

1

DEDICATORIA

A DIOS, por que gracias a su infinito AMOR por los SERES HUMANOS,
me permitio alcanzar tan preciado y anelado sueño.

A mi MADRE, por que ella fue y sigue siendo mi más grande ejemplo
de lucha y sacrificio.

A mis ABUELOS, seres maravillosos que revestidos de un inmenso
Amor Paternal me acompañaron en todo momento

A MAYERLIN mi esposa, compañera y amiga inseparable quien con
Amor y Cariño me ayudo a alcanzar esta meta.

A DANIELA, mi adorada y pequeña hija, por que con su nacimiento
revivio en mi el espíritu de lucha.

Y a mis HERMANOS, compañeros y amigos de lucha y sacrificio
quienes en todo momento me acompañaron y alentaron a seguir
adelante.

PROGRAMA DE ECONOMIA

FECHA: Octubre 31 de 1.995

DE: COMITE DE GRADUACION

PARA: Doctor JORGE HERRERA LLAMAS.

REFERENCIA: Tesis de Grado

Para su consideración y estudio remito a usted la Tesis de Grado:
**INCIDENCIAS Y REPERCUSIONES DE LA POLITICA MONETARIA EN LA
ACTIVIDAD ECONOMICA COLOMBIANA PERIODO 1990-1994.**

Presentado por los Señores: **JOSE M. NAVARRO BELEÑO Y DANIEL
PEREZ DE LA ROSA**

Sírvase remitir el concepto respectivo en el original de esta hoja, marcando con
una X los términos de:

APROBADA

MERITORIA

LAUREADA

NO APROBADA (Motivo)

Observaciones:

Cordialmente.

El profesor (Jurado)

Demanda por el programa de Economía 96-06-04

PROGRAMA DE ECONOMIA

FECHA: Octubre 31 de 1995.

DE: COMITE DE GRADUACION

PARA: Doctor RAUL QUEJADA PEREZ

REFERENCIA: Tesis de Grado:

Para su consideración y estudio remito a Usted la Tesis de Grado:
"INCIDENCIAS Y REPERCUSIONES DE LA POLITICA MONETARIA EN LA
ACTIVIDAD ECONOMICA COLOMBIANA PERIODO 1990-1994.

Presentado por los Señores: JOSE M. NAVARRO BELEÑO Y DANIEL PEREZ
DE LA ROSA.

Sírvase remitir el Concepto respectivo en el original de esta hoja, marcando con una >
términos de:

APROBADO

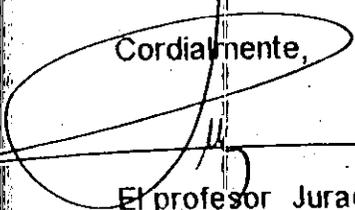
MERITORIA

LAUREADA

NO APROBADA (Motivo)

OBSERVACIONES:

Cordialmente,


El profesor Jurado

Cartagena, octubre 27 de 1995

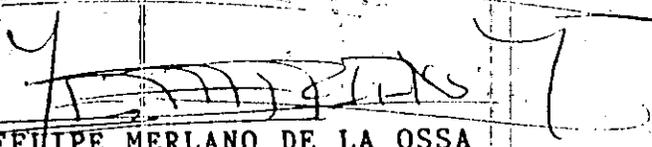
Señores
MIEMBROS COMITE DE GRADUACION
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena
E. S. D.

Estimados Señores:

Por la presente me permito informarles que he asesorado a los egresados JOSE MIGUEL NAVARRO B. y DANIEL PEREZ DE LA ROSA, del programa de Economía en la elaboración de su Memoria de Grado "INCIDENCIAS Y REPERCUSIONES DE LA POLITICA MONETARIA EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA COLOMBIANA PERIODO 1990-1994".

El trabajo fué elaborado con la seriedad requerida y se alcanzó el objetivo propuesto al inicio del mismo.

Atentamente,



FELIPE MERLANO DE LA OSSA

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Biblioteca
Avenida 100 No. 100
Clasificación

Cartagena, octubre 27 de 1995

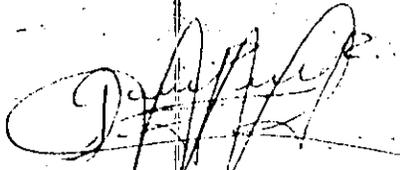
Señores
MIEMBROS COMITE DE GRADUACION
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Cartagena
E. S. D.

Estimados Señores:

Por medio de la presente sometemos a su consideración nuestra memoria de grado, que se titula "INCIDENCIAS Y REPERCUSIONES DE LA POLITICA MONETARIA EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA COLOMBIANA PERIODO 1990-1994" como requisito parcial para optar el título de Economista.

Agradecemos la atención prestada a la presente.

Atentamente,



DANIEL PEREZ DE LA ROSA



JOSE MIGUEL NAVARRO PELEÑO

INCIDENCIAS Y REPERCUSIONES DE LA POLITICA MONETARIA
EN LA ACTIVIDAD ECONOMICA COLOMBIANA
PERIODO 1990 - 1994

JOSE M. NAVARRO BELEÑO
DANIEL PEREZ DE LA ROSA

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
PROGRAMA DE ECONOMIA
CARTAGENA

1995

6

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
Facultad de Ciencias Económicas
Programa de Economía
Ciclos 1995

T.
338.9861
N322
Ej.2

61

7

INCIDENCIAS Y REPERCUSIONES DE LA POLITICA MONETARIA
EN LA ACTIVIDAD COLOMBIANA
PERIODO 1990 - 1994

JOSE M. NAVARRO BELEÑO
DANIEL PEREZ DE LA ROSA

Trabajo de Grado presentado
como requisito para optar
el título de Economista

UNIVERSIDAD DE CARTAGENA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
PROGRAMA DE ECONOMIA

CARTAGENA

1995

34067

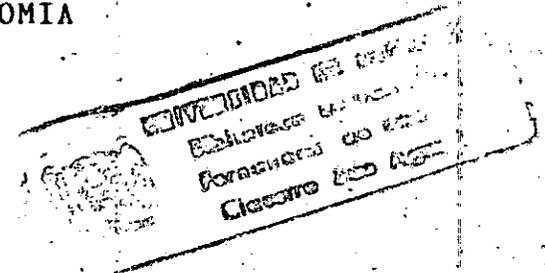
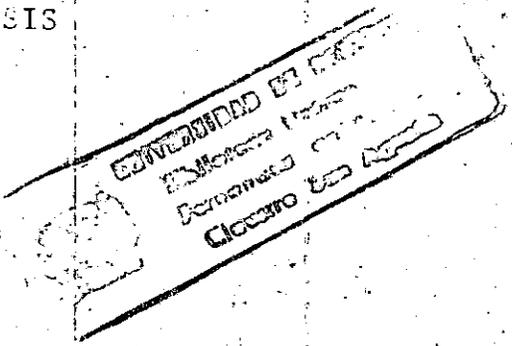
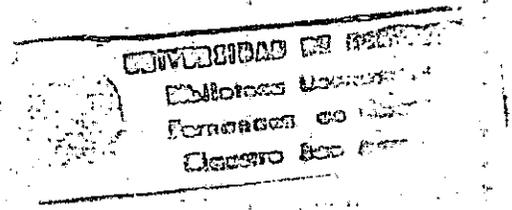


TABLA DE CONTENIDO

	Pág
0. INTRODUCCION	1
0.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	6
0.2 DELIMITACION DEL PROBLEMA	8
0.2.1 Delimitación Formal	8
0.2.1.1 Delimitación Espacial	8
0.2.1.2 Delimitación Temporal	8
0.2.2 Delimitación Material	8
0.2.2.1 Variable Independiente	8
0.2.2 Variables Dependientes	9
0.3 JUSTIFICACION DE LA INVESTIGACION	9
0.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION	11
0.4.1 Objetivo General	11
0.4.2 Objetivos Específicos	11
0.5 MARCO TEORICO	12
0.6 FORMULACION DE LA HIPOTESIS	20
0.6.1 Hipótesis general	20
0.6.2 Hipótesis de Trabajo	20

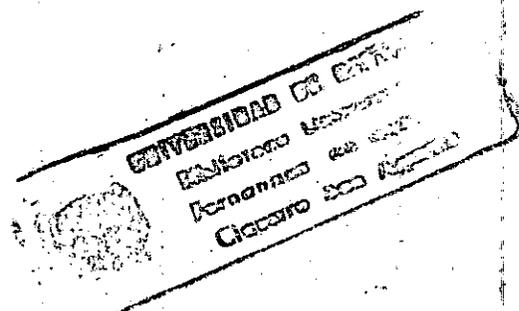


	Pág
0.7 OPERACIONALIZACION DE VARIABLES	21
0.7.1 Definiciones conceptuales	21
0.7.2 Definiciones operativas	23
0.8 METODOLOGIA	24
0.8.1 Tipos de problemas a investigar	24
0.8.2 Diseño de la investigación	24
1. DE PLLENO A LA APERTURA ECONOMICA	25
1.1 SITUACION Y POLITICA MONETARIA DURANTE 1991	26
1.1.1 Situación Monetaria	26
1.1.2.1 Base Monetaria	27
1.1.2.2 Medios de pago (M_1)	27
1.1.2.3 Oferta monetaria ampliada M_2	28
1.1.3 Instrumentos de control monetario	28
1.1.3.1 ONAS (Operaciones de Mercado Abierto)	28
1.1.3.2 Las tasas de interés	30
1.1.3.3 El encaje bancario	31
1.2 ALCANCES DE UNA POLITICA MAL DIRIGIDA	33
1.2.1 Empleo, una solución al problema económico	35
1.2.2 Conclusiones del capítulo	36
2. INFLACION AL 22%, UN LARGO CAMINO	40
2.1 SITUACION DE LA POLITICA MONETARIA, AGREGADOS MONETARIOS E INSTRUMENTOS DE CONTROL 1992	43
2.1.1 Situación monetaria	43
2.1.2 Agregados monetarios y su comportamiento durante el año 1992	47
2.1.2.1 La Base Monetaria	47



	Pág
2.1.2.2 Los medios de pago (M_1)	48
2.1.2.3 Oferta monetaria ampliada (M_2)	49
2.1.2.4 Multiplicador monetario	50
2.2 INSTRUMENTOS DE CONTROL MONETARIO	51
2.2.1 Tasa de Interés	51
2.2.2 Operaciones de Mercado Abierto	52
2.2.3 Tasa de Cambio	52
2.3 COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMIA EN 1992	53
2.3.1 Sector Real	53
2.3.2 Sector Externo	54
2.4 SECTOR PUBLICO	56
2.4.1 Precios	56
2.5 CONCLUSIONES DEL CAPITULO	57
3. TASA DE CAMBIO, EVALUACION Y POLITICA MONETARIA	59
3.1 LA POLITICA MONETARIA PARA 1993	59
3.1.1 Agregados monetarios	60
3.1.1.1 Oferta Monetaria	61
3.1.2 Tasa de Cambio	62
3.2 EL SECTOR REAL EN 1993	63
3.3 NUESTRA ECONOMIA EN 1993	64
3.3.1 Nuestro sector externo en 1993	69
4. SITUACION Y POLITICA MONETARIA DE 1994	71
4.1 SITUACION MONETARIA	71
4.2 AGREGADOS MONETARIOS	72
4.2.1 Base monetaria	72

	Pág
4.2.2 Medios de Pago	75
4.2.3 Oferta monetaria ampliada M_2	76
4.2.4 Multiplicador monetario	77
4.3 INSTRUMENTOS DE CONTROL MONETARIO	78
4.3.1 Operaciones de Mercado Abierto OMA	78
4.3.2 Tasa de interés	80
4.4 OTROS COMPORTAMIENTOS EN LA POLITICA MONETARIA	31
4.4.1 Los precios	31
4.4.2 Política Cambiaria	32
4.4.3 Tasa de cambio	83
4.4.4 Reservas Internacionales	84
4.5 CONCLUSION DEL CAPITULO	85
5. CONCLUSIONES	88
5.1 POLITICA MONETARIA Y APERTURA ECONOMICA	88
5.2 QUE HA SIDO DE NUESTRA ECONOMIA EN ESTE PERIODO (1990-1994)	89
5.2.1 Entre la Teoría y la Realidad	90
5.2.2 El tipo de cambio y la balanza de pagos	91
5.2.3 Nivel de empleo y bienestar socioeconómico	94
BIBLIOGRAFIA	98



O. INTRODUCCION

Las abstracciones teóricas y las simplificaciones de la realidad son ingredientes fundamentales para el estudio y comprensión de los fenómenos económicos. Así como el médico diagnostica al enfermo y receta remedios según sea su enfermedad, las autoridades económicas hacen un inventario de recursos, tratando de diagnosticar el estado de la economía, para luego utilizar los medios adecuados para dirigir una política macroeconómica de acuerdo con los fines y objetivos trazados.

Los objetivos de la política macroeconómica podemos resumirlos de la siguiente forma:

- Un elevado y creciente nivel de producción real.
- Alcanzar altos niveles de empleo.
- Un nivel de precios estables o suavemente ascendentes, pero con precios y salarios determinados por el libre

mercado.

- Unas relaciones económicas exteriores caracterizadas por un tipo de cambio estable y unas exportaciones que equilibren aproximadamente las importaciones.

Pocas naciones han conseguido cumplir estos objetivos, pero la mayoría de los países están buscando medios para lograrlo. Dentro de esos medios encontramos los instrumentos de la política macroeconómica: La política fiscal, que consiste en fijar los niveles de impuestos y gastos con el fin de influir en los resultados macroeconómicos, y la política de rentas o políticas de salarios y precios. La política monetaria es otro de los grandes instrumentos de la política macroeconómica, que comprende la gestión del dinero, el crédito y el sistema bancario de un país por parte de su banco central y las autoridades económicas.

La forma como se ha estado utilizando este instrumento, se ha convertido en un tema de gran relevancia en la actualidad.

Nos encontramos en un proceso de discusión acerca de las políticas antiinflacionarias practicadas por el gobierno, cuyo componente novedoso, al menos relativo a la experiencia reciente en Colombia, ha consistido en que el control

COMISIONES DE ECONOMIA
SECRETARIA DE ECONOMIA
BOGOTA

3 19

de la oferta monetaria no tiene el papel central y preponderante en la política de estabilización.

Actualmente se ha señalado que un acuerdo entre los grupos que tienen algún control sobre los precios, para desacelerar su ritmo de crecimiento, podría tener, junto con las políticas de estabilización tradicional, un efecto mucho más positivo del que se obtendría utilizando uno de ellos independientemente.

Cualquiera que incursione en el campo del manejo de la política monetaria, rápidamente encuentra que los agregados monetarios son variables sobre los cuales no se tiene completa discrecionalidad. No existe control completo sobre la base monetaria y en la medida en que nos vamos deslizando a lo largo del espectro de los diferentes, M_1 , $(M_1, M_2 - M_3 - M_4)$, las posibilidades de manejo discrecional disminuyen en forma creciente.

La aplicación de la política monetaria en las últimas décadas se ha orientado a controlar el acelerado crecimiento de la inflación, buscando, con esto alcanzar niveles de crecimiento económico aceptables.

Para establecer los alcances de la política monetaria, se hace necesario analizar el comportamiento de los princi

pales indicadores económicos durante este período.

Nuestra tesis, gira alrededor del manejo de la política monetaria y la forma como se afecta a través de ella, variables claves de la actividad económica de nuestro país.

Es por ello que precisamos desarrollar en el primero y segundo capítulo de nuestra tesis, algunos apartes teóricos de la política monetaria, que utilizaremos como parámetros en la realización de nuestra investigación; y una breve exposición de la situación económica de Colombia, antes de iniciarse el proceso de apertura económica y las características de la política monetaria que se aplicó en el lustro inmediatamente anterior, como un preámbulo para el desarrollo de nuestra investigación.

En el tercero y cuarto capítulo, desarrollaremos gran parte de nuestro trabajo, mostrando y analizando el comportamiento de las principales variables económicas, ante la aplicación de la política monetaria en el nuevo contexto aperturista.

En el quinto y último capítulo, se expondrá un análisis integrado de las diferentes variables que someteremos a estudio; para establecer a manera de conclusión la

UNIVERSIDAD ES
CALLE
FERNANDEZ
CIUDAD DE BOGOTÁ

incidencia de la política monetaria sobre estas variables.
Igualmente expondremos nuestras recomendaciones para la
adopción de una futura política monetaria.

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA
Biblioteca
Permanente
Clasificación

0.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Colombia, es un país en donde se han estado gestando una serie de cambios estructurales, tanto en el campo económico como en el social.

Antes de 1990, nuestra economía estaba sujeta a un modelo de desarrollo económico proteccionista, lo que impedía el contacto libre y directo de nuestros productos con los mercados internacionales, que a la vez restringía la entrada de productos extranjeros al mercado doméstico, condicionando al consumidor al uso de productos de baja calidad competitiva y de altos precios.

Habiendo llegado a la conclusión, que el modelo de desarrollo que siguió el país en las últimas décadas, basado en la sustitución de importaciones, mostraba claras limitaciones para continuar impulsando un crecimiento económico sostenido, las autoridades decidieron iniciar en 1990 una serie de reformas destinadas a reorientar la producción doméstica hacia el sector externo, mediante la modernización y apertura progresiva de la economía, eliminando las distorsiones originadas por el excesivo proteccionismo, esquema que como ya sabemos ha conducido a generar un sistema productivo oligopolio con niveles de eficiencia muy por debajo de los niveles internacionales (1).

(1) Véase LOPEZ DE MESS CUERVO, Jaime Orlando, "Texto y contexto de la apertura". Revista Apertura Económica. Diciembre de 1990.

7 18

Dentro de este nuevo proceso económico, que se inicia con el gobierno de Gaviria y enmarcado en los lineamientos del nuevo paradigma económico (Neoliberalismo), fundamentado en Laissez-Faire, se replantean todos aquellos instrumentos de políticas económicas necesarias para el logro de los objetivos propuestos. Dentro de estos instrumentos la política monetaria representa una de las herramientas de control que mayor relevancia ha tenido en nuestro contexto económico.

La naturaleza exacta de la política monetaria, la forma como el Ministerio de Hacienda y Crédito Público en coordinación con la Junta Directiva del Banco de la República, controlan la oferta monetaria y la relación entre el dinero, la producción y la inflación, es una de las áreas más interesantes, aunque controvertidas de la actividad económica.

La forma como se han estado aplicando los instrumentos de manejo y control monetario, ha afectado variables claves en la economía colombiana.

Partiendo de esta serie de abstracciones teóricas y simplificaciones de la realidad, nos planteamos el siguiente interrogante:

¿En qué medida la aplicación de los instrumentos de política monetaria ha incidido positivamente o negativamente en la actividad económica de Colombia, durante el periodo 1990-1994?

0.2 DELIMITACION DEL PROBLEMA

0.2.1 Delimitación Formal

0.2.1.1 Delimitación Espacial

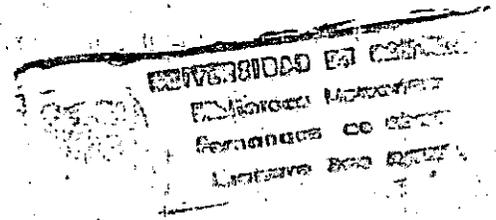
Esta investigación la realizaremos teniendo en cuenta el entorno geográfico colombiano.

0.2.1.2 Delimitación Temporal. La presente investigación estará enmarcada en el periodo comprendido entre 1990 y 1994, ya que en este periodo se implementaron una serie de cambios estructurales en el contexto económico colombiano, y la realizaremos entre enero y agosto de 1995.

0.2.2 Delimitación Material

0.2.2.1 Variable Independiente

La política monetaria (instrumentos).



0.2.2 Variables Dependientes

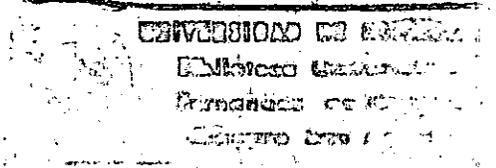
- Los Agregados Económicos.
- El Crecimiento Económico.
- La Inflación.
- El Nivel de Empleo.
- El Tipo de Cambio (tasa de cambio real).
- Las Tasas de Interés (tasa de interés real).
- La Balanza de Pagos.
- El Bienestar Socio-económico.

0.3 JUSTIFICACION DE LA INVESTIGACION

Sobre la política monetaria colombiana son varias las interpretaciones en torno a cuáles son y pueden ser sus efectos dentro del presente y próximo lustro; antes y después del proceso de apertura económica.

La forma como ha sido utilizada la política monetaria por nuestras autoridades, ha sido objeto de innumerables críticas, porque más que contribuir al logro de los objetivos propuestos, ha distorsionado el buen funcionamiento de otros sectores económicos.

Como bien sabemos, la política monetaria antes de 1990, se encontraba suscrita a un modelo de economía cerrada,



orientada fundamentalmente a moderar la tendencia preocupante de la aceleración de la inflación, producto del exceso de acumulación de reservas internacionales, que se venía registrando en años anteriores. Dicho propósito debió conciliarse con la necesidad de suministrar liquidez a la economía, en armonía con los niveles de actividad real y con los requerimientos de adoptar un manejo cambiario que propiciará un mejoramiento de la competitividad externa de nuestros productos. Igualmente se esperaba que a medida que se lograran avances en la contención de la inflación, los saldos monetarios reales tendieran a aumentar y de este modo se crearán condiciones para mantener menores tasas de interés.

A partir de 1990 nuestra economía toma un nuevo rumbo, la internacionalización de nuestros productos.

Con la iniciación de la apertura económica nos embarcamos en un nuevo modelo económico, lo que implica a su vez un cambio en el rumbo de las políticas de control económico y dentro de estas, la política monetaria.

Este es el motivo que nos mueve a realizar dicha investigación; por la cual buscamos establecer las repercusiones que dentro del contexto económico colombiano va a tener la aplicación de la política monetaria. Esto nos permitirá

visualizar algunas consecuencias en medio del contexto aperturista de nuestra economía.

Estamos seguro que aquí radica su verdadero interés; tratando de confrontar diferentes criterios y posición acerca del tema a analizar, pretendemos que nuestro trabajo se convierta en un instrumento de estudio que conduzca a la adopción de una política monetaria de acuerdo con las necesidades económicas, que permita mantener un ambiente sano y propicio para alcanzar verdaderos niveles de desarrollo.

0.4 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION

0.4.1 Objetivo General

Analizar y evaluar la incidencia que tuvo la aplicación de la política monetaria en la actividad económica colombiana en el período (1990-1994).

0.4.2 Objetivos Específicos

- Establecer el grado de control que sobre los agregados monetarios tiene la aplicación de la política monetaria y su contribución del control de la inflación.

- Medir y evaluar la efectividad de los instrumentos de control monetario sobre la tasa de interés y la relación de ésta con el nivel de empleo.
- Mostrar el comportamiento del tipo de cambio y el efecto que éste tuvo sobre el comportamiento del nivel de precios y la balanza de pagos.
- Analizar el comportamiento de la inversión, y el impacto que sobre ésta tuvieron las tasas de interés en la aplicación de la política monetaria durante el período en estudio y establecer su contribución al crecimiento económico colombiano.
- Determinar el impacto social y económico de la aplicación de la política monetaria sobre la actividad económica período 1990-1994.

0.5 MARCO TEORICO

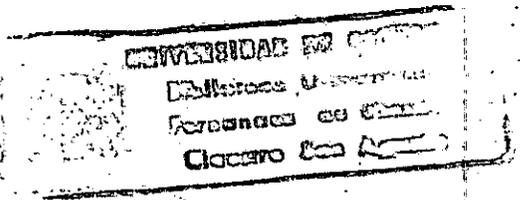
Históricamente diferentes escuelas del pensamiento económico han estudiado y analizado la política monetaria como instrumento de control macroeconómico, y su efectividad en el logro de los objetivos que a través de ella se pretenden alcanzar.

En el modelo clásico el papel de la política monetaria es limitado. Las autoridades monetarias sólo tienen como tarea estabilizar la oferta monetaria para evitar la inflación. Por cuanto el modelo clásico predice que eventualmente se restablecerá la situación de pleno empleo después de un "shock" en la economía, parecería ser limitado el papel de la política monetaria (2).

Hasta el punto que la cantidad de dinero en circulación sea estable, el nivel general de precios permanecerá estable. Las autoridades monetarias sólo necesitan hacer lo que deben, para evitar el stock monetario. Esta conclusión es compatible con la tradición clásica de que las actividades gubernamentales deben ser limitadas en el sistema económico.

Algunos economistas clásicos, lo mismo que los modernos discutían sobre la posibilidad de que un incremento en la oferta monetaria, si éste era inesperado producía una elevación inmediata de los precios. Algunos sostenían que si las empresas y las familias, no eran conscientes del incremento en la oferta monetaria se podrían incrementar variables reales como el nivel de empleo y la producción nacional.

(2) REYER LERAY MILLER/ROBERT W. PULSINELLI, Moneda Banca.



- Según Keynes, la política monetaria expansionista es ineficaz en períodos de recesión, y ciertamente, durante las depresiones, porque las tasas de interés son bajas durante tales períodos.

De todas maneras la demanda de préstamos comerciales será muy baja, por cuanto las expectativas de ganancias han deprimido los gastos de inversión deseados. Para que la política monetaria sea efectiva, los pequeños cambios en la oferta monetaria debe llevar a cambios importantes en la tasa de interés, que a su vez provocará cambios significativos en la inversión neta (3).

Keynes sostenía que la política monetaria solo era efectiva hasta el punto en que la curva de gastos agregados (GA), se viera afectada. Por cuanto la política monetaria es ineficaz en una recesión o en una depresión, Keynes se mostraba partidario de la política fiscal que hacia desplazar la curva de GA directamente, en forma ascendente, a través del incremento de las compras de bienes y servicios por parte del gobierno.

- Para Nicolás Kaldor, una política efectiva enfocada hacia el crecimiento estimulado por las exportaciones,

(3) RUDIGER DERABUSCHI/STANLEY FISCHER. Macroeconomía.

puede conducir a una mayor tasa de crecimiento de la industria manufacturera, y por tanto, a una mayor tasa de crecimiento de la productividad en la economía en general; podría al mismo tiempo mejorar la balanza de pagos, y reducir la tasa de inflación, gracias a su efecto en la tasa de cambio y en los precios de importación, así como por los efectos de una tasa más alta de crecimiento de los ingresos reales disponibles sobre las demandas salariales.

- De las escuelas que han estudiado la política monetaria, la monetaria es la que mayor énfasis ha hecho sobre la importancia y efectividad de la misma como instrumento de control económico.

En su trabajo clásico sobre la historia monetaria de los Estados Unidos, entre 1867 y 1960, Milton Friedman y Anna Jacobson Schwartz llegaron a las siguientes conclusiones:

1. Los cambios en el comportamiento del stock monetario han estado estrechamente relacionados con los cambios en la actividad económica en el ingreso monetario y en los precios.
2. La interrelación entre las variables monetarias y económicas han sido significativamente estable.

3. A menudo, los cambios monetarios han tenido un origen independiente; estos no han constituido simplemente un reflejo de los cambios en la actividad económica (4).

Los monetaristas sostienen además, que los cambios en el ingreso nominal nacional, en el nivel de empleo y en los precios están más estrechamente relacionados con los cambios en la oferta monetaria que con los cambios en los gastos del gobierno o en los impuestos.

Sin embargo el rezago de tiempo entre el momento en que se inicia los cambios de oferta monetaria y sus efectos sobre las variables económicas es tan impredecible, y las presiones políticas sobre el Banco Central son tan grandes, que ellos consideran que la política monetaria (voluntaria), discrecional tiene un efecto desestabilizador, antes que un efecto estabilizador sobre la economía (5).

- Los monetaristas modernos, siguen los principios de los economistas clásicos. Quizás, el más importante de estos principios sea la creencia de que los shock que recibe la economía son absorbidos mediante cambios en los precios relativos, en los insumos, en la producción

(4) SANUELSON, Paul A./NORDHAUS, William D. Economía.

(5) LEROY MILLER, Roger/ PULSINELLI, Robert W. Moneda y Banca.

y en las tasas de interés, que finalmente restablecen la economía a un equilibrio de pleno empleo. Una conclusión de esta creencia consiste en que comúnmente un esquema de mercados libres puede solucionar los problemas económicos, en tanto que las soluciones políticas impuestas por el gobierno casi siempre son inferiores a las soluciones del mercado.

Generalmente la conclusión de los monetaristas consiste en que los gobiernos "no deben hacer nada" para "solucionar" los problemas económicos. Si se dejan libres, finalmente los mercados cambiarán los precios relativos en forma tal que surgirán soluciones eficientes (6).

Otro principio monetarista que se remonta a los economistas clásicos es la creencia de que sólo los cambios en la oferta monetarista producen cambios en el nivel de precios; sin embargo, los monetaristas modernos no están de acuerdo con la antigua teoría cuantitativa del dinero, la cual sostiene que los cambios en la oferta monetaria conducen exactamente a cambios proporcionales en el nivel de precio (7).

Un importante punto de desacuerdo entre los economistas clásicos y los monetaristas modernos es si realmente el

(6) y (7) SAMPSON, Paul A./NORDHAUS, Wilson D. Economía.

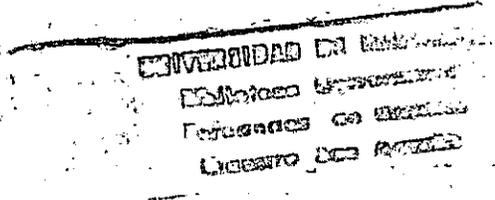
dinero importa; para el economista clásico, el dinero no tenía importancia alguna, ya que solo constituía un medio de intercambio. "Cambios en la oferta monetaria afectaban únicamente a los precios absolutos, no a los relativos"; el dinero era neutro. Los monetaristas modernos sostienen que en el largo plazo variaciones en la oferta monetaria solo afectan a los precios absolutos, pero hacen mayor énfasis que los economistas clásicos (quienes frecuentemente ignoraban los efectos de corto plazo) en relación con que el dinero puede afectar los precios relativos en el corto plazo (8).

Los monetaristas sostienen que cambios en la oferta monetaria pueden afectar el nivel de empleo y la producción en el corto plazo y que la tasa de desempleo se puede desviar transitoriamente de la tasa natural de desempleo.

- El monetarismo, al igual que todas las escuelas de pensamiento serias, tiene diferentes énfasis y grados. Dentro de los cuales expondremos, aquellos que consideramos más esenciales y que nos permiten realizar un análisis de la situación presentada más profundo e imparcial.

1. La oferta monetaria es el principal determinante sistémico del crecimiento del PNB nominal. El monetarismo,

(8) Ibid.



al igual que la teoría Keynesiana del multiplicador, es básicamente una teoría de los determinantes de la demanda agregada. Sostiene que ésta depende principalmente de las variaciones de la oferta monetaria.

Las principales variables macroeconómicas (la producción agregada, el empleo y los precios) dependen principalmente del dinero.

2. Los precios y salarios son relativamente flexibles. Para Keynes, los salarios y los precios no varían rápidamente para variar los mercados de productos y de trabajo. Los precios y salarios son rígidos.

Una economía que tenga salarios y precios rígidos tiene una curva de Philips a corto plazo inclinada en lugar de vertical o, lo que es lo mismo, una economía que tenga salarios y precios tiene una curva de ofertas agregadas de corto plazo de pendiente positiva (no vertical).

Los monetaristas tienden a creer que la curva de Phillips es relativamente inclinada incluso a corto plazo y, encabezados por Friedman, insisten en que a largo plazo es vertical.

31

3. El sector privado es estable. Finalmente los monetaristas creen que la economía privada es relativamente estable. ¿Qué significa eso? simplemente que como "V" es estable, la mayoría de las fluctuaciones del PNB nominal han sido causados por las variaciones de la oferta monetaria, la cual es determinada, a su vez para la política monetaria (9).

0.6 FORMULACION DE LA HIPOTESIS

0.6.1 Hipótesis general

La aplicación de la política monetaria dentro del nuevo sistema de apertura económica, ha afectado negativamente variables claves en la economía colombiana.

0.6.2 Hipótesis de Trabajo

- La inversión, el nivel de empleo, el equilibrio externo, y el crecimiento económico de Colombia han sido afectados negativamente por la aplicación de la política monetaria, durante el período en estudio.

- La tasa de interés, y el comportamiento de la balanza influenciados por la aplicación de la política monetaria.

(9) SAMUELSON, Paul A./ NORDHAUS, William D. Economía.

UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
Biblioteca Central
Reservado de (C.A.)
Ciudad de Bogotá

0.7 OPERACIONALIZACION DE VARIABLES

0.7.1 Definiciones conceptuales

- **Agregados monetarios:** Diferentes tipos de dinero que componen la oferta monetaria de un país. Los principales agregados monetarios son: M_1 , que está formado por el efectivo y los depósitos en cuentas corrientes y M_2 , añade ciertos cuasidineros como las cuentas de ahorro y los depósitos a plazo. Actualmente se habla de agregados monetarios más amplios como M_3 y M_4 .
- **Crecimiento económico:** Expansión del flujo de producción de bienes y servicios acompañado de una elevación de los niveles de ahorro, inversión y producto por habitante, como resultado de la adición de capital a la estructura económica de un país en período determinado.
- **Inflación:** Aumento general y sostenido que se registra en el nivel general de precios.
- **Inversión:** Es la parte del gasto que se destina a incrementar o mantener el stock de capital, como la infraestructura física, maquinaria e inventario. Se puede decir igualmente que es la actividad económica por la que se renuncia a consumir hoy con la idea de aumentar la producción en el futuro.

- **Balanza de pago:** Registro sistemático de todas las transacciones que ocurren durante un período determinado de tiempo entre los residentes de un país, personas naturales y jurídicas, entidades gubernamentales y los residentes en otro país.

- **Tasa de interés:** Es el precio pagado por el dinero prestado durante un período de tiempo. Dicho en otras palabras es la tasa porcentual anual que se recibe al conceder préstamos o invertir dinero.

- **Tipo de cambio:** Es el precio al que se intercambia la moneda de un país por la de otro.

- **Política monetaria:** Herramienta de las autoridades monetarias en el control del dinero, los tipos de interés y de las condiciones crediticias.

0.7.2 Definiciones operativas

VARIABLES	INDICADOR	FUENTES
- Nivel de empleo	Tasa de participación, ocupación y desempleo nacional.	Coyuntura económica DANE y otros.
- Balanza de pago	Cuenta corriente Cuenta de capital Cambio en reserva	Revistas del Banco de la República.
- Crecimiento económico	Nivel de vida de la población Ingresos per capita Nivel de industrialización	Textos y revistas de organismos especializados.
- Inflación	IPC	Boletines estadísticos, revistas especializadas.
- Inversión	Nivel de inversión	Boletines estadísticos (DANE), revistas especializadas.
- Bienestar socio-económico	Nivel de vida de la población Ingresos per capita	Boletines estadísticos (DANE), revistas especializadas.

0.8 METODOLOGIA

0.8.1 Tipos de problemas a investigar

La investigación que vamos a realizar es del tipo descriptivo-evaluativo; ya que se explica una serie de situaciones que se presentaron durante el período en estudio, para luego explicar la participación de las autoridades monetarias y la incidencia que tuvo la aplicación de la política monetaria en dicha situación.

0.8.2 Diseño de la investigación

El problema a investigar precisa de consultas bibliográficas y estadísticas; así como de la aplicación de modelos de correlación simple, para un mejor análisis del mismo. Haremos uso de información secundaria, ya que es precisa mente en las revistas especializadas, tanto de entidades gubernamentales, como de entidades particulares, donde encontraremos toda la información necesaria para la elaboración de nuestro trabajo.

I. DE LLENO A LA APERTURA ECONOMICA

En 1991 las autoridades económicas emprenden una serie de reformas y consolidan transformaciones de mucha significación dentro del propósito de largo plazo, de generar una estructura productiva competitiva, e integrada al mercado mundial, donde la asignación de recursos obedeciera a determinantes del mercado.

Dicho proceso debe ir en armonía con la necesidad inmediata de estabilizar la economía, y reducir la inflación, (que a finales de 1990, había sobrepasado el 30%), dentro de circunstancias desfavorables, como la excesiva acumulación de reservas internacionales, que se viene registrando como consecuencia del buen comportamiento del sector cafetero.

Como es bien conocido, todo proceso de transformación estructural de la economía, para que pueda ser adelantado con éxito y no ocasione grandes traumatismos, requiere,

como condición de partida, en un ambiente de estabilidad macroeconómica. De ahí el empeño de las autoridades en lograr y consolidar condiciones adecuadas, en especial mediante el control de las tendencias inflacionarias, que se intensificaron durante el año anterior.

1.1 SITUACION Y POLITICA MONETARIA DURANTE 1991

1.1.1 Situación Monetaria. La evolución monetaria, estuvo condicionada, en gran parte, por la cuantiosa acumulación de reservas internacionales que se registró en el transcurso de todo el año, a la vez, que estuvo influenciada por la puesta en marcha de los nuevos regímenes cambiario y de comercio exterior. Esto llevó a las autoridades monetarias a adecuar el manejo del dinero, dentro de las nuevas circunstancias, tales como, el comportamiento endógeno de las variables monetarias y la necesidad de articular la política monetaria con la cambiaria, para defender la tasa de cambio, afectada por fuertes presiones revaluacionistas, ante la persistente entrada masiva de divisas.

El preocupante impulso que venía cobrando la inflación desde finales del quinquenio anterior (se registró hacia finales de 1990 en 32,5%), determinó que la política monetaria estuviera centrada en torno al objetivo de la estabilización de los precios, mediante el control de los medios

de pago y de la disponibilidad de crédito en la economía, lo que redundó en la decisión del gobierno de adoptar un programa severo de austeridad económica, no importando las consecuencias de dicha política.

1.1.2 Agregados monetarios

1.1.2.1 Base Monetaria. La evolución de este agregado monetario tuvo un comportamiento jamás registrado en las últimas décadas, presentando un aumento del 54% durante este año.

La principal fuente de expansión de este año vino como ya anotamos, del continuo y acelerado crecimiento de las reservas internacionales, cuyo ascenso contabilizó \$1.603 miles de millones, representando un aumento del 68.7% (10), con respecto al año anterior. Dicho comportamiento se explica, tanto por una balanza comercial positiva, como por el ingreso de un flujo importante de divisas, estimulado por el diferencial entre las tasas de interés doméstica y la externa.

1.1.2.2 Medios de pago (M_1). Como resultado del comportamiento registrado en la Base Monetaria y de la simultánea

(10) Fuente: Revistas del Banco de la República, enero-diciembre 1991.

reducción del Multiplicador Monetario, los medios de pago, aumentaron en un 32,8% entre diciembre del 90 y diciembre del 91.

Dicha aceleración en el crecimiento de la oferta monetaria durante este año, refleja, en buena medida, las nuevas circunstancias de mayor apertura real y financiera de la economía, una vez comenzaron a tener vigencia los regímenes cambiario y de comercio exterior (11), que implicaron una mayor movilidad de mercancías y capitales.

1.1.2.3 Oferta monetaria ampliada M_2 . La oferta monetaria ampliada que incluye, además de M_1 los depósitos de ahorro, a término de Bancos, Corporaciones Financieras y otros, llegó a \$8.068.603 millones a finales de este año registrando un alza del 33,9% hasta diciembre.

1.1.3 Instrumentos de control monetario

1.1.3.1 OMAS (Operaciones de Mercado Abierto). Durante el primer y segundo trimestre, las OMA continuaron siendo el principal instrumento de control monetario.

A través de este mecanismo, el Gobierno logró esterilizar recursos por valor de \$550 mil millones de pesos, para

(11) Ampliar información en revistas del Banco de la República. 1991.

situar su saldo en Junio en \$866 mil millones. No obstante del favorable balance en el comportamiento monetario para el gobierno durante el primer semestre, en el segundo semestre se pusieron de manifiesto los inconvenientes de seguir sustentando el excesivo control monetario a través de la colocación de títulos en el mercado abierto, debido principalmente a que este mecanismo se convirtió en el principal estimulante del inusitado alza en las tasas de interés.

Es así como, por ejemplo, la tasa de interés aplicable a los títulos de participación, pasó de 40,5% a comienzos del año, a 47% a mediados del mismo.

Este fenómeno contrastó con el proceso contrario de las tasas de interés en el exterior, lo que generó un diferencial entre la tasa de interés doméstica y las tasas de interés extranjeras, lo que estimuló la entrada excesiva de divisas o capital especulativo del extranjero (también conocidos como capitales golondrinas), lo que ayudó a incrementar el nivel de Reservas Internacionales del país.

De igual forma resultaba preocupante el crecimiento de los costos de las OMA, que superó los recursos que para este fin se mantuvo en la Cuenta Especial de Cambios (CEC) (12).

(12) Ver Revista del Banco de la República de junio-julio 1991.

La persistente acumulación de recursos que se registró durante el año, y la necesidad de esterilizar dichos recursos, elevó el saldo de las OMA a \$1.260 millones al finalizar el año (1991) llevando las tasas de interés de los títulos a niveles sin precedentes.

Todos estos intentos de controlar el excesivo ingreso de divisas al país, a través de las OMA, llevó a que el costo de la política monetaria de este año superara los del año anterior que pasó del 25% al 52% (ver Cuadro 3) de los egresos totales de la CEC.

1.1.3.2 Las tasas de interés. Como ya anotamos, la continua utilización de las OMA como instrumento esencial en el control del crecimiento de las reservas internacionales originó un ascenso importante en las tasas de interés de los títulos de participación, a la vez, que generaba un ambiente propicio para la llegada de capitales extranjeros.

Este ingreso masivo de divisas, como consecuencia de las altas tasas de interés, llevaron a nuestro gobierno a propiciar una política revaluacionista del peso, a través del mecanismo de certificados de cambios.

Igualmente, la Junta Directiva del Banco de la República, decidió un progresivo descenso de dicha tasa, permitiendo simultáneamente una mayor liquidez en la economía y una disponibilidad de crédito acorde con el objetivo de reactivar la inversión productiva.

Cabe mencionar el efecto de arrastre que sobre las tasas de interés del sistema financiero, tiene el ascenso de la tasa de interés de las OMA.

Es así, como las tasas ponderadas de captación tendieron a elevarse hasta el tercer trimestre del año, período en el cual, además de la activa colocación de OMA, se mantuvo un estricto control monetario.

1.1.3.3 El encaje bancario. Como bien sabemos el encaje bancario es un instrumento de control monetario directo, que se utiliza para evitar la expansión secundaria del dinero.

El preocupante impulso que desde finales de 1990 venía registrando el nivel de precios, y el impresionante costo de la utilización de las OMA como mecanismo de control, llevó a las autoridades monetarias a implementar a comienzos del presente año el uso del encaje marginal del 100% sobre las exigibilidades del sistema financiero, con

GOBIERNO DE COLOMBIA
Ministerio de Hacienda
Banco de la República
Clausura del Año

excepción de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, como única alternativa de freno a la inflación.

Este encaje, podía estar representado en títulos que para el efecto se autorizó emitir al Banco de la República, los cuales eran negociables, tenían un rendimiento de 28% efectivo anual y un plazo de amortización de 15 meses.

Es claro que con esta norma se recortaba en forma directa e inmediata la disponibilidad de crédito y se reducía la capacidad de expansión secundaria por parte de la Banca Comercial. Además, se esperaba que la medida tuviera un rápido impacto sobre los precios por cuanto de un lado, los productores, al no disponer de recursos para financiar sus inventarios de bienes finales, se verían presionados a ofrecer sus productos en el mercado, y los consumidores no contarían con posibilidades de obtener financiación amplia para sus compras, con lo cual la demanda tendería a ceder.

El alto costo socioeconómico del encaje marginal llevó al gobierno a desmontarlo totalmente, moderando el control sobre el crédito doméstico; aunque fue sustituido por una elevación del encaje ordinario, lo que conllevó a una caída adicional en el valor del multiplicador al final del año.

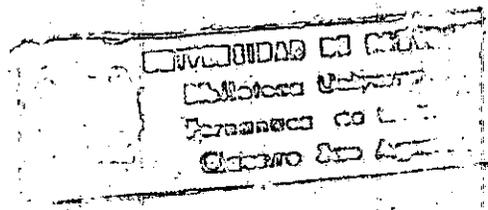
1.2 ALCANCES DE UNA POLITICA MAL DIRIGIDA

Cumplido el primer año de la administración Gaviria, es necesario hacer un breve balance de las políticas implementadas durante este año, especialmente de la política monetaria y su contribución al resultado de la gestión económica.

Para hacerlo es preciso observar con detenimiento los resultados de la política aplicada a los frentes tradicionales de la inflación, el empleo y el crecimiento del PIB.

La acumulación indeseada de reservas internacionales fue, en primera instancia, fruto del superávit registrado en la cuenta corriente de la balanza de pagos a lo largo de 1990. Posteriormente recibió el apoyo del influjo de capitales atraídos por las altísimas tasas de interés reales.

La delicada coyuntura cambiaria vino a adicionarse a otros factores responsables del aumento de los precios como el déficit fiscal, el endeudamiento externo de las empresas de servicios públicos o la inseguridad en las zonas agrícolas y ganaderas.



Dentro de esta compleja y delicada coyuntura, los mecanismos de control tradicionalmente usados en nuestro país fueron fracasando uno tras otro. El control del crédito a través del encaje marginal del 100% generó una indudable iliquidez en el sector financiero. El repunte vertiginoso de la tasa de interés confirmaba que la medida indudablemente reducía sensiblemente la disponibilidad de recursos para préstamos.

En relación con el crecimiento del nivel general de precios, los resultados de la contracción monetaria emprendida por el gobierno indican que el tipo de inflación que padecemos no debe ser combatido exclusivamente a través de instrumentos de control monetario.

Es inconcebible emprender una restricción del medio circulante mayor de la que ya experimentamos a comienzos del año, cuando se implementó el encaje marginal, en busca de disminuir el costo de vida, obteniendo resultados no muy alentadores, ya que la inflación mostraba ser muy resistente a los instrumentos monetaristas. Esto indica que existen otros elementos de tipo estructural que condicionan el comportamiento de los precios, distintos de un exceso de demanda, y que por lo tanto, también había que enfrentar el problema por el lado de los costos de producción; tales son los costos de los combustibles y muy

especialmente la energía eléctrica.

1.2.1 Empleo, una solución al problema económico. Con los efectos negativos de una economía cerrada como fué la colombiana, no parecía haber otra alternativa que la internacionalización. El fin de tal decisión fue llevar a todos los colombianos a vivir en una sociedad con alto nivel de vida.

Sin embargo, parece que esa meta no solamente está lejos de formar parte del cuadro de la realidad colombiana, sino que da la impresión de empeorar permanentemente.

En los últimos años el desempleo se ha situado alrededor del 10%, sin que el gobierno haya podido aplicar medidas efectivas de gran alcance para estimular la generación masiva de empleo.

Las estadísticas de Fedesarrollo señalan que desde 1988 la tasa de crecimiento del empleo muestra una tendencia a la baja (13). Reiteradamente se ha dicho que la violencia que agobia al país es uno de los principales agentes desestimulantes de la actividad económica en general, con repercusión en el empleo. Sin embargo, más que la violencia,

(13) Consultar Síntesis Económica de 1991.

34067

parece que la excesiva prudencia de los empresarios en tiempos de recesión ha agudizado la escasez de nuevos empleos.

El aumento del desempleo en Colombia está ligado especialmente a las actividades económicas más relevantes del país, tales como la recolección de cosechas, particularmente la cafetera, la construcción, las manufactureras y el sector de los servicios, que en los últimos años ha ganado dinámica.

Cabe destacar que la estabilidad que ha caracterizado a dichas actividades presenta grietas, debido a que las empresas han tenido que acomodarse a una situación económica donde la demanda agregada de bienes y servicios ha declinado como consecuencia de la aplicación de ciertas políticas de control monetario, con miras a reducir la inflación al 22% anual.

1.2.2 Conclusiones del capítulo. Una reflexión atenta sobre lo que ha sucedido este año, indica que no hay suficiente correlación o coherencia entre los distintos objetivos planteados por la política económica.

Es así, como simultáneamente se pretendió avanzar en el proceso de apertura de nuestro sistema hacia el exterior.

en medio de una severa contracción monetaria, la cual, como consecuencia inevitable redujo la capacidad de manobra de nuestro sector empresarial.

- De otro lado, tampoco se observa la suficiente coherencia entre los objetivos monetarios de control de la inflación y la política del Banco de la República sobre el manejo de las operaciones de Mercado Abierto.

La contracción del medio circundante supuestamente tenía como propósito debilitar las presiones de la demanda sobre los precios en el conjunto de la economía para disminuir la inflación, y con este objetivo se establecieron los severos controles a la expansión de las colocaciones del sector financiero a través del encaje marginal. Se buscó que gracias a ello disminuyeran los precios hasta alcanzar un nivel de inflación del 22%, más sin embargo, lo que se logró fue crear las condiciones para que el costo del dinero no solo no descienda, sino, se incremente aún más al elevarse las tasas de interés en el mercado.

Esto como es de esperar, tiene consecuencias negativas inevitables en la estructura de costos de las empresas y en la formación de los precios de los productos terminados.

UNIVERSIDAD DE CALDAS
Biblioteca
Permanente de
Ciclo de San Agustín

Es sorprendente observar, por otra parte, que pese al enorme esfuerzo del Banco de la República para captar recursos monetarios, el comportamiento de la Base Monetaria y los medios de pago no han sido los más alentadores, teniendo en cuenta la severidad del control.

Esto nos demuestra sin duda, que existen otros factores de expansión monetaria, entre los cuales la Balanza Cambiaria fue la que más complicó el manejo monetario. Por un lado el rezago de las importaciones como consecuencia de las expectativas que las vacilaciones en el manejo de los aranceles produjeron entre los empresarios, induciéndolos a demorar las compras en el exterior. Y por el otro lado el buen comportamiento de las exportaciones crearon fuertes presiones sobre la masa monetaria, a través del incremento que se registró en las reservas internacionales.

Cabe anotar el modesto avance en la lucha contra la inflación, es evidente que el ritmo de crecimiento de los precios ha disminuido. Aunque como ya señalamos, no existe mucha coherencia entre la política de cambio y de comercio exterior y la política monetaria. Si la segunda apunta a la contracción y a la disminución de las actividades productivas a través del cierre de crédito bancario y el encarecimiento de la tasa de interés, la primera está encaminada supuestamente al fomento de la producción

dirigida al exterior y a la llegada de nuevos capitales al país.

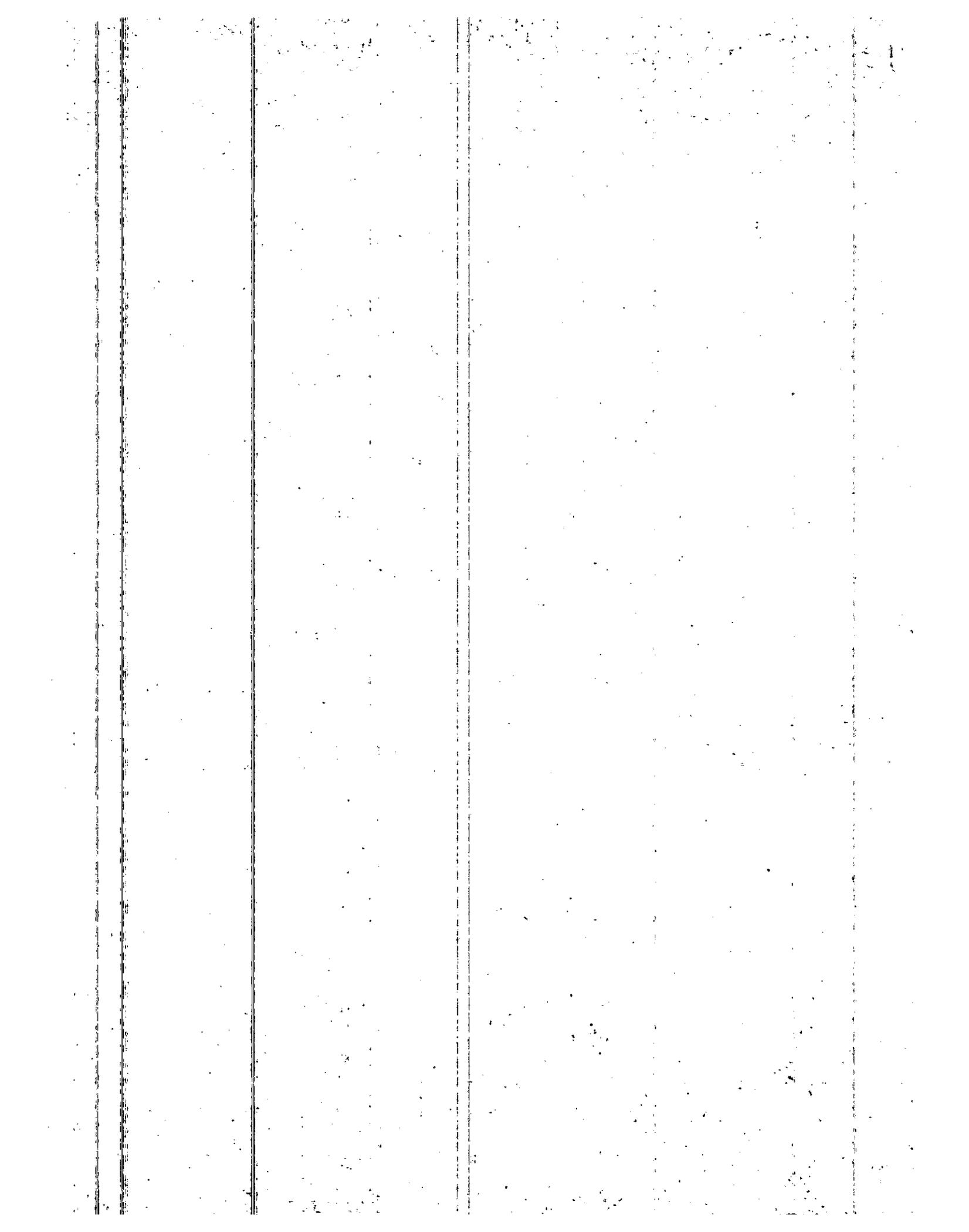
En nuestra opinión creemos que para el año 1992, lo recomendable es conitnuar la restricción de los medios de pago, pero complementar, eso sí, esta política con medidas eficaces de estímulo a la producción, por ejemplo, una disminución de las tasas de interés, incluso a través de la vía administrativa.

Es evidente que el alto costo del dinero, unido a la escasez de crédito, limitan el buen desempeño de la actividad productiva, dificultando incluso la actividad exportadora.

- Esto en buena medida contradice los objetivos de la apertura hacia el exterior.

Así como se están dando las cosas, será preciso armonizar las medidas anti-inflacionarias con las correspondientes al comercio exterior.

GOBIERNO DE CHILE
MINISTERIO DE ECONOMÍA
FUNDACIONES Y SERVICIOS
CIENFOS 1000



2. INFLACION AL 22%, UN LARGO CAMINO

El gobierno continuó en un período de consolidación de las reformas estructurales iniciadas en 1990, durante el cual los esfuerzos de las autoridades económicas estuvieron dirigidos a mantener el equilibrio en sectores y mercados claves, con el propósito de reducir la inflación, continuar con el proceso de reactivación económica y evitar el surgimiento de fuerzas que pusieran en peligro los procesos de apertura económica y modernización del Estado.

La Constitución de 1991 le confió al Banco de la República las responsabilidades de mantener el poder de compra de la moneda, asegurar el apropiado funcionamiento de nuestro sistema monetario y de pagos, y cumplir con su obligación de prestamista de última instancia. Estas funciones son esenciales para el normal desempeño del sistema económico.

La estabilidad de precios permite tasas de interés menores y reduce la incertidumbre acerca de la evolución futura

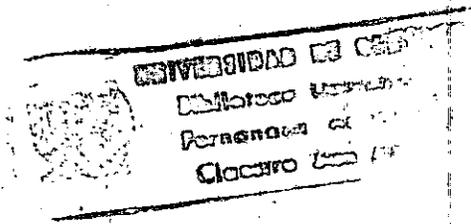
de los precios relativos y de la tasa de cambio; de lo contrario, se registran bajas tasas de ahorro, acumulación de capital y exportaciones. La inflación es nociva, entorpece el avance de la economía, distorsiona el contenido informativo de los precios impidiendo la asignación eficiente de los factores de producción, y hace que se malgasten recursos reales cuando los distintos agentes invierten tiempo y esfuerzo en tratar de predecirla o en intentar protegerse contra ello.

La política monetaria llevada a cabo durante 1992 estuvo dirigida a iniciar un proceso de reducción gradual y permanente en los índices de inflación.

La evolución de los precios y de la actividad económica real dependen no solo de las acciones de la autoridad monetaria, sino también de la política fiscal, de la situación de los mercados financieros, de las regulaciones y rigideces que disminuyen la flexibilidad de los mercados y de la evolución de la economía mundial.

El Banco de la República, por mandato constitucional (14), deberá actuar teniendo en mente el interés de la nación

(14) LEY 31 de 1992.



y diseñar la política monetaria independientemente de las presiones y procesos políticos, de los intereses individuales y gremiales y de políticas gubernamentales con potencial sesgo inflacionario que buscan estimular transitoriamente la actividad económica, aún a costa del objetivo de estabilidad de largo plazo de los precios. Esto no quiere decir que la política deba formularse aisladamente del gobierno y de las necesidades de la Nación; por el contrario, es una buena coordinación la que permite que el programa económico fundamental del país, pueda continuar sin retrocesos.

Es de vital importancia la coordinación de las diversas políticas. Por ejemplo, una estrategia cambiaria que no busque mantener la tasa de cambio real, y que tenga por objetivo reducir la inflación, llevaría a un déficit comercial que posiblemente se traduciría en el tiempo en un déficit fiscal, dando lugar a lo que se conoce como los déficits "gemelos".

La coordinación de la política económica general es un propósito central de las autoridades. En primer término la norma dispuso que el programa macroeconómico aprobado por el Conpes debe ser consultado cuando se diseñe la política del Banco de la República, sin que por supuesto, se sacrifique el mandato de velar por la estabilidad de

la moneda. En segundo término, a diferencia de otros países, en Colombia se optó porque el Ministro de Hacienda presida la junta directiva del Banco Central, con el propósito de que el gobierno y el Banco tengan un foro para coordinar la política macroeconómica (15). Es evidente que el mandato de reducir la inflación tiene un rango que implica una condición muy clara para el ámbito de discusión y acuerdo. No se puede aceptar una política que ponga en peligro la estabilidad de la moneda. En este sentido, la coordinación se debe entender como un conjunto de políticas en las que resulta prioritario el objetivo de reducir la inflación.

2.1 SITUACION DE LA POLITICA MONETARIA, AGREGADOS MONETARIOS E INSTRUMENTOS DE CONTROL 1992

2.1.1 Situación monetaria. La junta directiva del Banco de la República adoptó una estrategia monetaria que se adecuaba a las nuevas condiciones de apertura, en lo comercial y lo cambiario (Ley 9/91) a la vez que contribuía a frenar el proceso de elevación de las tasas de interés. En tales circunstancias y ante la presencia de flujos de capital, se consideró necesario distensionar el control de los agregados monetarios y modificar el énfasis en el uso de algunos instrumentos.

(15) El Gerente del Banco de la República asiste a las reuniones del Conpes. Diciembre 1992.

Algunos de los objetivos de la política monetaria, cambiaria y crediticia fueron:

- a) Lograr una reducción significativa de la inflación.
- b) Mantener una tasa de cambio competitiva para permitir el desarrollo normal de las exportaciones no tradicionales y de la producción doméstica.
- c) Mantener tasas de interés internas que no estimularan el flujo de capitales especulativos hacia el país, y que faciliten la inversión privada.
- d) Suministrarle a la economía, y al sector privado en particular, una cuantía suficiente de crédito para hacer posible la aceleración en la inversión y reconversión empresarial.

El fundamento de la nueva política fué el reconocimiento de que con mayor movilidad de capitales, el dinero se vuelve una variable determinada por la demanda.

La nueva estrategia se centró en la eliminación del diferencial de tasa de interés interna-externa; se optó por una ampliación en la cantidad monetaria en virtud de que el objetivo de bajas tasas de interés favorecía una remone

56

tización de la economía. Las bajas tasas de interés determinan que el público ajuste su portafolio en favor del dinero y en contra de activos financieros remunerados. Así mismo en concordancia con los objetivos de bajas tasas de interés, se retomó la política de disminución de encajes, se redujo la dispensación, y se sentaron las bases para futuras reducciones en sus niveles.

Las metas fijadas para el crecimiento del dinero en 1992 fueron relativamente amplias, lo cual no significó que se hubiera dejado de lado el objetivo de estabilización de precios.

En principio se fijó un corredor para los medios de pago con aumento entre 26% y 30%. Luego al mostrar la economía signos de recuperación, se determinó un corredor más holgado entre 28.2% y 33.2%. Estas metas eran congruentes con las estimaciones de crecimiento en la demanda por dinero, dada la política de tasas de interés.

Los medios de pago mostraron un aumento anual de 38.3%, superando el tope mencionado. Este comportamiento estuvo determinado por la expansión de dinero primario.

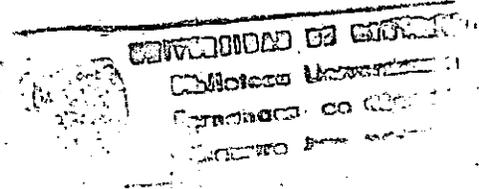
La base monetaria aumentó 37.2%. La principal fuente de expansión al igual que en 1991, fueron las reservas internacionales.

Las fuentes expansionistas fueron parcialmente contrarrestadas por la emisión de deuda del Banco de la República a través del mecanismo de los certificados de cambio, cuyo saldo aumentó \$ 719 mil millones. En cuanto a las operaciones de mercado abierto (OMA), los títulos de participación alcanzaron un saldo de \$937 mil millones.

Uno de los principales logros de la autoridad monetaria fué haber esterilizado la mayor parte de los aumentos en la oferta monetaria generados por la acumulación de reservas internacionales, manteniendo bajas las tasas de interés.

El multiplicador monetario contribuyó a contener la expansión monetaria ya que se mantuvo en niveles inferiores a los usualmente registrados.

Al finalizar 1992, el total de activos financieros emitidos por el sistema ascendió a \$8.085 miles de millones, con aumento anual de 31,4%. Este comportamiento se explica por el dinamismo presentado por los depósitos de ahorro en los Bancos Comerciales, los depósitos en las CAV y los CDT de Compañías de Financiamiento Comercial. También en menor medida, los bonos emitidos por las Corporaciones Financieras. Las colocaciones de los intermediarios aumentaron 34.5% durante 1992.



Se estableció un límite superior del 35% a la tasa promedio de los créditos de Bancos y Corporaciones Financieras y del 36,5% para las Compañías de Financiamiento Comercial.

2.1.2 Agregados monetarios y su comportamiento durante el año 1992

2.1.2.1 La Base Monetaria. Como habíamos mencionado anteriormente, la base monetaria tuvo un aumento del 37.2%, ya que se situó en \$2'386.914 millones de pesos superior en \$126.125 millones (5,6%) respecto al saldo del mes anterior. La principal fuente de expansión fueron las reservas internacionales, como ya mencionamos.

Este cambio se explica principalmente por los ascensos en el crédito doméstico de \$ 33.258 millones (1,6%), en las reservas internacionales \$106.686 millones (2,2%), y en los resultados de la cuenta especial de cambios de \$13.331 millones (7,2%).

La variación expansionista en el crédito doméstico se explica fundamentalmente por los incrementos en el crédito al sistema financiero (\$66.089), en los otros activos netos ajustados (\$31.280) y en el crédito neto en el resto del sector público (\$8.764).

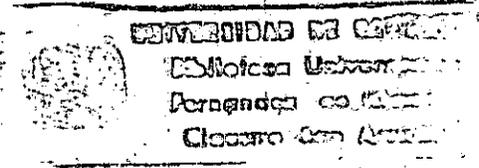
La expansión de la base por parte del crédito al sistema financiero se discrimina así:

Expansión de \$69.822 millones en el crédito neto a los otros intermediarios; \$42.754 millones en el crédito neto a las CAV; y de \$ 1.404 millones en el crédito neto a las Corporaciones Financieras, frente al descenso de \$ 47.391 millones en el crédito neto al sistema bancario.

2.1.2.2 Los medios de pago (M_1). La autoridad monetaria analiza una amplia gama de indicadores económicos y financieros tanto interno como externos, en el diseño de la política a su cargo. Los agregados monetarios no son la única guía, sin embargo, la autoridad sigue cuidadosamente su evolución a lo largo del año.

Es de especial importancia el desempeño de los medios de pago, M_1 , ya que satisfacen los dos criterios requeridos por la teoría monetaria para la selección del objetivo intermedio de la política monetaria:

Primero, que este agregado tiene efectos predecibles y estables sobre la economía; el segundo, que es controlable por la autoridad monetaria con los instrumentos a su disposición, al menos dentro de cierto margen. Sin embargo, el Banco de la República no puede determinar en el corto



plazo, la cantidad de medios de pago en circulación, y tiene que hacerlo a través de otros mecanismos indirectamente (influencia sobre el proceso de creación de dinero de las instituciones bancarias, o tratando de controlar en alguna medida sus pasivos monetarios como la reserva bancaria, los billetes, o el dinero base mediante la compra y venta de títulos de mercado y certificados de cambio).

La meta de crecimiento de M_1 para finales de 1992 estaba en un rango entre 28.2% y 33.2%. Sin embargo, llegó a 41.2% en la última semana de diciembre de 1992 y un promedio de 39% en el año.

Este comportamiento estuvo dominado por la expansión del dinero primario.

Los medios de pago se situaron en \$ 883.210 millones durante el año. La variación mensual es resultado del ascenso en la base monetaria por cuanto el multiplicador monetario permaneció constante.

2.1.2.3 Oferta monetaria ampliada (M_2). La oferta monetaria ampliada (M_2) llega a \$10.298.581 millones en noviembre de 1992, con un ascenso de \$187.470 millones (1.9%) en el mes. La variación mensual se origina en la inestabilidad, de los medios de pago y en el alza de \$10.113 millones

5061

(0.1%) en los cuasidineros que alcanzan un valor de \$6.931.871 millones, constituyendo el 67.3% de M₂.

Dentro de los cuasidineros, se destacan los depósitos de ahorro en el sistema bancario que se eleva a \$1.387.937 millones con baja de \$712 millones (0.11%) en el mes y un alza de \$647.042 millones (87.3%) durante el año. Del total, \$280.466 millones (20.2%) corresponden a depósitos de ahorro a término.

Los depósitos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda se sitúan en \$ 3.158.500 millones, con descenso de \$29.429 millones (0.9%) en el mes y alza de \$ 785.754 millones (33.1%) con respecto al mismo período del año anterior.

2.1.2.4 Multiplicador monetario. El multiplicador monetario, hemos que se situó en 1,411. Esto obedece, sin embargo, a coeficientes diferentes pues el coeficiente de efectivo disminuye al pasar de 0,4822 a 0,4771 como resultado del incremento de \$ 127.446 millones (5.9%) en los depósitos en cuenta corriente, frente al incremento de \$49.911 millones (4.3%) en el efectivo en poder del público.

El coeficiente de reserva aumenta de 0,5685 a 0,5701, debido al ascenso de \$76.214 millones (6,2%) en la reserva

bancaria, frente a la variación de los depósitos en cuenta corriente ya comentados. (Cuadro 1).

2.2 INSTRUMENTOS DE CONTROL MONETARIO

2.2.1 Tasa de Interés. La tasa de interés no es simplemente el resultado de la determinación de la cantidad de dinero en circulación. La experiencia colombiana ha demostrado que estos instrumentos exhiben algún grado de independencia y al igual que con los agregados monetarios, la autoridad ha seguido muy de cerca la evolución de las tasas de interés y ha intervenido en el mercado de dinero y de activos financieros, no solo con el propósito de ajustar la oferta de dinero a su demanda, sino también con el propósito de evitar que elevadas tasas de interés frenen la expansión económica o se conviertan en un estímulo a la entrada de capitales.

La junta directiva del Banco de la República adoptó una estrategia (desde septiembre 1991) monetaria, que se adecuaba a las nuevas condiciones de apertura, en lo comercial y en la cambiaria (Ley 9 de 1991) a la vez que contribuía a frenar el proceso de elevación de las tasas de interés. Se consideró necesario distensionar el control de los agregados monetarios y modificar el énfasis de considerar la información contenida en sus variaciones.

CUADRO 1
MULTIPLICADOR Y SUS DETERMINANTES

Promedio (1)	Reservas	Efectivo	Multiplicador
	Cuentas Corrientes	Cuentas Corrientes	
1990 Diciembre	0.4412	0.5793	1.548
1991 Marzo	0.3898	0.4901	1.693
Junio	0.4568	0.4706	1.586
Septiembre	0.5052	0.4203	1.535
Diciembre	0.5806	0.5936	1.357
1992 Marzo	0.6435	0.4535	1.325
Junio	0.5485	0.4523	1.451
Septiembre	0.5811	0.4564	1.404
Diciembre	0.5762	0.5504	1.376

(1) Corresponde al promedio diario de la última semana del mes.

Fuente: Banco de la República. Revista mensual e informes semanales.
 Situación monetaria y cambiaria.

En junio de 1992 la tasa promedio de captación de los CDT anual se redujo a 22.3%. Las tasas continuaron siendo inferiores a las registradas el año anterior. Existen casi 11 puntos de diferencia entre los últimos cuatrimestres de 1991 y 1992.

La autoridad monetaria logró su objetivo ejerciendo su influencia indirectamente a través del mercado monetario, y mediante la selección de ofertas del público para la suscripción de operaciones de mercado abierto.

2.2.2 Operaciones de Mercado Abierto. Las OMA tuvieron este año, al igual que el año anterior una importancia considerable pues, las fuentes expansionistas fueron parcialmente contrarrestadas por la emisión de deuda del Banco de la República a través del mecanismo de los certificados de cambio, cuyo saldo aumentó \$719 mil millones. En cuanto a los Títulos de Participación alcanzaron un saldo de \$937 mil millones. En razón a ello, uno de los principales logros de la autoridad monetaria fue haber esterilizado la mayor parte de los aumentos en la oferta monetaria generados por la acumulación de reservas internacionales manteniendo bajas las tasas de interés.

2.2.3 Tasa de Cambio. Luego de una fase de transición, ha comenzado a tener plena vigencia el nuevo régimen

UNIVERSIDAD DE CALDAS

Biblioteca Universitaria

Deposito en el Archivo

Clasificación

cambiario que ha descentralizado las operaciones cambiarias y sentado las bases para que la tasa de cambio tienda a responder básicamente a determinantes de mercado. La entrada en vigor del nuevo esquema se produjo en el contexto ya mencionado de acumulación de reservas, lo que implicó la necesidad de intervención por parte del Banco de la República como comprador de divisas, a fin de aminorar las tendencias revaluacionistas implícitas, que habrían disminuido la competitividad de las exportaciones. El mecanismo del certificado de cambio ha hecho posible que el Banco de la República compre las divisas y esterilice la expansión monetaria que ello ocasiona.

Con el certificado, la tasa de cambio de mercado fluctúa dentro de una banda cuyo límite superior es la tasa fijada diariamente por el Banco para la redención de certificados vencidos y el inferior es la misma descontada en 12.5%.

Al finalizar 1991, el índice se ubicaba en 106,3 con caída de 9.1% en dicho año; en 1992 disminuyó 2.0%.

2.3 COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMIA EN 1992

2.3.1 Sector Real. La actividad productiva tuvo una ligera aceleración respecto al año anterior. El PIB creció

3.6%, resultado satisfactorio si se tiene en cuenta las diferentes dificultades en este panorama económico como el racionamiento de energía la sequía y la caída en el precio externo de importantes productos agrícolas de exportación.

El comportamiento de la demanda interna está asociado con el compromiso y credibilidad que los agentes adoptaron frente al nuevo modelo de desarrollo. El consumo de los hogares se incrementó en 3.3% y el de las administraciones públicas en 3.5%. La inversión se incrementó en 11.5%.

Fue positivo el comportamiento del comercio y de los servicios. La construcción fue el sector más dinámico. La actividad agropecuaria registró un aumento de 0.3% en los cultivos no cafeteros.

La tasa de desempleo se situó en 9.9% superior en 0.5% respecto al año anterior.

2.3.2 Sector Externo. Continuó el proceso de acumulación de reservas internacionales registradas desde 1990. Se incrementaron en 1992 en US\$1.347 millones, llegando el saldo a US\$7.768 millones. Al igual que en años anteriores, dicho resultado se originó en el excedente de las operaciones corrientes de la balanza de pagos, derivada de una

balanza comercial superavitaria y del ingreso de divisas por concepto de transferencias.

Las exportaciones totales registraron un ligero retroceso (-3.0%). El balance neto en servicios continuó siendo negativo, mientras el flujo de transferencias se mantuvo estable.

Los bienes de capital registraron mayor ascenso (50.3%), lo cual refleja la reactivación de la inversión.

Las exportaciones llegaron a US\$7.285 millones (Cuadro 2). Las exportaciones no tradicionales llegaron a US\$3.541 millones, (48.6%) del total.

Las amortizaciones totalizaron US \$2.297 millones, al fortalecerse la política de sustitución de deuda pública externa por interna, mediante la colocación de bonos de deuda pública interna (Bonos Ley 55) en monto de US\$500 millones.

Dado el mayor crecimiento de las amortizaciones frente a los desembolsos, el saldo de la deuda pública de mediano y largo plazo disminuye de US \$ 14.464 millones a US\$14.002 millones.

COMISIÓN DE ECONOMÍA
Banco Mundial
Permanente de la OEA
Clasificación de la OEA

CUADRO No. 2
EXPORTACIONES
(US\$ millones)

	1991p	1992e	Variación	
			Absoluta	%
1. Exportaciones	7.507.4	7.284.9	-222.5	- 3.0
A)Exportaciones no tradicion.	3.541.1	3.541.1	0	0.0
B)Café	1.323.6	1.269.5	- 54.1	- 4.1
C)Hidrocarburos	1.460.5	1.439.8	- 20.7	- 1.4
D)Carbón	630.2	551.3	- 78.9	-12.5
E)Ferroniquel	143.5	120.4	- 23.1	-16.1
F)Oro	408.5	362.8	- 45.7	-11.2
<p>p: Preliminar e: Estimado</p> <p>Fuente: Banco de la República.</p>				

2.4 SECTOR PUBLICO

Los resultados fiscales fueron satisfactorios y contribuyeron a fortalecer el patrón de estabilidad registrado en los últimos años.

Estos resultados fiscales se lograron gracias a varias reformas en materia de política fiscal. Se aprobó por parte del Congreso una reforma tributaria facilitando el equilibrio fiscal para los próximos años, se puso en marcha una estrategia de sustitución de endeudamiento externo por doméstico. Se logró absorber los desequilibrios en los sectores energético, cafetero y en el proyecto del metro de Medellín.

El efecto de esta reforma tuvo efectos inmediatos ya que financió el déficit de dicho año a través de la suscripción forzosa de bonos por \$208 mil millones.

La estabilidad de las finanzas del sector se logró en presencia de desequilibrios en entidades descentralizadas.

2.4.1 Precios. En 1992 la variación anual del índice de precios al consumidor llegó al 25.13%, cifra que aunque superó las metas señaladas por las autoridades (22%), fue inferior a la obtenida al año anterior (26.3%).

COMUNIDAD DE CALLES
Calle 100
Calle 100
Calle 100
Calle 100

Por su parte, el índice de precios al productor aumentó solo 17.9%. De manera general puede señalarse que en dicho comportamiento interactúan una serie de factores, algunos vinculados a políticas económicas y otros de carácter puntual, como la situación de la oferta agropecuaria.

2.5 CONCLUSIONES DEL CAPITULO

Los derroteros económicos apuntan a una inflación medida que en ningún momento ha alcanzado el tan perseguido 22%, si bien la tasa de inflación se redujo de 26,3% a 25,1%, el resultado no es satisfactorio, ni mucho menos alentador si se compara con la alta cuota de sacrificio que nuestra economía aporta.

No obstante, el hecho de que contra viento y marea se busque una inflación acorde al comportamiento de las demás variables, la situación no es nada clara, por cuanto no existen fuerzas contundentes que moderen la inflación y, por el contrario, factores como una mayor demanda global, una excesiva liquidez del mercado dificultaron el manejo de esta variable.

La economía colombiana creció de 2,3% en 1991 a 3,57 en 1992, sin embargo este resultado no es del todo alentador

3. TASA DE CAMBIO, REVALUACION Y POLITICA MONETARIA

Dentro de las distorsiones que puede sufrir una economía por la alta presión de un fuerte ingreso de divisas, la revaluación de su moneda puede ser una de las más nocivas. Los estragos que ocasiona el mantener una política de tasa de cambio poco real, pueden ser gravísimos en términos de empleo; igualmente preocupante son las consecuencias en el desarrollo de los sectores productivos y el desenvolvimiento de las exportaciones.

3.1 LA POLITICA MONETARIA PARA 1993

Como hemos venido anotando, el control de los agregados monetarios es una parte fundamental del objetivo de estabilización y control de la inflación. En tal sentido, se fijaron bandas de crecimiento para M_1 entre 24% y 30%, compatibles con un crecimiento de la demanda por dinero estimado en el orden del 30%, dado el marco de menores expectativas de inflación y de un proceso de mayor profun

60
72
dización financiera, así como de menores tasas de interés que en el pasado.

Los cambios estructurales que se han venido dando en la economía colombiana en los últimos años, en particular el mayor grado de apertura y de libertad frente a los movimientos de capitales, naturalmente han conducido a modificaciones importantes en el mercado monetario, reflejados en un mayor grado de endogeneidad de la oferta que en el pasado y en significativos cambios en la demanda de dinero.

3.1.1. Agregados monetarios. La evolución de los agregados monetarios durante este año, estuvo marcada por factores de diversa índole. De un lado, las Operaciones de Mercado Abierto (OMA) y la colocación de certificados de cambio realizadas durante 1992 condicionaron el comportamiento de la base monetaria en buena parte; el vencimiento de dichos papeles en cuantías muy importantes determinó un gran esfuerzo de gran parte de las autoridades monetarias, habiéndose visto obligada a incrementar la colocación de OMA, cuyo saldo superó los 2 billones de pesos en los meses de septiembre y octubre (ver Cuadro 1).

Otra fuente de expansión durante este año, fué el pago por parte de las autoridades monetarias de los rendimientos

si analizamos el comportamiento registrado en la balanza comercial. En este año de apertura a manos llenas, la balanza no se inclinó a favor de los exportadores colombianos y menos aún de los que comercializan bienes no tradicionales. Problemas como la revaluación y reducción del Cert pesaron lo suficiente como para frenar el crecimiento de las llamadas exportaciones no tradicionales.

Nadie esperaba que las políticas del gobierno fueron de doble faz; por un lado libertad de importaciones y por el otro medidas que desincentivan la producción y en particular las exportaciones. Una cosa era la apertura económica que obligaba a competir y otra muy diferente la política anti-inflacionaria que no permite hacerlo.

Tanto los gremios como el gobierno eran conscientes de la necesidad de enfrentar los indicadores inflacionarios, pero lo que no comprendían los empresarios era como se esperaba mantener a largo plazo el éxito de 1991 (la inflación cae de 32 a casi 27%), si a la par con la caída del gasto de consumo, las medidas también afectaron el gasto de inversión.

CUADRO 1
 DEUDA DOMESTICA DEL BANCO DE LA REPUBLICA
 (Saldo a fin de periodo)
 (Millones de pesos)

periodo	OMA	Certificados de cambio	Total
ENERO	1.230.348	1.208.214	2.438.562
FEBRERO	1.337.674	1.204.680	2.542.354
MARZO	1.398.371	1.039.737	2.438.108
ABRIL	1.528.111	912.514	2.440.625
MAYO	1.787.764	736.946	2.524.710
JUNIO	1.423.027	607.159	2.030.186
JULIO	1.861.637	517.288	2.378.925
AGOSTO	1.951.438	468.853	2.420.291
SEPTIEMBRE	2.234.902	409.082	2.643.984
OCTUBRE	2.052.039	370.397	2.422.436
NOVIEMBRE	1.865.305	321.382	2.186.687
DICIEMBRE	1.371.378.	338.813	1.710.191

Fuente: Revista del Banco de la República, Diciembre 1993

de las ONA y el costo de los certificados de cambio.

Igualmente, el comportamiento de las disponibilidades de la Tesorería le imprimió un alto grado de volatilidad a los agregados monetarios, fenómeno que se agudizó durante el mes de mayo, cuando dicha entidad redujo sus disponibilidades en el emisor de manera significativa, irrigando así importantes recursos al sistema, lo que determinó una considerable expansión de la liquidez.

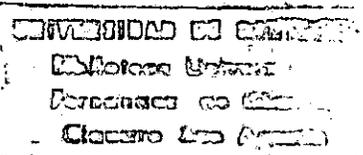
Este y otros elementos, dieron como resultado un crecimiento de los medios de pago durante los dos últimos trimestres del año que superan la banda establecida del 30%.

En promedio, M_1 aumentó a una tasa de 34,3% en este período, habiéndose logrado reducir la tasa de expansión a 29,9% al finalizar el año. Este crecimiento se explica en la expansión de la base monetaria de 34% a Diciembre 31 y en promedio para el año de 35% (véase Cuadro 2)(16).

3.1.1.1 Oferta Monetaria. La oferta monetaria registró un incremento durante el año de \$3.729.545 millones.

A este incremento contribuyó M_1 en \$872.594 millones y el resto se registró en el acelerado incremento de los

(16) Para mayor información, vea Revista del Banco de la República de enero 1974.



CUADRO 2
 CRECIMIENTO DE LOS AGREGADOS MONETARIOS
 (Porcentaje)

Periodo	Base	M1	M2	M3	M4
1991 Diciembre	54,5	32,8	33,9	49,4	51,7
1992 Enero	62,1	31,1	35,3	51,6	55,3
Febrero	68,4	34,8	40,8	54,7	53,4
Marzo	64,6	34,9	43,9	56,5	53,4
Abril	78,2	46,3	47,0	59,9	48,7
Mayo	75,1	39,4	42,7	55,6	48,1
Junio	63,6	44,9	47,5	58,9	50,4
Julio	56,8	43,6	47,2	53,3	48,0
Agosto	62,8	42,5	46,6	49,9	44,3
Septiembre	47,2	36,5	43,6	38,3	35,1
Octubre	49,3	36,7	40,2	35,3	32,5
Noviembre	39,2	35,6	36,8	32,7	30,3
Diciembre	37,1	41,2	38,4	37,4	32,6
1993 Enero	31,1	39,1	33,7	31,7	27,6
Febrero	32,0	36,0	31,6	31,2	27,2
Marzo	30,6	34,6	30,8	28,6	28,0
Abril	27,9	30,8	30,8	27,8	27,3
Mayo	27,8	31,5	31,4	26,5	26,6
Junio	37,4	32,8	34,4	25,2	24,8
Julio	39,7	34,9	39,4	31,2	31,4
Agosto	38,6	35,4	43,1	35,4	36,1
Septiembre	40,2	37,4	40,6	37,1	38,0
Octubre	39,1	34,3	40,0	35,5	37,1
Noviembre	36,5	34,1	43,8	38,4	40,7
Diciembre	34,0	29,9	40,6	30,6	33,7

M1 = Efectivo + Depositos en Cuenta Corriente
 M2 = M1 + Cuasidineros
 M3 = M2 + OMA + Certificados de Cambio
 M4 = M3 + CEV + TAN + D.F + Aceptaciones + TER + TES.

Fuente: Banco de la República

CUADRO 3			
AGREGADOS MONETARIOS			AÑO 1993
(\$ millones)			
PERIODO	M1	M2	MULT. MONET.
ENERO	\$ 3.641.600	\$ 11.075.851	1,449
FEBRERO	3.550.563	11.136.611	1,400
MARZO	3.586.826	11.472.427	1,384
ABRIL	3.833.763	11.979.998	1,390
MAYO	3.872.462	12.124.521	1,377
JUNIO	4.159.672	12.870.560	1,388
JULIO	4.105.186	13.149.712	1,395
AGOSTO	4.093.615	13.481.141	1,346
SEPTIEMBRE	4.201.211	13.609.965	1,427
OCTUBRE	4.284.412	14.159.691	1,362
NOVIEMBRE	4.514.194	14.805.396	1,386

Fuente: Banco de la República.

interés interna y externa, de los términos de intercambio, de la estructura de los aranceles y de la disponibilidad de crédito externo, entre otros factores" (17).

3.2 EL SECTOR REAL EN 1993

Según estimaciones del DNP, durante 1993 la economía colombiana creció a una tasa de 5.16%. Las principales fuentes de crecimiento fueron, por segundo año consecutivo, la inversión y el consumo tanto público como privado, compensando así estos dos componentes del gasto el poco dinamismo de la demanda externa.

El DNP estima que la inversión privada creció alrededor del 37% en términos reales y la pública superó el 15%. Por su parte el consumo habría experimentado tasas de expansión de 7.7% y 11% en estos dos sectores respectivamente (ver Cuadro 4).

El buen comportamiento de estos agregados del gasto interno está asociado a la reducción de las tasas de interés, la cual permitió una considerable expansión del consumo.

(17) Para mejor tratamiento del tema, véase Edwards (1989) Devaluación y ajustes.

CUADRO 4							
DESCOMPOSICION DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO (PIB) SEGUN COMPONENTES DEL GASTO, 1993 a 1994							
CONCEPTO	(Pesos constantes)		Participación %		Crecimiento %		PROM.
	1992pr	1993e	1992pr	1993e	1992pr	1993e	
Consumo final	618.344	669.058	79.58	81.86	5.13	8.20	4.37
C.de los hogares	524.348	564.722	67.47	69.10	3.93	7.70	3.90
C.de las admon públicas	93.966	104.336	12.09	12.77	12.40	11.00	7.20
For.bruta de cap.	132.601	172.158	17.06	21.06	15.71	29.83	10.87
F.bruta de cap.fijo	111.182	142.758	14.31	17.47	18.32	28.40	8.64
Inv. pública(1)	46.696	54.089	6.01	6.62	7.88	15.83	4.35
Inv. privada(1)	64.486	88.668	8.30	10.85	27.24	37.50	12.06
Variación de exist.	24.419	29.400	2.76	3.60	3.81	37.26	31.49
Demanda interna	750.945	841.216	96.63	102.93	6.86	12.02	5.49
Balance externo	26.227	(23.924)	3.37	-2.93	-45.30	-191.22	-37.27
Exportaciones	168.360	176.626	21.66	21.61	6.70	4.91	8.19
Importaciones	142.133	200.550	18.29	24.54	29.40	41.10	18.61
PIB	777.172	817.292	100.00	100.00	3.53	5.16	3.77
Medidos en millones (p)provisional-DANE. (pr)preliminar-DANE. (e)estimación-DNP. (1) Para 1993 corresponde a estimaciones del DNP.							
Fuente. Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE).							

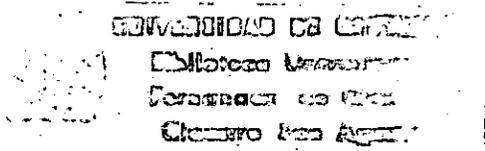
Los sectores que mejor comportamiento presentaron este año fueron los productores de bienes no comerciables, registrando un mayor índice de crecimiento (ver Cuadro 5). En efecto la construcción registró una tasa de expansión de 9.3%, por su parte el sector de electricidad, gas y agua alcanzó una tasa de crecimiento del 12.6%, el sector financiero 6,55% y el comercio como ya lo señala.

Con el proceso de apertura económica, el sector agropecuario registró un notable deterioro, a raíz de la aplicación de las políticas antiinflacionarias, tal es el caso del control de la oferta monetaria y del crédito de fomento; durante este año este sector registró una breve recuperación del 2,71%, frente al decrecimiento registrado en 1992, del 1,03%.

3.3 NUESTRA ECONOMIA EN 1993

Durante este año nuestra economía presentó resultados ampliamente satisfactorios desde el punto de vista del crecimiento del PIB, de la reducción del desempleo y de la inflación, así como del mantenimiento del tipo de cambio real (18).

(18) Para ampliación del tema, vea Revista del Banco de la República de marzo y abril de 1994.



CUADRO 5

CRECIMIENTO PORCENTUAL DEL PIB POR GRANDES AGRUPACIONES DE ACTIVIDAD ECONOMICA A PRECIOS CONSTANTES DE 1975.

AGRUPACION DE ACTIV. ECONO.	1990	1991p	1992pr	1993e
Agric. Silvic. Caza.	5.83	5.44	-1.03	2.71
Minería	5.92	0.72	1.00	0.14
Industria Manufacturera	4.23	0.84	4.85	1.88
Electricidad gas y agua	3.77	3.70	-6.94	12.61
Construcción y O.públicas	-13.07	-0.71	11.51	9.29
Estab. Financieros	6.20	5.23	3.85	6.55
Servicios personales(1)	2.21	3.49	3.98	4.06
Servicios del gobierno	2.85	3.53	6.20	7.66

(p)provisional-DANE, (pr)preliminar-DNP,
(i)incluye servicios domesticos.

Fuente. DANE y DNP

Dicho crecimiento como se anotó, estuvo jalonado por la inversión y la importante expansión del gasto público y privado, en contraposición a la evolución de las exportaciones, las cuales redujeron su dinamismo.

Por el contrario, el entorno internacional en términos generales resultó desfavorable a las metas de crecimiento. La reducción en los precios de los más importantes productos de exportación, y en general la reducción de la demanda por importaciones, fruto de la marcada recesión del mundo industrializado, así como las reducciones de las tasas de interés en dichos países y la terca determinación de nuestras autoridades de revaluar nuestra moneda, fueron factores perniciosos que afectaron adversamente nuestra economía.

"Según nuestras autoridades, la reducción de las tasas de interés externas, significó la continuidad de fuerzas favorables al ingreso de capitales y por lo tanto, a tendencias de revaluación del peso", inconveniente en el contexto de apertura hacia el exterior como en el que se halla comprometida nuestra economía.

Por esta razón, las políticas monetaria, crediticia y cambiaria, además del objeto de reducir la inflación, estuvieron orientadas a estabilizar el tipo de cambio.

GOBIERNO DE CHILE
 MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS
 BANCO CENTRAL DE CHILE

real, política que como hemos mencionado, ha estado sujeta a altos costos.

Es así como la política de contención de la inflación junto con la política cambiaria condicionaron en importante medida junto con la expansión del crédito en el segundo semestre, la evolución de los agregados monetarios durante este año. En efecto, la ampliación de la base monetaria estuvo bastante influenciada por las variaciones de los pasivos no monetarios del Banco de la República (OMA y certificados de cambio).

Al finalizar 1992 existía un saldo de dichos instrumentos de \$ 948.2 miles de millones (19); los vencimientos de dichos títulos, así como el elevado crecimiento de los medios de pago en el segundo semestre de 1993, determinó la necesidad de nuevas emisiones de OMA que situaron su saldo al finalizar el año en \$1.438 miles de millones. En dicha política, que, como hemos insistido, responde a la necesidad de defender el descenso en el tipo de cambio, radica el origen principal de las pérdidas registradas por el Banco de la República.

En lo que respecta a la inflación cuya disminución, constituye el objetivo prioritario de política para las autoridades

(19) Ampliar información en la Revista del Banco de la República de diciembre de 1992.

des económicas, se logró una meta, que si bien, es mucho menor a la registrada a finales de 1990 (32,5%), no compensa el alto deterioro de nuestra economía como consecuencia de la política de shock implementada para llevar el índice de precios al 22% anual.

El elevado crecimiento de la demanda, así como la inflexibilidad de algunos precios y la baja impidieron lograr un resultado más satisfactorio.

A parte del bajo rendimiento de nuestra economía, cabe mencionar algunos factores en la evolución reciente que son motivo de preocupación y que podrían atentar contra la consolidación de la tendencia de reducción de la inflación en el próximo año (1994). Tal es el extraordinario aumento del gasto, tanto privado como público. Este comportamiento resulta de particular preocupación para nuestras autoridades. No sobra insistir en que la reducción de la inflación no solo es competencia de dichas autoridades, sino que en ella se conjugan una serie de políticas, lo que exigirá un importante esfuerzo de coordinación de las distintas políticas macroeconómicas (20) y en particular del gasto público.

(20) En el primer capítulo hablamos de esta descoordinación.

3.3.1 Nuestro sector externo en 1993. Durante 1993 se ejecutó la reforma al estatuto cambiario (21), cuyo propósito fundamental fue agilizar las transacciones con el exterior, buscando mantener mecanismos de control sobre los flujos de capitales especulativos.

Es así como se disminuyeron los procedimientos para reintegro y giro de divisas; se amplió la gama de operaciones no sujetas al requisito de canalización a través del mercado cambiario, para abarcar prácticamente la totalidad de los servicios y transferencias; se autorizaron las exportaciones e importaciones en moneda legal obligándose a canalizar sus pagos a través de los intermediarios del mercado cambiario.

En materia de deuda y en lo que respecta al sector privado de la economía, el nuevo régimen cambiario desmontó la mayor parte de las restricciones aplicadas a la movilidad de capitales, permitiéndose la obtención de créditos del exterior, a través de proveedores, intermediarios del mercado cambiario y/o entidades financieras del exterior a cualquier plazo y destino, pero estableciéndose un encaje equivalente al 47% del valor de la deuda en moneda extranjera para aquellos créditos inferiores a un plazo de 18 meses, con el fin de buscar un mayor equilibrio en sus

(21) Resolución 21 de la Junta Directiva del Banco de la República.

condiciones financieras con el costo interno de la deuda, a fin de no propiciar movimientos especulativos de capital. Esta medida permite entonces al sector privado acceder a los mercados internacionales de capital, al tiempo que contribuye a estimular a la competencia al sistema financiero interno, dentro de condiciones que impidan que el endeudamiento externo se constituya en factor perturbador de la estabilidad macroeconómica y del sector en particular (22).

A diferencia de lo ocurrido en los dos años anteriores (1991-1992), en que las reservas internacionales del país señalaron aumentos significativos, en 1993 la acumulación de éstas disminuyó.

Dado el nuevo régimen comercial del país, el elevado crecimiento de la absorción interna (23) se tradujo en un considerable incremento de las importaciones (50,6%), que se vió acompañado de un moderado crecimiento de las exportaciones (2,2%) al experimentar las principales ventas externas, con excepción de carbón y no tradicionales, una disminución durante este año.

(22) En consecuencia, con el objetivo de limitar los ingresos de capitales especulativos o de origen dudoso, se mantiene la retención en la fuente para ingresos de divisas de servicios distintos al turismo, con el fin de castigar dichos flujos.

(23) Estimado por el DNP en un 11% en términos reales.

Como ya se anotó, las exportaciones tradicionales fueron afectadas en forma adversa por la evolución de los precios internacionales de los productos básicos y por la lenta recuperación de las economías industrializadas. Aunado a esto, la crisis que desde hace varios años afecta al sector cafetero a raíz de la ruptura del pacto entre productores y consumidores de este producto, se ha traducido en importantes pérdidas de ingresos externos.

No obstante el buen desempeño de las exportaciones no tradicionales cuyo crecimiento fue de 11.7%, se siguió registrando para este año un déficit comercial.

UNIVERSIDAD DE LOS ANDES
Escuela de Historia
Florencia de Caceres
Clase de Historia

4. SITUACION Y POLITICA MONETARIA DE 1994

4.1 SITUACION MONETARIA

La junta directiva del Banco de la República estableció en el año 1994 una meta de crecimiento de los medios de pago, M_1 , en el rango del 20% al 28%. Esto reflejó el deseo de restringir el crecimiento de la liquidez a niveles acordes con un crecimiento del PIB Real del 5% y una reducción de la inflación a una tasa anual del 19%.

Para ello se adoptaron una serie de medidas como fueron: La eliminación de los certificados de cambio, instrumento que implicaba el compromiso que el Banco de la República tenía que adquirir todas las divisas que el mercado estuviera dispuesto a venderle a la tasa de cambio previamente establecida, lo que contrariaba las metas propuestas de expansión monetaria. Los certificados de cambio junto con las ONA, como es ampliamente conocido condicionaron en buenas medidas las políticas monetarias de años pasados

UNIVERSIDAD DE CALDAS
Biblioteca Universitaria
Departamento de Ciencias
Ciclo 1994-1995

y fueron causante de un importante déficit cuasifiscal (24)

En este orden de ideas con el fin de frenar el ingreso de capitales de corto plazo y contribuir de esta manera a las metas monetarias y a los equilibrios macroeconómicos, paralelamente se introdujeron controles al endeudamiento externo de corto plazo.

Adicionalmente se agilizaron los pagos al exterior, al reducir los plazos para el giro de importaciones, mediante la sujeción de aquellos créditos de entre cuatro (4) y seis (6) meses, al requisito de encaje del 30%.

A lo largo del año se adoptaron medidas con el fin de moderar el crecimiento del crédito al sector privado. En marzo se fijó un tope máximo al crecimiento mensual de las operaciones activas de los intermediarios financieros de 2,2% compatible con las metas propuestas en la programación financiera, donde dicha medida resultó solo parcialmente exitosa.

En agosto, la Junta Directiva del Banco de la República eliminó el tope a las operaciones activas y utilizó más

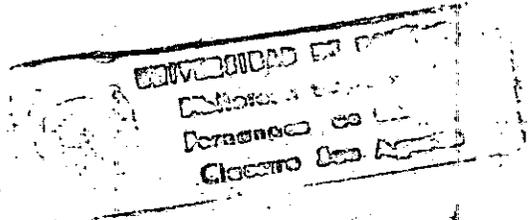
(24) Las pérdidas del Banco de la República por este concepto, ascendieron a \$356.000 millones en 1993, los cuales fueron cubiertos con la reserva monetaria y cambiaria \$228.900 millones con que contaba esa entidad, y el saldo de \$127.000 millones con una asignación del Presupuesto Nacional de \$70.000 millones. La diferencia, por valor de \$57.100 millones, así como las pérdidas de 1994 alrededor de \$54.000 millones debería ser subsidiado con el Presupuesto Nacional de 1995.

activamente la política de tasa de interés. A partir de Mayo se incrementaron las intervenciones en el mercado monetario, elevando en cerca de tres (3) puntos la tasa de interés de dichas operaciones y en Agosto se dió mayor flexibilidad a los operadores monetario del Banco de la República para la fijación de la tasa de interés de los OMA, de tal fomra que estos instrumentos tuvieran mayor capacidad de competir con otros papeles en el mercado.

La persistencia de presiones de demanda en la economía condujo a elevaciones sustanciales de la tasa de interés en el segundo semestre del año; el DTF pasó de un nivel promedio en los primeros cuatro meses de 25,4% a 26,2% y 28,2% en mayo y junio, con tendencia ascendente llegando en diciembre a 37,9%. Las tasas de colocación tuvieron esta trayectoria ascendente llegando a un nivel superior al 20% en términos reales, (ver Cuadro 1).

4.2 AGREGADOS MONETARIOS

En esta sección analizaremos el comportamiento que tuvieron estos agregados en lo ocurrido del año, pero teniendo en cuenta su variabilidad hasta agosto, fecha en que termina el período de gobierno Gaviria, y luego el curso que siguen hasta finalizar el año de 1994.



CUADRO I
D T F
(Tasa efectiva)

PERIODO	BANCOS	CORPORACIONES FINANCIERAS	COMPAÑIAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL	TOTAL SISTEMA
1993 ENERO	25.98	26.30	26.90	26.70
FEBRERO	26.00	26.08	26.92	26.29
MARZO	26.60	26.70	27.50	26.80
ABRIL	26.53	26.60	27.22	26.71
MAYO	26.04	26.21	26.98	26.35
JUNIO	26.17	26.46	27.13	26.48
JULIO	24.96	25.83	25.93	26.34
AGOSTO	24.20	24.43	25.01	24.44
SEPTIEMBRE	24.18	24.20	25.10	24.37
OCTUBRE	24.60	25.08	25.56	24.85
NOVIEMBRE	25.15	25.93	26.04	25.48
DICIEMBRE	25.75	26.63	27.63	26.49
1994 ENERO	25.55	25.83	26.49	25.82
FEBRERO	24.90	25.30	26.00	25.30
MARZO	25.10	25.20	26.10	25.30
ABRIL	25.00	25.43	26.07	25.31
MAYO	26.09	26.18	26.87	26.21
JUNIO	27.26	28.23	30.06	28.25
JULIO	28.68	29.02	30.23	29.15
AGOSTO	30.18	31.47	31.95	30.69
SEPTIEMBRE	30.45	31.23	32.24	30.84
OCTUBRE	32.04	33.19	34.67	32.53
NOVIEMBRE	35.13	36.81	38.07	35.69
DICIEMBRE	36.18	38.58	39.81	37.90

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

4.2.1 Base monetaria. Al analizar el comportamiento de la base monetaria se observó que creció a una tasa anual del 28,5%.

Se presentó una disminución en el crédito doméstico debido a las disminuciones en el crédito neto a la tesorería y en el crédito neto al resto del sector público que superan los efectos de la reducción en los Pasivos con el sector privado y los incrementos en el crédito neto en el sistema financiero.

Al finalizar 1994, la base monetaria registró un crecimiento de 27,3% con un saldo de \$5.018.112 millones.

Estos resultados se deben también en primer lugar, a los efectos expansionistas ocasionados por los aumentos de \$500.196 millones (50,4%) en el crédito doméstico, \$240.763 millones (3,7%) en las reservas internacionales netas y de \$10.812 millones (7,4%) en la moneda de tesorería. En segundo lugar, de los efectos contraccionistas producidos por los aumentos en las cuentas patrimoniales (\$35.048 millones 2,9%) y en las obligaciones externas a largo plazo de (\$16.937 millones, 25,7%).

El mayor crédito doméstico obedeció por un lado al efecto positivo que sobre él ejercieron los incrementos en el

crédito neto de \$337.486 millones (99,8%) a la Tesorería y de \$199.242 millones (31,1%) al sistema financiero, la caída de los pasivos en el sector privado (\$16.994 millones 3,5%), el alza en el crédito neto al resto del sector público (\$14.528 millones 3,2%) y de otro lado, al efecto negativo que causa la reducción en otros activos netos (\$68.054 millones 26%).

La reducción de los pasivos con el sector privado se debe, a la cancelación en certificados de cambio de \$62.449 millones.

El mayor crédito neto a la Tesorería se debe a la disminución en los depósitos en moneda nacional (\$326.163 millones) y el ascenso en otros créditos.

4.2.2 Medios de Pago. Al finalizar agosto, el saldo de M_1 fué de \$5.441.380 millones, es decir \$154 mil millones por encima del punto máximo del corredor, con una tasa de crecimiento anual de 30.5%. Esta variación mensual se explica por la reducción de \$47.978 millones (1,2%) en la base monetaria y el incremento de 1.395 a 1.407 (0,9%) en el multiplicador monetario.

Al finalizar diciembre de 1994, los medios de pago (M_1), estuvieron situados en \$6.602.657 millones, superior al saldo de noviembre \$665.514 millones (11,2%).

El incremento en el mes se explica por el aumento en la base monetaria \$699.786 millones (16,2%) y el cambio de 1.375 a 1.316 (4,3%) en el multiplicador monetario.

4.2.3 Oferta monetaria ampliada M_2 . La oferta monetaria ampliada y los cuasidineros registraron un acelerado crecimiento a partir de 1993, llegando a situarse (la oferta) en \$19.001.474 millones en agosto de 1994, con un incremento de \$541.250 millones (2,9%) en el mes. Esta evolución es producto del aumento en los cuasidineros alcanzando un valor de \$13.560.094 millones lo cual constituye el 71,3% de la oferta monetaria ampliada, y del crecimiento en los medios de pago ya mencionados.

Desde abril de 1994, se adicionan a los sustitutos próximos del dinero las captaciones de los organismos cooperativos.

Para el mes de Diciembre de 1994, el saldo de la oferta monetaria ampliada (M_2) es de \$21.910.850 millones, obteniendo un incremento de \$1.252.903 millones (6,1%) en el mes. Este crecimiento es producto del aumento en los cuasidineros los cuales alcanzaron un valor de \$15.308.193 millones (4,0%) y que constituyeron el 69,9% de M_2 , y del crecimiento de los medios de pago ya mencionados.

RECEIVED
1994 DEC 15

Dentro de los cuasidineros, el saldo de los depósitos de ahorro en el sistema bancario fue de \$2.530.166 millones con un aumento de \$134.302 millones (5,6%) en el mes y de \$319.197 millones (14,4%) en año completo.

En cuanto a los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda estuvieron en \$6.355.757 millones con un incremento de \$154.049 millones (2,5%) en el mes y de \$1.924.863 millones (43,4%) en los últimos doce meses.

De igual forma los CDTs y las captaciones de las compañías de financiamiento comercial, presentaron saldos ascendentes.

4.2.4 Multiplicador monetario. En cuanto al multiplicador monetario, podemos ver que se sitúa para el mes de agosto de 1994 en 1,407, siendo mayor que el de Julio ya que para esta época fue de 1.395.

Su variación se debe por un lado, al aumento del coeficiente de efectivo (0,564 a 0,496), debido al alza de \$71.300 millones (4,1%) en el efectivo en poder del público, en tanto que los depósitos en cuenta corriente se reducen en \$93.168 millones (2,5%); y por otro lado, a la baja del coeficiente de reserva de 0,585 a 0,568 causada por la reducción de \$119.278 millones (5,5%) en la reserva

bancaria frente al alza de las cuentas corrientes ya mencionadas.

Para el mes de diciembre, dicho multiplicador registró una baja respecto al mes de agosto, situándose en 1,316 y también menor que el de noviembre que fue de 1,375. El mayor valor del coeficiente de efectivo tuvo que ver en esta variación y pasó de 0,548 a 0,591, como consecuencia del aumento de \$352.412 millones (16,8%) en el efectivo en poder del público; los depósitos en cuenta corriente aumentaron en \$313.102 millones (8,2%) y por otro lado al incremento del coeficiente de reserva de 0,578 a 0,618 por el alza de \$347.374 millones (15,7%) en la reserva bancaria, frente al alza de las cuentas corrientes ya mencionadas.

4.3 INSTRUMENTOS DE CONTROL MONETARIO

4.3.1 Operaciones de Mercado Abierto OMA. Entre enero y agosto del presente año, la Junta Directiva del Banco de la República adoptó varias determinaciones en lo económico, con el objetivo de reducir el exceso de demanda agregada. El gobierno efectuó algunos reajustes al presupuesto del gasto anual; sin embargo; envista de que la demanda agregada no se estaba reduciendo a los niveles requeridos por la programación financiera, la Junta decidió

adoptar medidas más restrictivas en agosto, orientadas a crear condiciones macroeconómicas que permitieron cumplir con la meta de inflación. Es aquí donde se incrementó la tasa de interés de las OMA; redujo de 6 (seis) a cuatro (4) meses los plazos máximos de giro de importación y elevó el depósito al endeudamiento externo ampliando los límites restrictivos de tres (3) a cinco (5) años.

Las tasas de interés de las OMA y las medidas de control al endeudamiento externo, adoptadas en agosto, se constituyeron en instrumentos de política que contribuyeron al logro de controlar la inflación. Debido a que estas medidas por sí solas no eran la solución definitiva al exceso de demanda agregada, se insistió en que dichas acciones deberían estar acompañadas de una medida más fuerte que permitiera reducir la inflación sin apreciar la tasa de cambio.

En este orden de ideas, con el fin de frenar el ingreso de capitales de corto plazo y contribuir a las metas monetarias y a los equilibrios macroeconómicos, se introdujeron paralelamente controles al endeudamiento externo de corto plazo. Además se agilizaron los pagos al exterior, al reducir los plazos para el giro de importaciones, mediante la sujeción de aquellos créditos con términos entre cuatro (4) y seis (6) meses, al requisito de encaje de 30% (Reso

lución 22 de 1994 de la Junta Directiva del Banco de la República).

El saldo de títulos representativos de operaciones de mercado abierto experimentó una reducción de febrero a agosto de 1994; posteriormente mostró la misma tendencia descendente, siendo su saldo en diciembre inferior al billón de pesos, con una reducción de 27,5% frente al de un año antes. La reducción de estos títulos constituyó el principal factor de expansión de la base durante 1994 al reducirse su saldo en \$657 mil millones (33%) (Cuadro 2).

4.3.2 Tasa de interés. Debido a la persistencia de presiones de demanda en la economía, combinada con el esfuerzo de la autoridad monetaria por lograr aumento en los medios de pago (M_1) compatible con las metas de inflación, conllevó a elevaciones sustanciales de la tasa de interés en el segundo semestre del año; (Cuadro 1). El DTF pasó del nivel promedio en los primeros cuatro (4) meses de 25,4% a 26,2% y 28,2% en mayo y junio respectivamente con clara tendencia ascendente, alcanzando un valor más alto en diciembre al situarse en 37,9%. Las tasas de colocación también reflejaron esta trayectoria ascendente, alcanzando en términos reales un nivel superior al 20%. Entre enero y abril se aprecia una relativa estabilidad de estas tasas.

SECRETARÍA DE ECONOMÍA
ESTADÍSTICA
CIUDAD DE MÉXICO

CUADRO 2

DEUDA INTERNA DEL BANCO DE LA REPUBLICA
(Saldos a fin de mes en millones de pesos)

	OMA	Certificados de cambio	Total
1993 Enero	1.230.348	1.208.213	2.438.561
Febrero	1.337.674	1.204.680	2.542.354
Marzo	1.398.371	1.039.737	2.438.108
Abril	1.528.111	912.514	2.440.625
Mayo	1.787.764	736.946	2.524.710
Junio	1.423.027	607.159	2.030.186
Julio	1.861.637	517.288	2.378.925
Agosto	1.951.438	468.853	2.420.291
Septiembre	2.234.902	409.082	2.643.984
Octubre	2.052.039	370.397	2.422.436
Noviembre	1.865.305	321.382	2.186.687
Diciembre	1.371.378	339.056	1.710.434
1994 Enero	1.693.397	371.008	2.064.405
Febrero	1.738.452	336.056	2.074.508
Marzo	1.621.851	309.485	1.931.336
Abril	1.462.575	300.567	1.763.142
Mayo	1.526.277	257.592	1.783.869
Junio	1.463.468	222.581	1.686.049
Julio	1.393.554	205.367	1.598.921
Agosto	1.554.546	192.487	1.747.033
Septiembre	2.496.775	176.340	1.673.115
Octubre	2.405.788	167.347	1.573.135
Noviembre	1.315.983	121.690	1.437.673
Diciembre	994.181	58.952	1.053.133

Fuente: Banco de la república,
Subgerencia de Estudios Económicos

La DTF promedio se ubicó en 25,4%, la de colocación se mantuvo a un nivel aproximado del 37% y la de las OMA permaneció constante en 24,75%.

A partir de mayo las tasas de interés del mercado comenaron a subir ampliándose el diferencial existente entre éstas y las tasas de interés de los T.P. La DTF subió más de cinco (5) puntos, las tasas de colocación en más de dos (2) puntos y el diferencial entre la DTF y la tasa de los T.P., que antes era de 0,65 aproximadamente, se amplió a 3,63.

4.4 OTROS COMPORTAMIENTOS EN LA POLITICA MONETARIA

4.4.1 Los precios. El índice de precios al consumidor durante 1994 revela un estancamiento en la reducción de la inflación, donde el crecimiento del mismo alcanzó un porcentaje de (22,6%), similar al del año anterior.

Este crecimiento sin alimentos acusó clara tendencia de reducción durante el último año, al pasar de (26,8%) en diciembre de 1993 a (22,4%) un año después.

Los precios de los alimentos durante 1994 tradujo la recuperación de este sector en una evolución más equilibrada entre sus precios relativos y los demás sectores; los

índices de alimentos y total sin alimento se situaron en (23%) y (22.4%) en 1994.

Con excepción del grupo de alimentos, todos los demás rubros experimentaron una tendencia descendente. Otros que continuaron creciendo fueron los precios de los servicios (Salud, Educación) con incrementos superior al 25%, afectando con su trayectoria la evolución del IPC sin alimentos. Estos crecieron a una tasa de (27%) en 1994. (Cuadro 3).

En cuanto al índice de precios al productor, éste se situó en buen nivel, sin embargo, acusó un crecimiento frente al del año anterior, en parte incentivado por el aumento en los precios internos del café (20.7% y 13.2%) (Cuadro 4). En este Cuadro (8) podemos observar el comportamiento que tuvieron el resto de grupos de bienes y su variabilidad respecto al año anterior.

4.4.2 Política Cambiaria. Durante 1994 se introdujeron importantes modificaciones a la política cambiaria. La Junta Directiva del Banco de la República sustituyó el mecanismo de intervención cambiaria utilizado por más de 25 años (emisión de certificados de cambio), por un sistema de bandas cambiarias. En este nuevo sistema el

CUADRO 3
INDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR Y AL CONSUMIDOR
(Variaciones anuales)

	IPC	IPC Sin alimentos	IPP
1993			
Enero	24.8	23.8	18.1
Febrero	24.7	24.6	17.3
Marzo	24.2	24.8	16.9
Abril	23.1	24.7	16.6
Mayo	22.2	25.4	14.4
Junio	21.4	25.8	13.0
Julio	20.5	26.2	11.9
Agosto	21.1	27.0	12.5
Septiembre	21.4	26.9	12.8
Octubre	21.7	27.0	12.5
Noviembre	22.4	27.1	12.7
Diciembre	22.6	26.8	13.2
1994			
Enero	22.5	26.2	12.4
Febrero	23.0	25.6	14.1
Marzo	23.4	25.5	15.5
Abril	23.9	25.2	15.6
Mayo	23.9	24.7	16.0
Junio	23.1	23.9	15.7
Julio	22.7	23.5	17.3
Agosto	22.4	22.6	18.7
Septiembre	22.3	22.6	18.6
Octubre	22.4	22.4	19.9
Noviembre	22.2	22.3	20.4
Diciembre	22.6	22.4	20.7

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y Banco de la República.

INSTITUCIÓN DE INVESTIGACIONES ECONÓMICAS
 BANCO DE LA REPÚBLICA
 Calle 43 No. 10-10

CUADRO 4
INDICE DE PRECIOS DEL PRODUCTOR
(Variaciones anuales)

Actividad	Diciembre	
	1993	1994
I. Según uso o destino económico		
A) Consumo intermedio	10.9	21.8
B) Consumo final	15.5	21.6
C) Formación de Capital	12.9	12.7
D) Materiales de construcción	22.1	14.6
II. Según origen industrial		
A) Agricultura, silvicultura y pesca	11.6	37.5
1. Consumo intermedio	10.0	37.7
2. Consumo final	16.8	37.3
3. Formación de capital	4.4	21.6
B) Explotación de minas y canteras	10.8	4.8
1. Consumo intermedio	9.3	5.2
2. Consumo final	25.0	6.9
3. Materiales de construcción	22.2	0.1
C) Industria manufacturera	13.8	16.2
1. Consumo intermedio	11.4	14.8
2. Consumo final	15.3	18.6
3. Formación de capital	13.1	12.4
4. Materiales de construcción	22.1	15.3
III. Según procedencia		
A) Producidos y consumidos	13.7	22.3
1. Consumo intermedio	11.2	23.8
2. Consumo final	15.6	22.0
3. Formación de capital	15.4	16.3
4. Materiales de construcción	22.5	15.1
B) Importados	10.0	10.5
1. Consumo intermedio	9.3	11.3
2. Consumo final	13.2	10.5
3. Formación de capital	10.4	8.9
4. Materiales de construcción	13.1	1.7
Total	13.2	20.7

Fuente: Banco de la república.

Banco de la República compraría todas las divisas que el mercado estuviera dispuesto a ofrecer a la cotización piso y vendería todas las divisas que el mercado le demandase al llegar la tasa de cambio al techo de la banda.

El nivel medio de ésta se determinó tomando como punto de partida la tasa representativa de mercado vigente en la fecha de adopción del nuevo sistema, y los límites del corredor se establecieron con un rango de 7 puntos porcentuales por encima y por debajo del referido nivel medio.

En los primeros meses del año los ingresos por concepto de endeudamiento externo se incrementaron acelerándose su registro además en los meses de agosto y septiembre, debido probablemente a un posible cierre del endeudamiento externo anunciado por la nueva administración.

4.4.3 Tasa de cambio. La difícil disyuntiva que planteaban los problemas de estabilización macroeconómica y la defensa del tipo de cambio real, fue una de las principales preocupaciones del diseño y coordinación de la política. La expansión de la demanda y la evolución del gasto público, se constituyeron un obstáculo para el mantenimiento del tipo real de cambio estable. La necesidad de adoptar una política monetaria más restrictiva, se tradujo en

mayores incentivos a la entrada de capitales a través de la ampliación de los diferenciales entre la rentabilidad interna y la externa. Las expectativas revalorizadoras sobre el comportamiento de la economía por la explotación de los pozos petroleros de Cusiana y Cupiagua, contribuyeron a generar presiones de revaluación de mayor intensidad que en el año anterior.

Las condiciones imperantes en el mercado determinaron una revaluación real del peso durante 1994, al pasar el promedio del indicador ITCR (Índice de la Tasa de Cambio Real), que mide la evolución respecto a los principales 18 países socios comerciales, de 103,38 en 1993 a 95,84 en 1994.

El índice de tasa real de cambio, que mide la relación de precios entre bienes transables y no transables en la economía, acusó deterioro durante 1994, reflejando las presiones de demanda sobre estos últimos bienes y el comportamiento de los precios de algunos servicios públicos.

4.4.4 Reservas Internacionales. Las reservas internacionales brutas al finalizar 1994 se situaron en US\$8.102,3 millones de dólares, obteniéndose un aumento de US\$169,9 millones en el año. Sin embargo, las reservas internacionales

les netas totalizaron US\$8.002.3 millones con un incremento de US\$133,2 millones frente al saldo de diciembre de 1993.

La variación de las reservas internacionales brutas se debe a un superávit en la cuenta de Capital con un valor de US\$2.414.0 millones, de un déficit en la cuenta corriente por valor de US\$2.248.8 (25) millones y de una variación positiva de las provisiones por convenios de crédito recíproco con Cuba y Honduras, por valor de US\$4.7 millones de dólares.

4.5 CONCLUSION DEL CAPITULO

A manera de conclusión podemos analizar como la economía colombiana continuó su ritmo de crecimiento que traía desde 1993. La expansión estuvo dada por la inversión y el incremento del gasto público, y la expansión del gasto privado. Las exportaciones registraron una recuperación en el último año, los ingresos de Capital, tanto por inversión directa o por mayor endeudamiento privado, permitieron la financiación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos cuyo monto estaba casi al 5% del PIB.

(25) Incluye US\$104.2 millones por concepto de causaciones y valuaciones del portafolio de reservas que se reversan a fin de año y se involucran en las reservas internacionales netas de Caja.

Las presiones a la revaluación del peso resultaron fortalecidas, lo que requirió un gran esfuerzo de coordinación de las políticas monetarias, crediticia y cambiaria.

En cuanto a la inflación, el índice de precios al consumidor (IPC) tuvo un crecimiento de 22,6%, superando más de tres (3) puntos la meta fijada inicialmente por las autoridades. Es así como la economía registró una positiva evolución en 1994 en término del crecimiento y la expansión de la inversión. No obstante, persisten algunos factores que son motivo de preocupación y cuyo desarrollo podría plantear conflictos con otros objetivos de política económica, como es la declinación registrada por la tasa de ahorro interna en los últimos años y que ha conducido a la generación de déficit en la cuenta corriente conllevando a una tendencia de mayor endeudamiento del sector privado que resulta conveniente moderar.

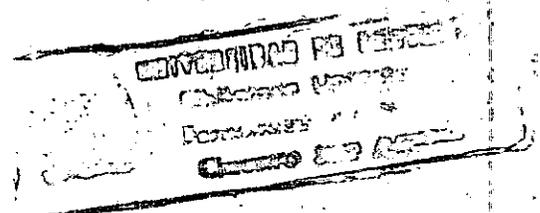
Otro factor preocupante es la expansión del gasto público, que si bien es cierto ha sido un importante impulsor del crecimiento, se convierte a su vez en un escollo en la búsqueda de revertir las tendencias de revaluación real del peso.

Para 1995, la meta de inflación depende, en gran medida, de los resultados del llamado Pacto Social de precios, salarios y productividad, el cual compromete a el

109

gobierno, empresarios y trabajadores a hacer sus ajustes basados en la inflación esperada y no en la pasada como tradicionalmente venía sucediendo con el objetivo fundamental de derrotar la indexación de la economía.

En el marco del Pacto Social y de acuerdo a los compromisos adquiridos en él por el gobierno, éste introducirá algunas reducciones en el presupuesto con el fin de obtener un superávit del sector público consolidado equivalente a 0.7% del PIB. Además, debido a las cambiantes condiciones de la economía y del entorno externo, se realizarán los ajustes necesarios durante el año con el fin de alcanzar el 18% de inflación al finalizar 1995.



5. CONCLUSIONES

5.1 POLITICA MONETARIA Y APERTURA ECONOMICA

"La inflación es siempre y en todo lugar un fenómeno monetario en el sentido de que sólo es y puede ser producida por un aumento más rápido de la cantidad de dinero que de la producción" (26).

La política monetaria se convirtió en el instrumento macroeconómico de mayor uso en la lucha contra la inflación.

A través de la política monetaria se buscó reducir el excesivo incremento en el nivel de precios, para lo cual se hizo necesario controlar la oferta monetaria y con ello el alto nivel de liquidez que se registraba como consecuencia de la excesiva acumulación de reservas internacionales.

(26) FRIDMAN, Milton. The New Palgrave (1987).

Las medidas utilizadas en este empeño, tales como un encaje marginal del 100% y el uso indiscriminado de las OMA, nos lleva a ubicar la política monetaria de este período (1990-1994) como una política dura y restrictiva enmarcada en los lineamientos del monetarismo de Friedman.

5.2 QUE HA SIDO DE NUESTRA ECONOMIA EN ESTE PERIODO (1990-1994)

El plan de gobierno, titulado "La Revolución Pacífica", contempló los movimientos porcentuales presentados en el Cuadro 1.

El resultado frente a lo proyectado es bueno, el comportamiento del PIB ha sido satisfactorio, durante este período creció a una tasa promedio de 4% anual; registrando su mejor nivel en 1993 con 5,27%.

En cuanto al control de la inflación, el resultado obtenido es bajo, más aún después del alto costo que tuvo que afrontar nuestra economía, producto del excesivo control monetario; tanto en 1993 como en 1994 excedió lo previsto (22%). Reiteramos que la inflación que nos aqueja no es estrictamente monetaria, hay que utilizar medicinas menos drástica y más eficientes; tal es el caso del control del gasto improductivo (llámese gasto improductivo al burocrático).

Al inicio del proceso de apertura económica la inflación anual se situaba alrededor del 32,36% con una variación mensual del 2,52% y al cerrar 1994 la inflación anual es del 22,59% con una variación mensual del 1,49% (Ver Cuadro 1).

5.2.1 Entre la Teoría y la Realidad. Una política monetaria dura como la que se aplicó a comienzos de 1991, tenía como prioridad reducir el índice de precios de 32,36% anual, a 22% anual.

Para la teoría económica, una restricción monetaria eleva los tipos de interés, frenando el gasto sensible a los tipos de interés, lo que provoca una acusada reducción de la actividad económica.

En nuestra realidad económica la utilización del encaje marginal del 100%, conllevó a una insoportable iliquidez que comprometió el buen desempeño de nuestro sector productivo. Esta medida no solo no redujo el crecimiento indeseado del nivel de precios, si no que representó un alto costo social, ya que la escasez de dinero y crédito, llevó a muchas empresas a disminuir sus nóminas.

Para nosotros resultó inapropiado una medida de este tipo, justo en el momento en el que nuestras empresas necesitaban

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

PERIODO	INFLACION ANUAL	VARIACION %
1990	32.36	
1991	26.82	2.52
1992	25.13	1.40
1993	22.60	0.94
1994	22.59	1.13
		1.49

Fuente. DANE

financiar la modernización de su aparato productivo, para afrontar el proceso de apertura económica.

5.2.2 El tipo de cambio y la balanza de pagos

A comienzos del Gobierno Gaviria, se plantearon los siguientes supuestos:

- La tasa de cambio se mantiene en un nivel competitivo, en línea con su nivel de equilibrio de mediano plazo.

- La devaluación del peso colombiano, es un mecanismo por medio del cual, se incentiva la inversión pública; pero hay que tener en cuenta que este mismo mecanismo resulta incompatible con el proceso de internacionalización de nuestra economía. Y se concluyó, "en síntesis no es recomendable desviar la tasa de cambio real de su nivel de equilibrio", variaciones hacia arriba o hacia abajo generan situaciones difíciles de manejar, ya que podrían atentar contra la apertura o contra la estabilidad económica (27).

En este aspecto el gobierno (incluyendo la junta del Banco de la República) se rajó.

(27) Ver Síntesis Económica de 1990-1991.

El deterioro de la tasa de cambio real es notable, de un índice de 100 en 1990, bajó para diciembre de 1994 a menos de 75%, lo que redundó en el comportamiento pobre de nuestras exportaciones.

Esta depresión exportadora estuvo acompañada por la pérdida de más de cien mil empleos que dependían de esta actividad. El sector más afectado con esta situación, fue el Agrario.

"El plan" (28) señala que en el sector externo se obtendría un superávit en la cuenta corriente de aproximadamente 0,4% del PIB en promedio entre 1991-1994 y... el superávit comercial en el PIB en promedio en el mismo promedio, se mantendría por encima del 12% todos los años como consecuencia del menor crecimiento de las importaciones oficiales de bienes de capital, derivado del bajo crecimiento de la inversión pública.

La realidad ha sido diferente. "Es cierto que el aumento del gasto público se financió en una forma sana, ya que en su mayoría estuvo conformado por recursos tributarios" (29), pero la abundancia de crédito, el abaratamiento de las importaciones, han propiciado un aumento extraordinario

(28) Plan de Gobierno "La Revolución Pacífica". p. 627.

(29) Ver Informe de Fedesarrollo, diciembre 1994.

rio del gasto privado. Como resultado, el ahorro doméstico se ha reducido y el balance de la cuenta corriente, que era superavitario en más del 5% del PIB en 1991, fué deficitario en más del 3% del PIB a diciembre de 1994.

Se estimó que las exportaciones perderían un porcentaje de su participación en el PIB, del 18% a 17%, pero la pérdida ha sido muy superior.

La benignidad en el tratamiento a las transferencias de divisas, los bajos intereses de los dólares en el exterior y por sobre todo la insistencia en incrementar el gasto público, y frenar el ingreso de pesos a los exportadores como política compensatoria y así luchar contra la inflación, fueron los factores que más incidieron en este resultado negativo. Por lo anterior nos arriesgamos a concluir que el manejo de la tasa de cambio y por ende del sector externo no ha sido el más conveniente.

Colombia no se puede dar el lujo de utilizar una variable tan importante como la tasa de cambio, como un instrumento de corto plazo para el control monetario".

"Como bien sabemos, un aumento de la tasa de cambio real, lo que es lo mismo una depreciación real, significa, en

Estadística
Fernando
Clavero

el caso colombiano, por ejemplo, que los precios exteriores expresados en pesos han aumentado en relación a los precios de los bienes producidos en Colombia" (30). Esto significa que los bienes producidos en el exterior se han hecho más caros en relación con los bienes domésticos o nacionales, lo que implica que permaneciendo las demás circunstancias inalteradas, las personas van a preferir consumir bienes nacionales a bienes importados. Esto suele ser descrito como un aumento de la competitividad de nuestros productos.

Por el contrario un descenso en el tipo de cambio real, o una apreciación real, o revaluación de nuestra moneda, como la que se registró en los últimos cinco años, al bajar de un índice de 100 en 1990 a menos de 75 en 1994, implica un deterioro de competitividad en cuanto a los precios de nuestros productos frente a los del exterior, lo que llevó a las personas a incrementar el consumo de productos extranjeros, disparando nuestras importaciones y deteriorando el comportamiento de las exportaciones llevando al traste la internacionalización de nuestra economía.

5.2.3 Nivel de empleo y bienestar socioeconómico. El principal problema socioeconómico lo constituyó el nivel

(30) Para mayor información: Ica Microeconomía Fombrusch/Fischer. Tipos de cambio, p. 211

de empleo. Nuestro crecimiento demográfico se sitúa alrededor del 2% anual (esta cifra puede ser mayor). Aunque la construcción y las obras públicas lograron que el desempleo se conservara en niveles relativamente bajos y que en algunos meses descendiera en las grandes ciudades, el panorama es desolador.

En el sector agroindustrial se registraron los niveles de desempleo más altos, esto como consecuencia de una parte del pobre desempeño de la inversión que se registró entre 1990 y 1992, producto del alto costo del crédito; por otro lado la alta cuota de violencia que se vive en el país, derivada del enfrentamiento subversión-Estado.

La evolución de los indicadores sociales durante el cuatrienio Gaviria son elocuentes. Pese al extraordinario crecimiento del gasto público, no hay evidencia de que se haya dado prioridad a la inversión social básica, entendida como gasto en educación, salud y vivienda de interés social.

A pesar del buen desempeño de la economía en los últimos años, éste no se ha traducido en reducciones sustanciales en los niveles de pobreza y equidad, en mejoras en el acceso a los servicios sociales, ni en ganancias en la importancia relativa del empleo estable (31).

(31) Según estudio de Fedesarrollo presentado a finales de 1993.

Más de dos terceras partes de la población se encuentra en condiciones de pobreza en las grandes ciudades, y el 87% de las personas que viven en las zonas rurales no acceden a ningún tipo de seguridad social. Además el 21% de los niños más pobres en edad escolar se encuentra por fuera del sistema educativo.

La informalidad, así como el subempleo y el empleo temporal se incrementaron al finalizar este período (1990-1994). El índice de informalidad cubre el 54% de ocupados en Colombia.

Según el mismo informe, los 13 millones de colombianos, que habitan el campo, son hoy igual o más pobres que hace 20 años.

Todas y cada una de éstas circunstancias nos lleva a concluir, que la política monetaria aplicada durante este período contribuyó al logro de los objetivos propuestos, en cuanto a cifras estadísticas (PIB por encima del 4% anual, una leve reducción del desempleo, el nivel de inflación en 22,59% etc.) Pero nuestra realidad social no es alentadora, la brecha entre pobres y ricos es cada vez más grande y profunda.

Esperamos que de aquí en adelante, las políticas económi

cas, se ejecuten en pro de la población y no en pro de
alcanzar unos objetivos partidistas.

UNIVERSIDAD DE
COLUMBIA
CORONA CO
CLASICO DE

BIBLIOGRAFIA

BANCO DE LA REPUBLICA. Colombia 20 años de cambios y comercio exterior. Bogotá 1987.

DANE. Boletín de Estadísticas 1990. Santa Fé de Bogotá.

DELBERT A., SUIDER. Introducción a la Economía Internacional. Bogotá: Mc Graw Hill.

EDITORES IMPRESORES LTDA. Una aproximación al futuro. Colombia, Siglo XXI. Tomo II. Bogotá 1990.

FEDESARROLLO. Coyuntura económica. Septiembre 1990.

LORA, Eduardo. Apertura y modernización. Bogotá. Editorial Tercer Mundo 1990.

RUDIGER, Dombusch/ESTANLEY Y FISCHER. Macroeconomía, 5 ed. Mc Graw Hill.

ROGER LEROY MILLER y ROBERT W. PULSINELLI, Moneda y Banca. 2 ed. Mc Graw Hill.

Revistas (Artículos Varios)

Revista Apertura Económica, Diciembre de 1990.

Revistas del Banco de la República, de Agosto, Septiembre, Octubre, Noviembre y Diciembre de 1990 y Enero a Diciembre 1991-1992-1993-1994.

Revista Síntesis Económica, Año 15, 16, 17, 18, 19. Editorial Retina.

SABINO, Carlos A. El Proceso de investigación. Bogotá: El Cid 1980.

SALVADOR, Oswaldo Brand. Diccionario de Economía. Plaza & Janés. Colombia 1984.

SAMUELSON, Paul A./ NORDHAUS, William D. Economía. Mc
Graw Hill.

SHELDON, Arthur. F.G. Panance. Diccionario de Economía.
Boletín (Centro de Estudios Monetarios Latino-Americanos).

Periódicos (Artículos Varios):

- El Espectador, Años 1990, 1991, 1992, 1993, 1994.
- El Tiempo, Años, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994.

CRONOGRAMA DE TRABAJO.

MESES DE ACTIVIDAD	ENERO FEBRERO	MARZO ABRIL	MAYO JUNIO	JULIO AGOSTO	SEPTIEMBRE OCTUBRE	NOVIEMBRE DICIEMBRE
RECOLECCION DE INFORMA.					
ANALISIS DE INFORMACION					
PREPARACION Y ENTREGA DE ANTEPRO.					
ELABORACION DEL TEXTO DE TRABAJO					
ENTREGA DE TRABAJO DE TESIS.					