.6	31.4	-12.9	-8.9	22.7	-61.8	-0.8	16.9	-141.3	-16.7	17.7	23.4
1938	-35.2	-5.7	-123.7	20.4	-7.5	170.4	4.6	-7.3	-264.7	36.0	-55.5	-16.4
1939	28.3	-15.9	-100.0	3.0	-6.9	21.3	-3.7	21.8	-327.4	-11.1	-6.3	-0.0
1940	-15.6	-13.9	-30.0	-12.0	-11.2	-25.1	6.9	-30.3	-245.8	4.2	-13.7	-4.4
1941	-10.6	-21.5	10.8	8.1	-0.9	23.1	-23.1	5.3	-115.4	-8.0	10.1	46.7
1942	-2.7	-17.6	23.8	-74.0	-27.1	-19.9	8.6	-6.4	-1212.5	183.6	1.0	-27.0
1943	2.8	-33.4	45.9	2.2	30.8	-52.9	27.5	18.9	36.8	82.3	18.2	21.1
1944	9.9	-1.1	15.9	17.2	24.1	0.7	-35.2	18.9	-65.6	30.8	-18.2	-40.1
1945	1.6	11.0	-2.8	8.5	-2.6	41.2	65.4	53.1	121.1	12.0	16.8	18.7
1946	4.3	50.3	-45.6	23.0	27.2	14.4	3.7	24.5	-110.1	-0.6	1.4	30.9
1947	8.8	81.9	-132.2	-5.9	44.5	-119.9	-3.1	34.8	230.9	-23.5	3.5	0.7
1948	-9.5	11.2	216.6	4.9	-10.5	-248.3	0.4	-13.0	-66.3	-22.6	-21.4	-33.1
1949	-33.4	-91.8	-27.3	-3.0	-2.5	-8.0	0.3	-13.8	-165.0	28.1	12.5	-12.2
1950	23.9	-9.2	-31.9	-13.1	13.0	-37.0	-12.0	33.5	-173.4	-8.1	14.3	17.5

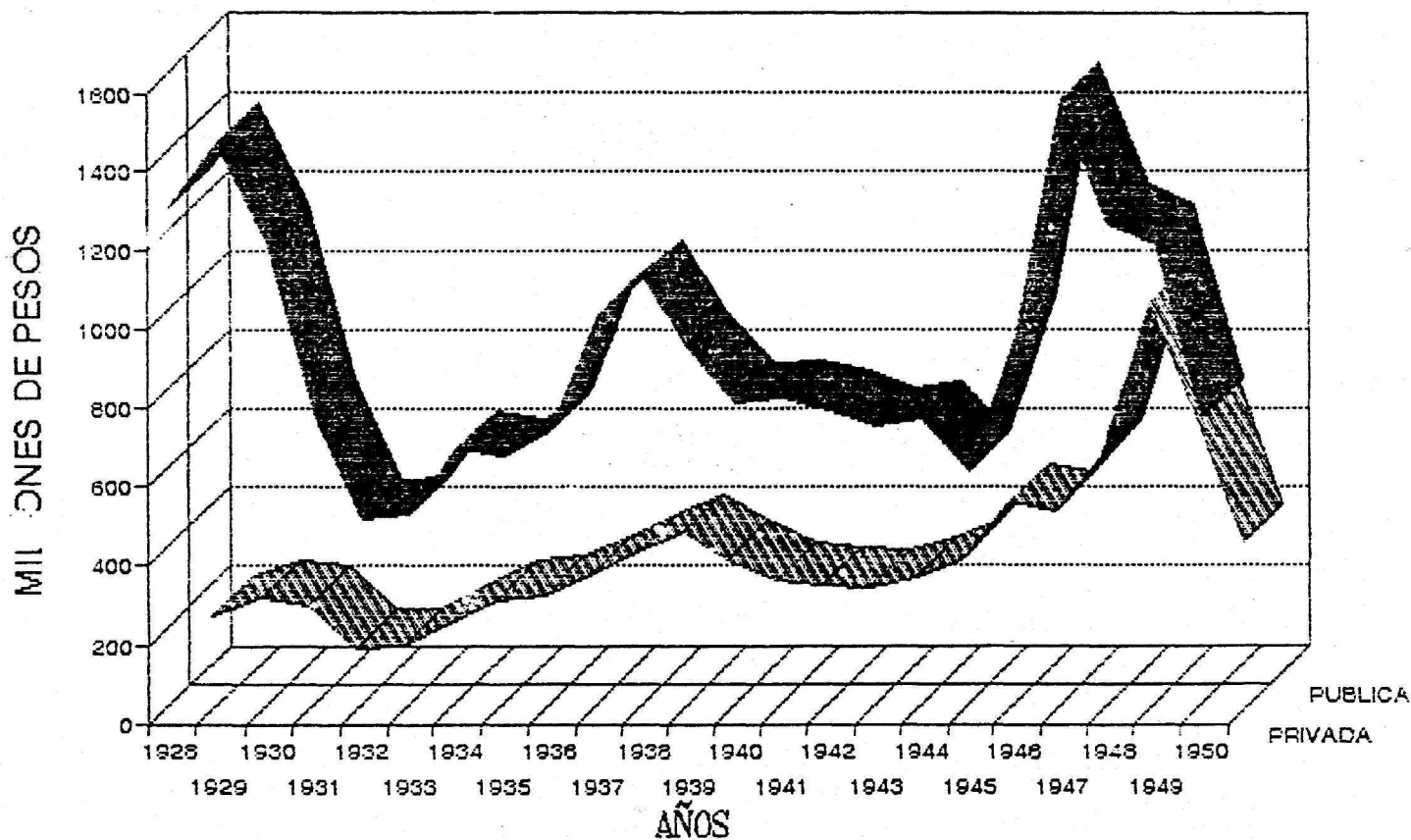
Fuente: Baraldo, Casar (1955), Política fiscal, inflación y acumulación de capital en América Latina 1930-1970

- X Exportaciones
- M Importaciones
- BC Balanza Comercial
- BI Reservas Internacionales

GRAFICA #1

INVERSION PUBLICA Y PRIVADA

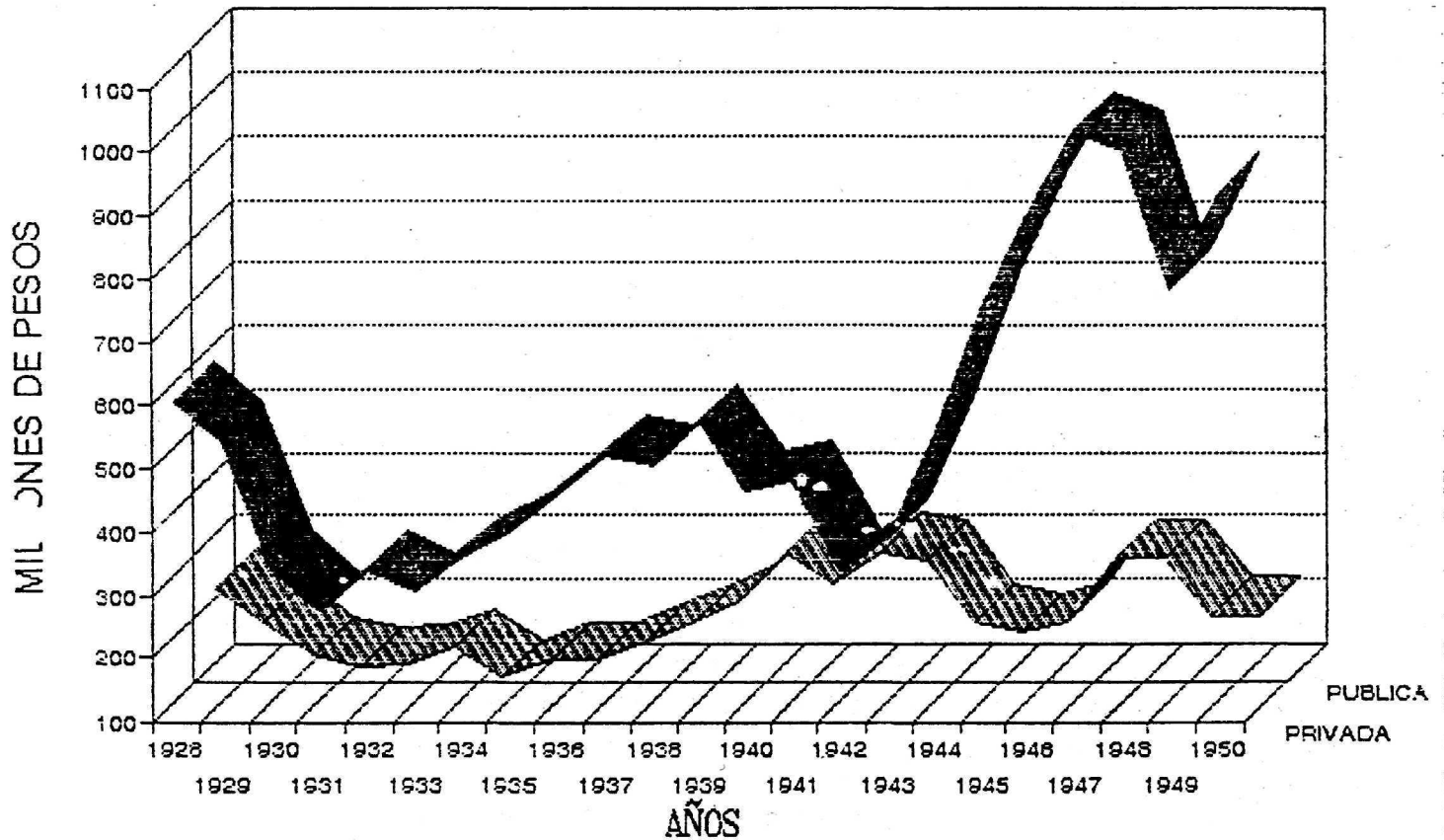
ARGENTINA 1928 - 1950



GRAFICA #2

INVERSION PUBLICA Y PRIVADA

COLOMBIA 1928 - 1950





para la articulación de los mercados y mantener las regulaciones para el comercio exterior, el segundo se ve motivado a realizar las inversiones necesarias para la producción de aquellos bienes de fácil sustitución. En Argentina, por ejemplo, es más fácil apreciar esta relación (Gráfica #1), durante todo el período se presenta una correlación positiva entre los dos tipos de inversión; para Colombia (Gráfica #2), se presenta una correlación menos estrecha, especialmente a partir de 1943, donde se da en sentido inverso.

4.

El proceso de acumulación de capital en la región se da de una forma bastante particular respecto a los países desarrollados. La acumulación de capital en América Latina se basa en la generación de un nivel de rentas derivadas del diferencial de precios internos como resultado de la política fiscal aplicada, dado el cierre del mercado externo. El resultado no se habría obtenido si el mercado interno hubiese sido más amplio y más competitivo.

Ante la caída de las exportaciones y con ello del ingreso, la cuenta corriente presenta déficit durante los primeros años del MSI debido a que las importaciones de bienes intermedios y de capital indispensables para el desarrollo industrial, caen a un ritmo más lento respecto al de las exportaciones.

Ante la crisis de la Balanza de Pagos el Estado debe recurrir a procesos de devaluación y control a las importaciones, tendiente a lograr el equilibrio interno. Sin embargo, las importaciones y exportaciones resultaban poco sensibles a dichas medidas, y por el contrario se obtenía un efecto rentístico (renta agraria, minera y comercial) a través de los diferenciales en los precios (Gráfica #3 y #4).

La devaluación favorece el incremento de los precios de los bienes importables respecto a los demás. Este efecto se suma a la caída en las cantidades ofrecidas, luego resultan ser un incentivo lo bastante grande para la instalación de factorías que suplan las demandas.

La devaluación no sólo afectaba el precio de los bienes importados, sino que también hacía que los bienes que se exportaban mantuvieran su precio nominal en moneda nacional, de tal forma que se evitó que el ingreso monetario de los sectores exportadores se deprimiera. Garantizándose fondos para realizar las inversiones necesarias.

La presión sobre el tipo de cambio fue insostenible lo que llevo a las autoridades



monetarias a realizar grandes devaluaciones (Gráfica #5), incrementado sistemáticamente los precios internos. El desequilibrio tiende a mantenerse porque la inversión pública poseía un alto componente importado, esto hace referencia a bienes de capital que son indispensables en los proyectos de adecuación de la infraestructura, además, el sector privado requería igualmente de bienes intermedios y de capital para la instalación de nuevas fábricas.

Las importaciones para este sector se realizan a un nivel arancelario relativamente bajo o nulo como fue el caso de México. Esta situación hace que se mantenga una cuenta corriente deficitaria, aunque caigan tanto la exportaciones como las importaciones estas últimas lo hacen más lentamente por lo mencionado anteriormente.

Para tal fin el Estado debe realizar grandes inversiones, pero al no contar con los recursos suficientes debido a que la principal fuente de estos eran los impuestos a las exportaciones, éste debe recurrir a la emisión monetaria para financiar las situaciones de déficit fiscal en los que incurrió.

La financiación del déficit mediante la emisión produce un incremento en la cantidad de dinero en poder del público expandiendo, en un primer momento, la demanda efectiva, pero luego ésta se vuelve a contraer, aunque en una menor proporción a la expansión inicial, como efecto del incremento en el nivel de precios internos que trae consigo la expansión monetaria.

Los controles, la devaluación, y en general la política fiscal expansiva, aunado a las mismas condiciones del mercado le aseguran a los empresarios, a través de los incrementos de precios, obtener elevadas rentas que al mismo tiempo incentiva a los empresarios para emprender nuevos proyectos de inversión en otros sectores que no lograban suplir la demanda, y que a la postre van a derivar en nuevas rentas.

Este tipo de crecimiento extensivo se da porque el tamaño del mercado y la situación de la demanda hacen que las fábricas no operen a su plena capacidad sino que se acomoden a la demanda existente. Al observar los datos disponibles para algunos países latinoamericanos, (Cuadro #2), como Argentina, Colombia y México se encuentra que hay una estrecha correlación de la formación bruta de capital con los medios de pago, la inflación y el déficit fiscal.



CUADRO #2
RELACION DE LA FORMACION BRUTA DE CAPITAL,
MEDIOS DE PAGO E INFLACION
1928 - 1950

ARGENTINA				COLOMBIA				MEXICO			
PERIODO	FBK	M1	IPC	M1	IPC	DEF	FBK	FBK	M1	IPC	DEF
28-35	-38	-7	0	29	-103	194		-48	152		-149
36-40	53	54	52	91	59	968		77	122	85	-87929
41-45	6	217	124	248	282	847	156	47	310	166	1939
46-50	58	279	157	153	297	-1232	94	57	93	110	-125524

Fuente: Argentina: Carmen Llorens de Azar, "Argentina evolución económica 1915-1976".

Colombia: Banco de la República, "Principales indicadores económicos 1923-1992".

México: Reynolds, Clark (1970), "La Economía Mexicana: su estructura y crecimiento en el sigloXX".

En esta etapa la demanda excede la oferta industrial en la medida que los productos que eran importados, y que ante la crisis o por carencia de divisas pasan a ser demandados en el mercado interno. De esta manera los precios de los bienes que eran importados (y que serán objeto de la sustitución de importaciones) en forma relativa se encarecen, posibilitando obtener altas tasas de ganancia a quienes se arriesgan en su producción, así se generan ganancias extraordinarias las cuales permiten canalizar recursos hacia nuevas inversiones.

El aumento en los precios internos hace que se presente un desplazamiento del poder de compra de los sectores de bajos ingresos hacia los sectores de mayores ingresos, y segundo, porque la estructura tributaria de los diferentes países de la región descansaba en una imposición indirecta y relativamente alta que se mantuvo por lo general durante la primera etapa, aunque las diferentes reformas tributarias tendieron a aumentar la carga impositiva a la renta esto se alcanzo solo parcialmente.

La política fiscal en esta primera etapa sirvió como instrumento, por parte del gobierno, para resolver las restricciones que se heredaron del MPE, y las que se derivaron de la crisis, además de los problemas que se fueron generando a medida que avanzaba el modelo.

Se puede decir que esta primera fase del MSI es la más importante del nuevo modelo de desarrollo por cuanto que es donde se logra realizar los proyectos y reformas de mayor importancia para la industrialización de los países latinoamericanos.



latinoamericanos.

La primera etapa del MSI se agota a finales de los cincuenta cuando se hace tránsito de un proceso de sustitución de bienes de consumo manufacturados a un proceso de sustitución de bienes intermedios y de capital, es decir, se pasa a un estado de industrialización más avanzado.

SEGUNDA ETAPA DEL MSI

La anterior sección mostró como ante la caída de las exportaciones, y con ello de la demanda agregada, se implantan políticas expansivas en el gasto, financiadas a través de emisión monetaria, las que se convierten en rentas de monopolio a través de los diferenciales en precios.

Por un lado los controles cuantitativos de importaciones, favorecen los precios de las mercancías importables, este efecto se ve estimulado por la escasa capacidad de la oferta interna para adaptarse a los incrementos de demanda que se propiciaron al expandir el gasto público. Estas ganancias extraordinarias (rentas), se convierten fácilmente en nuevas inversiones, dado el bajo nivel de competencia, ante el relativo abandono del capital externo y el bajo nivel de industrias instaladas, ello crea una senda de crecimiento extensiva en la industrialización.

5.

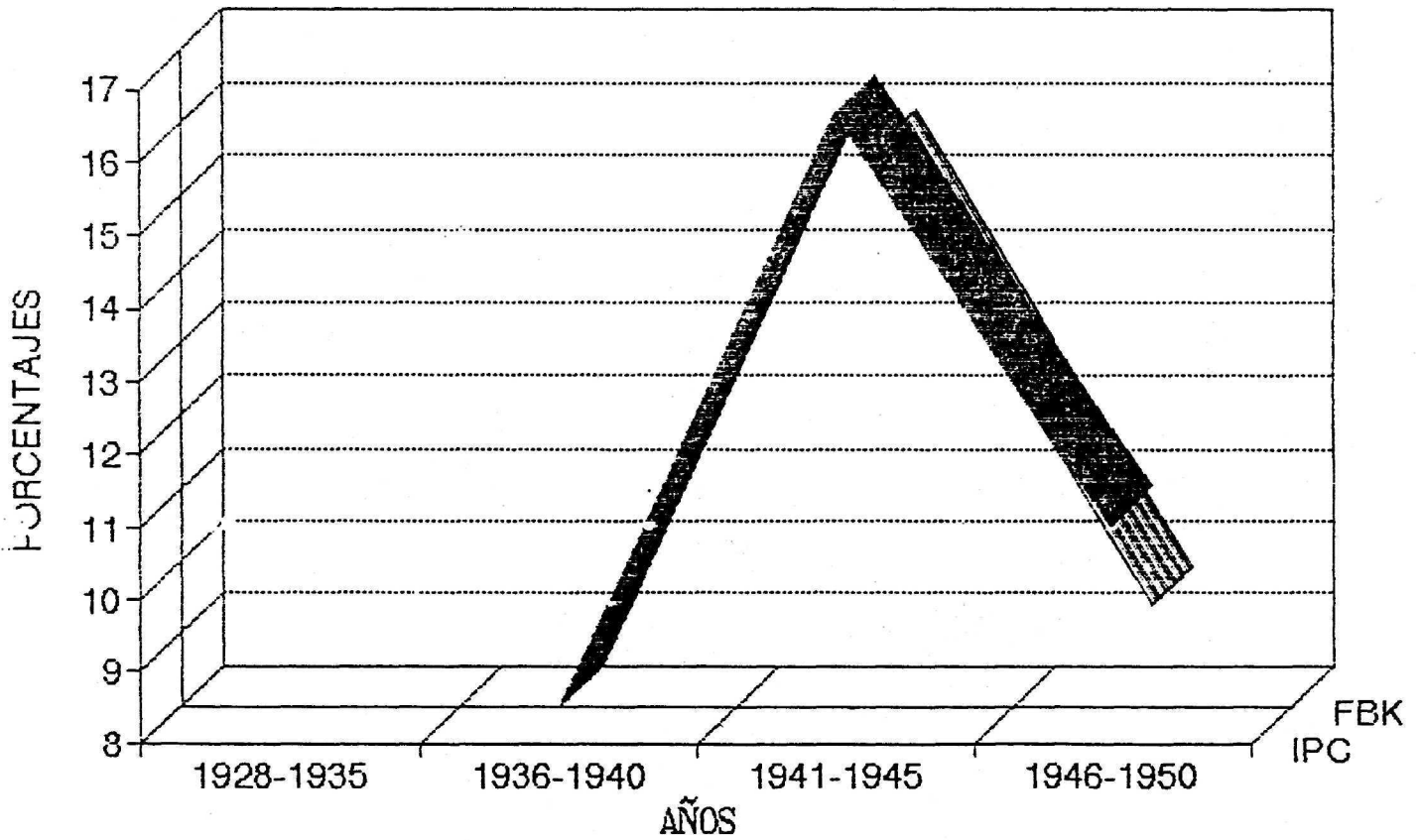
La primera etapa sustitutiva, hereda una infraestructura industrial basada fundamentalmente en la producción de bienes de consumo. Ella crece a la luz de protección, tras las rentas de monopolio.

La anterior afirmación tiene importantes consecuencias para el entendimiento del desarrollo económico de la región. Por un lado la inversión ya no va a estar determinada por el producto marginal del capital, por el contrario ésta depende del nivel de rentas, Además de ser función de otras variables reales como las exportaciones. Por otro lado el mercado se trastorna, puesto que dado un nivel de renta y una demanda comprimida, situación que caracteriza al modelo, la oferta se maneja como variable de ajuste. Ello implica que a un incremento en la demanda, la oferta se acomoda al nivel de renta dado, o que se ha fijado como normal.

Finalizada la primera etapa de sustitución, las posibilidades de acomodamiento de la inversión a ofertas insatisfechas o producción en nuevos sectores se frena dado el copamiento que existe, suponemos entonces que la sustitución extensiva se dificulta

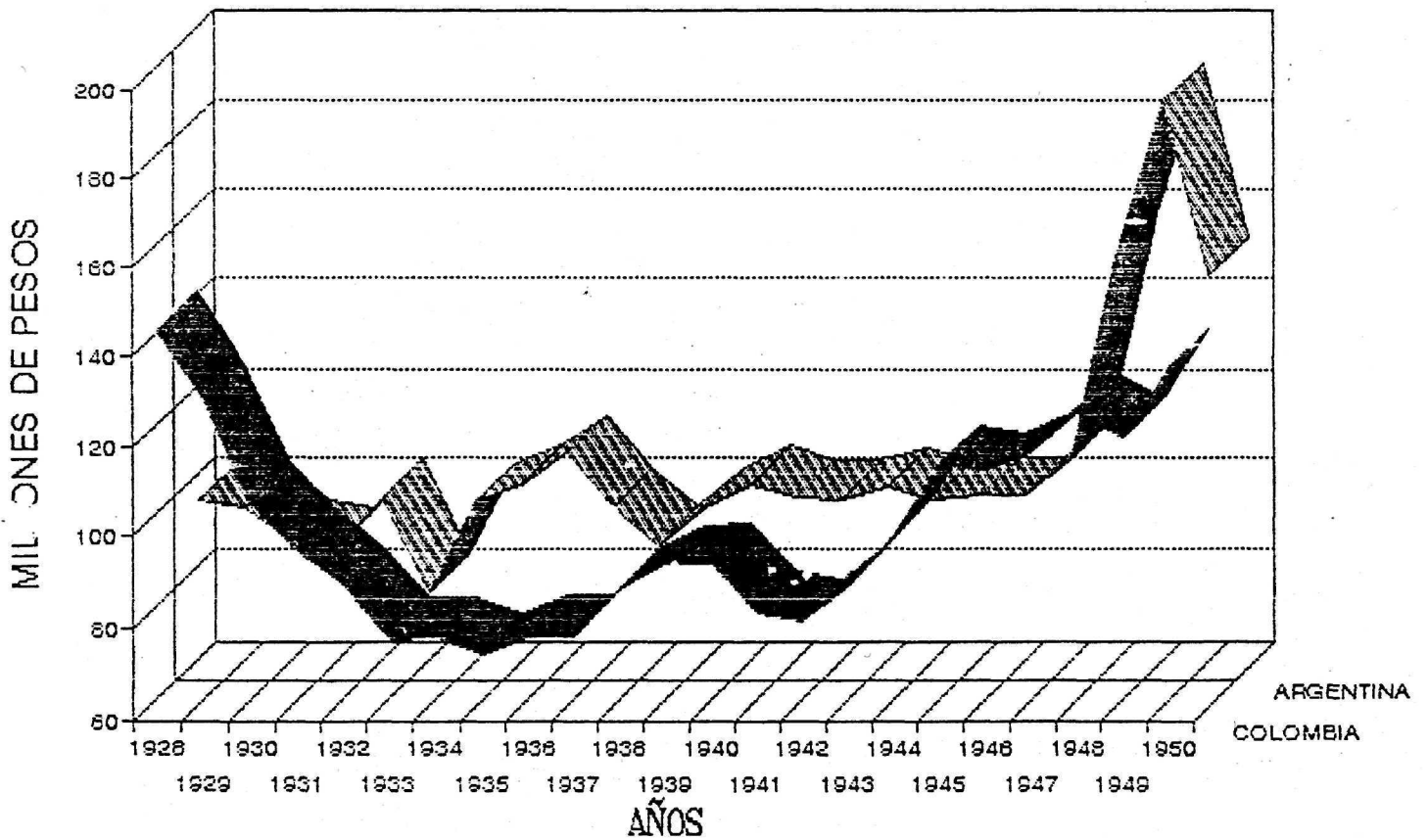
GRAFICA #4

RELACION DE FBK E IPC MEXICO 1928 - 1950



GRAFICA #5

DEVALUACION DEL TIPO DE CAMBIO ARGENTINA Y COLOMBIA 1928 - 1950





DESCENTRALIZACION

La descentralización tenía un doble carácter en la negociación de la política del ajuste económico. De un lado correspondía a la estrategia de quienes promovían el ajuste y la reforma económica: del otro, era un espacio de negociación con la clase política para la introducción de los programas de ajuste y la readecuación de la intervención estatal a la apertura económica.

En la óptica de quienes promovían la reforma (los organismos financieros multilaterales y la tecnocracia criolla)⁴, la descentralización era una oportunidad (en teoría) para trasladar responsabilidades fiscales a los gobiernos locales y de esa forma resolver la *crisis* fiscal.

En la óptica de la clase política la descentralización era un espacio para su reacomodamiento en razón a su desprestigio, ya que dicha clase había sido señalada como una de las principales causantes de la crisis económica y política, por promover el exceso de gasto público y la corrupción en su ejecución.

La descentralización le permitía a dicha clase renovarse en los ámbitos regionales, que son su espacio natural (para el caso brasileño ver Arretche 1995). La clase política aprobó los programas de ajuste que políticamente eran impopulares, a cambio de los beneficios que obtenía con la descentralización.

Si se analiza la experiencia de Argentina, Brasil y Colombia se nota que el proceso de ajuste y reformas durante las décadas del ochenta y noventa estuvo acompañado de un avance en la descentralización, que a la postre significó el traslado de mayores recursos del gobierno central hacia los gobiernos locales.

Los casos de Colombia y Brasil difieren al de Argentina, y es necesario hacer una referencia a ellos para poder explicar las razones que inciden en el nuevo reparto de los recursos públicos y en el desequilibrio fiscal. Un resumen del proceso en América Latina se encuentra en Wiesner (1994: cap.3).

En Colombia y Brasil el proceso de descentralización tuvo la consecuencia de un aumento sustancial de las transferencias del gobierno central hacia los gobiernos locales. Este aumento fue el resultado de un acuerdo político (una combinación

⁴ / La tecnocracia era el equipo que giraba entorno al ministro de finanzas (que actuaba como "zar" económico) y el director del Banco Central (Naím: 488)



entre democratización y liberalismo económico) que culminó con una nueva Carta Constitucional, promulgada en 1988 en Brasil y en 1991 en Colombia.

Lo que se observa es que los recursos transferidos aumentan de forma significativa (lo que debilita al gobierno central) mientras que en los gobiernos locales no se ve un aumento significativo en el esfuerzo fiscal para generar recursos, y no se trasladan efectivamente las responsabilidades nacionales que teóricamente deben ser cedidas (Wiesner: 101, 114).

Como resultado de ello, se agrava el desequilibrio fiscal en el gobierno central, y el gasto local aumenta no sólo por los nuevos recursos, sino también porque se fortalece su capacidad de endeudamiento. Por la vía del endeudamiento se genera una nueva fuente de déficit fiscal (para el caso colombiano ver el estudio de Moreno y Vargas 1995).

En el caso de Brasil esta problemática se está discutiendo en la actualidad (1995) porque se considera que es necesario revisar el tema como uno de los requisitos para restablecer la disciplina fiscal, y en particular para lograr reducir los niveles de inflación. En Colombia el tema no ha hecho crisis (el proceso es más reciente y se disfruta de una renta petrolera) pero la autoridad económica ya está señalando su preocupación sobre la materia.

La problemática argentina fue diferente en razón de que el proceso de descentralización estaba definido desde el momento mismo de su constitución como nación. A diferencia de Colombia y Brasil, donde los impuestos importantes están concentrados en el nivel nacional, en Argentina los gobiernos locales tienen la facultad para legislar, recaudar y fiscalizar los impuestos más importantes (BID 1994: 204).

Sin embargo, una característica especial de dicho país es el hecho de que los gobiernos provinciales tienen sus propios bancos. Durante la crisis de la deuda tales gobiernos resolvieron su crisis financiera utilizando dichos bancos como prestamistas de última instancia. A su vez, los bancos descontaron los Préstamos en el Banco Central. De esta forma se generó un mecanismo de emisión monetaria hacia los gobierno provinciales (Schenone 1991).

La situación llegó a tal extremo que durante los años ochenta las provincias generaron aproximadamente el 40% del déficit fiscal del sector público consolidado, y fueron la mayor fuente de desestabilización macroeconómica y de hiperinflación (Wiesner: 91).

La estabilización argentina implicó atacar este problema. En 1989 el gobierno cortó el redescuento de los bancos provinciales en el Banco Central, pero ante la iliquidez



que se presentó en los gobiernos provinciales el Banco debía continuar con la emisión.

Para poder eliminar esta fuente de emisión, lo que era imprescindible para establecer la convertibilidad de la moneda, fue preciso aumentar a partir de 1992 las transferencias a las provincias, lo cual si bien corrigió la situación anterior, de todas formas tuvo un costo fiscal para el gobierno central.

IVA

El nuevo reparto de los recursos públicos también tiene que ver con quién paga los impuestos. Si se mira la evolución de la estructura tributaria en América Latina a Partir de la crisis de 1982 se observa que hay una Generalización del IVA, un deterioro en la progresividad de los impuestos directos, una reducción a los impuestos sobre el capital (y particularmente sobre la inversión extranjera), y una disminución sustancial a los impuestos sobre el comercio exterior. (Carciofi 1993).

Se sustituyen los impuestos sobre importaciones, renta y capital por impuestos sobre el consumo y producción doméstica.

En el cuadro 2, donde se tiene información hasta 1991, se puede observar que en 1980 ocho países tenían IVA mientras que para 1991 ya eran quince. Además en ese período las tasas y bases gravables aumentaron de forma significativa.

El cambio hacia tributación indirecta que grava el mercado interno responde a tres objetivos. Por un lado, el reforzamiento del IVA hace parte de la necesidad de buscar ingresos tributarios sanos que financien el gasto público y mitiguen la crisis fiscal. En segundo lugar, el IVA es necesario para sustituir los recursos que se pierden con la reducción de los gravámenes al capital. a la inversión extranjera y al comercio exterior.

En tercer lugar, al gravar el IVA los bienes y servicios que son demandados en el mercado doméstico, los encarece para el consumidor nacional, con lo cual se logran dos efectos: (1) bajar la demanda interna (se consume menos) lo que disminuye los requerimientos por bienes y servicios importados: (2) fomentar que la producción nacional sea realizada en los mercados externos (las exportaciones no pagan IVA), con lo cual aumenta la oferta de bienes y servicios exportables.

La reducción de la demanda interna es la única forma de obtener un resultado positivo en la balanza de pagos si se ha adoptado una política de liberación de importaciones (apertura). Si se hace apertura y no se deprime dicha demanda, las



importaciones aumentarían por encima de los niveles históricos y se obtendría un resultado negativo en la balanza de pagos del país.

La presencia de un excedente comercial es necesaria para garantizar la generación de divisas que permita al capital financiero internacional realizar la ganancia que se produce internamente. realizarla mediante el pago del servicio de la deuda externa o la remesa de utilidades.

CRISIS FISCAL E INFLACION

El reajuste en el IVA, aunque si bien logra sustituir los impuestos que se eliminan, de todas formas es insuficiente frente a las demandas de nuevos gastos, y a la necesidad de generar un superávit fiscal que conduzca a uno comercial.

Hay factores adicionales que atentan contra el equilibrio fiscal. Por ejemplo, los Ingresos públicos se deterioran porque los procesos inflacionarios erosionan sus bases gravables, o porque las políticas heterodoxas de Pacto Social rezagan las tarifas públicas en términos reales.

Pero lo que más dificulta el manejo fiscal, además de lo mencionado en las secciones anteriores, es el cambio del marco de regulación económica. El nuevo modelo de desarrollo adoptado por la región eliminó las principales regulaciones que habían sido introducidas por el modelo de sustitución de importaciones, en especial las referidas a las restricciones y aranceles a las importaciones, y los controles cambiarios.

En el nuevo modelo la posibilidad de tener una Balanza de Pagos viable, dentro de un mercado internacional de capitales de difícil acceso para la región, sólo depende de una disciplina financiera que conduzca a una demanda interna restringida. De manera que la estabilidad macroeconómica y la reducción de los precios depende de la austeridad fiscal. Esta es la relación de la política fiscal con la inflación en el contexto de la apertura económica.

La política fiscal tiene que acomodarse a la evolución del sector externo, y a su vez dicho sector está expuesto a los movimientos financieros de capitales que pueden generar movimientos masivos en una u otra dirección, de acuerdo con las señales del mercado.

La evolución de la masa monetaria termina dependiendo de lo que pase con los impredecibles flujos de capital, en la medida en que el saldo en divisas internacionales de un país es afectado por el resultado de los flujos. Las fuentes de

CUADRO #2
 IMPUESTO AL VALOR AGREGADO
 (Tasas de crecimiento)

PAIS	1980 IVA	1991 IVA
Argentina	16	18
Bolivia	...	10
Brasil: Gob. Central	8, 1	10, 15
Gob. Estatal	12, 16	7, 17, 20
Gob. Local	5	5
Chile	20	18
Colombia	6, 15, 35	6, 10, 35
Costa Rica	8	10
Ecuador	...	10
El Salvador
Guatemala	...	7
Honduras	...	7, 10
Mexico	10	6, 15, 20
Nicaragua	...	10, 15, 25
Panamá	...	5
Paraguay
Peru	6, 22, 42	12
Republica Dominicana	...	6
Uruguay	8, 16	12, 21
Venezuela

Fuente: Shome (1992), tabla 7.



expansión monetaria diferentes se han cerrado en la mayoría de los países, como resultado de la lucha contra la inflación y del enfoque ortodoxo con el que se han promovido las reformas por parte de la tecnocracia, quien al ser educada en los principios del mercado (el paradigma neoclásico) reproduce el liberalismo económico y la ortodoxia de los organismos financieros multilaterales.

La función de política fiscal termina siendo la de defender la estabilidad de las principales variables macroeconómicas, en un contexto incierto e impredecible determinado por un capital financiero autónomo. Se trata de defender la estabilidad de tres precios claves: inflación, tasa de cambio y tasa de interés. Un cambio brusco en la tasa de cambio o de interés, o un aumento en la tasa de inflación, puede depreciar el valor real de los activos financieros, con lo cual la riqueza financiera desaparecería como la espuma.

De allí la importancia para el capital financiero de que se garantice la estabilidad macroeconómica. Pero también allí reside su desgracia: cada vez hay menos instrumentos para garantizar dicha estabilidad y mayores son los peligros que la acechan.

Hoy en día se hace más importante la disciplina fiscal, pero también es más difícil lograrla. El consenso acerca del ajuste fiscal ya no es el mismo que el que existía cuando la crisis de la deuda externa. Cuando la crisis, el llamado a la disciplina se acogió y el sector público se reformó. Ahora cada uno de los actores beneficiados con el nuevo reparto está reclamando su porción y no está dispuesto a cederla. La solución de la *crisis* fiscal implica volver hacer un nuevo reparto de los recursos públicos.

BIBLIOGRAFIA CITADA

- Arretche, Marta T. S. (1995). "Descentralización, democracia, reforma do estado e bem-estar: conceitos que nao equivalem". Mimeo, octubre.
- BID (varios años). "Progreso económico y social en América Latina". BID, Washington D.C. Publicación serrada.
- Carciofi. Ricardo (1993). "Reformas tributarias en América Latina, revisión de algunas experiencias de la década de 1980". ILPES.
- Edwards, Sebastián (1995). "Por qué son tan bajas las tasas de ahorro en América Latina". En Mónica Aparicio y Willían Easterly (coordinadores) "Crecimiento



económicos: teoría, instituciones y experiencia internacional. Banco Mundial y Banco de la República, Santafé de Bogotá.

- Fanellí. José Mario; Frenkel, Roberto; Rozenwurcel, Guillermo (1993). "Crecimiento y reforma estructural en América Latina (la situación actual)". En Jaime Ros (compilador) "La edad de plomo del desarrollo latinoamericano". FCE, México.

- Garay Salamanca Luis Jorge (1991) Colombia y la Crisis de la Deuda, CINEP - Universidad Nacional.

- KruFman. Paul (1995). "Emergin market blues". En Foreign Affaris, Vol 74 N°4, julio-agosto.

- Marshall. Jorge; Schmidt-Hebbel. Klaus (1989). "América Latina: la Política fiscal en los años ochenta". Cepal Serie Política Fiscal 2- Santiago de Chile.

- Moreno. Alvaro; Vargas, César (1995). "Características del mercado de crédito territorial y determinantes de la demanda: el caso colombiano. Cepal Serie Política Fiscal 73, Santiago de Chile.

- Naím, Moisés (1995). "Las instituciones: el eslabón perdido de las reformas económicas en América Latina". En Aparicio Y Easterly, op.cit.

- Ros, Jaime (1993). "Introducción. Lecciones de la crisis: una visión de conjunto". En Ros op.cit.

- Schenone, Osvaldo H. (1991). "Public sector behavior in Argentina". En Felipe Larraín y Marcelo Selowsky (editores) "The public sector and the Latin American crisis", ICS Press, San Francisco, California.

- Wiesner. Eduardo (1994). "Fiscal decentralization and social expending in Latin America: the search for efficiency and equity". BID Working Paper 199, noviembre, Washington D.C.



POLITICAS DE ESTABILIZACION EN COLOMBIA 1990 - 1995

Astrid Martínez Ortiz

Profesora Asociada Universidad Nacional de Colombia

**Asesora Consejería Económica y de Competitividad
Presidencia de la República**

Mi exposición se basa en un trabajo de investigación que vengo realizando con el apoyo de la Facultad y de los estudiantes del seminario de Políticas de estabilización, que cubre un periodo de 1985 a 1995. En el día de hoy me referiré al subperíodo que va de 1990 a 1995.

La inflación en el año de 1990 fue una de las más altas en los últimos 20 años (32.4%). Para entender una inflación tan alta , hay que mirar la evolución de los precios por lo menos desde 1988. La inflación en el año de 1989 fue del 26.1% . Fue una inflación básicamente de costos. Hubo un crecimiento de los salarios reales, de los servicios públicos y de la tasa de cambio real. Desde 1988, los precios de los productos no agropecuarios y de los servicios públicos habían ejercido una presión inflacionaria.

Este crecimiento de los precios de los productos no agropecuarios no se había captado con claridad. Comenzó a captarse en el año de 1989, cuando cambió la ponderación de los productos agropecuarios del 55% al 33%. En ese momento, comienza a percibirse el crecimiento y la importancia de los productos industriales. Esto ocurre en 1989 en medio de unas políticas macroeconómicas de restricción fiscal y monetaria, con un bajo crecimiento de los medios de pago y una reducción del déficit fiscal.

Se llegó así a un consenso acerca del origen de la inflación en este periodo. Comenzó a discutirse acerca de los medios para elevar la productividad y promover la competencia mediante políticas como la apertura comercial:

*En el incremento de la inflación de servicios y bienes industriales privados puede estar interviniendo un proceso de aceleración en los costos de producción combinado con una inflexibilidad a la baja de los márgenes de beneficio de las



empresas productoras, y con pocos avances en materia de productividad. Sólo así se explica la presencia simultánea de inflación y de una disminución en la demanda y en el nivel de utilización de la capacidad instalada de la industria" (Coyuntura Económica, marzo de 1990, p. 66).

En 1989 continuaron los choques de precios y de costos. Aumentaron los precios de sustentación agrícola y comenzaron a pesar más en los índices de inflación. Hubo devaluación real, los precios públicos continuaron ajustándose por razones fiscales y las expectativas de inflación anunciaron nuevas aceleraciones. Cuando se posesionó el gobierno de César Gaviria a finales de 1990, el anuncio de un pacto social produjo, para algunos analistas de la época, aumentos preventivos ante la inminencia de una congelación de precios.

A finales de 1990 se aceleró la apertura comercial -que había comenzado en febrero, durante el gobierno de Virgilio Barco- como una medida para aliviar la presión de pagos externos, debido a la acumulación de reservas que se había presentado durante el año. También se impuso un encaje marginal del 100% como medida restrictiva de carácter monetario para reducir el crecimiento del crédito y el crecimiento de los agregados monetarios.

La política de estabilización al comienzo del gobierno de Cesar Gaviria tuvo tres componentes básicos : una política monetaria restrictiva, la búsqueda de equilibrio fiscal, y una propuesta de pacto social.

El pacto social debería venir a complementar otras metas fiscales y monetarias creíbles para un manejo de expectativas que permitiera moderar el crecimiento de los precios. Se propuso como meta para el año de 1991 el 22%, 10 puntos por debajo del registro de inflación de 1990, lo cual constituía un objetivo verdaderamente ambicioso.

Se mantuvo como propósito no sacrificar la competitividad internacional por razones de estabilización. Recordemos que a finales de 1990 y a principios de 1991, se concretaron las reformas estructurales que llevaron a profundizar los procesos de apertura y de desregulación de la economía, con reformas en los frentes laboral, cambiario, externo, entre otros. La discusión en ese momento era: cómo evitar la presión a la revaluación que estaba originando la acumulación de reservas internacionales? cómo consolidar una apertura hacia afuera basada en un alto crecimiento de las exportaciones?. En los paquetes de medidas macroeconómicas hasta 1993 se mantuvo el objetivo de mantener la competitividad, de evitar la revaluación ; este objetivo aparecía como propósito de las autoridades monetarias y no sólo como una meta perseguida por el gobierno.



En 1991 no se alcanzó la meta de inflación. Se llegó al 26.8% en diciembre. Este fue un año de grandes vacilaciones en política anti-inflacionaria, debido al temor de las autoridades a asumir grandes costos en materia de crecimiento, a entorpecer la restructuración de la economía que requería grandes inversiones y tasas de interés bajas. En ese año se ensayó de todo. Se ensayó la revaluación y la liberación de las importaciones para reducir el superávit corriente. Se ensayó la devaluación en distintos periodos del año y la reducción de rendimientos de los títulos del Banco de la República para desestimular la entrada de capitales especulativos. Se propuso la elevación del encaje ordinario una vez se desmontó el encaje marginal en septiembre de 1991. Se hizo una política agresiva de OMA y se aumentó la posición propia que deben tener las instituciones financieras en moneda extranjera para contener el crecimiento de los medios de pago. Hubo amnistía de capitales.

Esa política de OMA del primer semestre probó ser autodestructiva, condujo a la elevación de las tasas de interés, atrajo más capitales externos y produjo mayor presión hacia la revaluación. Continuó la acumulación de reservas internacionales durante el primer periodo de ese año. Hubo laxitud monetaria. Fracasó la propuesta de concertación de precios en drogas y transporte durante el primer semestre y fue necesario establecer un control administrativo. Hacia agosto se aceleró la desgravación arancelaria que estaba pendiente: la protección efectiva promedio bajó de 44% a 24.8% y se efectuó una devaluación compensatoria equivalente al 30% anual. En octubre se decidió definitivamente controlar la liquidez, se produjo una revaluación cuando se extendió el plazo de redención de certificado de cambio de noventa días a un año y se elevó el encaje para compensar el desmonte del encaje marginal y sostener la tasa de cambio nominal. A final del año todavía se afirmaba que no era necesario cambiar el esquema de devaluación gradual que se venía utilizando en Colombia desde el 1966.

Durante 1991, la discusión de política económica fue álgida, no por lo fría sino por lo intensa. Constituía un gran reto para los estudiosos y para las autoridades conciliar los objetivos de la consolidación del cambio estructural con el manejo de los desequilibrios de corto plazo:

*La política económica enfrenta en este momento el difícil problema de llevar adelante el proceso de cambio estructural con el cual se comprometió, y que goza del respaldo de la gran mayoría de la opinión, y enfrentar el serio desajuste de corto plazo que representa la aceleración inflacionaria, lo cual es inaplazable. El reto proviene del hecho de que la meta de flexibilizar el funcionamiento de varios sectores de la economía, eliminando las restricciones y las normas que lo limitaban, reduce necesariamente la discrecionalidad de la política económica para controlar la situación de corto plazo. Los instrumentos que serían necesarios y eficientes para el manejo coyuntural muchas veces van



en contravía de las políticas que facilitarían la transformación estructural deseable" (Coyuntura Económica, abril de 1991, p. 5).

A la falta de claridad sobre las prioridades, se sumó un manejo equivocado de los instrumentos de la política monetaria. Un diagnóstico errado llevó a una política de estabilización que pretendió atacar las presiones inflacionarias de costos con herramientas propias del tratamiento de una inflación de demanda. Lo que se obtuvo fue la elevación de las tasas de interés. Se hizo evidente la necesidad de subsanar la restricción crediticia interna con recursos externos. De esa manera, se acentuó la acumulación de divisas y se crearon nuevas presiones de costos.

En el frente fiscal, se pudo incurrir en un sobreajuste desde finales del gobierno de Virgilio Barco. La razón pudo estar en la falta de diferenciación de los componentes interno y externo del déficit. En consecuencia, fue posible un resultado tan contradictorio como el de 1990 cuando se redujo el déficit global y, sin embargo, el superávit de las cuentas externas del sector público llevó a una acumulación de reservas y a una expansión monetaria:

*Justificar toda la política fiscal sobre la base de que ha sido el desequilibrio del sector público el causante de la inflación no tiene mucho sustento ni teórico ni empírico. Teóricamente el componente del déficit fiscal tiene un impacto macroeconómico sobre las variables de la demanda agregada, sobre el ahorro y la inversión internas, así como también sobre los agregados monetarios y la inflación, es el ahorro público interno. Esto es, la diferencia entre los ingresos y los gastos domésticos del sector público. Todas las operaciones del sector público con el resto del mundo tienen un efecto macroeconómico neutro en el corto plazo" (Coyuntura Económica, abril de 1991, p. 7)

Una descripción de las políticas de estabilización a partir de la entrada de la junta Directiva del Banco de la República está contenida en un artículo de Miguel Urrutia en la revista del Banco de la República de marzo de 1.995.

En 1992, las metas macroeconómicas fueron mantener la tasa de cambio en niveles que no afectaran la competitividad de la economía y sostener en valores bajos las tasas de interés con el fin de evitar atraer capitales adicionales a los que ya habían sido atraídos por la política de altas tasas de interés y la amnistía de capitales en 1991, y con el fin de proveer el crédito requerido por la reconversión productiva. En ese año se logró moderar tanto la entrada de capitales como la revaluación de la tasa de cambio real, a pesar de la acumulación de reservas de más de 2000 millones de dólares, De no haber



intervenido en el mercado cambiario, la tasa de cambio se habría desplomado para acomodar la afluencia de divisas. Para reducir el diferencial de rentabilidad entre activos financieros locales y externos, se impuso una retención del 10% de la venta de divisas..

Las tasas de interés ese año llegaron a niveles muy bajos. Para ilustrar esta reducción basta comparar la tasa pasiva, de los CDT a noventa días, en diciembre de 1992, cuando fue del 1.47%, con la de diciembre de 1994 cuando llegó a 12.46%. Los cambios de enfoque han sido notables en el breve intervalo de dos años. En el primer caso se adujo la necesidad de mantener tasas de interés bajas para evitar presiones cambiarias derivadas de la afluencia de capitales y en el segundo caso, se sostuvo la tesis de que había que mantener altas las tasas de interés con el fin de enfriar la economía y conseguir el propósito de la estabilización de los precios.

En 1993, se incluyó en la programación macroeconómica la meta cambiaria de preservar la competitividad de la economía. Sin embargo, comenzó a aparecer la posibilidad de imponer una restricción monetaria. Se consideró que el cambio de portafolio, que había resultado del efecto Cusiana, y que había llevado a preferir activos en pesos y elevar la demanda de dinero sin elevar la inflación ya había cesado.

Cada vez era más clara la dificultad que enfrentaban las autoridades para persistir en el objetivo de mantener una tasa de cambio competitiva que fuera compatible con la meta de inflación. Continuó la acumulación de reservas. No fue posible acudir al expediente de elevar las tasas de interés, como habría sido necesario para reducir el crecimiento del crédito porque cuando el descuento del certificado de cambio llegaba al 12.5% era necesario redimirlo, y ese certificado de cambio se descontaba en bolsa a la tasa de interés del mercado. Había una relación entre la política cambiaria y la política de tasas de interés.

Las metas monetarias en ese año se incumplieron sistemáticamente. El crédito neto al sector privado creció 57.84%. El diagnóstico sobre la inflación fue el de que respondía a presiones de demanda. Algunos comentaristas alertaron sobre el crecimiento inusitado del endeudamiento de los municipios y plantearon la posibilidad de controlar la entrada de capitales externos.

En enero de 1.994 se instauró un nuevo régimen cambiario que modificó por primera vez el sistema que había regido desde 1966 y se impuso una banda para la intervención cambiaria. Con ello se buscaba el control sobre los agregados monetarios. La banda se diseñó de tal forma que el margen se amplió porque el gasto público estaba creciendo a tasas altas y esto podía presionar las tasas de interés domésticas, incentivar la entrada de capitales y presionar una nueva revaluación.



Por primera vez no se incluye la meta de mantener una tasa de cambio competitiva dentro de las metas de la autoridades monetarias, porque se considera que no es compatible con las metas de inflación . A mitad del año se empezó a pensar en modificar la banda cambiaria debido a que había habido unos cambios fundamentales en los determinantes en la tasa de cambio tales como: la bonanza cafetera y la aceleración del crecimiento de la cartera del sector privado que presionaba la tasa de cambio. Los bancos centrales con este esquema de intervención acostumbran modificar las bandas (su amplitud e inclinación) cuando pierden el control monetario o gran parte de las reservas monetarias defendiendo el piso o el techo de la banda.

En marzo de 1994 se impuso un tope al crecimiento de la cartera de los establecimientos del crédito que moderó el crecimiento de los préstamos no desembolsados pero no la demanda agregada. A partir de mayo se decidió acentuar la restricción monetaria porque las tasas bajas de interés no estaban evitando la apreciación del tipo de cambio y porque había un crecimiento grande del gasto tanto público como privado, lo cual atraía capitales y presionaba el alza de los precios de los productos no transables. Debido a que el crecimiento de la cartera en julio llegó al 47% anual, desde agosto se hizo efectivo ese endurecimiento monetario.

El crecimiento de las tasas de interés desde el año pasado es realmente impresionante . En abril de 1994, las tasas pasivas, EA, de los CDT de 90 días eran de 25.3%, similares a las 1993, y en diciembre llegaron a 37.9%. Se impusieron controles a la entrada de capitales y en agosto se endurecieron las condiciones de financiamiento externo para el sector privado.

Que tenemos en 1995? Tenemos una política macroeconómica de estabilización complementada con un pacto social, y la propuesta de reducir el déficit del sector privado. Esa discusión empieza a tener un espacio en los debates de estabilización. Nos encontramos con que en octubre la cartera crece el 39.3% anual, cuando en enero estaba creciendo al 44.4% . Los medios de pago ampliados crecen un 34.8% anual a octubre. Para que cedieran las tasas de interés fue necesario su control administrativo: en julio de 1995 ya habían vuelto a su nivel de agosto de 1994.

Durante el año no se ha cumplido ninguna meta de la programación macroeconómica Ya tuvimos oportunidad de discutir el tema en una sesión de la comisión central del pacto, con la intervención de Maria Mercedes Cuéllar. Las metas de la programación financiera, de la programación macroeconómica consistente con la meta de inflación del 18%, hacen parte del texto del pacto social. Los medios de pago han crecido muy por debajo de la meta anual que era del 24.5%, vamos en un 12% anual. La devaluación va en un 21% , frente a 13.5% programado. En el campo fiscal vemos que habrá déficit y no superávit . No voy a decir la cifra final porque no la tengo , pero lo que anunció el



Ministro de Hacienda en esa misma comisión es que se había pasado de un 0.7 de superávit , a un 0.3 de déficit con respecto al PIB para el sector publico consolidado este año.

Según el Departamento Nacional de Planeación los gastos de funcionamiento han desacelerado su crecimiento: en septiembre crecen al 27.1% cuando hace un año estaba creciendo al 46%; los gastos totales crecen a un 38% cuando hace un año crecían un 54.9%. Este crecimiento todavía alto se debe a los intereses de la deuda publica y al crecimiento de las transferencias. El crecimiento de la cartera puede acercarse a la meta. Vamos en 39% y la meta era del 35% .

La propuesta del Pacto Social en lo que se refiere a la política de4 estabilización es complementar las políticas macroeconómicas . Según algunos estudios, en Colombia un 80% de la inflación sería inercial , de manera que sólo 6.7 puntos de la inflación estarían originados en el desequilibrio macro del periodo. Esos puntos son los que se deberían corregir con instrumentos ortodoxos de estabilización .

Cual es el diagnóstico? . El diagnóstico es que en Colombia hay varias y distintas razones que explican la inflación. En un artículo de José Darío Uribe, que presentó en el Simposio sobre el Mercado de Capitales del 1994, se propone que por lo menos hay tres tipos de inflación, y se muestra la forma como los tres están presentes en el fenómeno inflacionario en Colombia.

Frente a esto, uno lo que encuentra general es que es muy difícil que un sólo enfoque teórico explique la inflación en un momento dado. Hay presiones de costos, hay presiones de demanda, hay factores institucionales, hay pugna distributiva; los tres tipos de inflación que se mencionaban son: inflación monetaria (producida por políticas fiscales y monetarias), inflación distributiva (debido a que hay una inconsistencia ex ante en la distribución del ingreso) e inflación inercial (que tiene que ver con la incorporación en los contratos, en los reajustes periódicos de los contratos, como en los salarios y en los arrendamientos de un componente que recoge la inflación pasada; la inflación, entonces, se perpetúa por la existencia de contratos, obligaciones de larga duración cuyos ajustes no están sincronizados en el tiempo.

Si los agentes de la economía no creen que la inflación va a bajar, van a incorporar la inflación pasada en sus decisiones de precios y de ingresos. En la formación de expectativas es importante lo que piensan los empresarios, los trabajadores y los analistas sobre si la política monetaria del Banco Central se acomodará a las presiones inflacionarias o no. La inflación también se perpetúa debido a la existencia de mercados con precios fijos donde los precios no se ajustan ante los cambios de la demanda y



debido a la inconsistencia ex ante en la distribución de ingreso que lleva a una permanente pugna distributiva.

Cuáles son los precios que han estado indizados en Colombia?. El salario mínimo y el de los empleados públicos, las tarifas de los servicios públicos, la tasa de cambio, los precios de los combustibles, las tasas impositivas de renta, el transporte, los alquileres, las matriculas y pensiones de los colegios, todos tienen en común el hecho de que los aumentos anuales se hacen en parte con base en la inflación pasada. Los precios que se forman de esta manera tienen un efecto sobre los otros precios porque anticipan elevaciones en costos. En los sectores en el sector moderno donde los precios se forman teniendo en cuenta los costos, los reajustes de los precios incorporarán, por esa vía, la inflación pasada. Este mecanismo de transmisión incidirá en los acuerdos sobre salarios distintos al salario mínimo y los de los funcionarios públicos, en los contratos financieros. Inclusive incide en el sector agropecuario, cuando ha habido precios de sustentación.

El mecanismo para abatir la inercia inflacionaria tiene que ver con la modificación de las expectativas para convencer a los agentes de que la inflación caerá y desvirtuar así la práctica de la indización. Si los mismos agentes pactan reajustes de precios y salarios que no incorporen la inflación pasada, si le creen a la meta de inflación, el resultado no perjudicará a los sectores que no cuentan con instrumentos para proteger su ingreso de la inflación. En eso consiste la propuesta del pacto social. Esa idea ya había sido lanzada a la opinión al principio del gobierno de Cesar Gaviria. No se ha estudiado el porqué de su fracaso. Se podrían adelantar hipótesis relacionadas con el hecho de que no existía el mejor ambiente entre empresarios y entre trabajadores debido a que las reformas que se estaban adoptando en ese momento, tales como la apertura y la reforma laboral, estaban afectando el statu quo.

Lo que el pacto social busca es quebrar esa inercia inflacionaria, generar expectativas de que la inflación será en efecto menor. Por ello se considera importante que las políticas macroeconómicas sean consistentes con una inflación más baja. Esa es una peculiaridad del pacto social: para ser exitoso tiene que ser complementado con políticas macroeconómicas sanas. Es algo que se ha aprendido de la experiencia en otros países de América Latina.

Para que este tipo de pactos cristalicen se requiere que la sociedad desee alcanzar un menor nivel de inflación. Un país como el nuestro, acostumbrado a inflaciones de alrededor del 20% anual, sin explosiones esporádicas ni traumatismos mayores puede no ser muy receptivo a propuestas de choque contra la inflación. En Colombia se ha adoptado un modelo que busca reducir la inflación de una forma gradual. Se asume el riesgo de que un choque de oferta acelere la inflación y le reste total credibilidad a la



posibilidad de reducir la inflación en forma sostenida a través del tiempo, pero esa es la vía que la sociedad escogió y está documentada en la labor de la Asamblea Constituyente en 1991.

La política de estabilización, como la entiende el Pacto Social, es una política ecléctica. No se trata exactamente de una aplicación del enfoque heterodoxo que adoptaron varios países en América Latina, víctimas de la hiperinflación en la segunda mitad de los años ochenta, en los cuales no tuvo cabida el arsenal de herramientas de la escuela ortodoxa.

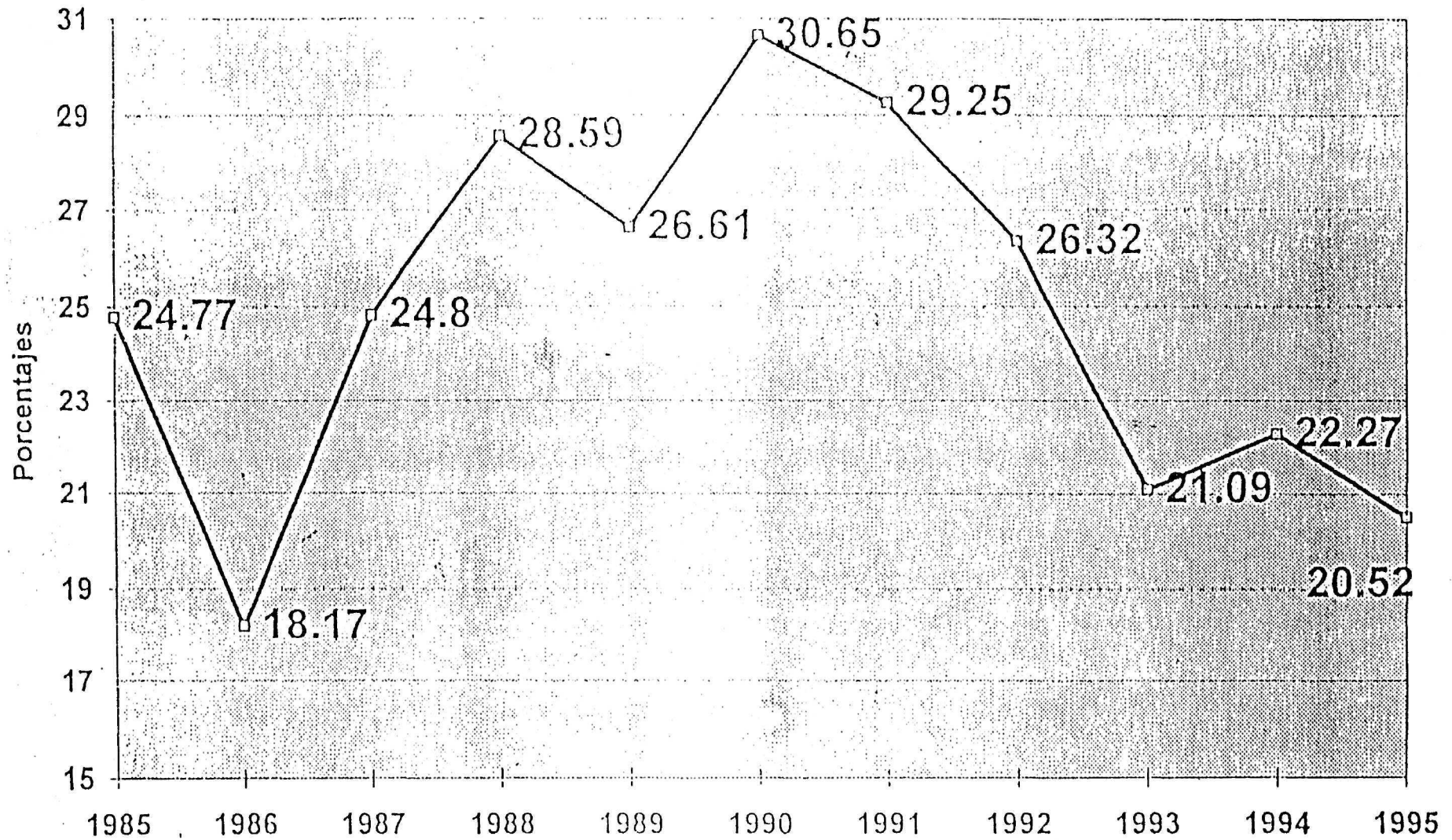
Con respecto al próximo año, cabe decir que para que el pacto pueda asumir la meta que el Banco defina, esta meta tiene que ser creíble y eso ya se está planteando como posición al interior del pacto social. Un gran logro del pacto ha sido el cambio de las expectativas de inflación. Aunque no se ha establecido la medida, los analistas, inclusive los que tienen un enfoque tradicional, han admitido que el pacto ha contribuido a la desaceleración de la inflación, máxime cuando las metas de la programación financiera no se han cumplido.

El año entrante tendrá que haber un gran esfuerzo fiscal y se espera una devaluación menor a la que hubo este año. Es interesante anotar que a pesar de que la devaluación fue mayor a la fijada para este año, no hubo una aceleración de la inflación. Sin el pacto social, la inflación habría sido más alta como consecuencia de las presiones de costos que ejercieron las altas tasas de interés, a principios de año, y la devaluación. Las proyecciones del crecimiento del producto para el año entrante muestran que va a ser un año de crecimiento menor que el de este año, lo que puede ayudar a mantener la tendencia a la baja. No estoy diciendo que va haber recesión ni muchísimo menos. Las proyecciones son del 5.1% al 5.3%.

Se anticipan algunas presiones de costos que serán objeto de concertación dentro del pacto, como son las relacionadas con el necesario ajuste de las tarifas de servicios públicos, en observancia de los mandatos de ley y de la situación financiera de las empresas, y con las matrículas y pensiones de los colegios. Como resultado de sentencias de la Corte Constitucional, los colegios privados deberán pagar a sus docentes los mismos salarios de los docentes escalafonados del sector público. En desarrollo de la Ley 115, los establecimientos de educación no podrán permanecer en el régimen controlado.

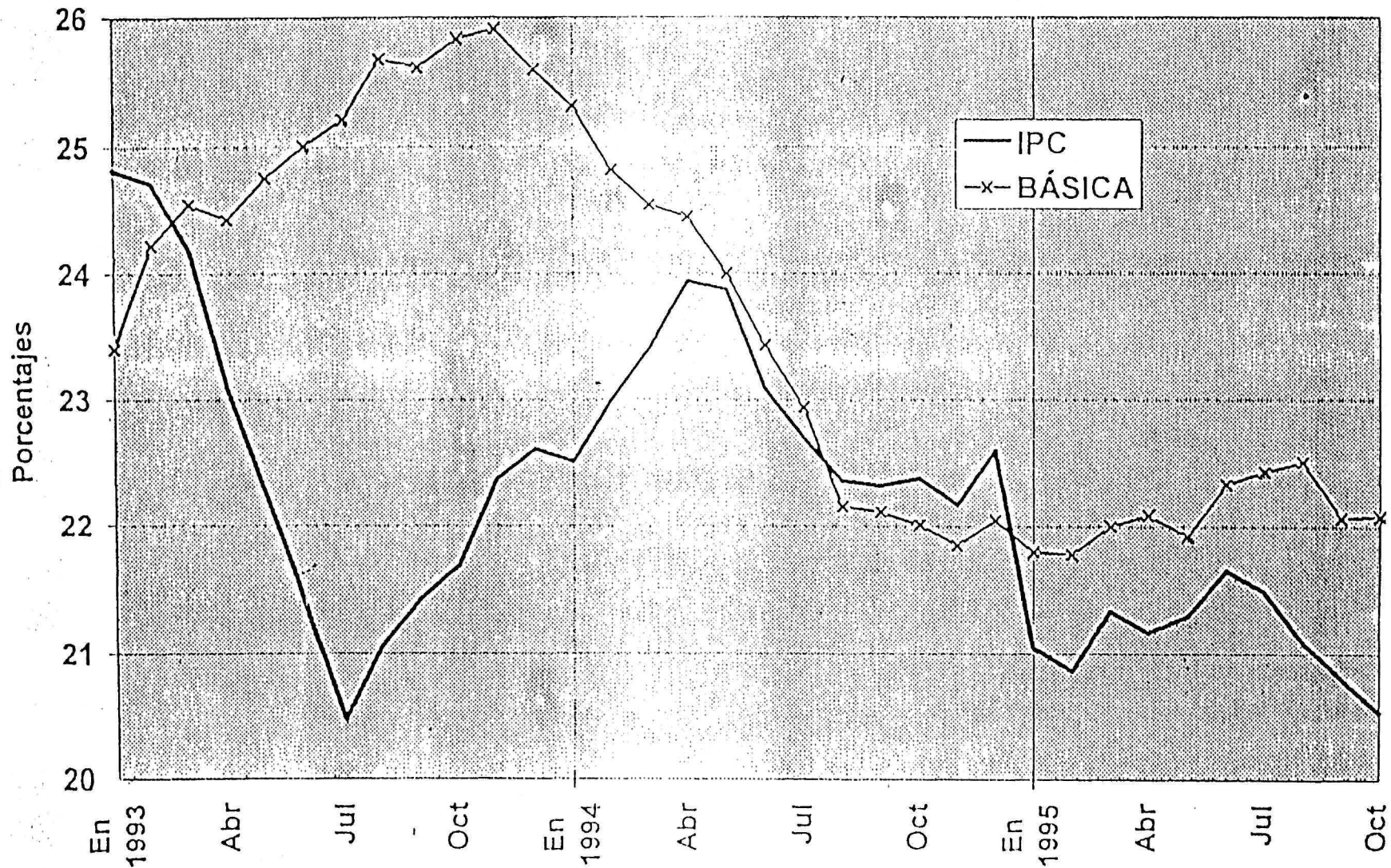
Gracias

VARIACION ANUAL DEL IPC A OCTUBRE



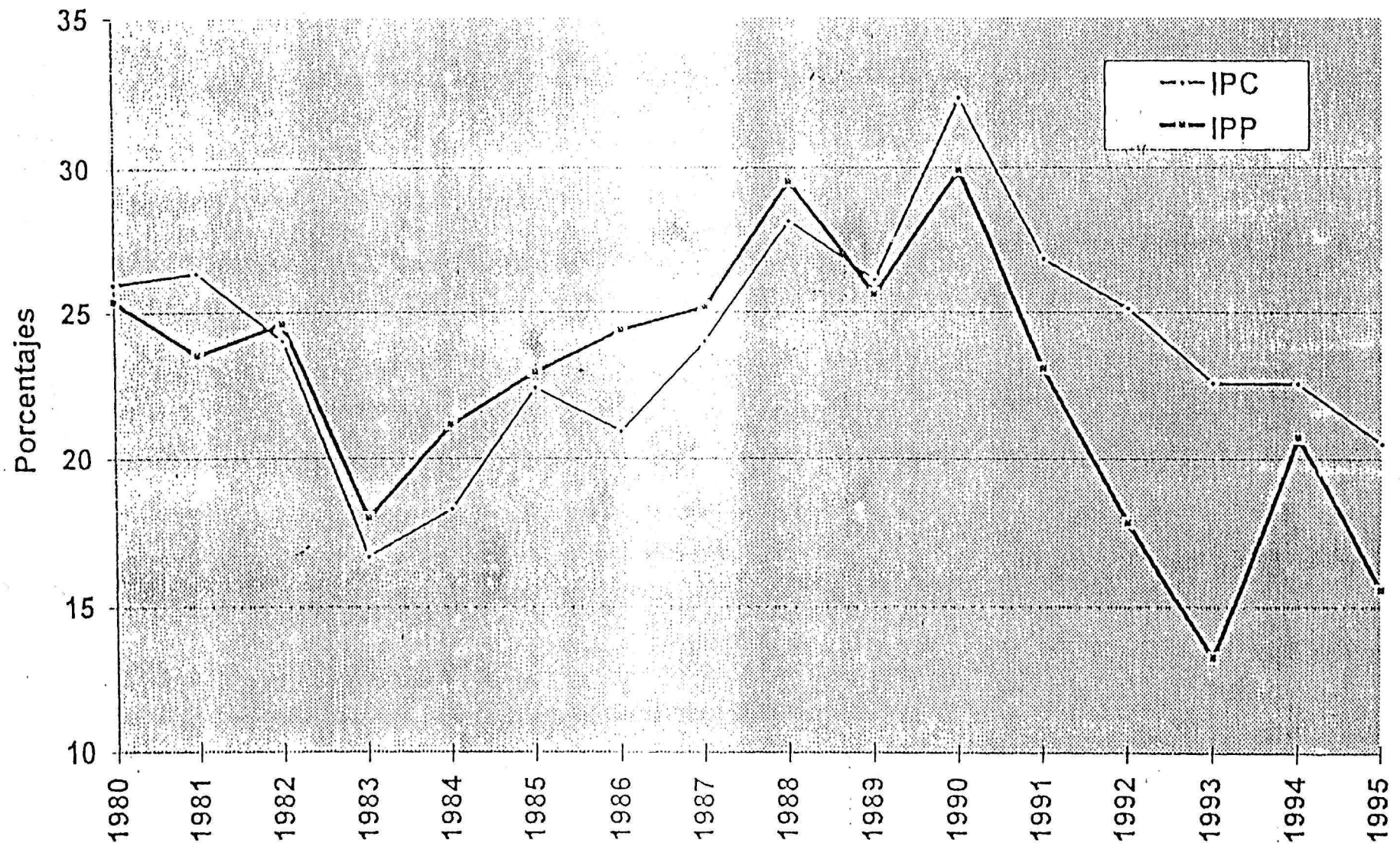
Fuente: DANE

VARIACION ANUAL DEL IPC Y DE LA INFLACION BÁSICA



Fuente: DANE, Banco de la República.

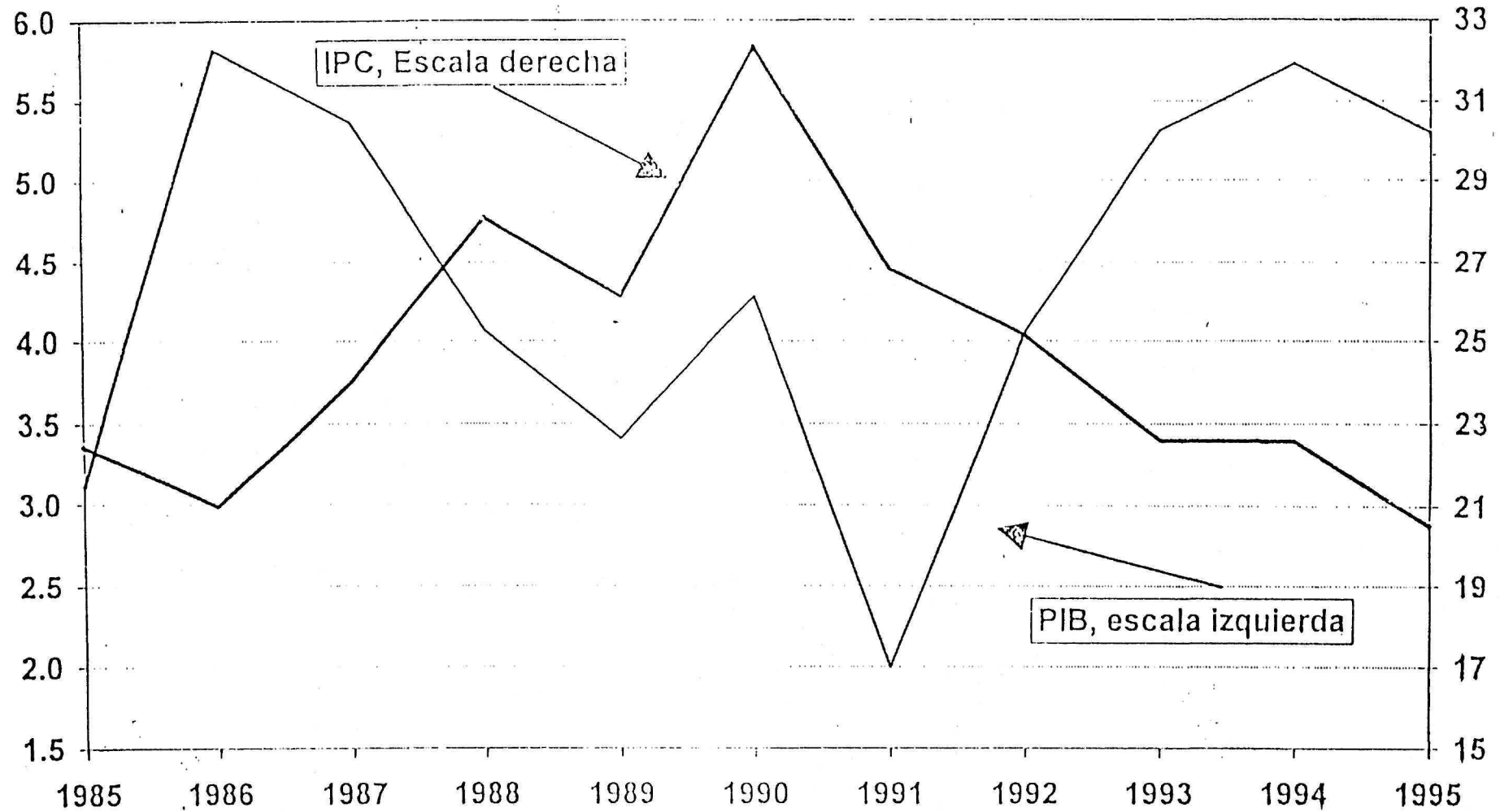
VARIACIÓN ANUAL DEL IPC Y DEL IPP



Fuente: DANE. Banco de la República.

Datos de 1995 variación anual a octubre.

CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL DEL PIB Y DEL IPC

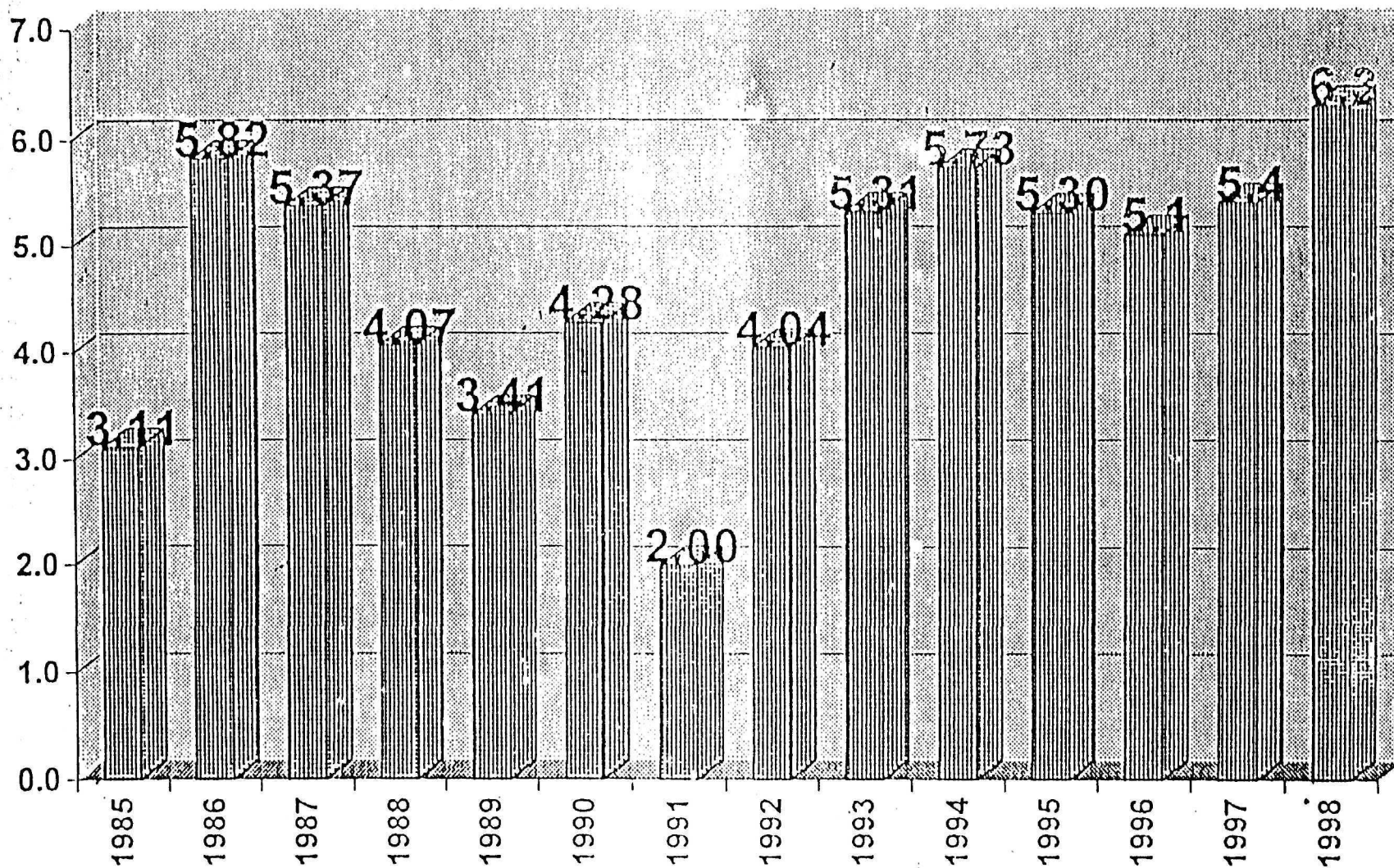


Fuente: DANE, DNP.

PIB: 1994, preliminar. 1995, proyectado.
IPC 1995, variación anual a octubre.



CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL DEL PIB



Fuente: DNP

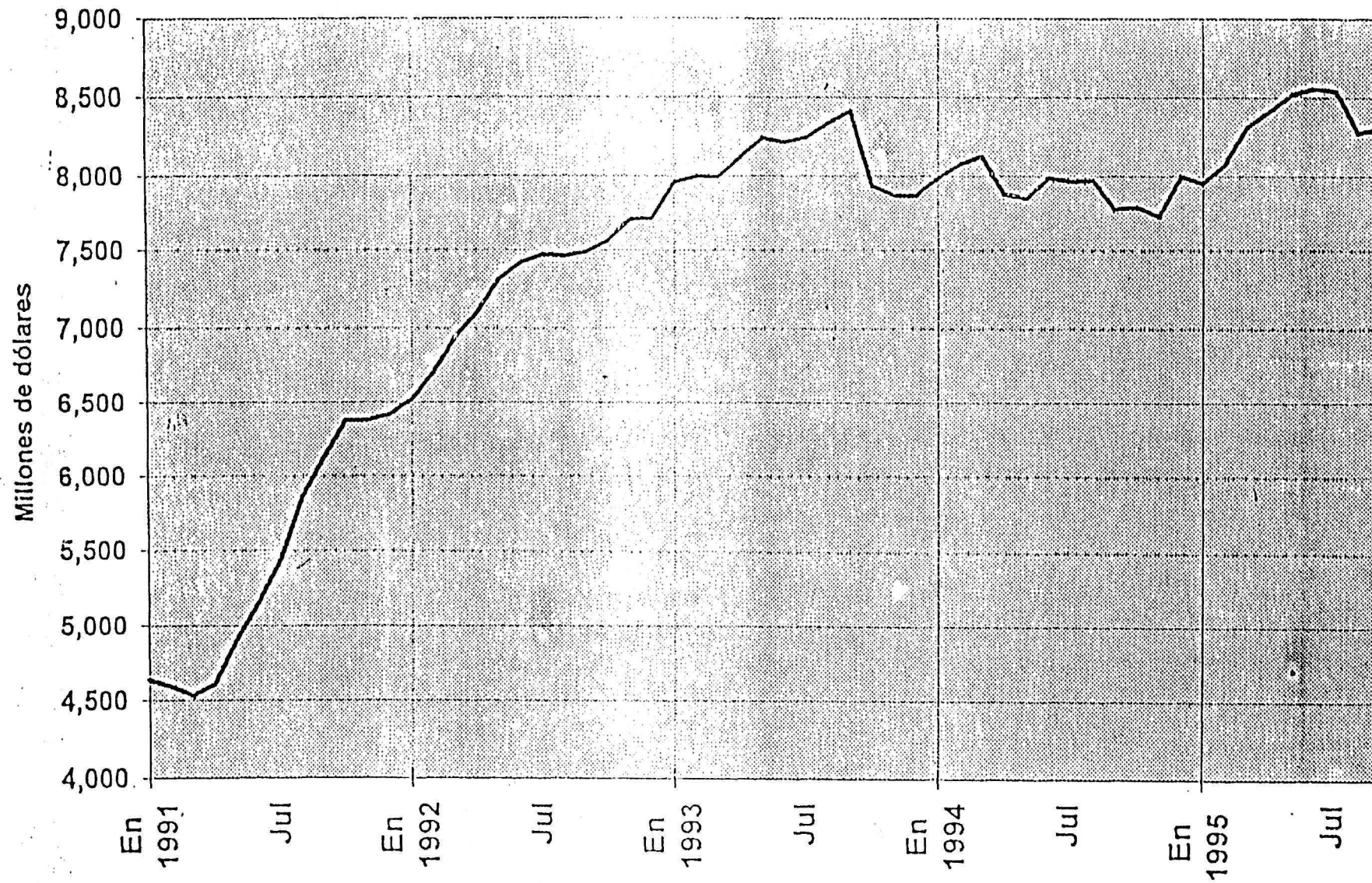
1994, preliminar. 1995-98, proyectado

TASA DE DESEMPLEO A SEPTIEMBRE SIETE AREAS METROPOLITANAS

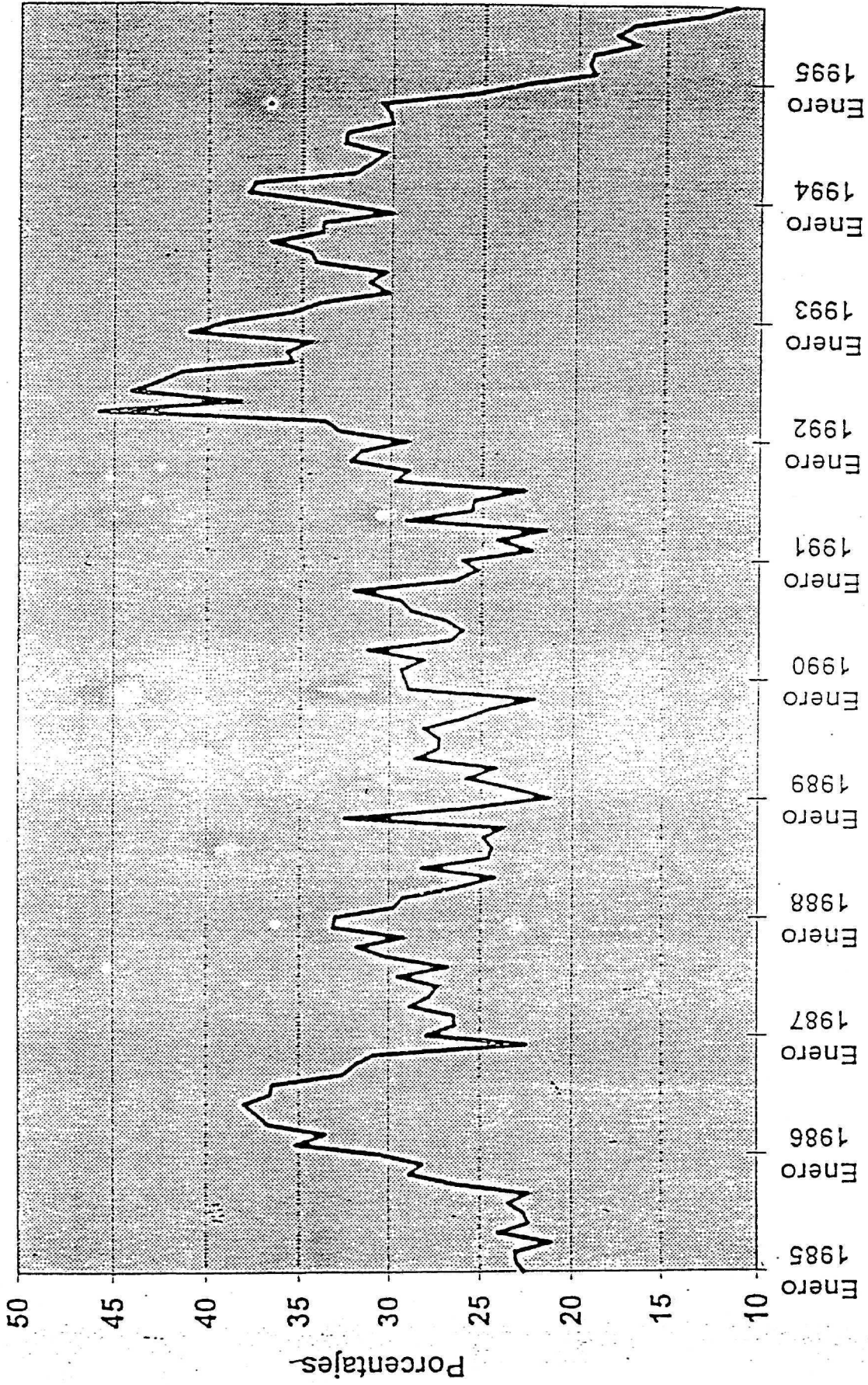


Fuente: DANE

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS

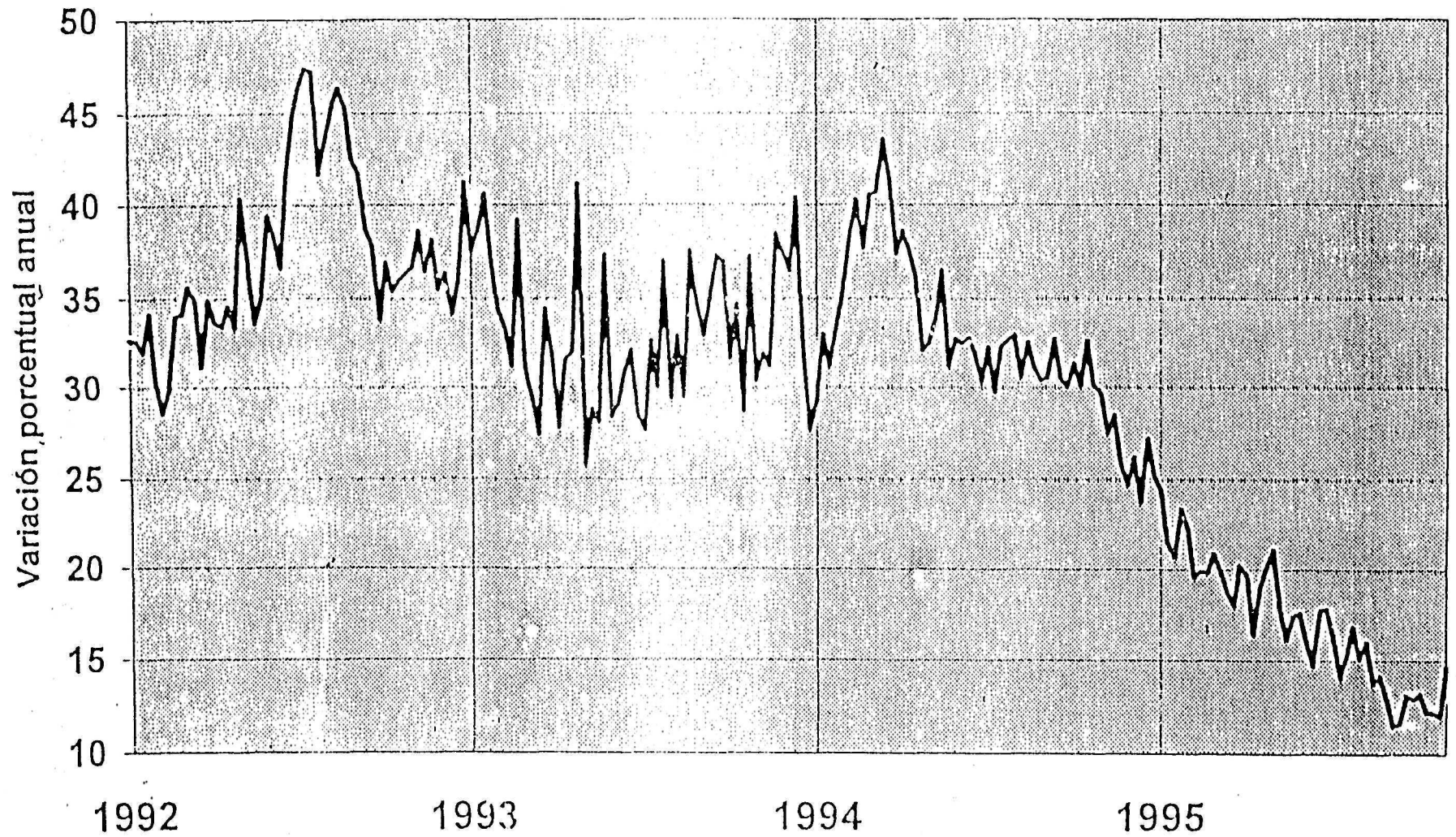


TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DE M1



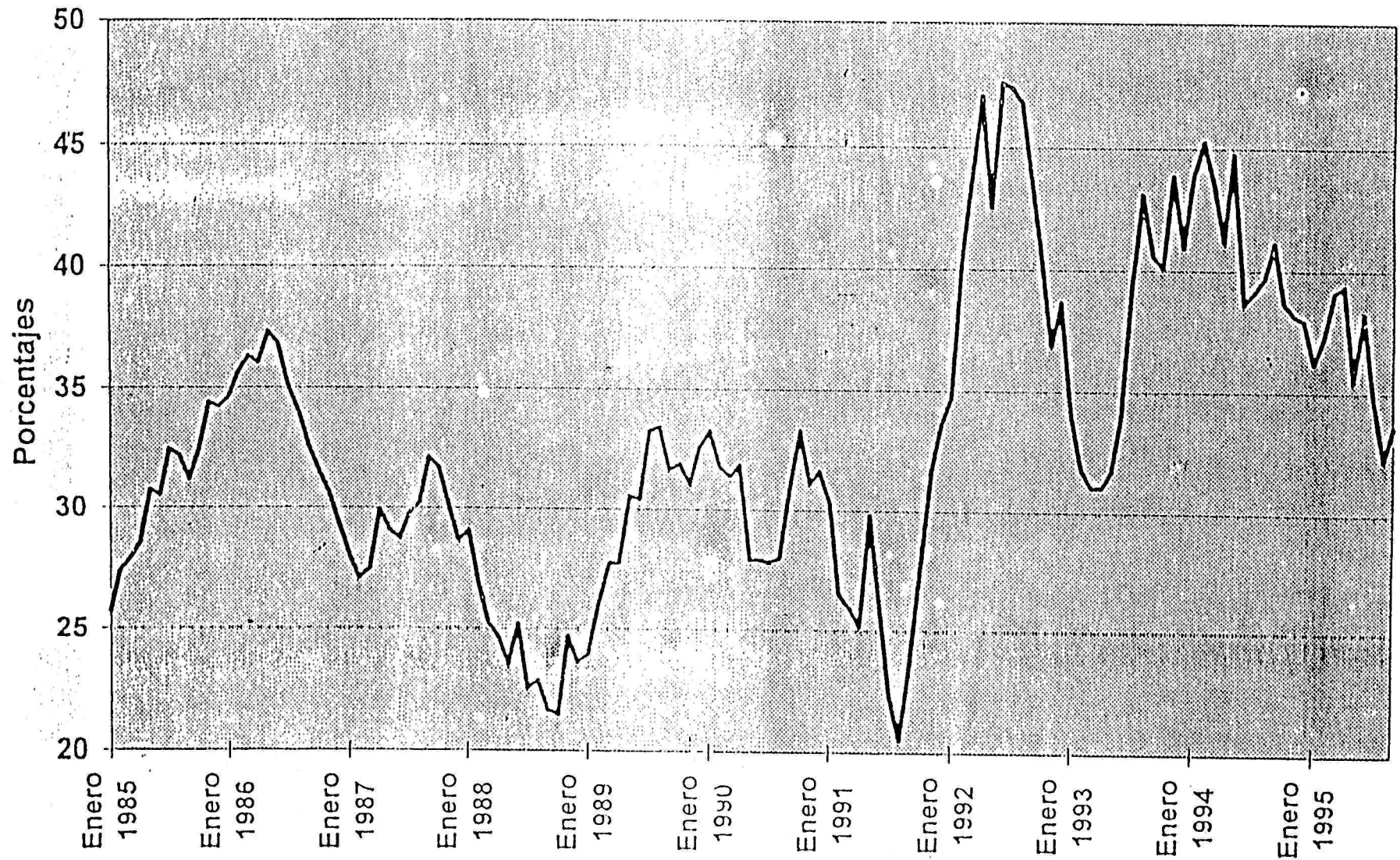
Fuente: Banco de la República.

VARIACIÓN DE LOS MEDIOS DE PAGO



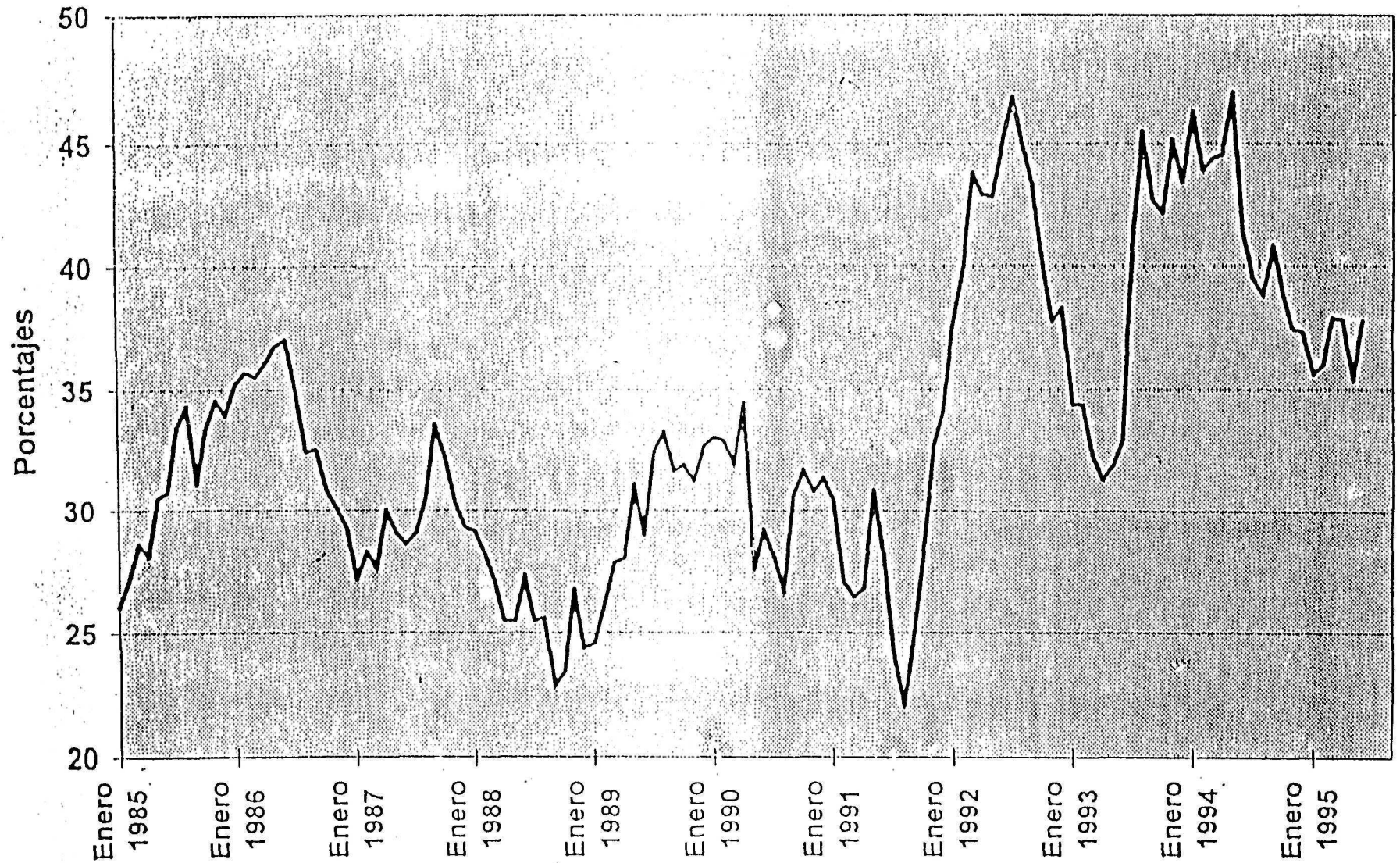
Fuente: Banco de la República

TASA DE VARIACIÓN ANUAL DE M2



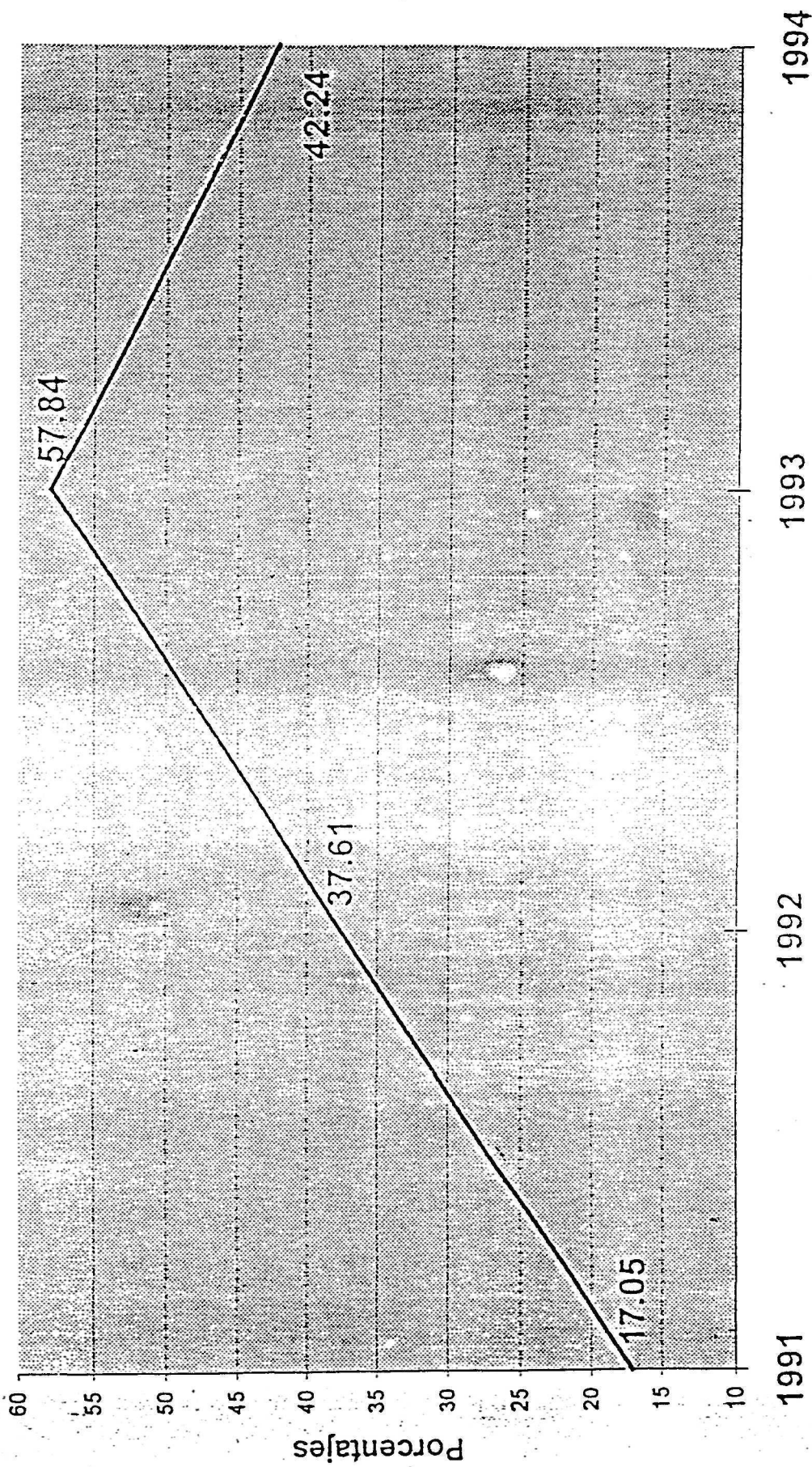
Fuente: Banco de la República.

TASA DE VARIACIÓN ANUAL DE M3



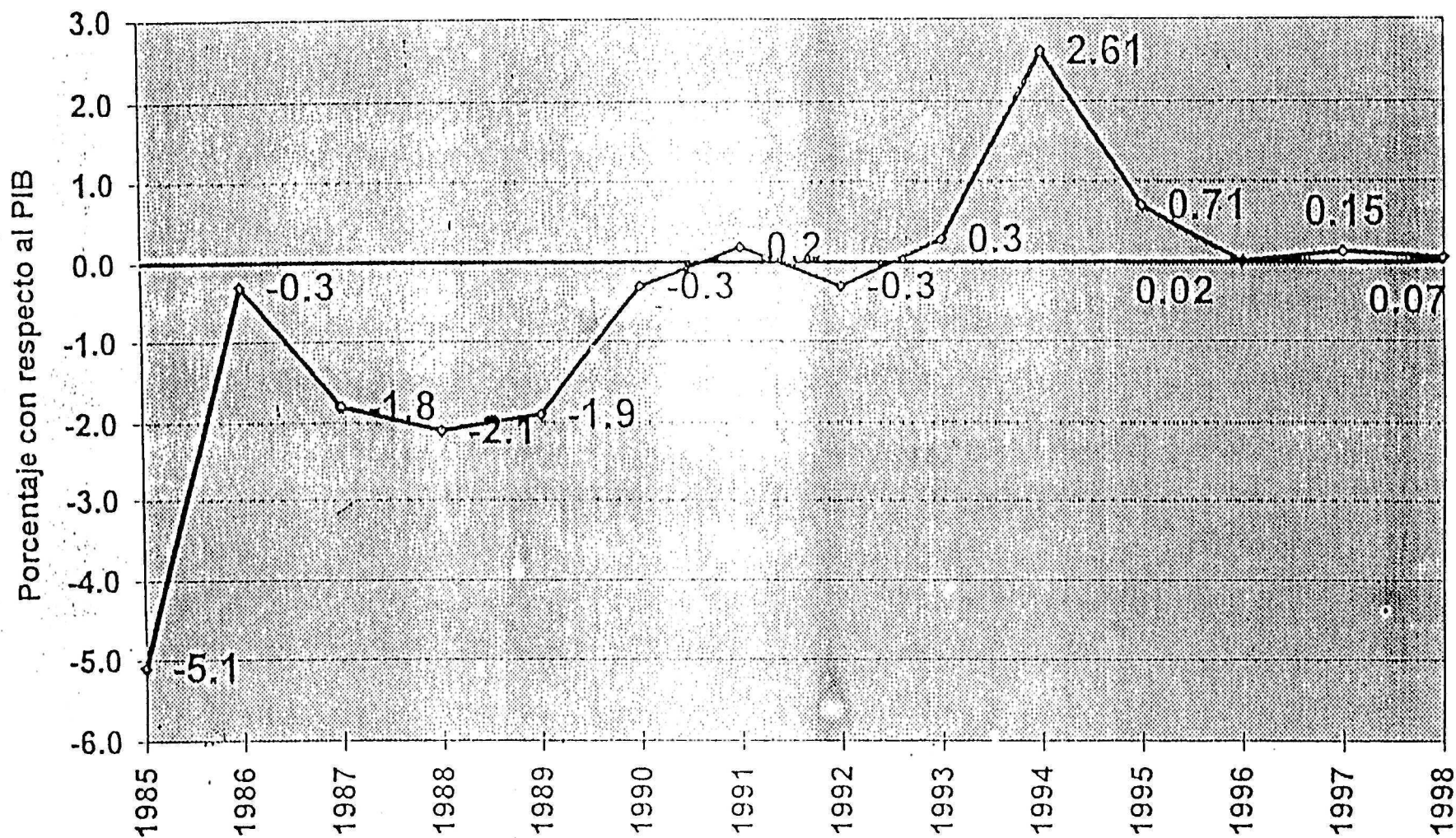
Fuente: Banco de la República.

CRECIMIENTO ANUAL DEL CREDITO NETO AL SECTOR PRIVADO



Fuente: Banco de la República.

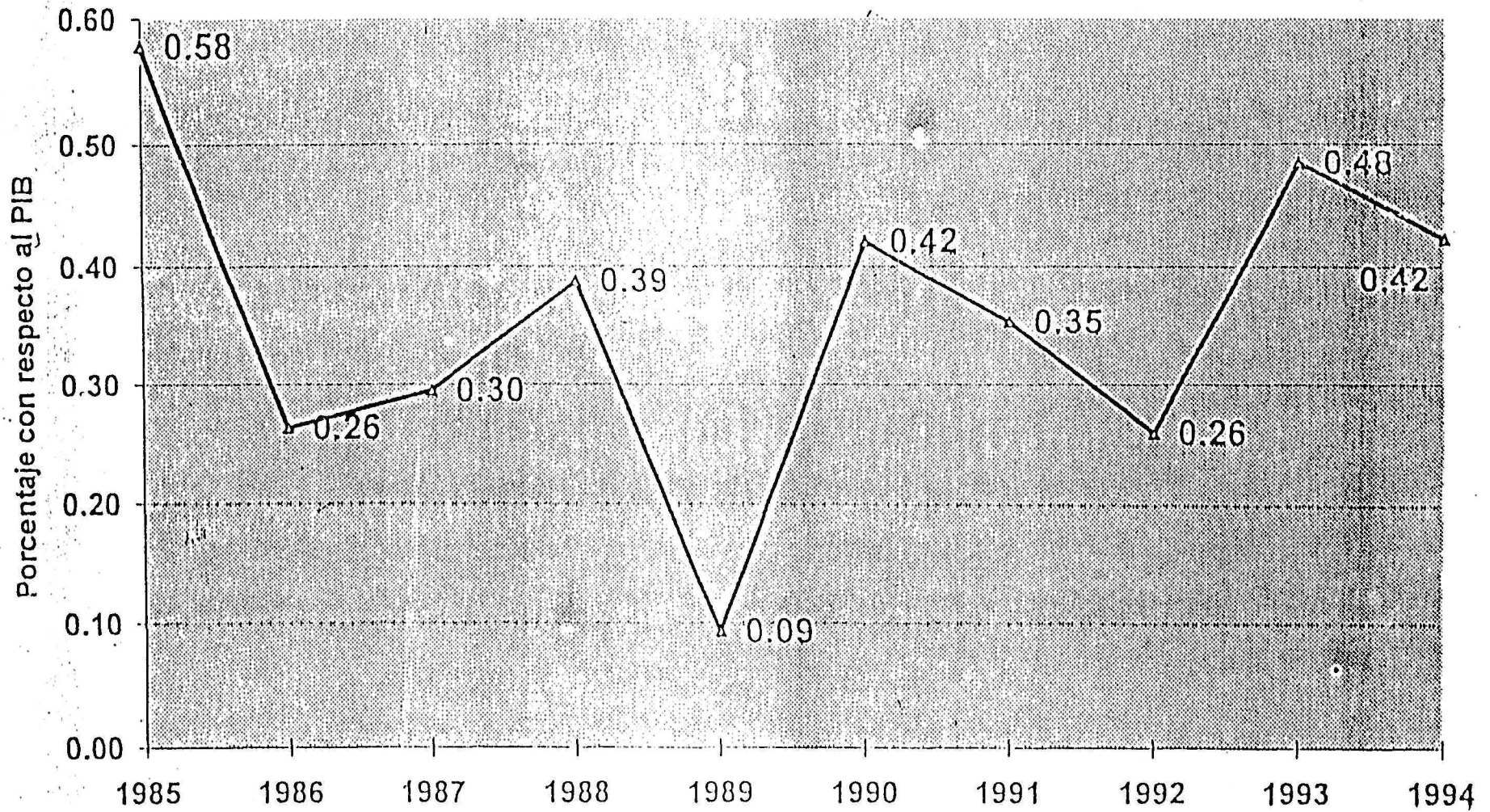
RESULTADO FISCAL CONSOLIDADO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO



Fuente: Contraloría General de la República, CONFIS.

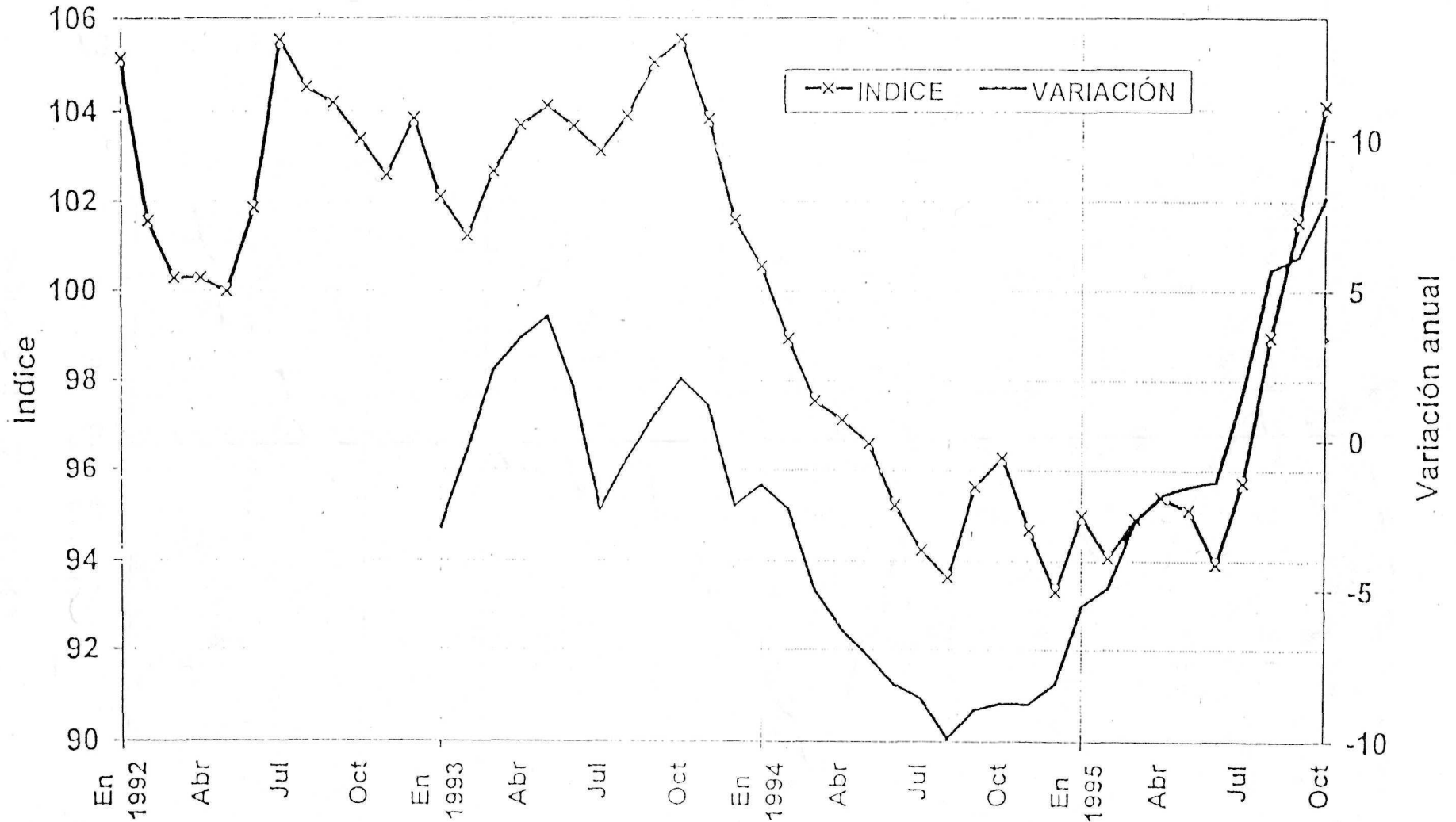
1995, preliminar, 96-98 proyección

RESULTADO FISCAL DEL GOBIERNO CENTRAL NACIONAL CON RESPECTO AL PIB



Fuente: Contraloría General de la República.

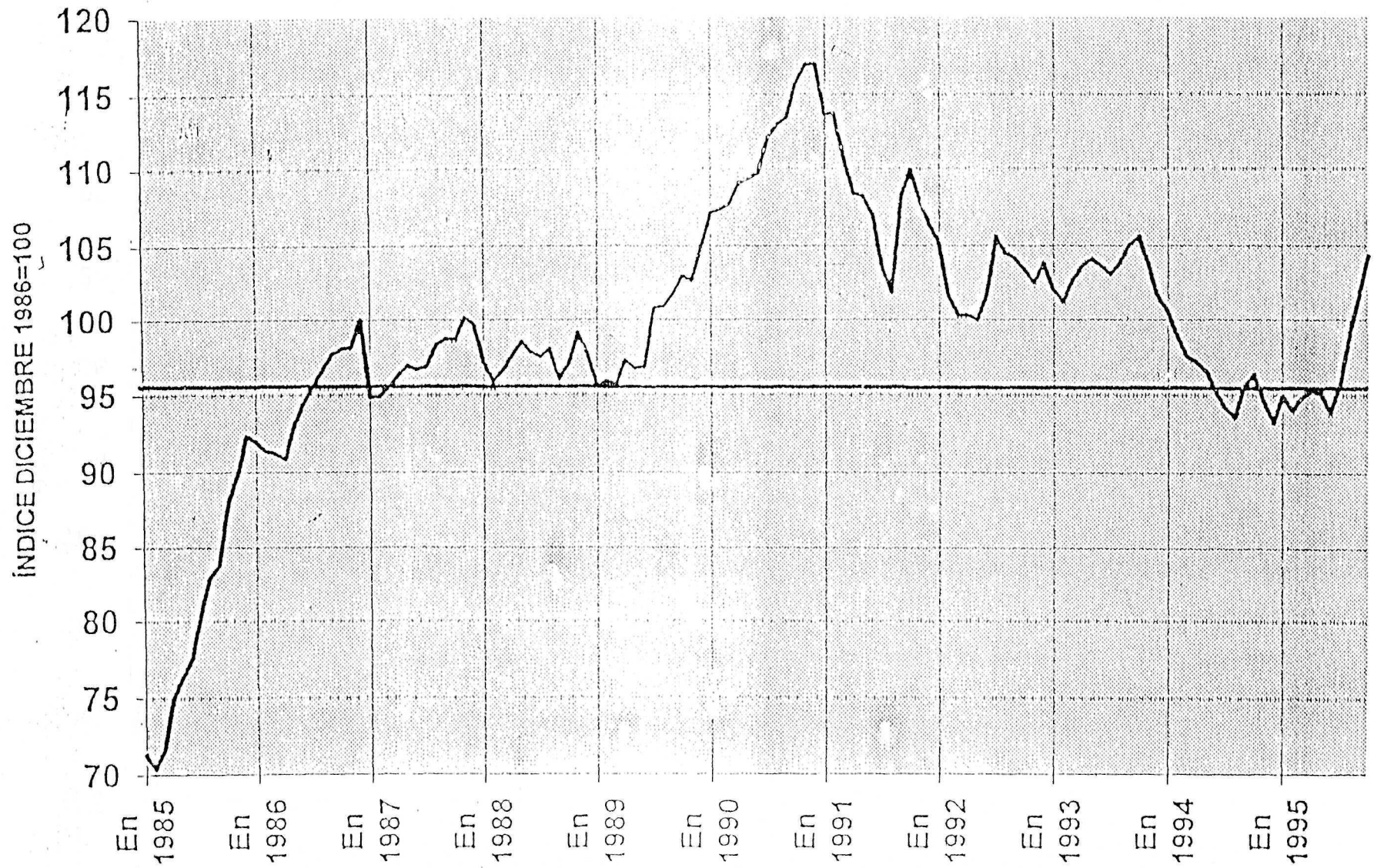
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DEL PESO COLOMBIANO Y SU VARIACIÓN ANUAL



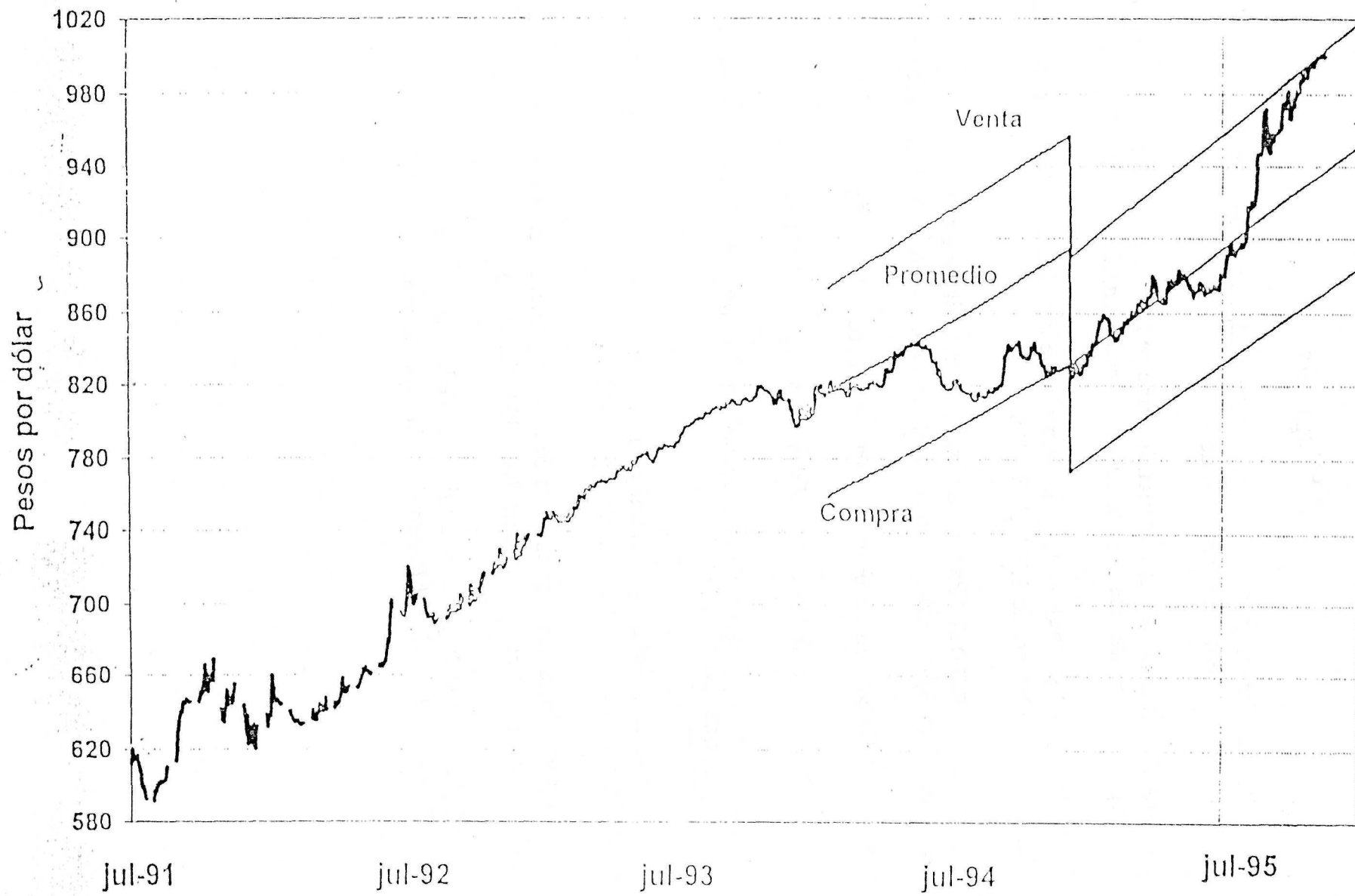
Fuente: Banco de la República.

Datos preliminares para 1995

ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL DEL PESO



TRM Y BANDAS CAMBIARIAS



Bibliografía

- ADDA, JACQUES, "Brasil: de la inflación inercial a la hiperinflación" en *Lecturas de Economía*, número 28, enero-abril de 1989.
- BANCO DE LA REPÚBLICA, "Nota editorial: Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República" en *Revista del Banco de la República*, marzo de 1995, pp. 5-37
- CORREA PATRICIA Y ESCOBAR JAIME, "Radiografía de la inflación actual" en *Coyuntura Económica*, Octubre de 1990, pp 81-106.
- CUÉLLAR MARÍA MERCEDES, "Pacto social como estrategia de estabilización" en *Asobancaria, XIV Simposio sobre Mercado de Capitales*, 1994, pp. 175-187.
- FEDESARROLLO, *Coyuntura Económica*, varios números, 1990-1995.
- FEDESARROLLO, *Debates de Coyuntura Económica*, agosto de 1990.
- LORA, EDUARDO, "Los riesgos del Pacto Social" en *Economía Colombiana*, febrero-marzo de 1991, pp. 52-56.
- SARMIENTO EDUARDO, "Inflación inercial y Pacto Social" en *Asobancaria, XIV Simposio sobre Mercado de Capitales*, 1994, pp. 93-127.
- URIBE JOSÉ DARÍO, "Inflación inercial, tasa de cambio y anclas" en *Asobancaria, XIV Simposio sobre Mercado de Capitales*, 1994, pp. 299-324.
- URRUTIA MIGUEL "La estrategia de estabilización de la Junta del Banco de la República, 1991, 1994" en *Revista del Banco de la República*, marzo de 1995, pp. 40-49



EL DEFICIT FISCAL Y LA INFLACION

Salomón Kalmanovitz*
Director
Junta Directiva
Banco de la República

INTRODUCCION

Las correlaciones entre el gasto público y la inflación ofrecen resultados poco conclusivos para Colombia y tienden a negar un impacto apreciable (Carrasquilla, 1995). Los déficit del sector público se han mantenido en niveles bajos, reflejado en un endeudamiento público de menos de 30% del PIB, lo que en promedio señala un déficit del 1.5% del PIB anual¹, mientras que el aumento del gasto público ha sido financiado adecuadamente con impuestos. Sin embargo, la tendencia ha sido la de un rápido incremento de la participación del gasto del gobierno central en el PIB, que ha pasado de un 6.5% en 1950 a un 16.7% en 1995, con especial aceleración de 1980 en adelante. En 1996 el gasto del gobierno central deberá llegar 17.4% del PIB (FMI), aunque el Plan de Desarrollo del gobierno lo gustaría ver en un 18% del PIB.

Lo que argumentaré en esta ponencia es que el aumento del gasto público, cuando acompaña aumentos fuertes de la inversión privada, facilitada por una política monetaria expansiva, o confluye con una bonanza de exportaciones (o con una devaluación excesiva), se constituye en un factor inflacionario, pues se agrega a las otras expansiones de demanda y con ello aumenta la presión sobre el nivel de precios. Cuando el aumento del gasto del gobierno se financia con impuestos y se acompaña por el estancamiento o contracción de las otras fuentes de demanda, es obvio que no puede causar inflación por sí sólo. No obstante, en una situación de equilibrio macroeconómico (oferta global = demanda global), un aumento del gasto público financiado con impuestos directos hará presión sobre la demanda agregada, la podrá desquiciar y por lo tanto también puede hacer una contribución a la inflación.

¹ / Alberto Carrasquilla, *The Changing Role of the Public Sector: The Colombian Case*, Mimeo, Banco de la República, 1995, p.6.

* Codirector del Banco de la República. Las ideas aquí expuestas son del autor.



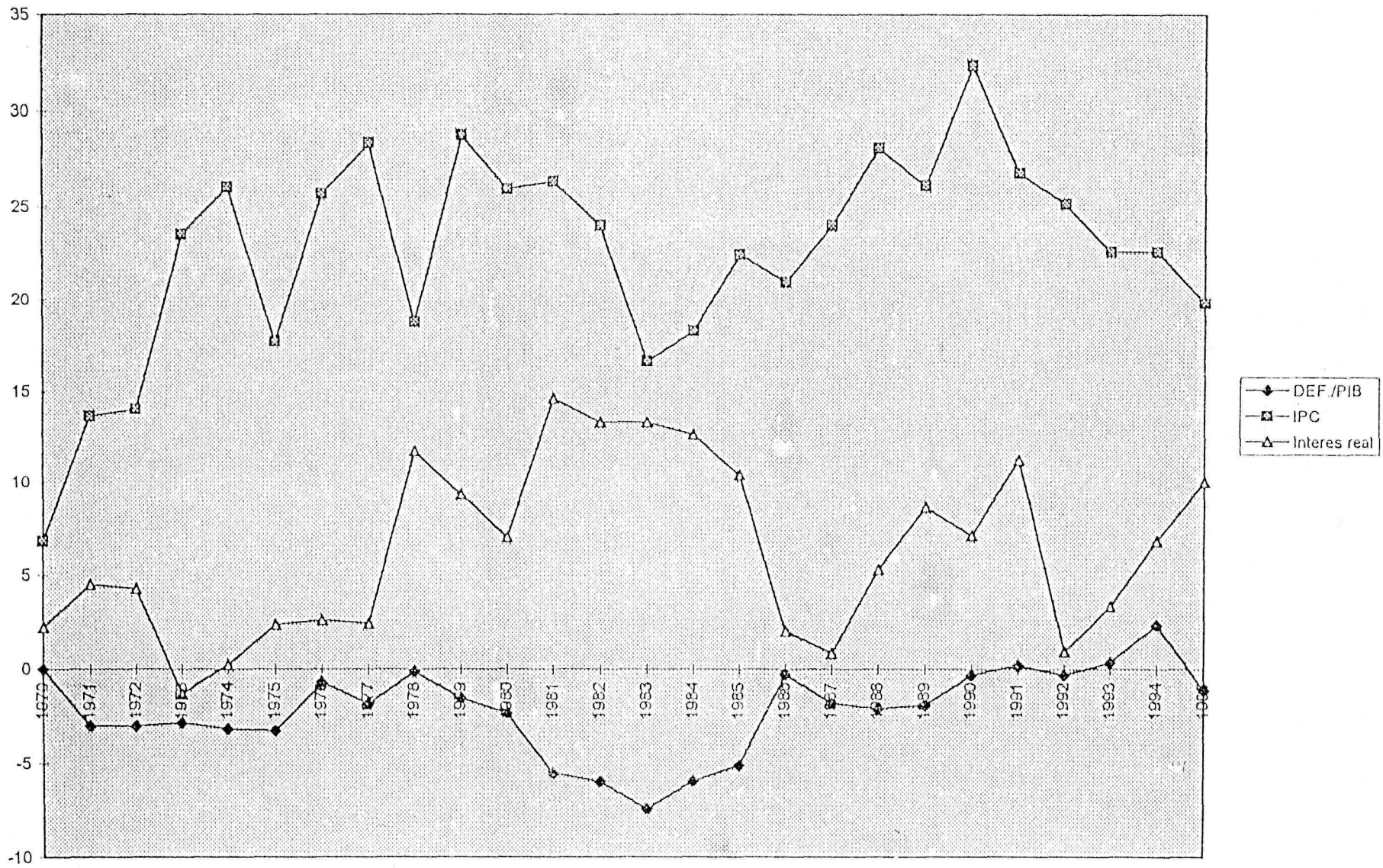
Es claro también que si una parte del financiamiento tanto de la inversión privada como del gasto público se está haciendo con ahorro externo, la presión sobre la cuenta corriente será muy fuerte, al mismo tiempo que se revalúa temporalmente la tasa de cambio, y el desequilibrio puede tornarse en excesivo y explotar en la forma de una crisis de financiamiento y cambiaría. En este sentido, el sector público no acomoda la inversión privada financiada en parte con ahorro externo, sino que contribuye también a aumentar el déficit en cuenta corriente. Si, por el contrario, el gobierno en esta circunstancia no se endeuda en el exterior y produce un superávit fiscal, se incrementará el ahorro disponible para el sector privado por medio del mercado de capital (deposita sus excedentes en el sector financiero) y se reducirá la presión sobre el ahorro externo y sobre la cuenta corriente.

Estos impactos no pueden ser desglosados en una correlación simple entre gasto público e inflación y, por lo tanto, el análisis debe hacerse sobre todos los balances de la acumulación, dentro del contexto de política monetaria: Ahorro-inversión (privada), balance en cuenta corriente (sobre todo con relación a la monetización de las reservas internacionales) y balance fiscal, en el marco de una política monetaria expansionista o contraccionista. Por otra parte, el gasto público financiado con impuestos tiene un multiplicador-ingreso que, por lo general, tiende a ser mayor en términos absolutos al contracción-ingreso de esos mismos impuestos, de tal modo que también un gasto público financiado "sanamente" puede perfectamente contribuir en alguna medida a la inflación.

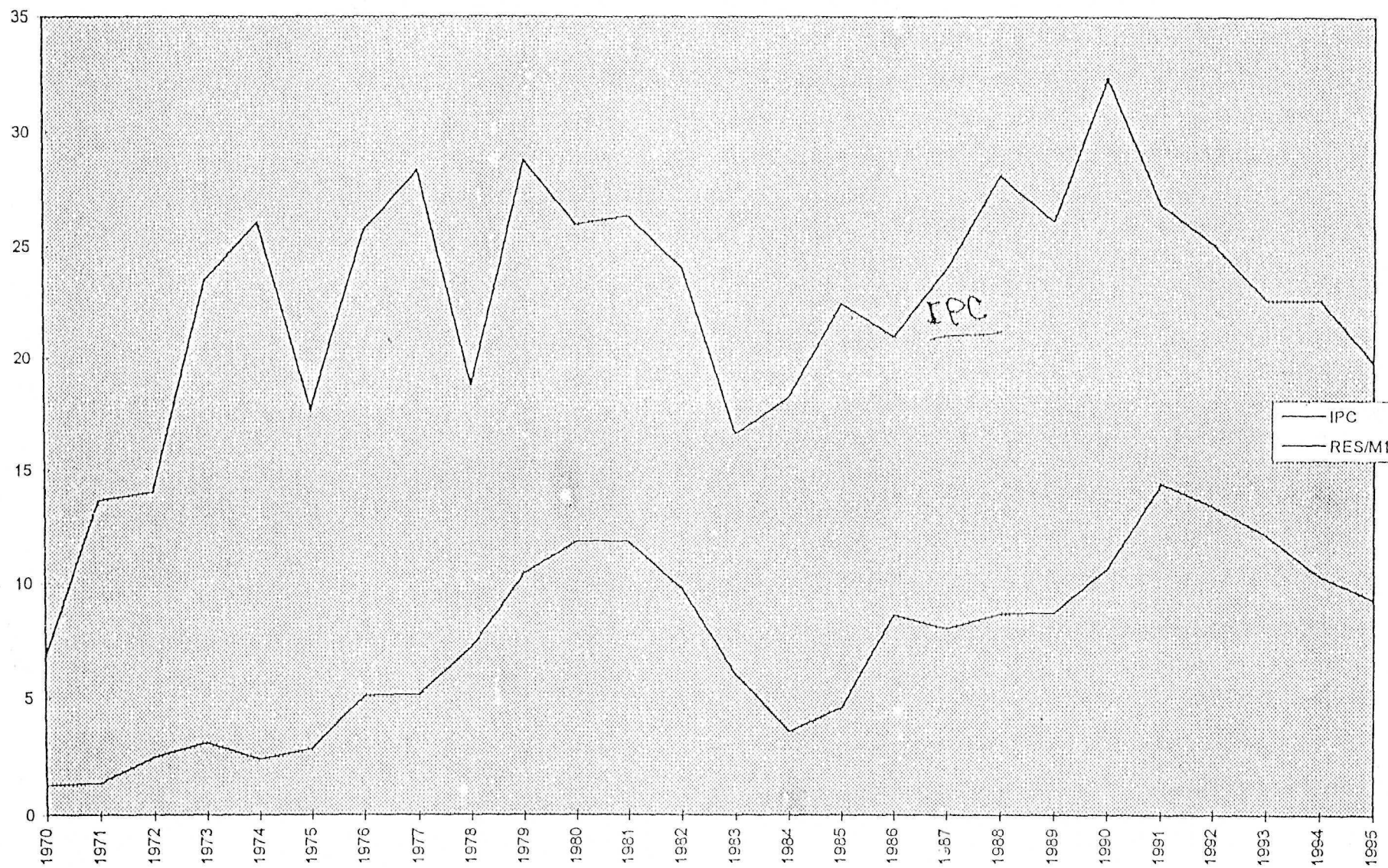
GASTO PUBLICO E INFLACION

Una gráfica (1) que cruza déficit fiscal, tasa de interés real, y otra (gráfico 2) reservas internacionales en M1 y el Índice de Precios al Consumidor señala algunas relaciones positivas, así: para el período 1971-1975 con déficit fiscal de 3% de PIB, política monetaria laxa (Tasa de interés real entre 4 y -1 %) y lento crecimiento de reservas internacionales, se pasa de una inflación de 6% en 1970 a una de 26% en 1974; para el período 1986-1990, el déficit fiscal ronda el 2% del PIB, las tasas reales de interés entre el 1 y el 7%, se adquieren reservas internacionales en gran número y se devalúa fuertemente, de tal forma que la tasa de inflación pasa de 21% en 1986 al 32.5% en 1990; así mismo el desaceleramiento de la inflación entre 1990 y 1994 va acompañado de un presupuesto público equilibrado, incluso con superávit en 1994, una política monetaria laxa y no se adquieren reservas internacionales. En sentido contrario, déficits fiscales muy altos como los de 1981 a 1985 en medio de una fuerte recesión económica, con una política monetaria muy contraccionista (tasas de interés real entre 15 y 10% anual) y adquisición de reservas internacionales, hacen caer la inflación de 26% en 1980 al 16% en 1983

Déficit fiscal, i real e inflació



RESERVAS E INFLACION





para trepar un poco al 22% en 1985. Las evidencias entonces señalan una relación positiva del déficit fiscal con la inflación, pero mediadas por las otras variables que afectan la demanda efectiva y la inversión privada, como la adquisición de reservas internacionales, el mismo ciclo económico y el nivel de las tasas reales de interés.

Existe una relación más clara y unequivoca entre inflación y política cambiaria como se puede apreciar en la gráfica 2, que enfrenta la relación de las reservas internacionales y el agregado monetaria M1 (Efectivo + Cuentas corrientes) y el índice de Precios al Consumidor. En la medida en que el banco central adquiere divisas con una tasa de cambio mayor o menor, emite medios de pago que van engrosar la demanda efectiva. A mayor volumen de divisas que adquiere el Emisor y a un precio más alto de las mismas, es también mayor la presión sobre los precios como se puede observar con claridad en la gráfica. Así el sistemático aumento de las reservas en M1 entre 1971 y 1980, aunque con una tasa de cambio menor a la inflación, conduce a una inflación creciente que obtiene 28% en 1979. El período siguiente es de una caída protuberante de reservas entre 1981 y 1984 que contribuye a generar una desinflación con una tasa de 16% en 1983. Entre 1984 y 1991 se da otra expansión fuerte de reservas con una tasa de cambio ascendente que incide en la inflación del 32.4% de 1990. De ese año hasta 1995 cae la relación de las reservas con el M1 y así también la inflación cae en unos 12 puntos.

Existe otra causa sistemática de la inflación en Colombia que es el precio de los alimentos, al contar con una agricultura y una ganadería bastante protegidas. En muchos años la inflación aumenta o disminuye por simples hechos climáticos, aunque la debilidad o fortaleza de la demanda efectiva tiene obvias repercusiones en el nivel de precios de los alimentos. Sin embargo, en los últimos años un mayor nivel de importaciones de alimentos ha contribuido a que este tipo de inflación tenga un factor contrarrestante. Para evitar estos problemas en general, los técnicos del Banco de la República emplean el indicador de precios "básico" que excluye de la canasta a los alimentos y a los servicios. Este indicador es el que más claramente puede ser influido por la política monetaria del Emisor.

Tenemos entonces que el gasto público puede incidir en la inflación, en particular cuando la economía está funcionando con una alta utilización de la capacidad instalada, la inversión privada está luchando por espacio, la demanda efectiva es creciente y la oferta de alimentos es rígida. Una de las falacias macroeconómicas más frecuentes la expresó José Antonio Ocampo, en el sentido de que bastaba con que el gasto público estuviera financiado tributariamente para que se produjeran los equilibrios del caso². Agregaba que no importaba el nivel del gasto público sino el déficit o el superávit fiscal, aunque en esto también ha habido una resistencia de

² /Entrevista, "La junta es lo de menos, el lío es la descentralización", *Estrategia económica y financiera*, Julio 15 de 199, p.13



parte del gobierno actual por aceptar la necesidad de generar un superávit fiscal suficiente, en vista de un protuberante déficit del sector privado, entradas de capital extranjero, financiamiento privado externo y de las perspectivas petroleras que presionan hacia la revaluación del peso. Un gasto público excesivo, intensivo en salarios, en medio de una bonanza petrolera, agrava la presión revaluacionista porque aumenta los precios de los bienes no transables. Es obvio que si el sector privado está gastando en exceso y el gobierno aduce que no está dispuesta a acomodarlo y aumenta su gasto, el resultado será una mayor inflación y mayores tasas de interés; lo primero, por la adición a la demanda efectiva, lo segundo por competir efectivamente contra la inversión privada por los fondos prestados. En este sentido hubo expresiones públicas de funcionarios del gobierno a fines de 1994, en pleno recalentamiento económico, en que era el sector privado el que estaba en desequilibrio y no el público y que, por lo tanto, era el que debía ajustarse. Obviamente que el método del ajuste tenía que ser un alza suficiente del tipo de interés, algo que hizo el banco central para compensar el aumento de gasto público, que redujera el crédito y el gasto del sector privado.

Pero aún si el sector público no tiene que compensar un exceso privado, el mero gasto puede resultar inflacionario, en tanto que el multiplicador negativo de los impuestos es inferior a la expansión que crea el gasto público. En los Estados Unidos se ha calculado que en el caso donde no existe desplazamiento de la inversión privada por el gasto público - no hay alzas de la tasa de interés pues la autoridad monetaria permite una expansión concordante - el multiplicador tributario es de -1.19 y el multiplicador de gasto público es de 1.93 o sea que una expansión del gasto financiada adecuadamente con impuestos causa un multiplicador positivo de 0.74. Si hay desplazamiento o no hay acomodamiento de la oferta monetaria para la ampliación del gasto público, el multiplicador tributario es de -0.26 y el del gasto público es 0.60 con un impacto neto positivo de 0.34³. La razón es simple y conocida: no todo el ingreso que va a pagar impuestos se habría gastado sino que una parte se hubiera ahorrado en el período en cuestión, mientras que todo el ingreso capturado tiende a ser gastado por el gobierno. Es claro que sólo si el aumento de impuestos es sobre los trabajadores que no ahorran, el gasto así financiado causará una expansión de la renta que será igual a la contracción generada por los impuestos.

Es aparente que en el último período confluyeron un auge de la inversión privada - financiada con una repatriación de capital y endeudamiento privado externo e interno - con una elevación del gasto público que avanzó 4 puntos del PIB entre 1990 y 1994, en un contexto de política monetaria laxa. Sin embargo, se redujo la

³ / N. Gregory Mankiw, *Macroeconomics*, Worrth Publishers, New York, 1992, p. 268. Este es un estimado del modelo del The Data Resources Incorporated (DRI).



inflación en 12 puntos debido básicamente a dos factores: cesó la emisión monetaria causada por la adquisición de reservas con una devaluación creciente vigente hasta 1991, incluso hubo una revaluación real apreciable y bajaron los precios de los alimentos hasta 1993. Sin embargo, los excesos de gasto, en particular del gasto público, hicieron que en 1993 y 1994 la inflación persistiera en el 22.6%. En 1995 un nuevo buen año de lluvias y buenas cosechas hicieron que la inflación terminara por debajo del 20%, aunque la canasta de básicos se mantiene en un 22%.

EL PERIODO 1990-1995

Que la expansión de la renta concomitante a un aumento del gasto público financiado con impuestos sea inflacionario dependerá del grado de empleo en que esté la economía y si el gasto se hace sobre bienes locales o sobre importaciones. Lo que queda claro de la argumentación anterior es que un aumento del gasto público, así sea financiado sanamente con impuestos, puede resultar inflacionario en una economía con un alto grado de ocupación o que ya esté mostrando síntomas de calentamiento. Será cuanto más inflacionario, en la medida en que concentre el gasto sobre bienes y servicios no transables y con ello traerá otra inequívoca consecuencia: el gasto, financiado en parte con ahorro privado convertido en impuestos, causará una revaluación real de la moneda, en cuanto la tasa de cambio real se define como la razón entre un índice de precios de bienes transables y otro de bienes no transables. La relación se hace más obvia si, como en la actualidad, una parte mayor del financiamiento del gasto público se hace en el exterior y se traen las divisas al país. Si alternativamente el ahorro privado se hubiera convertido en inversión intensiva en importaciones de bienes de capital o el gasto público tuviera la misma composición, es obvio también que la situación cambiaría se inclinaría más por la devaluación de la moneda y así mismo habría una menor presión sobre el nivel de precios domésticos.

En el caso colombiano hemos combinado desafortunadamente un aumento sin precedentes de repatriación de capitales y de inversión extranjera con una expansión acelerada del gasto público que contribuyó al mismo tiempo a revaluar el peso colombiano y a perpetuar niveles de inflación de alrededor del 20%. Era una situación muy clara en la que el gobierno debía producir un superávit que acomodara la dinámica de la inversión privada sin causar inflación. Al mismo tiempo que se ampliaba la inversión privada, el gasto público se expandió, financiado sanamente por impuestos, coexistiendo con un acomodamiento de la oferta monetaria a esa situación, creada por la necesidad de absorber una parte considerable de las llegadas de capital por medio de constitución de reservas internacionales y evitar así todavía una mayor revaluación del peso de la que se dio.



Este acomodamiento no obedeció a causas políticas, como se adujo posteriormente, sino al fracaso de la política de esterilización de 1991 que, fuera de inducir una recesión, hizo aumentar en exceso las tasas de interés y aumentó la entrada de capital al país y con ello intensificó la presión revaluacionista. Si el Emisor no hubiera adquirido esas reservas en primer término, los dólares hubieran inundado el mercado y la revaluación hubiera sido de grandes proporciones. Pero fue esa misma adquisición la que explica el gran aumento de los medios de pago y la baja de las tasas de interés presentes entre 1992 y 1994. Hubo entonces críticas de las mismas personas por haber dejado revaluar demasiado la moneda y simultáneamente de haber ejecutado una política monetaria demasiado laxa.

El exceso de gasto público y privado de 1993 en adelante se expresó en un déficit creciente de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que alcanzó 5.5% del PBI en 1994, cuando se había obtenido un superávit del 5% en 1991 el déficit fue financiado con endeudamiento externo privado y con inversión extranjera. Al pretender revertir un tanto la situación anterior, la autoridad monetaria se encontró con una nueva administración que pretendía mantener el crecimiento real del gasto público. Al principio se creyó que esto era posible sin aumentar los impuestos para caer en cuenta que se requería mantener el nivel anterior, comprimir la evasión y la elusión y crear nuevos impuestos.

El gobierno pretendía también aumentar la devaluación emitiendo dinero para adquirir reservas internacionales, al oponerse al abandono de las bandas cambiarias en diciembre de 1994 frente a una carga contra el dólar, decisión que tomó la Junta Directiva de; Banco de la República sin que fuera compartida por el Ministro de Hacienda. La posición del gobierno era entonces la de continuar impulsando la demanda mediante su propio gasto y el de aumentar las reservas internacionales adquiridas a una tasa de cambio creciente, en momentos en que la posición de todos los agregados monetarios estaban muy por encima de sus corredores y que la inflación tendía hacia el alza. Como se pudo advertir de la gráfica 2, hay una correlación muy estrecha entre el crecimiento de las reservas internacionales, la devaluación y la inflación y, como lo hemos expresado antes, aumentar el gasto público, adquirir reservas internacionales, todo con el gasto privado disparado, hubiera agravado el problema inflacionario.

En la programación financiera de 1995 se admitió un crecimiento del gasto público nominal de 34% - crecimiento de un 12% real que ha sido inconveniente en todos los frentes macroeconómicos - para lo cual se ajustaba el endeudamiento del sector privado que en 1994 creció 54%, sin contar el endeudamiento externo privado directo, a un 35%. Este descenso de la expansión del crédito privado se ha revelado como un ajuste muy fuerte. Se restringió el endeudamiento externo a préstamos mayores de 5 años, lo que contribuyó a aumentar las tasas internas de



interés, al otorgar una mayor protección al sector financiero colombiano⁴ pero lo anterior no obró tanto sobre la devaluación del primer semestre como el efecto tequila que hizo más caros y escasos los créditos externos, de tal modo que el ajuste para el sector privado fue todavía mayor, como se expresó en tasas de interés de colocación del 48% anual en mayo y junio de 1995. Por lo demás, el gobierno central por medio de TES al 35% anual y los municipios y departamentos prestando grandes sumas del sistema financiero acabaron por apretar considerablemente los recursos de crédito disponibles. Aquí quedó claro de nuevo cómo el gasto público podía desplazar a la inversión y al consumo privados.

Por lo demás, al gastar US\$800 millones heredados de la administración anterior de los US\$1.300 millones que dejó la venta del Banco de Colombia y las licencias de la telefonía celular, el gobierno demostró que el gasto público puede también contribuir a revaluar el peso o a que este se devalúe menos, lo que equivale a que la actividad pública desplaza cierta actividad exportadora. La razón para gastar de las reservas externas era la dificultad encontrada de endeudarse internamente, la caída de los ingresos del Fondo Nacional del Café y a una disminución de los impuestos a la renta no contemplada en los cálculos iniciales del gobierno. Durante 1995 el gobierno además colocó bonos por US\$614 millones y obtuvo préstamos (desembolsos) por US\$2.093 millones. En el neto, contando la amortización de bonos y las amortizaciones de préstamos externos, la posición de gobierno fue positiva en US\$861 millones o sea que trajo al país casi US\$1.700 millones. La caída de los ingresos en divisas que acompañó la captura de la cúpula del Cartel de Cali hizo pasar desapercibidos los efectos de esta traída de divisas por parte del gobierno en el mercado de cambios.

La política monetaria austera - basada sobre todo en dejar de emitir para adquirir reservas y manteniendo cierto nivel de operaciones de mercado abierto (OMA)-, contribuyó a elevar considerablemente las tasas de interés, al no acomodar las intenciones de gasto simultáneas del sector privado y del sector público. Se requería un nivel alto del tipo de interés para ajustar el gasto total a la oferta de bienes y servicios y con ello obtener una reducción en la inflación y en frenar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, pero tampoco tan alto como el que se venía obteniendo por la combinación de circunstancias examinada porque estaban causando un ajuste excesivo y traumático en el sector privado. En ese momento el gobierno pretendía reducir las tasas de interés a la fuerza sin cambiar sus intenciones de gasto ni de endeudamiento.

La solución al conflicto entre la Junta y el gobierno se centró entonces en reducir el gasto público y su endeudamiento y en la reducción de las tasas de interés por decreto, mientras se elevaba la liquidez de la economía con niveles menores de

⁴ / Hernando Vargas.



encaje a las cuentas corrientes y dejando vencer Títulos de Participación en todos los plazos sin emitir nuevos. El gobierno se planteó obtener un superávit del 0.7% del PIB y a hacer un recorte del presupuesto de medio billón de pesos. Sin embargo, ya a fines de 1995 se conoce de un déficit de por lo menos 1.1% del PIB, a pesar de que anunció otra reducción de gasto de \$200.000 millones el 10 de noviembre de 1995. Entre tanto ha aflojado mucho la demanda por crédito, debido al frenazo del primer semestre y la incertidumbre política, de tal modo que las tasas de interés se reducen, lo cual no es conveniente en momentos en que la demanda por divisas está fortalecida.

PERSPECTIVAS

La circunstancia para el año entrante no es la mejor; el gobierno presenta una reforma tributaria al Congreso para captar \$3.7 billones en tres años a partir de enero de 1996, del cual el aumento de dos puntos del IVA se va a reflejar en un impacto por una sola vez en la inflación del año entrante. El gobierno también amplía su programa de endeudamiento tanto interno como externo para enfrentar un déficit proyectado del 1.1% del PIB, que puede ser mayor, dado el desbalance producido en 1995. Por cuenta de TES se proyecta captar \$2.6 billones, lo que equivale bien al 10% de la cartera privada total, pero la mayoría son transferencias forzadas de los entes descentralizados. En el rubro de bonos colocados en el exterior la cifra alcanza US\$1.220 millones y los desembolsos de la banca internacional para el gobierno asciende a US\$1.788 millones. Los tres rubros sumados equivalen en pesos a un endeudamiento nuevo de orden de \$5.6 billones o sea un 6.4% de PIB de 1996.

Lo anterior, particularmente el segmento externo de endeudamiento no es sustentable, pues se amplía mucho el déficit en cuenta corriente, y los medios financieros internacionales lo van a percibir de esa manera. El desequilibrio mayor es el del gobierno central que alcanza el 2.9% del PIB en 1996, muy similar al de 1995 pero incluyendo los ingresos de la reforma tributario (unos \$800.000 millones) y que insinúa que hay una duplicación de funciones entre las administraciones central y regionales. Ese déficit es cubierto con captaciones de TES forzadas por parte de la Seguridad Social, que tiene un superávit del 1.4% del PIB, entidad que en términos actuariales está muy lejos de contar con verdaderos excedentes. En 1996 Ecopetrol hace un déficit de 0.1% del PIB por sus necesidades de inversión, compensado por un superávit de Telecom igual.

El gobierno está en una encrucijada desfavorable que puede propiciar un desquiciamiento fiscal de grandes proporciones: debe obedecer el mandato constitucional de aumentar la participación de las administraciones regionales en



sus ingresos, pero no está en capacidad de hacer que estas acepten mayores responsabilidades en materia de gasto en educación y salud, y al mismo tiempo pretende aumentar más aún el gasto central, El gobierno considera que él está mejor facultado que los entes territoriales para percibir cuales son las verdaderas necesidades sociales de la población y que tiene mejores intenciones que ellos para contribuir a solucionar esos problemas mediante el gasto social. Por ello aspira a cambiar la ley de reparto de los ingresos entre gobierno central y regiones.

Esta situación conducirá al gobierno en el futuro a aumentar su financiamiento externo, lo que puede presionar hacia la revaluación del peso, o a colocar más deuda en el mercado interno, que presionará las tasas de interés hacia arriba, o a hacer ambas cosas a la vez. De no lograr lo anterior deberá reducir el gasto público. La dinámica del endeudamiento creciente compromete la sustentabilidad del gasto futuro porque se aumentan más los déficit fiscales y la propia deuda. "Si la tasa de interés sobre la deuda es mayor a la tasa de crecimiento de la economía, la dinámica del endeudamiento es inestable, en el sentido que la razón deuda/PIB aumenta continuamente si el gobierno tiene un déficit primario (gastos medidos sólo como pago de intereses) mayor que la creación de dinero consistente con su meta de inflación⁵.

Para el Emisor, el problema cambiario inducido por los escándalos políticos y por la represión del Cartel de Cali se expresan en que la tasa de cambio esté pegada al techo del corredor, lo que hace necesario vender reservas en forma moderada, lo que tiene por efecto contraer un tanto la oferta monetaria. Ello es en cierta forma necesario para tener tasas de interés un tanto mayores que las actuales (28 a 29% en los CDTs a 90 días) que hagan más atractivos el tener pesos que dólares en los portafolios de los agentes. La devaluación de este año se acercará al 20.5%, 7% por encima de lo previsto, de tal modo que existe una presión hacia el alza de precios de los transables que se está trasladando en estos meses y terminará de hacerlo el año entrante. La devaluación para el año entrante se programará un poco por debajo de 13.5% que tuvo este año, de acuerdo con la meta de inflación que se fije con el gobierno.

Se proyecta un déficit en cuenta corriente para 1995 de 5.4% de PIB y si hay revaluación en 1996 y el gobierno gasta en exceso - si cumple con las metas de Plan de Desarrollo - se proyecta un peligroso 6.2% de déficit en cuenta corriente, algo que no es sustentable y que le restará credibilidad a Colombia dentro de la comunidad financiera internacional. En momentos en que la tasa de ahorro privado se ha derrumbado por el pasado exceso de consumo e inversión, que el gobierno

⁵ / Richard Hemming, James Daniel, *When is a fiscal surplus appropriate?* IMF Paper, febrero de 1995. E63; H62.



disminuya su ahorro, sea deficitario y aumente su utilización de ahorro externo expone a la economía a graves peligros. Este es un momento crucial en el que se requiere un superávit fiscal suficientemente alto que contribuya a reducir el déficit en cuenta corriente al 4 y ojalá al 3% del PIB.

El propio gobierno ha insinuado, aunque últimamente con menos insistencia, el intentar cambiar la ley de banco central para que su junta directiva tome en consideración obligatoriamente variables como el crecimiento económico en sus decisiones (política monetaria laxa), que el gobierno asuma mayores responsabilidades cambiarias (procurar financiamiento provisto por los rendimientos de las reservas internacionales), y cambiar el método de coordinación (con mayoría de gobierno en las decisiones de la junta) con lo cual podrá apropiarse las utilidades del banco o podrá hacer emisión monetaria con mayor facilidad, lo que ciertamente sería inflacionario; finalmente se corre el peligro de que el ansia de gastar en los muy ambiciosos programas diseñados por el Plan de Desarrollo conduzca al gobierno a utilizar una mayor proporción de los ingresos petroleros. futuros que debían congelarse en el Fondo de Estabilización Petrolero, los que causarían a la vez inflación y revaluación. Si se da un crecimiento desbordado del gasto público, deberá necesariamente desplazar al sector privado (con altas tasas de interés), a reducir la actividad de los productores de transables (por la revaluación y la enfermedad holandesa) y a reducir los ingresos de toda la población al imponer un mayor impuesto inflacionario.

Preocupa más que para solucionar el dilema se pretenda por parte de algunos sectores políticos volver a la Constitución de 1886, haciendo retroceder el gran consenso nacional que buscó precisamente debilitar a un poder central desproporcionado, fortalecer las administraciones regionales e incentivar la participación de la ciudadanía en su gestión y construir un nuevo balance de poderes, en el cual el ejecutivo quedaba supeditado al poder judicial, debía trasladar a las regiones mayores recursos fiscales y debía coordinar su política con un emisor independiente.

Si no hubiera habido una junta de Emisor independiente hasta el momento, habiéramos tenido probablemente el gasto público en mayores niveles, con emisión monetaria para financiar ese mayor gasto público, más emisión monetaria aún para adquirir reservas internacionales y devaluar artificiosamente la tasa de cambio en su momento, controles a las tasas de interés que racionarían el crédito y oscurecerían ese mercado, mientras el sector público seguiría disputándole esos recursos al sector privado; en otros términos, hubiera habido crecientes presiones inflacionarias, mayor revaluación real de peso y empeoramiento de la balanza externa de país y, en el desorden, se reduciría la inversión privada y, por lo tanto, el crecimiento de la economía. Hoy se vislumbra un "boom" de la economía petrolera y de sector



público, mientras se debe ajustar hacia abajo el resto del sector privado, en una situación que está muy lejos de ser sustentable económica y políticamente.



EL DEFICIT FISCAL Y LA INFLACION: COMENTARIOS

Edgar Trujillo¹

Jefe de la División de Análisis Monetario y Financiero
Departamento Nacional de Planeación

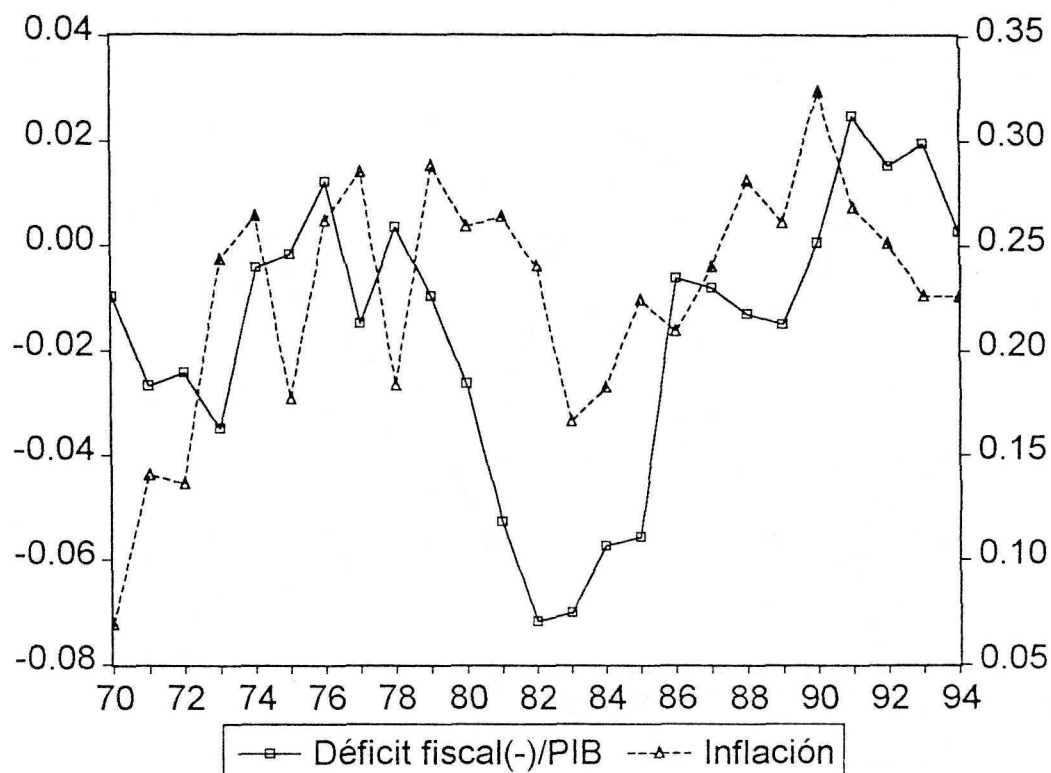
Como el Dr. Kalmanovitz lo manifiesta al principio de su interesante ponencia, la evidencia empírica tiende a negar la existencia de alguna relación **directa** entre inflación y gasto público o inflación y déficit fiscal. El punto central de este comentario es que los nexos entre la política fiscal y la inflación pueden ser lo bastante ambiguos e indirectos como para impedir establecer alguna relación clara y definitiva como lo respalda la evidencia empírica y que los factores externos y el grado de apertura juegan un papel importante al punto de poder cambiar el signo esperado de la relación.

Dado que existen multiplicidad de circunstancias teóricas comprobadas empíricamente en las que se presenta una relación positiva entre el déficit fiscal y la inflación y en aras de la brevedad documentaré solo los casos donde se daría la relación contraria. Como se puede observar en el primer gráfico, en el caso colombiano parece existir una relación positiva entre inflación y superávit fiscal, es decir, los períodos de mayor superávit tienden a coincidir con los de mayor inflación. Cabe recordar que entre 1970 y 1979 mientras se pasó de un déficit fiscal entre el 2% y 3% del PIB a superávits cercanos a 1%, la inflación subió de valores de un dígito hasta superar el 25% anual. Luego, llegó la recesión de 1982, donde los shocks de deuda externa y de términos de intercambio produjeron un déficit fiscal sin igual en los últimos 25 años a la vez que se redujo la inflación a niveles que no se han vuelto a ver desde entonces. Después de 1982 el déficit fiscal se ha venido reduciendo de forma sostenida hasta 1991 mientras que la inflación se aceleró al pasar de 16,5% en 1983 a 32,4% en 1990. Igualmente, desde 1990 la reducción de la inflación ha coincidido con el paso de un superávit fiscal de 2,5% del PIB a un equilibrio en 1994.

¹ Jefe División Análisis Monetario y Financiero, UMACRO-DNP. Las opiniones aquí expresadas son de carácter personal y no comprometen la opinión del DNP.



Gráfico 1

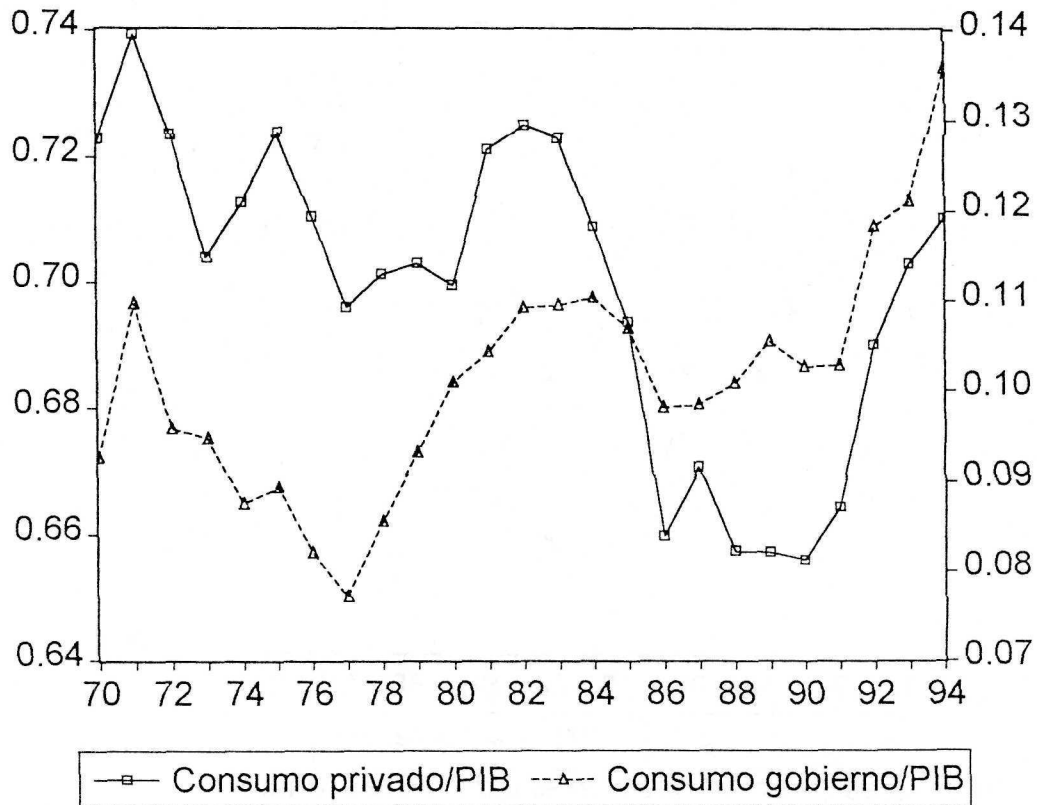


Las escalas se encuentran en el lado correspondiente de la convención

Esta aparente relación negativa entre déficit fiscal e inflación se puede explicar por fenómenos externos. Por ejemplo, la presencia de shocks foráneos "positivos" como una bonanza o la afluencia de abundante capital externo, pueden impulsar las expansiones del sector privado y estas a su vez pueden facilitar las expansiones del sector público, como ha sido el caso reciente. Tales expansiones del consumo privado vienen acompañadas de un aumento en los ingresos tributarios del gobierno provenientes de los mayores recaudos por impuestos al consumo y por las importaciones. Estos mayores ingresos tributarios facilitan la expansión del gasto público sin incurrir en grandes déficits fiscales como ha sido la tradición colombiana con muy pocas excepciones.



Gráfico 2



Entonces, las expansiones del sector público podrían en algún momento ser la respuesta última a un shock externo al sector privado como una bonanza cafetera o un boom de endeudamiento y en el caso en que tal expansión del gasto privado y público conllevara un incremento de la inflación, existiría una relación positiva entre gasto público e inflación y negativa entre déficit e inflación. El gráfico 2 muestra que existe una relación positiva (no se habla de causalidad) entre gasto público y consumo privado. Esta parecería ser una situación similar a la vivida durante la bonanza cafetera entre 1977 y 1978 donde shocks positivos en los términos de intercambio coinciden con un mejoramiento de las finanzas públicas y un rebote inflacionario.

Como lo reporta Javier Fernández (1994)², las expansiones de gasto público durante los períodos 1976-1980 y después de la apertura han coincidido con booms de consumo y de endeudamiento externos privados y/o con bonanzas cafeteras; y

² Fernández, Javier (1994), Sector financiero: motor del desarrollo, ANIF



como el afirma: "... ese período fue de enormes estímulos a la demanda, al endeudamiento y a la inflación, provenientes de circunstancias externas."

Recriminar que el sector público no intente acomodar un mayor ahorro que compense la expansión privada, es muy diferente a responsabilizarlo del brote inflacionario. Incluso, es posible que haciendo un gran esfuerzo por generar ahorro público éste no alcance a compensar la expansión privada o simplemente exige ajustes imposibles en la práctica como ocurrió en el período 1990-1994. En efecto, el balance ahorro-inversión del sector privado pasó de un superávit de 4% del PIB en 1990 a un déficit de 5% en 1994, pero aunque en el período existió equilibrio y aún superávit fiscal este no alcanzó (ni era posible) a ser de una magnitud que compensara el déficit privado.

En este punto vale la pena especular sobre el potencial estabilizador de la política fiscal a la luz de lo que sucedió en el período 1990-1994. La alta indización de la economía colombiana, (se calcula que el 42% de los bienes de la canasta del IPC son altamente indizados) y adicionalmente el gran peso que en el consumo tienen bienes con precios de comportamiento muy volátil o cíclicos cuya evolución está atada a factores exógenos como el clima (17% de los bienes)³ dejan un estrecho margen para políticas de estabilización que restrinjan la demanda del sector público y en su lugar plantean como alternativa el establecimiento de anclas nominales o políticas de altas tasas de interés. En este contexto la efectividad de la política fiscal en los momentos actuales esta muy limitada por la inercia de la inflación.

Las dos aceleraciones inflacionarias, entre 1970-1975 y entre 1986-1990 han coincidido con aceleraciones de la devaluación. En el primer período se pasó de una devaluación anual promedio de 6% en 1970 a una de 19% en 1974. Igualmente la moderación de la inflación entre 1990 y 1994 coincide con una reducción fuerte de la devaluación nominal: de 31% en 1990 a un 5% en 1994. Esto habla de la potencia estabilizadora de la política cambiaria frente a la fiscal si se tiene en cuenta que desde 1982 se viene dando una reducción continua del déficit fiscal.

³ Morales, Patricia y Jaramillo, Carlos Felipe (1995), Estructura del índice de precios al consumidor: algunas implicaciones para el análisis de la inflación, Borradores semanales de economía, N°39, Banco de la República.