

**Palabras de Fernando Tenjo Galarza, Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, en el “Dialogo Económico” organizado por la Fundación Carlos Lleras Restrepo y las cámaras Colombo Coreana y Colombo-Francesa de Comercio e Industria.**

**Opiniones personales**  
Bogotá, D.C., junio 5 de 2007

A manera de introducción, quiero recordar la siguiente frase de Keynes: “no hay forma más segura y sutil de destruir una sociedad que corromper su moneda”.

Corromper una moneda es erosionar sus bases y hacer que los ciudadanos pierdan confianza en ella. La mejor forma de hacer esto es promoviendo o permitiendo la inflación.

### CRECIMIENTO

Es poco lo que puedo decir sobre el crecimiento del país distinto a que, como lo dijo recientemente el gerente del Banco de la República, doctor José Darío Uribe, seguimos con un ritmo muy superior al que registró la economía en los últimos 20 años. Si bien los datos oficiales de crecimiento que produce el DANE para el primer trimestre no han sido publicados, la información que tenemos en el Banco a partir del seguimiento de las variables agregadas y sectoriales, al igual que de las visitas que permanentemente hacemos a las regiones del país, nos indica que este año la economía va a crecer por encima del 5%.

El patrón de crecimiento reciente ha tenido dos fases:

- En la primera, que duró aproximadamente tres años (2003 a 2005) el mayor impulso lo dieron la inversión privada y las exportaciones. Esto permitió crecer al tiempo que se fortalecía la capacidad productiva del país.
- En 2006 y 2007, sin que la inversión y las exportaciones perdieran dinámica, el crecimiento ha sido y está siendo impulsado por el consumo de los hogares.

De esta manera, pudimos reactivar la economía sin enfrentar presiones inflacionarias. Algo distinto viene ocurriendo desde hace más o menos un año. En efecto, en este último período el gasto ha registrado una gran dinámica y ha sido altamente apalancado, lo que quiere decir que el crédito ha jugado un papel clave en este proceso reciente. De hecho, la recuperación del crédito ha sido tal que la cartera de consumo como porcentaje del PIB alcanza hoy los mayores niveles de la historia.

Algo similar ha ocurrido con el crecimiento por sectores. Inicialmente la industria mostró alta dinámica. Sin que este sector hubiera detenido su rápida

expansión, han surgido otros, el comercio y la construcción, muy sensibles a la dinámica del crédito, que impulsan el crecimiento de la economía.

## INFLACIÓN

Como puede verse, estas características del proceso de crecimiento tarde o temprano iban a generar presiones inflacionarias. En correspondencia con este patrón, la Junta Directiva del Banco de la República disminuyó las tasas de interés cuando el crecimiento era bajo y la economía estaba fortaleciendo su capacidad productiva, y comenzó a subirlas cuando tuvo evidencias de que la demanda mostraba un crecimiento mayor que el de esta capacidad.

Esto muestra claramente la preocupación de la autoridad monetaria tanto por la inflación como por el crecimiento y también indica que estas dos variables no son independientes entre sí. Lo que más interesa a la autoridad monetaria es que el crecimiento sea el mayor posible sin generar presiones inflacionarias. Y no enfrentar estas presiones, aún antes de que ellas sean evidentes, haría el crecimiento insostenible. Insostenible porque se menoscaba la calidad de los estados financieros de las empresas y de los hogares; insostenible porque se deteriora la cartera y se pone eventualmente en peligro la estabilidad de los bancos; insostenible porque el crecimiento comienza a apoyarse en menores salarios reales y mayores precios en lugar de mayor producción.

Debido entonces a su preocupación por la sostenibilidad del crecimiento, la Junta Directiva del Banco de la República comenzó a hacer uso de su instrumento, la tasa de interés, elevándola desde abril del año pasado de niveles cercanos al 6% a los actuales de 8.75%. Esto se ha hecho mirando hacia adelante para evitar que el gasto desborde a la oferta y que se presente un recalentamiento de la economía.

Y la realidad mostró que no estábamos equivocados. A pesar de las medidas tempranas, la inflación tocó fondo en junio de 2006 con 3.94% anual, desde cuando viene mostrando una tendencia creciente. Cumplimos la meta en diciembre con 4.48% pero la tendencia siguió, llegando a 6.26% en abril pasado. ¿Será que el proceso se interrumpe con el dato de mayo, 6.23% anual, que implica una caída de la inflación luego de seis meses de ascenso?

Que estemos o no frente a un cambio en la tendencia de la inflación es algo que sólo se sabrá luego de unos meses. Sabíamos que buena parte de la mayor inflación se iba a revertir a partir del segundo semestre. Que esta reversión se hubiera iniciado en mayo sería una magnífica noticia.

## REVALUACIÓN

La apreciación del peso de los meses recientes se explica por cuatro factores:

- razones estrechamente relacionadas con la *economía mundial* que han tenido
- unos *efectos* también generales en muchos países, y que

- pasan por algunas *características particulares* de la economía colombiana, con
- unas *consecuencias* claras sobre esta economía

Las fuerzas externas relacionadas con la economía mundial son:

- crecimiento de las principales *economías avanzadas*
- surgimiento de *nuevas potencias* con economías muy dinámicas, como China y la India
- amplia *liquidez* derivada de varios años de tasas de interés bajas y de excedentes generados por países petroleros y economías asiáticas en su estrategia de crecimiento centrado en la subvaloración de sus monedas
- *desbalances globales* por un déficit comercial de los EEUU que ha comenzado a corregirse levemente

Esto ha tenido, entre otros, los siguientes efectos:

- percepción positiva de riesgo que ha modificado las decisiones de inversionistas sobre la asignación de sus portafolios por países y regiones
- presiones sobre los precios de algunos productos básicos que exportan las economías emergentes
- devaluación del dólar frente a casi el resto de monedas

A continuación se presenta un cuadro con los porcentajes de apreciación de las monedas de algunos países respecto al dólar en los últimos tres años.

Colombia	31	Uruguay	20	Tailandia	19
Brasil	39	Chile	18	China	7
México	6	Korea	20	Euro	9
Perú	9	Indonesia	7	Libra	8

Para Colombia, lo anterior, sumado al alto crecimiento de uno de sus principales socios comerciales, Venezuela, ha implicado:

- términos de intercambio favorables
- alta demanda por sus productos de exportación
- alta inversión extranjera directa y otros flujos de capital, como parte del proceso de globalización y también como resultado de la mayor confianza que ha generado el mayor ambiente de seguridad en el país

Es muy probable que todo lo que estamos viviendo en el momento en el frente económico, lo que nos gusta y lo que no nos gusta, sea parte integral de un mismo escenario. Por ejemplo, los flujos de capital y los altos precios internacionales de nuestros productos de exportación probablemente tienen las mismas causas, a saber, el crecimiento de los países industrializados y de nuevos países emergentes. Lo que esto quiere decir es que es difícil escoger

sólo los precios internacionales favorables y dejar por fuera los flujos de capital, a pesar de que podamos tratar de evitar que lleguen al país capitales no directamente vinculados a formación de capital en el mediano y largo plazo.

Ahora bien, las dos características de nuestra economía que hacen más complicado este escenario en términos de tasa de cambio son:

- el subdesarrollo del sistema financiero en su capacidad de asignar eficientemente el ahorro hacia la inversión y de ofrecer mecanismos de cobertura de riesgos a los inversionistas y productores
- las dificultades que enfrenta el gobierno para adoptar una política fiscal anti-cíclica cuando tiene como estrategia básica de crecimiento la inversión privada

Aquí quiero precisar de manera muy breve mi posición personal sobre el gasto público y la revaluación del peso, sin entrar ni tomar partido en un debate que tiene lugar en el momento en el país.

La afirmación de que el gobierno tiene que hacer ajuste fiscal para ayudar a evitar la revaluación, si bien es correcta, debe interpretarse con cuidado. La reducción del déficit fiscal y de la deuda pública, la recomposición de esta deuda de dólares a pesos, la ausencia de adiciones presupuestales y hasta la eventual aprobación del proyecto de acto legislativo sobre el sistema general de participaciones, son muestras de mejora en las finanzas públicas que bien pueden contribuir a elevar la calificación del país, disminuir los llamados *spreads* de la deuda y, de esta manera, favorecer unos flujos de capital que fortalezcan más el peso.

Otra cosa es lo que podría ayudar el gobierno a reducir las presiones a la revaluación con una reducción temporal del gasto o con un ahorro (ojala fuera del país o en moneda extranjera) de los mayores recaudos tributarios, por ejemplo. O con el uso de estos recaudos para prepagar deuda externa. Estas acciones definitivamente van en dirección contraria a la apreciación de la moneda.

La teoría económica concluye que una tasa de cambio real en niveles competitivos y con relativa estabilidad contribuye al crecimiento. Es, como dice un artículo reciente, una “condición que facilita” el crecimiento pero que no sustituye otros elementos de carácter fundamental como son, por ejemplo, una fuerza de trabajo disciplinada, una alta tasa de ahorro, uno sistema financiero desarrollado, atractivos para la inversión extranjera, etc.

Sin embargo, la teoría también es contundente en afirmar que tasa de cambio real NO es una variable de política. La tasa de cambio real es un precio relativo, tanto entre bienes al interior de un país como entre un país y otro, lo que hace imposible manipularla o determinar su dirección.

Otra cosa es la tasa de cambio nominal. Desde esta perspectiva, la tasa de cambio es también el precio de un activo, o de los activos de un país en relación a los de otro. En cuanto tal, la tasa de cambio es muy sensible a

información, a expectativas y a arbitrajes de corto plazo que hacen los agentes para aprovechar su mejor información, sus intuiciones particulares o vacíos regulatorios e imperfecciones del mercado. Estos movimientos de la tasa de cambio, en buena medida indeseables, pueden ser enfrentados con decisiones de política que busquen elevar el costo de los movimientos de capital o seleccionar mejor los capitales que llegan al país.

¿Qué ha hecho el BR frente a las presiones a la apreciación del peso de los últimos años? Desde un principio la Junta ha subrayado que en materia de tasa de cambio:

- NO tiene metas para esta variable como sí las tiene para la inflación
- puede tratar de suavizar estas presiones a través de intervenciones en el mercado cambiario sin poner en peligro la meta de inflación
- puede adoptar, como lo ha hecho, medidas de sobre-costos al endeudamiento externo de acuerdo al plazo de estos recursos

La frase tantas veces repetida de “intervenir sin poner en peligro la meta de inflación” no es una frase de cajón o una simple declaración de principios. Se trata de algo bastante serio y en lo cual el Banco ha sido muy cuidadoso.

Desde septiembre de 2004 hasta finales de abril de 2007 el Banco de la República compró 13,872 millones de dólares y en el momento las reservas internacionales superan los 20,000 millones de dólares. Estas compras para algunos han sido un fracaso y para otros no han tenido efecto alguno. En cuanto a lo primero, la intervención no puede haber sido un fracaso si se considera que la Junta NO tiene una meta de tasa de cambio. En cuanto a lo segundo, es difícil hacer una evaluación sin saber lo que hubiera pasado con la tasa de cambio en el mediano plazo sin la intervención del Banco.

Como ya lo anoté, el instrumento básico de la política monetaria es la tasa de interés. Y es clave para la política que la tasa que la Junta considera adecuada o necesaria para el cumplimiento de la meta de inflación realmente rija en el mercado o sea el punto de referencia para operaciones de liquidez de corto plazo. El problema con la intervención cambiaria es que se hace a cambio de irrigar liquidez en el mercado con el riesgo de que si el Banco no recoge de nuevo parte de esta liquidez, la tasa de intervención pierde vigencia y las tasas de mercado tienden a colocarse por debajo de lo que la Junta considera adecuado. En estos casos el Banco de la República tiene que buscar la manera o los mecanismos para sacar del mercado esta liquidez.

La intervención de 2004 y 2005 no implicó contradicción con los objetivos de inflación, pues tuvo lugar en momentos en que la Junta no estaba subiendo tasas de interés mientras que el FED sí lo estaba haciendo. La intervención se hizo entonces en un contexto monetario consistente con los objetivos de política y el uso de los instrumentos de expansión. Los problemas surgieron en el 2007, cuando la intervención se incrementó (33% de lo hecho desde 2004) y se hizo en un contexto de política monetaria restrictiva en el país con tasas de interés estables en los Estados Unidos. En estos casos el cumplimiento de los objetivos de política se complica si al subir las tasas de interés estamos

ampliando el diferencial respecto a las tasas externas, lo cual puede ser un incentivo para flujos de capital que luego tratamos de esterilizar con intervención en el mercado cambiario. La situación, como pueden ver, es de bastante riesgo.

De lo anterior se desprende que, de acuerdo al contexto en que ella se haga, la intervención puede ser menos efectiva de lo que la gente quiere o espera y, además, que puede llegar a causar problemas en otros frentes de la economía que la autoridad monetaria debe estar atenta a evitar.

La revaluación del peso tiene sus costos y sus beneficios. Cuando es profunda y persistente, puede deteriorar la capacidad exportadora de la economía. Pero frenarla o evitarla también tiene sus costos y beneficios, tal como ya lo vimos.

Algunos señalan que la revaluación puede poner fin al proceso de auge que hoy vive la economía colombiana. Sin embargo, cuando uno mira la historia del país de los últimos 30 años encuentra que, debido a la dependencia de nuestro crecimiento respecto a factores externos, en particular los flujos de capital y los términos de intercambio, los períodos de alto crecimiento han estado acompañados por revaluación del peso. Todos estos períodos han sido sucedidos por recesiones o períodos de menor crecimiento. Yo creo que esto no es necesariamente causado por la revaluación.

En algunos casos los flujos externos se han revertido abruptamente y nos han generado crisis. En otros, éstas son el resultado de excesivo gasto público o privado y de una valoración muy laxa del riesgo que ha llevado a los agentes a tomar posiciones riesgosas y a no cubrirse pensando que las cosas buenas duran para toda la vida.

Es función de la Junta Directiva del Banco de la República tomar medidas para evitar que esto ocurra y llamar la atención de los ciudadanos para que tengan cuidado en sus decisiones. La motivación primordial que tenemos es contribuir a la sostenibilidad de todo lo bueno que tiene hoy nuestra economía.

Muchas gracias.