

BANCO DE LA REPÚBLICA



EL AJUSTE FISCAL Y EL PAPEL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

Apartes de la presentación del Doctor José Darío Uribe, Gerente Técnico del Banco de la República, en el Foro Económico del Partido Liberal
Octubre 31 de 2002

La gravedad de la situación económica del país difícilmente puede ser exagerada: sólo en uno de los últimos seis años el crecimiento del producto real ha sido superior al aumento de la población, más de tres millones de colombianos se encuentran desempleados, los niveles de pobreza y miseria son los más altos en años.

Adicionalmente, el sector público es fuertemente deficitario, y el monto y costo de la deuda pública alcanzan niveles que intranquilizan a los mercados nacionales e internacionales. La deuda social y económica del país es alta y creciente.

El diseño de la política monetaria en las economías modernas está basado en las siguientes dos ideas:

1. Es poco lo que puede hacer la política monetaria para afectar de manera directa la tendencia de crecimiento de la economía, o "crecimiento potencial". Esta tendencia está determinada por factores de oferta, en especial el crecimiento de la fuerza laboral y su calidad educativa, el aumento del capital físico, la eficiencia general en la asignación y administración de recursos productivos, la capacidad de absorción de la información tecnológica, la calidad de las instituciones y el grado de exposición a la competencia.
2. La política monetaria opera principalmente a través de su efecto sobre la demanda agregada. Cambios en la liquidez primaria de la economía y las tasas de interés de intervención del banco central, afectan el precio de los activos reales y financieros y, posteriormente, las decisiones de inversión y consumo. Se calcula que el rezago entre la acción del banco central y los cambios en la producción y los precios está entre 1,5 y 3 años. Sin embargo, en economías abiertas y con movilidad de capitales, la potencia de la política monetaria tiene límites adicionales a los determinados por la capacidad de oferta: excesos monetarios elevan el nivel y las expectativas de inflación y devaluación, y contraen el gasto agregado y el producto.

La mayor contribución de la política monetaria al buen funcionamiento de la economía es cuando logra, de manera sostenida, que el crecimiento de la demanda sea coherente con la expansión de la capacidad de oferta de la economía.

De esta manera, modera los ciclos económicos, evita que las decisiones económicas estén basadas en conductas de corto plazo y facilita el crecimiento sostenido del producto y el empleo.

El control de la inflación no es un fin en sí mismo, sino un medio mediante el cual la política monetaria maximiza su contribución a los objetivos últimos de la política económica, como son el crecimiento del empleo y el producto, y de una forma más general, el mejoramiento del nivel de vida de la población, al mantener la estabilidad de precios.

La política monetaria busca mantener el crecimiento de la demanda agregada de acuerdo con la expansión de la capacidad de oferta. La inflación proyectada coincide, en general, con la estabilidad de precios. Pero si, por alguna razón, la economía se desvía por debajo de su capacidad potencial, y/o la inflación proyectada se sitúa por

debajo de la meta de inflación, la política monetaria se hace más holgada. Con ello se maximiza el crecimiento del producto y el empleo, coherente con la estabilidad de precios. Por el contrario, si la economía comienza a funcionar por encima de su capacidad potencial, y/o los pronósticos de inflación superan su nivel meta, la política monetaria es contraccionista. De esta manera, se evita que la economía funcione por un tiempo prolongado por encima de sus medios, lo cual termina en crisis profundas de producción, empleo e inflación.

La política fiscal no es la herramienta apropiada para realizar el manejo de corto plazo de la demanda agregada y, además, debe estar restringida a niveles de deuda pública sostenibles en el mediano y largo plazos.

Los controles de precios y tasas de interés son inefectivos para estimular la demanda o curar las causas de la inestabilidad de precios.

El error fundamental de la política monetaria ejecutada durante la década de los años 60 y 70 fue no tener en cuenta, en su diseño, el comportamiento de la capacidad de oferta de la economía, y en su ejecución, la respuesta de la gente a gobiernos y bancos centrales con incentivos a generar sorpresas inflacionarias.

El marco de política contrasta aún más con la estrategia de financiación directa del banco central al gobierno. La Italia fascista del Benito Mussolini, y la Italia de los años 60, son buenos ejemplos.

Más cerca en el tiempo y en la distancia, también tenemos ejemplos de la aplicación de esta estrategia, y de sus nefastas consecuencias, en especial para la población más pobre. El presidente peruano Alan García aumentó el déficit fiscal de 2,4% del PIB en 1985 a 6,3% del PIB en 1987, financiado en parte con emisión del banco central. Inicialmente las medidas fueron consideradas un rotundo éxito: la economía peruana creció 8,8%, en promedio, en el período 1986-1987, y la inflación se desaceleró al pasar de 163% en 1985 al 80% en 1987. Pero la insostenibilidad del esquema contrajo por completo la actividad económica privada y el costo del experimento, fue enorme. El crecimiento promedio en los 5 años comprendidos entre 1988 y 1992 fue negativo en 4%; una magnitud similar a la caída del PIB en Colombia en 1999, pero repetida durante 5 años consecutivos. La inflación promedio fue de 2.400% y la devaluación, 2.600%. El experimento de expansión monetaria y gasto público precipitó al Perú a una hiperinflación y a una severa contracción del producto.

Los errores de este tipo de estrategia son múltiples, y parten de la premisa que los países pueden vivir por encima de sus medios sin mayores restricciones; supone que la solución a la escasez de recursos es algo tan simple como la emisión monetaria; ignora un principio fundamental de la economía, a saber, que la gente responde a incentivos, y que con emisión monetaria financiando directamente el déficit no habrá el incentivo a corregir el desequilibrio fiscal, por lo cual es una falsa ilusión suponer que se financia el déficit con emisión directa sólo una vez; da prelación a los resultados de corto sobre los de largo plazo; olvida que, como dice el historiador Landes, "los mercados, como el amor, en el largo plazo no respetan puertas", con lo

cual es inapropiado suponer que el país puede imponer restricciones a los flujos de capital que sean permanentes y exitosas; desconoce la historia.

En los últimos años, en Colombia la política monetaria ha sido holgada por las siguientes razones:

1. La economía colombiana ha funcionado por debajo de su nivel de producción potencial durante varios años. Esto refleja un lento crecimiento de la demanda agregada y genera fuerzas que desaceleran la inflación.
2. La tasa de interés externa, hasta hace unos pocos meses, se redujo de manera apreciable. Con una menor tasa de interés externa se posibilita reducir las tasas de interés internas sin que ello incentive la salida de capitales del país. Las salidas de capitales deprimen la demanda, contraen la inversión y el producto y llevan a devaluaciones desordenadas de la tasa de cambio.
3. La política monetaria ha ganado credibilidad al lograr durante varios años consecutivos la meta de inflación y defender con fuerza la confianza en la moneda nacional cuando estuvo comprometida a finales de la década anterior por el fuerte desequilibrio externo y fiscal, el deterioro del sistema financiero y la caída abrupta de los flujos de capital. Con mayor credibilidad de la política monetaria se facilita la reducción de la inflación al ajustarse un mayor número de contratos en la economía con base en tasas de inflación esperadas cercanas a la meta de inflación.

Las cifras que confirman la fuerte expansión monetaria son las siguientes:

1. El crecimiento de la base monetaria ha superado por más de 3 años consecutivos el crecimiento del PIB nominal. En la actualidad, la base crece a una tasa anual del 29%. Con un nivel de inflación cercano al 6%, y un crecimiento del PIB real de aproximadamente 1,6%, el actual crecimiento del dinero primario supera más de 3 veces el aumento del PIB nominal.
2. El nivel y la volatilidad de las tasas de interés de intervención del Banco ha disminuido fuertemente. La tasa de la subasta de expansión en este momento (5,25%) es negativa en términos reales. Esta tasa de interés real de intervención es la más baja de las 6 economías de mayor tamaño en América Latina.
3. La DTF real ha caído. De 5,8% en diciembre de 1999, a 1,8% esta semana. Esta tasa es cerca de 5 puntos porcentuales inferior a su promedio histórico. Por su parte, la tasa promedio real de colocación cayó de 11,6% en diciembre de 1999 a 8,5% ahora, y la tasa de interés de consumo de 22,3% a 19,8%.

Los mecanismos de expansión de la base monetaria en el período 1999-2002 han sido los empleados tradicionalmente en los bancos centrales modernos:

1. Compra de reservas internacionales.
2. Compras definitiva de títulos TES en el mercado secundario, incluyendo la compra de los títulos de más largo plazo.
3. Traslado de las utilidades del Banco de la República al Gobierno.
4. Operaciones de mercado abierto (REPOS) con títulos de deuda pública.

Entre septiembre de 1999 y hoy el Banco de la República ha comprado US\$ 1.449 millones. Ello no sólo ha sido una fuente importante de emisión sino también un mecanismo para conformar un acervo de divisas que puede ser utilizado cuando los egresos de divisas superan los ingresos y los mercados internacionales de capital no estén dispuestos a financiar ese desequilibrio. En la actualidad, la relación entre el nivel de reservas internacionales y el valor de los egresos por servicio de la deuda externa pública y privada en un año supera levemente la cifra de 1.

La expansión monetaria realizada por el Banco de la República en los últimos años ha terminado en su inmensa mayoría financiando al Gobierno Nacional. En los últimos 5 años, el Banco le ha trasladado al gobierno más de \$4,5 billones por concepto de utilidades y efectuado compras netas definitivas de TES B en el mercado secundario por más de \$1,6 billones; es decir, más de \$6 billones de la expansión primaria del banco ha terminado en manos del Gobierno Nacional.

Adicionalmente, en igual período el Banco ha emitido \$0.9 billones a través de operaciones REPO y cupos de liquidez al sector financiero, operaciones que son propias de todo banco central, dirigidas a irrigar liquidez de muy corto plazo a la economía y cumplir con su obligación constitucional de servir de garante del normal funcionamiento del sistema de pagos.

En lo relacionado con los costos de la crisis financiera, se calcula que ellos ascendieron a \$13 billones, o 7,5% del PIB. Dichos costos han sido asumidos en más del 90% por el sector público, mediante aportes directos del Gobierno y de Fogafin, y el resto a través de emisiones de bonos de Fogafin que fueron suscritos por las entidades que estaban siendo capitalizadas. El Banco no ha emitido para salvar a los bancos, y mucho menos a los banqueros.

La política monetaria expansiva ha sido la fuente principal del crecimiento económico colombiano de los últimos años. Otros factores, externos e internos, han generado fuertes presiones negativas sobre el crecimiento de la economía. Los principales choques externos negativos son los siguientes:

1. La caída en los precios internacionales del café. Esto deprime de manera directa el ingreso y la capacidad de gasto de más de 500 mil familias colombiana.
2. La caída en la demanda externa, tanto la de Estados Unidos (que todavía no se recupera) como la de Venezuela. Afecta con especial fuerza la industria nacional que exporta una proporción importante de su producción.
3. El aumento en la percepción de riesgo por los escándalos de gobernabilidad corporativa en los Estados Unidos y la incertidumbre sobre el futuro de la economía de Brasil. Esto dificulta el acceso al financiamiento internacional y lo hace más costoso.
4. La reducción en los volúmenes exportados de petróleo y las salidas de capital privado a pesar de la existencia de un diferencial de tasas de interés a favor de activos domésticos. Las salidas de capital deprimen el gasto interno y el producto.

Los principales factores internos negativos son los siguientes:

1. La violencia. La violencia desincentiva la inversión nacional y extranjera, expulsa el ahorro de los colombianos hacia el exterior y disminuye el nivel y la eficiencia en la asignación de recursos por la existencia de impuestos distorsionantes (secuestros y extorsión) y el aumento en los costos del transporte.
2. La persistencia del desempleo. Esto deprime el crecimiento de la demanda de consumo por la caída de los ingresos y la incertidumbre sobre el futuro laboral de los trabajadores, lo cual lleva a incrementar su ahorro precautelativo. Adicionalmente, el alto nivel de endeudamiento de algunas empresas y familias ha llevado a que muchas de ellas prefieran pagar deuda en lugar de incrementar su gasto.
3. El nivel y la dinámica del gasto y la deuda pública. La financiación del déficit fiscal restringe el ahorro interno disponible para el sector privado, limitando la inversión productiva. Cuando la financiación del déficit se hace con recursos externos, aprecia la tasa de cambio y afecta negativamente la producción de bienes transables. En la medida que el nivel de deuda crece, aumenta la prima de riesgo país y presiona al alza las tasas de interés y las expectativas de devaluación.

Lo anterior significa que: (i) la política monetaria ha sido fuertemente expansiva en los últimos años; (ii) el crecimiento económico reciente se explica fundamentalmente por la contribución positiva de la política monetaria; y (iii) que el efecto de la política monetaria sobre la actividad productiva no ha sido mayor por la magnitud y la duración del choque externo negativo, por el comportamiento cauteloso de las empresas, los hogares y el sistema financiero, y por la absorción de los recursos internos y externos por parte del sector público. En lo relacionado con la fuerte emisión monetaria de los últimos años, el principal beneficiario ha sido el gobierno.

El propósito central de la política macroeconómica debe ser el de aumentar la confianza en la economía por parte de los nacionales y extranjeros. La política del banco central ha sido promover el crecimiento del producto y el empleo de una forma coherente con el logro de las metas de inflación. Para ello ha hecho expansiones significativas, pero responsables, de la cantidad de dinero, que han ayudado hasta el momento a financiar al gobierno sin dificultad y menor costo, pero que suponen para el futuro un fuerte ajuste estructural de las finanzas públicas.

Sin sostenibilidad fiscal, la inflación explota, el producto y el empleo se contraen y la distribución del ingreso empeora. Los más afectados, como siempre que las sociedades no saben responder adecuadamente a sus retos, serán los más pobres y desprotegidos del país.

Bogotá, 25 de Octubre de 2002