

NOTA EDITORIAL

EMISIÓN, INFLACIÓN Y CRECIMIENTO

I. INTRODUCCIÓN

La economía colombiana ha comenzado a salir de la más profunda caída de la actividad económica en su historia reciente. En el curso de la recesión, que comenzó en el tercer trimestre de 1998 y terminó en el cuarto de 1999, la producción total trimestral de bienes y servicios cayó a una tasa promedio anual de 3,6%. Las actividades de la construcción y de la industria se deterioraron aún más, 22,4% y 10,1%, respectivamente. En la medida en que el nivel total de producción retrocedió, la demanda de trabajadores perdió dinamismo y el desempleo aumentó, alcanzando niveles cercanos a 20,0% de la población activa durante el último año.

La causa fundamental de la recesión fue el excesivo crecimiento del gasto y del crédito (endeudamiento) desde principios del decenio de los 90. Por el incremento del gasto total se amplió el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, se redujo la tasa de cambio real y la economía terminó particularmente vulnerable a los cambios adversos en los mercados internacionales de bienes y capitales. El rápido crecimiento del gasto privado erosionó la tasa de ahorro de las familias y empresas, generó sobre-endeudamiento y llevó a un auge sin precedentes e insostenible en el precio de los activos, en particular de la propiedad raíz. El aumento del gasto público, financiado inicialmente

con mayores impuestos e ingresos de privatizaciones, terminó generando un déficit fiscal creciente, ascensos de la tasa de interés real y recargó de manera significativa el servicio de la deuda. El sistema financiero se expandió en exceso, la calidad de los préstamos disminuyó y la posición patrimonial y de liquidez de buena parte de los intermediarios financieros se debilitó.

Durante los dos últimos años, una parte de estos desajustes de la economía se ha corregido mediante la contracción del gasto privado, en un proceso que ha traído enormes costos sociales y financieros que pudieron haber sido mínimos si el gasto público se hubiese contraído de manera suficiente y oportuna, y la responsabilidad y el peso del ajuste no hubiesen recaído, casi exclusivamente, en la política monetaria y en el sector privado. En la medida en que el gasto privado disminuyó, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se corrigió y la tasa de cambio real se elevó. Los aumentos de precios de la gran mayoría de bienes y servicios se moderaron y mejoró la competitividad de la producción nacional. De manera casi paralela a la menor inflación, las tasas de interés han caído y la confianza del público en la economía ha aumentado.

Con devaluación real, menores tasas de interés y mayor confianza del público, las exportaciones, la inversión privada y el gasto en consumo han comenzado a recuperarse. Las empresas han empezado a liquidar parte de sus excesos de inventarios y han hecho esfuerzos para aumentar su eficiencia, eliminando gastos innecesarios y aumentando la productividad del trabajo. Al mismo tiempo, en la medida en que la demanda de crédito cayó, las tensiones en los mercados financieros han disminuido y la posición de liquidez de las empresas y del sistema financiero ha mejorado.

Estas fuerzas internas auto-correctivas del ciclo económico han venido acompañadas de una política monetaria más holgada desde finales de 1998. Como se explica en la sección siguiente, en donde se analiza de una manera general la relación entre inflación, crecimiento y sus implicaciones para el diseño de la política monetaria, las condiciones actuales de la economía colombiana han justificado una política monetaria que apoya la recuperación sin comprometer el logro de la meta de reducción gradual de la inflación. A su vez, la sección III describe el manejo de los instrumentos del Banco de la República en el último año y medio. La descripción confirma que el banco central ha hecho más

fáciles las condiciones financieras de la economía, al tiempo que ha garantizado su estabilidad nominal. Ello con el fin de contribuir, en la medida de lo posible, al fortalecimiento de la actividad productiva privada y a la generación de empleo. El logro de estos objetivos, sin embargo, se ha dificultado por las crecientes demandas de recursos financieros por parte del sector público.

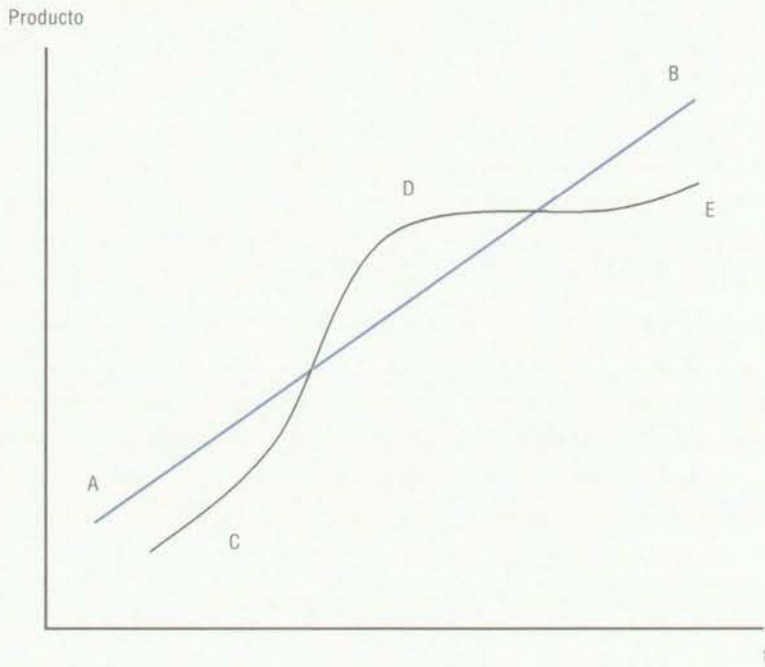
La sección IV concluye, luego de analizar las propuestas de algunos analistas, consistentes en efectuar una política monetaria más expansiva que la actual y cambiar las fuentes de expansión monetaria mediante un crédito directo del banco central al gobierno. En esta sección se muestra que las propuestas son injustificadas. En particular, se recuerda que el programa monetario del presente año ha contribuido al mantenimiento de tasas de interés bajas y al logro de la meta de inflación. Adicionalmente, se explica por qué, en una economía como la colombiana, con desequilibrio fiscal, expansiones monetarias superiores a las contempladas en el programa monetario del Banco pueden traer grandes costos sociales y económicos, al elevar las tasas reales de interés, desincentivar la inversión extranjera y limitar el acceso del país a los recursos externos.

II. INFLACIÓN, CRECIMIENTO Y POLÍTICA MONETARIA: CONCEPTOS BÁSICOS

La relación entre la inflación, el crecimiento y la política monetaria puede ilustrarse con el uso del Gráfico 1. Este gráfico representa la interpretación tradicional del ciclo económico y la forma en que muchos economistas entienden la relación entre inflación y crecimiento en el corto y en el largo plazo. La línea recta AB indica el crecimiento potencial (a capacidad plena) de la economía. Este crecimiento está determinado por factores de oferta, principalmente, por el crecimiento de la fuerza laboral y su calidad educativa, el aumento del capital físico, la eficiencia general en la asignación y administración de sus recursos productivos, la capacidad de absorción de la información tecnológica, la calidad de sus instituciones judiciales y el grado de apertura o exposición a la competencia. Por su parte, la curva CDE representa el comportamiento observado de la economía, el cual puede implicar la existencia de desviaciones transitorias, de corto plazo, de la producción respecto a su valor de tendencia.

Gráfico 1

Relación entre la inflación, el crecimiento y la política monetaria



La idea central es que si la demanda de la economía excede la línea AB -su capacidad de oferta- la inflación tiende a aumentar. Similarmente, si la demanda es inferior a los valores representados en la línea AB, tiende a caer. Esto significa que cuando la demanda es inferior a la oferta, como en los puntos C y E, es posible que la economía crezca a una tasa mayor, al tiempo que la inflación cae o no se acelera.

La política monetaria, entonces, no puede contribuir de manera directa a aumentar la capacidad de oferta de la economía. Esta última depende de los factores reales antes anotados. Sin embargo, la política monetaria puede hacer una contribución indirecta al crecimiento económico de largo plazo si logra y mantiene la estabilidad de los precios. Con ello se elimina una fuente fundamental de confusión e incertidumbre, la ocasionada por la variabilidad de los precios, y un impuesto distorsionante que grava con mayor intensidad a los más pobres y afecta negativamente la calidad de las decisiones económicas, la capacidad competitiva de la producción nacional y los incentivos al ahorro y a la inversión.

De otra parte, la política monetaria puede afectar directamente la demanda nominal de la economía al ser uno de los determinantes de corto plazo de la tasa de interés real y de la cantidad de recursos de crédito. A través de estos factores incide en las decisiones de consumo e inversión, y, en general, en el comportamiento de la demanda agregada. Esto último, en la medida en que exista capacidad ociosa de los factores de producción, promueve la recuperación productiva y la generación de empleo en el corto plazo.

No obstante lo anterior, en una economía abierta o semi-abierta como la colombiana, la capacidad de la política monetaria para afectar la demanda agregada tiene limitaciones, independientemente del régimen cambiario vigente. Con un sistema de tasa de cambio fija o semi-fija, la expansión monetaria en exceso de la demanda de dinero obliga a la intervención del banco central mediante la venta de reservas internacionales. Esto drena la liquidez excesiva de la economía, anulando los efectos iniciales. Por su parte, en una economía con un sistema de tasa de cambio flotante, las expansiones monetarias excesivas aceleran la devaluación de la moneda local y, a través de ella, aumentan el nivel y las expectativas de inflación. Las mayores expectativas de devaluación e inflación presionan al alza las tasas de interés y contraen el gasto agregado; así, expansiones monetarias excesivas pueden terminar en mayor inflación y menor crecimiento del producto y el empleo sin capacidad alguna para reducir la tasa de interés real en el mediano o en el largo plazo.

La situación de la economía colombiana en la primera mitad de los años 90 podría representarse en el punto D del Gráfico 1. En 1994, por ejemplo, el gasto agregado creció muy por encima de la capacidad productiva de la economía. La inflación en esas circunstancias tendería a subir¹. En contraste, la situación actual de la economía podría representarse en el punto E del mismo gráfico. La demanda total ha caído por debajo de la capacidad de oferta. En estas condiciones, la economía puede crecer mediante un estímulo a la demanda, al tiempo que la inflación disminuye o permanece en un mismo nivel.

En las condiciones económicas actuales la política monetaria puede promover bajas tasas reales de interés, pero no bajo la manera que usualmente se afirma. Como se argumenta en mayor detalle en la sección IV, las tasas de interés reales en una economía como la colombiana dependen, en el mediano o largo plazo, no de la liquidez suministrada

por el banco central, sino de las expectativas de devaluación e inflación y de la prima de riesgo asignada por los inversionistas extranjeros al país. Por lo tanto, para mantener tasas reales de interés bajas se necesita generar confianza en la economía y en las políticas económicas. Estas últimas, en especial la fiscal y la monetaria, deben ser juzgadas como sostenibles y coherentes con la estabilidad nominal de la economía.

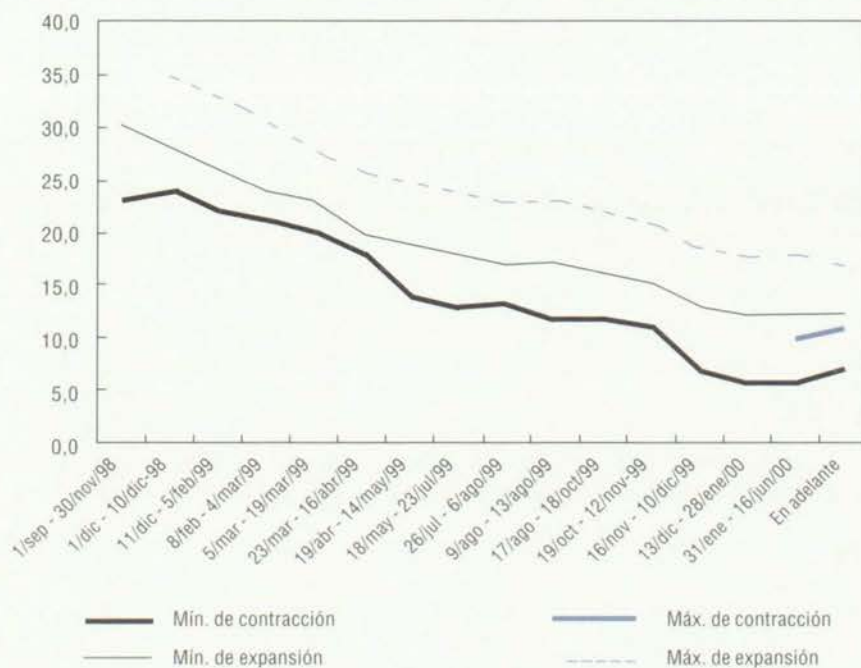
III. LA POLÍTICA MONETARIA

Tanto en Colombia como en otros países de América Latina, la política monetaria ha respondido al debilitamiento de la actividad económica mediante la promoción de condiciones más holgadas en los mercados financieros. Las operaciones de mercado abierto del Banco de la República comenzaron a ser más expansivas desde finales de 1998 y las tasas de interés de corto plazo empezaron a disminuir desde un nivel excepcionalmente alto alcanzado en noviembre de ese año. En la medida en que las presiones cambiarias disminuían y la actividad económica se debilitaba, las operaciones de mercado abierto fueron dirigidas hacia una más amplia provisión de reservas al sistema financiero.

La política de operaciones de mercado fue reforzada luego por otros instrumentos monetarios. Las tasas de interés de intervención del Emisor fueron reducidas en 14 ocasiones, entre diciembre de 1998 y enero del año 2000 (Gráfico 2), con lo cual la tasa de interés real de las operaciones de subasta de expansión monetaria llegaron a alcanzar niveles cercanos a cero. También se efectuaron reducciones en los requisitos del encaje a finales de 1998 y en octubre del año pasado liberando, en total, cerca de \$1,2 billones en reservas bancarias y contribuyendo a mejorar la posición de liquidez del sistema financiero. Adicionalmente, en 1999 se hicieron más flexibles las condiciones de apoyo de liquidez del sistema financiero, reduciendo así su riesgo de iliquidez y haciendo más fácil el acceso a recursos extraordinarios del banco central (Cuadro 1).

Desde comienzos de 1999, y en especial a partir del segundo semestre de ese año, las acciones de política monetaria, y la menor demanda de crédito por parte de las familias y las empresas, han tenido como resultado una fuerte caída de las tasas de interés de corto plazo. La tasa DTF nominal bajó de 35,3% en diciembre de 1998 a 10,2% en febrero de 2000, y la tasa activa de 44,5% a 23,6% en igual período. Esto significa

Gráfico 2
Tasas de interés de intervención del Banco de la República
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República.

una reducción de más de 15 y 10 puntos porcentuales en las tasas reales de interés pasivas y activas, respectivamente (Gráficos 3 y 4). A pesar de un leve repunte en las tasas pasivas en los últimos meses, los niveles actuales de tasas de interés son históricamente bajos y claramente compatibles con una reactivación del gasto y de la economía en general.

No todos los efectos de condiciones más holgadas en los mercados financieros están registrados en las tasas de interés. Por ejemplo, un buen número de entidades financieras ha respondido a la mayor liquidez en la economía pagando los apoyos del Banco de la República y ejecutando acciones que permiten aumentar su grado de liquidez. Adicionalmente, la incertidumbre sobre la viabilidad económica de algunas entidades financieras ha disminuido en la medida en que la actividad económica se recupera y las tasas de interés permanecen bajas.

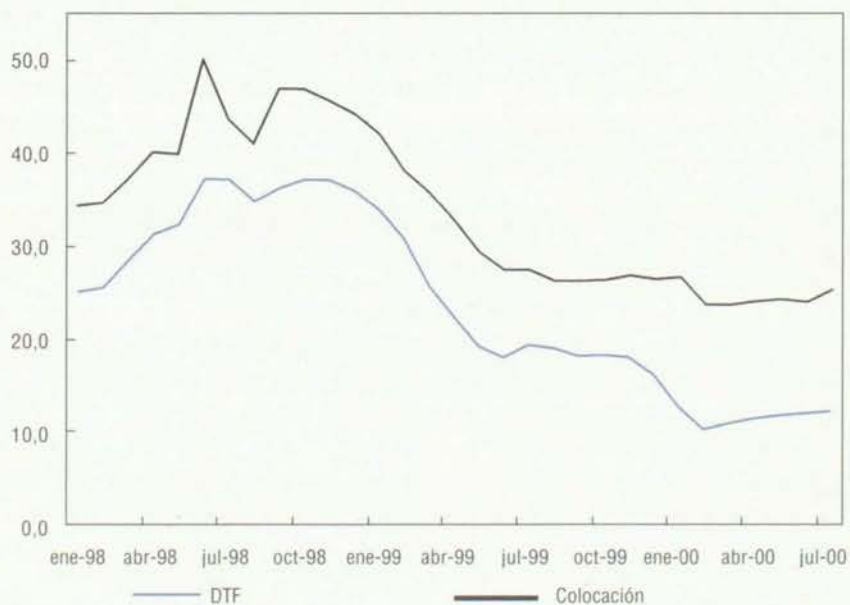
Cuadro 1
Saldo cupos y REPOS
(Miles de millones de pesos)

| | | Cupo liquidez | REPOS netos total | Total |
|-------------|------|------------------|-------------------------|-------|
| 1998 | Dic. | 128 | 987 | 1.115 |
| 1999 | Ene. | 14 | 762 | 776 |
| | Feb. | 38 | 443 | 481 |
| | Mar. | 0 | 317 | 317 |
| | Abr. | 8 | (55) | (47) |
| | May. | 152 | 242 | 394 |
| | Jun. | 288 | 551 | 839 |
| | Jul. | 471 | 177 | 648 |
| | Ago. | 321 | 588 | 909 |
| | Sep. | 299 | 1.523 | 1.822 |
| | Oct. | 195 | 1.508 | 1.702 |
| | Nov. | 150 | 976 | 1.126 |
| | Dic. | 412 | 2.435 | 2.846 |
| 2000 | Ene. | 256 | 511 | 766 |
| | Feb. | 105 | 761 | 866 |
| | Mar. | 0 | 58 | 58 |
| | Abr. | 76 | (161) | (85) |
| | May. | 169 | 573 | 742 |
| | Jun. | 189 | 931 | 1.120 |
| | Jul. | 112 | 712 | 824 |

Fuente: Banco de la República.

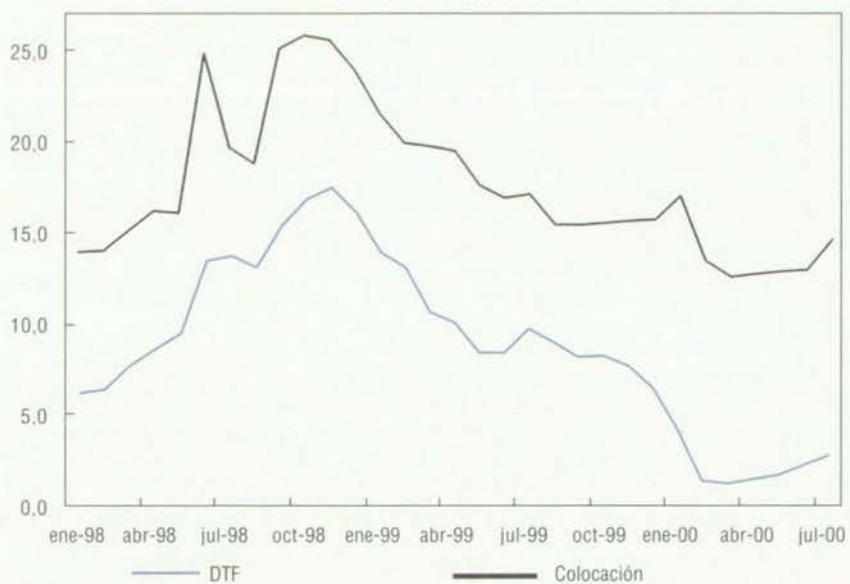
Los crecimientos de la base monetaria y de los medios de pago (M1) han reflejado la mayor amplitud de la política monetaria en el último año y medio. El ritmo anual de crecimiento de la base monetaria pasó de un nivel negativo de 16,5% en diciembre de 1998 a 23,5% en el mismo mes del año anterior. Durante el año completo de 1999 la base monetaria, excluyendo el efecto de reducción de encajes, creció 14,8%, y en lo corrido del presente año aumenta a una tasa anual promedio de 21,6%. De igual manera, con el descenso de las tasas de interés (también a causa del impuesto del dos por mil) el flujo neto de depósitos en cuenta corriente se ha incrementado de manera significativa. El saldo promedio de M1 entre 1998 y 1999 creció 12,5%, y al 31 de diciembre del año pasado cerró en un monto cuya variación respecto a la misma fecha del año 1998 fue de 22,1%. El pasado 31 de julio la tasa de crecimiento anual de este agregado superó el nivel de 34,0%.

Gráfico 3
Tasas de interés nominales
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

Gráfico 4
Tasas de interés reales
 (Porcentaje)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

El crecimiento de la base monetaria confirma la existencia de un suministro abundante de liquidez por parte del Banco de la República, diseñado para contribuir a la recuperación de la actividad productiva y del sistema financiero sin comprometer el logro de las metas de inflación. Una porción importante de estos recursos ha terminado financiando, directa o indirectamente, el déficit fiscal. Como se aprecia en el Cuadro 2, el crecimiento de la base monetaria en 1999 fue de \$2.817 miles de mi-

| Cuadro 2 | | | | |
|---------------------------------------------|-------|---------|---------|---------|
| Fuentes base monetaria, 1998-2000 | | | | |
| (Flujo anual en miles de millones de pesos) | | | | |
| | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 1/ |
| Gobierno | | 644 | 2.480 | 1.554 |
| Traslado utilidades | | 83 | 1.244 | 516 |
| Compra neta TES | | 384 | 1.092 | 935 |
| Cajero | | 177 | 143 | 103 |
| REPOS y cupos de liquidez | | 899 | 1.730 | 175 |
| Compra neta de divisas | | (2.761) | (1.437) | (466) |
| Otros | | (148) | 44 | (41) |
| Total | | (1.365) | 2.817 | 1.223 |
| Saldo base | 8.287 | 6.922 | 9.739 | 8.288 |

Base julio/99: \$7.065 mm.
Base julio/00: \$8.288 mm.
1/ Año completo a julio de 2000.
Fuente: Banco de la República.

llones, de los cuales 88,0% se destinaron al gobierno de manera directa (reparto de utilidades) e indirecta (compra neta de TES B en el mercado secundario).

En contraste con el crecimiento de los agregados monetarios más estrechos, una medida más amplia de liquidez, el M3 más bonos (M3B), creció a una tasa anual de 6,3% al finalizar 1999, y a julio 31 de 2000 crece 3,0%. Por su parte, el saldo de la cartera neta de provisiones del sistema financiero (sin incluir FEN) registró en 1999 un crecimiento anual negativo de 4,0%, y, según el dato de finales de julio, cae 8,3% en los momentos actuales.

El bajo crecimiento del agregado M3 más bonos y la reducción del crédito del sistema financiero están asociados al descenso de la actividad económica, al riesgo crediticio y de liquidez, a la salida neta de capitales al exterior y a la demanda de recursos por parte del sector público. Esto último se ilustra con cifras del comportamiento del portafolio financiero total (compuesto por el agregado M3B más el monto de la emisión de títulos de deuda pública). Según se aprecia en el Cuadro 3, este portafolio estaba creciendo en julio a una tasa equivalente anual de 12,5% a causa de un aumento de 50,0% en el saldo de TES².

Cuadro 3
Portafolio financiero total
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

| | Saldo a 28 de Julio de 2000 | Variación | | | |
|---------------------------------------|-----------------------------------|-------------|------------|----------|------------|
| | | Año corrido | | Anual | |
| | | Absoluta | Relativa % | Absoluta | Relativa % |
| Portafolio financiero total | 84.315 | 2.815 | 3,5 | 9.387 | 12,5 |
| A. Sector financiero | 59.766 | (1.764) | (2,9) | 1.220 | 2,1 |
| Medios de pago ampliados - M3 + Bonos | 58.867 | (1.235) | (2,1) | 1.688 | 3,0 |
| Cédulas hipotecarias | 420 | (301) | (41,8) | (489) | (53,8) |
| Aceptaciones bancarias en circulación | 39 | (25) | (38,7) | (19) | (32,1) |
| Certificados eléctricos valorizables | 172 | (217) | (55,9) | 0 | 0,3 |
| Títulos de ahorro FEN | 269 | 13 | 5,2 | 40 | 17,3 |
| Certificados de cambio | 1 | 0 | 0,0 | 0 | 5,0 |
| B. Sector público | 24.549 | 4.580 | 22,9 | 8.167 | 49,9 |
| TES | 17.984 | 1.247 | 7,4 | 2.790 | 18,4 |
| TES B denominados en M/E 1/ | 1.639 | 78 | 5,0 | 812 | 98,3 |
| TES B UVR 1/ | 3.501 | 1.843 | ... | 3.162 | ... |
| TES Ley 546 de 1999 1/ | 1.423 | 1.423 | ... | 1.423 | ... |
| Títulos de apoyo cafetero | 2 | (10) | (85,2) | (20) | (91,6) |

1/ Valorado con la TRM y la UVR del momento de la emisión.
Fuente: Banco de la República.

En síntesis, en el último año y medio el Banco de la República ha venido suministrando liquidez abundante para contribuir a la recuperación de la actividad económica y del sistema financiero sin comprometer el logro de las metas de inflación. Sin embargo, una parte importante de la liquidez ofrecida por el Banco de la República se ha utilizado para financiar, directa o indirectamente, al gobierno. De igual manera, el sistema financiero ha adquirido montos crecientes de títulos emitidos por

Cuadro 4
Saldo de TES
(Miles de millones de pesos)

| | Saldos | | Variaciones | |
|------------------------------------------------------|-----------|-----------|-------------|---------------|
| | Jun. 1999 | Jul. 2000 | Absoluta | Relativa % |
| TES B pesos | 15.106,1 | 17.830,3 | 2.724,2 | 18,0 |
| Sector público | 10.628,2 | 12.114,6 | 1.486,4 | 14,0 |
| Sector financiero | 1.333,6 | 611,9 | (721,7) | (54,1) |
| Sector privado | 2.737,1 | 3.653,5 | 916,4 | 33,5 |
| Banco de la República 1/ | 407,3 | 1.450,4 | 1.043,1 | 256,1 |
| TES B denominados dólares 2/ | 569,0 | 1.783,7 | 1.214,7 | 213,5 |
| Sector público | 183,6 | 782,5 | 599,0 | 326,3 |
| Sector financiero | 148,0 | 503,7 | 355,7 | 240,3 |
| Sector privado | 237,4 | 497,4 | 260,0 | 109,5 |
| TES B denominados en UVRC 2/ | 230,0 | 3.746,7 | 3.516,6 | 1.528,9 |
| Sector público | 40,1 | 2.152,4 | 2.112,3 | 5.264,3 |
| Sector financiero | 61,6 | 465,4 | 403,8 | 655,3 |
| Sector privado | 128,3 | 1.128,9 | 1.000,6 | 780,0 |
| Títulos de reducción de deuda denominados en UVRC 2/ | 0,0 | 172,8 | 172,8 | |
| TES Ley 546 denominados en UVRC 2/ | 0,0 | 1.606,5 | 1.606,5 | |
| Total TES sector público | 10.851,9 | 15.049,6 | 4.197,7 | 38,7 |
| Total TES sector financiero | 1.543,2 | 3.360,3 | 1.817,1 | 117,7 |
| Total TES sector privado | 3.102,8 | 5.279,8 | 2.177,0 | 70,2 |
| Total TES Banco de la República | 407,3 | 1.450,4 | 1.043,1 | 256,1 |
| Total TES sin Banco de la República | 15.497,9 | 23.689,6 | 8.191,7 | 52,9 |
| Total TES con Banco de la República | 15.905,1 | 25.140,0 | 9.234,9 | 58,1 |

1/ Compras definitivas de TES B.
2/ Valorados a la TRM y UVR del fin de período.
Fuente: Banco de la República.

el gobierno, limitando el suministro de crédito al sector privado. Las emisiones de títulos de deuda pública necesarias para cubrir el déficit fiscal han presionado al alza las tasas de interés de esos títulos, lo cual desestimula aún más el otorgamiento de crédito por parte del sistema financiero.

IV. LOS EFECTOS DE UNA MAYOR EXPANSIÓN MONETARIA

Las secciones anteriores han expresado dos ideas generales básicas. La primera, que una economía que está funcionando por debajo de su capacidad puede crecer durante la fase de reactivación a ritmos altos y la política monetaria puede contribuir, en tales circunstancias, a mantener tasas de interés reales bajas sin que ello necesariamente induzca una aceleración de la inflación. La segunda, que en el corto plazo, la política monetaria incide en la producción, en una economía abierta o semi-abierta con tasa de cambio flotante, funcionando por debajo de su capacidad, mediante la determinación de la cantidad de recursos primarios de emisión y su incidencia transitoria en las tasas reales de interés. Adicionalmente, en la sección I se afirma que la economía colombiana está en la actualidad operando por debajo de su capacidad y que la tasa de desempleo se encuentra en niveles históricamente altos.

En relación con los asuntos anteriores, algunos analistas han argumentado que la economía colombiana puede absorber una expansión monetaria superior a la que está realizando actualmente el Banco de la República, o dirigir la expansión primaria directamente al gobierno o al sector privado no financiero. El costo de una mayor expansión monetaria, se dice, podría ser una mayor inflación, dependiendo de la magnitud de la expansión monetaria, pero el beneficio sería una recuperación mayor y más rápida de la actividad económica y del empleo. Por su parte, el crédito primario al gobierno ayudaría a suavizar el servicio de la deuda pública y haría más fácil la financiación del gasto público futuro, mientras que el crédito directo al sector privado no financiero permitiría la reestructuración de la deuda del sector privado o proteger a las personas en situaciones más precarias y afectadas por la crisis económica.

Las propuestas adolecen de varias fallas, en su mayoría originadas en el desconocimiento del funcionamiento de una economía abierta con movilidad de capitales y de la magnitud y la naturaleza del desequilibrio fiscal colombiano. El primer factor dejado de lado por las propuestas es el efecto de mayores expectativas de inflación y devaluación sobre las tasas de interés. En una economía semi-abierta como la colombiana, tales expectativas y la prima de riesgo soberano tienen alta importancia en la determinación de las tasas de interés. Esto significa que la política económica tiene que considerar su efecto sobre estas variables, y será

superior la política que genere menos expectativas de devaluación e inflación y mantenga más baja la prima de riesgo soberano (reflejada en el comportamiento de los márgenes de los bonos de deuda pública externa).

El análisis técnico realizado en el Banco de la República sugiere que el crecimiento monetario actual es compatible con una inflación de 10,0% en el año 2000 y 8,0% en 2001, bajo un supuesto de crecimiento real del PIB en esos años de 3,0% y 3,8%, respectivamente. Esto significa que una expansión de la cantidad de dinero significativamente mayor a la actual generaría tasas de inflación superiores a las metas propuestas y mayores expectativas de inflación y devaluación. Ello, a su vez, presiona al alza las tasas de interés.

Un segundo factor que dejan de lado algunas de las propuestas recientes de emisión es su efecto sobre los márgenes de los bonos colombianos colocados en el exterior. Estos márgenes miden el riesgo país, o la probabilidad de que Colombia honre sus deudas. El solo anuncio de una política monetaria particularmente laxa afectará negativamente la valoración de Colombia por los inversionistas extranjeros, especialmente ahora, cuando la inflación se encuentra bajo control en la gran mayoría de los países. Y esta valoración será aún más negativa si la expansión monetaria se dirige directamente a financiar el gasto público.

En efecto, como es de conocimiento general, la causa principal de las inflaciones en los distintos países ha sido el excesivo crecimiento monetario con el fin de financiar por este medio el gasto público. Adicionalmente, un crédito de emisión para el gobierno mostraría una falta de compromiso del país para realizar las correcciones de fondo del desequilibrio fiscal, y sería interpretado por la comunidad financiera internacional como una intención del Estado colombiano de reducir el valor de sus compromisos de deuda a través de una mayor inflación. Todo esto aumenta los márgenes que se aplican a los descuentos correspondientes a los bonos de Colombia.

Con mayores márgenes de los bonos se encarece la nueva deuda que contrate el país, aumenta la devaluación, suben las tasas de interés y disminuye el precio de las acciones. Los gráficos 5 y 6, extraídos de una presentación del Director de Crédito Público del Ministerio de Hacienda, ilustran algunos de estos efectos. La relación positiva entre el comportamiento de la tasa representativa del mercado (TRM) y los

Gráfico 5

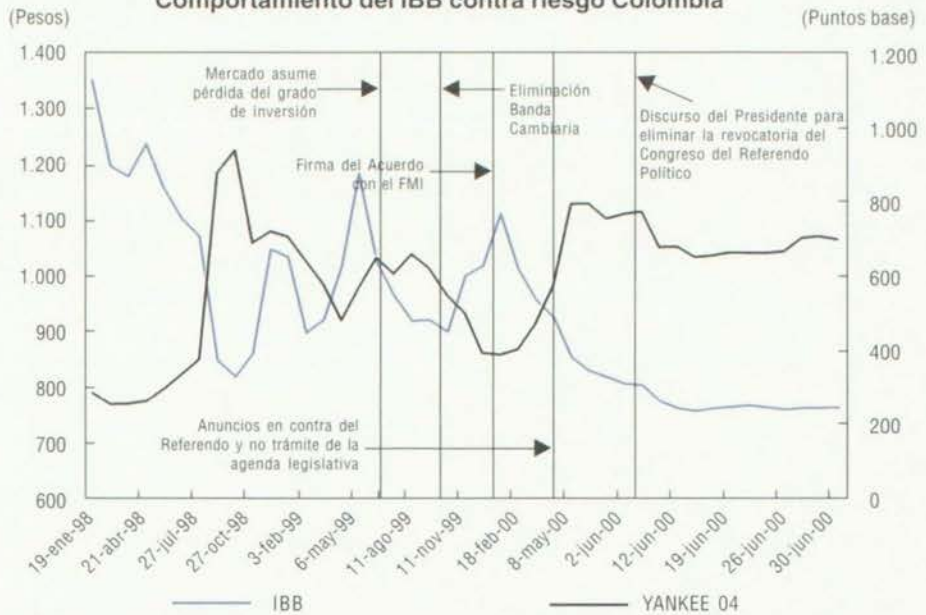
Tasa representativa del mercado (TRM) vs. Márgenes



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 6

Comportamiento del IBB contra riesgo Colombia



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

márgenes, y la negativa entre estos últimos y los precios de las acciones, es evidente. En efecto, un ejercicio estadístico de regresión que “explica” el comportamiento de las tasas de interés a partir de la variabilidad de los márgenes de los bonos colombianos y la devaluación sugiere que 74,0% de la variabilidad de las tasas de interés se explica por el comportamiento de estas dos últimas variables³.

El aumento de los márgenes, a través de su efecto sobre la devaluación, las tasas de interés y los precios de las acciones, afecta negativamente el gasto y la riqueza del país, dificulta el acceso al crédito externo y desestimula la inversión extranjera. El efecto de la propuesta sobre el crecimiento económico del país es, entonces, negativo.

Finalmente, algunos analistas han argumentado que si el Banco de la República otorga al gobierno un crédito subsidiado con tasas de interés inferiores a las del mercado, contribuiría a reducir los desequilibrios fiscales. Esto, sin embargo, no es así. El subsidio correspondiente reduciría las utilidades que el Banco de la República traslada anualmente al gobierno, con lo cual la propuesta consiste en un simple adelanto de las utilidades, sin efecto fiscal positivo. Por otra parte, el Banco se vería obligado a efectuar operaciones compensatorias de contracción monetaria, que le restarían recursos al sector privado y presionarían al alza las tasas de interés de la economía. Además, la propuesta de otorgar crédito directo al gobierno tiene los efectos negativos asociados a la señal de falta de compromiso con el ajuste estructural de las finanzas públicas.

Este documento fue elaborado por la Gerencia Técnica del Banco de la República y aprobado por unanimidad por la Junta Directiva, en sesión del día 17 de agosto de 2000.

NOTAS

- ¹ Esto último, sin embargo, no se dio, y la inflación se limitó a ubicarse transitoriamente en un nivel moderadamente alto (22,0%-24,0%). Como es de esperar, la inflación en el corto plazo depende de muchos otros factores adicionales a la diferencia entre el crecimiento del gasto y la oferta (v. gr. los cambios en las tarifas arancelarias, los precios internacionales, la competencia internacional y alteraciones transitorias de las cosechas), por lo cual se dice que la inflación tiende a subir o a bajar según la desviación entre los valores de oferta y demanda de la economía.
- ² El pasado mes de junio, el saldo total de TES, valorado a la TRM y la UVR de fin de período, registró un crecimiento anual de 58,1%. Los TES en poder del sector financiero, incluyendo el Banco de la República, aumentaron en 146,6%; excluyendo el Banco, 117,7%; los del sector privado no financiero, 70,2%; y los del sector público no financiero, 38,7% (Cuadro 4).
- ³ Ministerio de Hacienda y Crédito Público. *Spreads e impacto de las reformas estructurales y la paz*. Bogotá, mimeo, julio de 2000.