I

ARTICULOS

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

LA POLITICA MACROECONOMICA EN 1997 Y PERSPECTIVAS PARA 1998

*Por: Leonardo Villar Gómez**

Este documento consta de cuatro secciones. En la primera, me refiero a los resultados recientes en materia de inflación y argumento que, pese a los efectos perversos que en el corto plazo está generando el fenómeno climático del Pacífico sobre los precios de los alimentos, existen buenas posibilidades para cumplir con la meta del 16% en 1998 y para consolidar una tendencia que nos lleve en poco tiempo a un ritmo de crecimiento de los precios por debajo del 10%, más cercano a los estándares internacionales. En la segunda sección, presento mi interpretación personal sobre lo que ha sido la política monetaria durante el último año y sobre la forma en que está previsto que evolucionen las variables monetarias en lo que resta de 1998. En la tercera, me refiero a la evolución de las tasas de interés y a la coyuntura cambiaria y, para terminar, en la última sección, hago algunos comentarios sobre la evolución reciente de las finanzas públicas y sobre la forma como, a mi juicio, el futuro de la situación macroeconómica colombiana dependerá en buena medida de las decisiones que se tomen en ese frente.

I. Tendencias de la inflacion

Sin lugar a dudas, el resultado obtenido en materia de inflación durante 1997 fue muy positivo. Medida por la variación anual en el Indice de Precios al Consumidor, la inflación se redujo en casi cuatro puntos porcentuales entre diciembre de 1996 y diciembre de 1997, al bajar de 21,6% a 17,7%. Esta última cifra es la más baja que se ha registrado en Colombia para un año completo desde 1983 (Gráfico 1). Además, la caída en el ritmo de inflación (3.9 puntos porcentuales) está entre las más fuertes de varias décadas y sólo se compara con las de 1978, 1983 y 1991.

Aparte de lo anterior, al menos tres factores hacen que la reducción en la inflación observada en 1997 haya sido particularmente satisfactoria. Por un lado, por primera vez

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 1

Tasa de inflación - Indice de Precios al Consumidor, 1975-1997

(Variaciones anuales - Diciembre)

Fuente: Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE).

desde 1991, cuando el Banco de la República se constituyó como entidad independiente y se empezaron a establecer metas anuales de reducción en la inflación, la meta establecida se cumplió cabalmente e inclusive se sobrepasó. Obviamente, este resultado es de una importancia inmensa sobre la credibilidad de las metas que establece el Banco y puede resultar fundamental para acelerar el proceso de desindexación de la economía colombiana con respecto a la inflación del pasado. En la medida en que los agentes económicos se desprendan de la inercia inflacionaria y en que la fijación de los precios, las tarifas y los salarios deje de estar indexada a la inflación pasada y se vincule más bien con las metas de inflación que se fijen para cada año, el proceso de reducción de la inflación se hará más fácil, menos dependiente de la contracción de la demanda agregada y menos costoso en materia de actividad productiva de corto plazo. Pero, por supuesto, para que las metas oficiales de inflación sean una guía en la fijación de precios, tarifas y salarios, lo fundamental es que ellas sean creíbles y la credibilidad se gana con los resultados. En este frente, los resultados de 1997 constituyen un avance sustancial que

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

lógicamente debe ser consolidado con la consecución de la meta de inflación del 16% en 1998. Fue precisamente por esta razón que la Junta Directiva del Banco de la República se impuso una meta para el presente año que algunos criticaron como poco ambiciosa, al bajar en solo dos puntos frente al año anterior, pero que ante todo buscó ser factible y creíble.

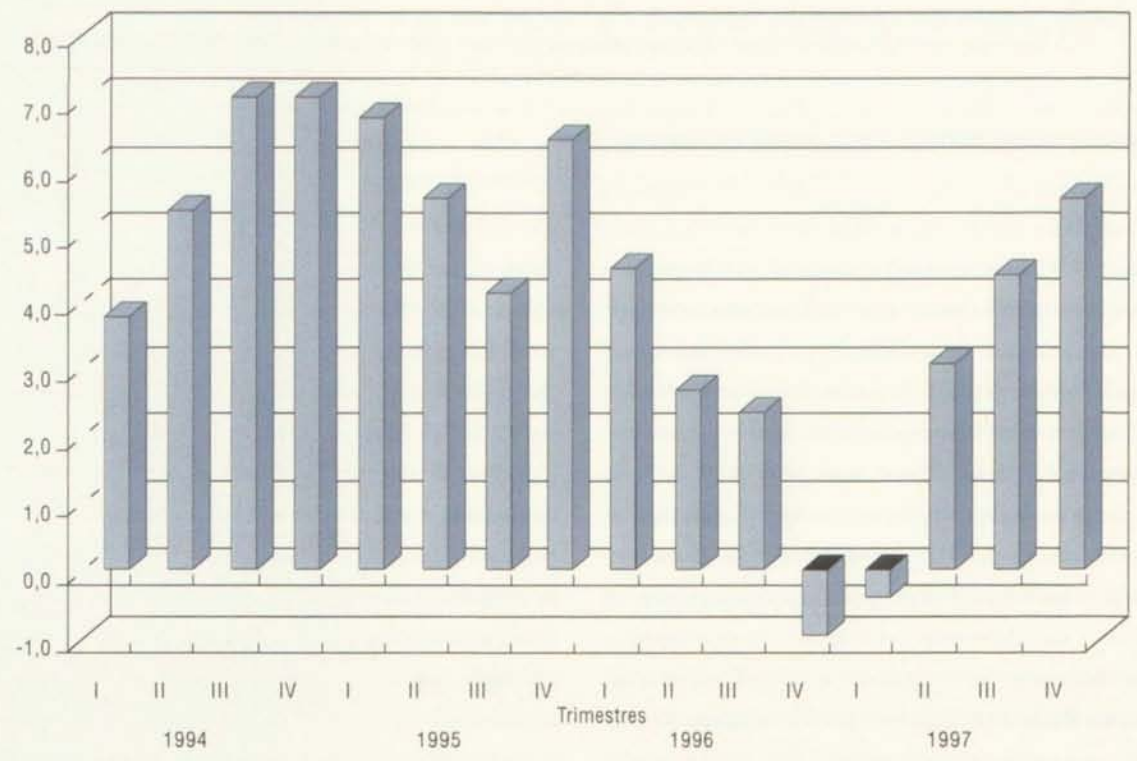
Una segunda característica particularmente satisfactoria de la reducción de la inflación observada en 1997 fue el hecho que ella se diera en un ambiente de franca recuperación de la actividad productiva, la cual, medida por el crecimiento del PIB, pasó de manifestar una caída absoluta en el último trimestre de 1996 y el primer trimestre de 1997 a mostrar un crecimiento superior al 5% en el último trimestre de ese año, de acuerdo con las estimaciones del Departamento Nacional de Planeación (Gráfico 2).

En tercer lugar, pero quizás el más importante, una característica que debe destacarse en el comportamiento de la inflación duran-

Gráfico 2

Crecimiento del PIB real trimestral

(Variaciones % anuales)



Fuente: Estimativos del Departamento Nacional de Planeación (DNP).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

te 1997 es que, a diferencia de episodios anteriores de caída fuerte en el ritmo de crecimiento del IPC, como los de 1978 ó 1983, la reducción reciente no respondió a caídas en precios relativos de productos o sectores particulares que pudieran tener un carácter transitorio. Por el contrario, en 1997 la reducción en el ritmo de aumento de los precios tuvo un carácter generalizado. Esto se aprecia en la descomposición del IPC por grupos de productos (Cuadro 1). Con excepción del grupo de transporte, en que el aumento de precios de 1997 estuvo ligeramente por encima del de 1996, la inflación en 1997 se redujo en todos y cada uno de los grupos.

En terminología más técnica, lo anterior se traduce en que la llamada inflación básica se redujo de manera significativa durante 1997. La inflación básica es aquella que excluye del comportamiento del Indice de Precios al Consumidor el efecto de modificaciones de corto plazo en precios relativos y tiende a

Cuadro 1

Inflación anual por grupos de productos, 1996-1997

(Variaciones anuales a diciembre)

	1996	1997
Alimentos	18,3	16,4
Vivienda	24,0	17,6
Vestuario	11,0	9,4
Salud	22,2	21,5
Educación	36,7	22,8
Transporte	20,0	21,3
Otros gastos	18,9	18,2
Total IPC	21,6	17,7

Fuente: DANE.

reflejar por lo tanto el crecimiento de los precios de la mayor parte de los productos. El Cuadro 2 presenta la evolución de cuatro indicadores alternativos que intentan aproximarse a ese concepto de inflación básica y que son construidos rutinariamente por el Banco de la República. El primero de ellos, que es el más conocido en las discusiones públicas, calcula la variación en el IPC excluyendo de la canasta el rubro de los alimentos. El segundo excluye de la canasta los alimentos sin procesar, los servicios estatales y el transporte. Los otros dos indicadores son de carácter más técnico estadístico y se construi-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Cuadro 2

Indicadores de inflación básica

(Variaciones anuales a diciembre)

Indicadores	1996	1997
Variación IPC sin alimentos	23,2	18,2
Variación IPC sin alimentos agropecuarios, servicios estatales ni transporte	22,4	17,1
Variación IPC sin variaciones extremas (media truncada al 10%)	18,4	16,4
Mediana ponderada de las variaciones de los precios en el IPC	18,9	18,0

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

yen con base en toda la canasta de productos que conforman el IPC pero en lugar de calcular el promedio ponderado de las variaciones de los 195 productos que la conforman, calcula la media de esas variaciones excluyendo para cada mes los productos con variaciones extremadamente altas o extremadamente bajas[1]. Como se puede apreciar en el cuadro, el IPC sin alimentos redujo su ritmo de crecimiento en más de cinco puntos porcentuales entre 1996 y 1997. Los otros tres indicadores de inflación básica también se redujeron de manera significativa y en los casos de inflación sin alimentos primarios, servicios estatales ni transporte y en el de la media truncada, los indicadores se ubicaron en diciembre de 1997 muy por debajo de la meta de inflación, en 17,1% y 16,4%, respectivamente. En palabras sencillas, esto significa que para la mayor parte de los productos, al excluir los que crecieron demasiado y los que crecieron muy poco, el aumento de precios promedio fue considerablemente inferior a la meta del 18% y a la inflación reportada por el DANE de 17,7%.

Sin duda, la inflación relevante para los consumidores colombianos es la que mide el DANE a través del IPC y es a ella a la que se dirigen las acciones de política de las autoridades. Sin embargo, lo que quiero mostrar al destacar el favorable comportamiento de la inflación básica en 1997 es que existen indicios muy fuertes de que la reducción en la inflación medida por el DANE tiene bases sólidas y no se produjo simplemente como resultado de reducciones temporales en el crecimiento de unos pocos precios.

El concepto de inflación básica me permite también evaluar brevemente lo que ha pasado con la inflación en los dos primeros meses de 1998. La tasa anual de inflación medida por el IPC ha presentado un incremento de tres décimas de punto porcentual, al pasar del nivel de 17,7% de diciembre a 18% en el pasado mes de febrero (Cuadro 3). Este au-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

mento, sin embargo, ha estado vinculado fundamentalmente con el comportamiento de los precios de algunos alimentos con peso importante en la canasta familiar y cuya oferta se ha visto afectada temporalmente por el fenómeno climático del Pacífico.

Cuadro 3

Inflación e indicadores de inflación básica

(Variaciones anuales)

Indicadores	Diciembre 1997	Febrero 1998
Total IPC	17,7	18,0
Alimentos	16,4	19,5
Indicadores de inflación básica		
IPC sin alimentos	18,2	17,4
IPC sin alimentos agropecuarios, servicios estatales ni transporte	17,1	16,3
Mediana ponderada de las variaciones de los precios en el IPC	18,0	16,9
IPC sin variaciones extremas (media truncada al 10%)	16,4	16,5

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

De hecho, el ritmo anual de crecimiento de los precios de los alimentos, que era 16,4% en diciembre pasado, ascendió en febrero a 19,5%, lo cual resulta ciertamente preocupante. Para evitar que los problemas climáticos se sigan reflejando de manera excesiva sobre los precios resulta particularmente urgente una política sectorial apropiada. En particular se requiere que la política de comercio exterior se flexibilice e impida procesos de aumentos de precios amparados en controles a las importaciones, como los que hemos observado recientemente en el caso del arroz. Debe entenderse, en cualquier caso, que el ascenso reciente de los precios de los alimentos no refleja presiones macroeconómicas ni una tendencia permanente y que, por lo tanto, el retorno de las lluvias previsto para los próximos meses debería favorecer su reversión.

Al descontar el efecto de los alimentos, la inflación ha continuado con un comportamiento que, en líneas generales, me atrevo a calificar de satisfactorio. De hecho, la inflación sin alimentos se redujo en casi un punto porcentual entre diciembre y febrero, al pasar de 18,2% a 17,4%. Más significativo aún, todos los demás indicadores de inflación básica a los que hice referencia atrás se ubicaron en el último mes por debajo de 17%. Esto, unido a una política monetaria conservadora y cuidadosa como la que ha sido anunciada y ejecutada por el Banco de la República, permite ser optimistas sobre el cumplimiento de la meta del 16% para 1998 y sobre la continuación, hacia el futuro, del proceso de reducción de la inflación hacia niveles compatibles con los patrones internacionales.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

II. *Evolucion de los agregados monetarios*

La conducción de la política monetaria durante 1997 y 1998 ha estado dirigida a mantener los agregados monetarios alrededor de unas sendas que la Junta Directiva del Banco de la República estima compatibles, por un lado, con el logro de las metas de inflación y, por otro, con el suministro de la liquidez requerida por la economía para su normal funcionamiento, dadas las tendencias y los ciclos de la actividad productiva.

De manera específica, la política ha buscado que la liquidez global de la economía crezca a un ritmo que no se aleje en más de tres puntos porcentuales, por arriba o por abajo, del ritmo de crecimiento nominal de la economía, estimado obviamente bajo el supuesto de que se cumple con la meta de inflación. Con este propósito se construyó un corredor indicativo para el agregado monetario denominado M3 más bonos en el cual se incluyen, aparte del efectivo en poder del público, todos los pasivos sujetos a encaje del sistema financiero y los bonos emitidos por los establecimientos de crédito.

El Gráfico 3 muestra que durante todo el año de 1997 el agregado M3 más bonos se mantuvo consistentemente dentro del corredor

Gráfico 3

Evolución del M3 + Bonos y su respectivo corredor, 1997 - 1998

(Miles de millones de pesos)

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

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

que se había definido para ese propósito desde finales de 1996. Ese mismo corredor, además fue el que se extendió para 1998 con una pendiente ajustada a la nueva meta de inflación y al estimativo de crecimiento del PIB para este año. Como se puede apreciar, en lo corrido de 1998 el agregado monetario que mide la liquidez global de la economía también se ha mantenido sistemáticamente dentro de su corredor.

Resulta importante observar que en contra de lo que han sugerido algunos analistas, el crecimiento de la liquidez global de la economía en 1997 se ha ido reduciendo sistemática y persistentemente en relación con el crecimiento del PIB nominal. Esto se aprecia claramente en el Cuadro 4. De hecho, a comienzos de 1994 el crecimiento de M3 más bonos superaba en más de 15 puntos porcentuales el crecimiento nominal de

Cuadro 4

M3 + Bonos y PIB Nominal

(Variaciones % anuales)

Períodos:		M3 + Bonos (*)	PIB nominal (**)	Diferencia
1993	I	34,8	33,3	1,4
	II	35,0	29,6	5,3
	III	43,0	30,1	12,9
	IV	45,7	31,0	14,7
1994	I	48,4	29,6	18,8
	II	48,0	32,3	15,7
	III	45,1	33,1	12,0
	IV	43,5	33,0	10,5
1995	I	40,1	28,2	11,9
	II	38,8	27,0	11,8
	III	36,0	25,1	10,9
	IV	33,9	26,3	7,6
1996	I	28,5	23,4	5,1
	II	25,7	20,3	5,4
	III	24,6	21,3	3,3
	IV	24,1	19,4	4,6
1997	I	27,1	19,2	7,9
	II	25,7	23,4	2,3
	III	25,7	24,8	0,9
	IV	26,8	25,8	1,0

(*) Promedios trimestrales con base en información semanal.

(**) PIB nominal calculado con base en el PIB real de DNP, ajustado por el IPC.

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

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

la actividad productiva. Esa diferencia se redujo en 1995 y 1996 a niveles cercanos al 10% y al 5%, respectivamente. En 1997 se siguió reduciendo, de tal forma que en el segundo semestre fue inferior al 1%. Como ya mencioné, además, la política para 1998 está diseñada para que M3 más bonos crezca aproximadamente al ritmo previsto de crecimiento del PIB nominal, con lo cual se consolidará un comportamiento de la liquidez compatible con el propósito de avanzar en el proceso de reducción de la inflación.

Por otra parte, es importante anotar que el Banco de la República no controla de manera directa el comportamiento de la liquidez global ni por lo tanto del agregado M3 más bonos. Es precisamente por ello que el Banco decidió desde finales de 1996 concentrar su atención en el comportamiento de la base monetaria y establecer este agregado como lo que la literatura monetaria denomina la "meta intermedia" de su política. Así, si bien se cuenta con un corredor indicativo para el comportamiento de M3 más bonos, el corredor de base monetaria es el que se usa para la definición de la política de tasa de interés de intervención en el mercado interbancario y para estimar las necesidades de captación de recursos a través de títulos de participación o de suministro de recursos a través de REPO.

El corredor de base monetaria refleja el comportamiento deseado de este agregado y, de la misma manera que el del agregado monetario amplio, se construye con una amplitud de tres puntos porcentuales hacia arriba o hacia abajo. Adicionalmente, en la medida en que la base monetaria tiene fluctuaciones importantes de un día para otro, como consecuencia, por ejemplo, de los ciclos que generan los períodos de encaje del sistema financiero, la Junta del Banco de la República no necesariamente busca que ella se coloque cada día dentro del corredor sino que se concentra en evaluar su comportamiento con un promedio móvil de veinte días.

El Gráfico 4 muestra que, como en el caso de liquidez global de la economía, el comportamiento de la base monetaria ha estado sistemáticamente acorde con el corredor que se definió para esta variable desde el mes de abril de 1997. Sólo en diciembre, el promedio móvil de veinte días de la base monetaria se acercó al techo del correspondiente corredor, pero posteriormente ha manifestado una clara tendencia a reducirse, de tal forma que en el período más reciente se encuentra cercano al límite inferior del mismo.

A pesar de lo anterior, el comportamiento de la base monetaria en 1997 ha estado sujeto a críticas y comentarios según los cuales habría respondido a una política supuestamente expansiva y poco ortodoxa. Esos comentarios están vinculados fundamentalmente con dos hechos. Por un lado, con el hecho de que el corredor correspondiente se modificó hacia arriba en el mes de abril de 1997, con respecto al que se había diseñado a finales de 1996 y, por el otro, con que el ritmo de crecimiento de la base monetaria aumentó considerablemente con respecto a 1996. Al respecto considero indispensable hacer algunas precisiones.

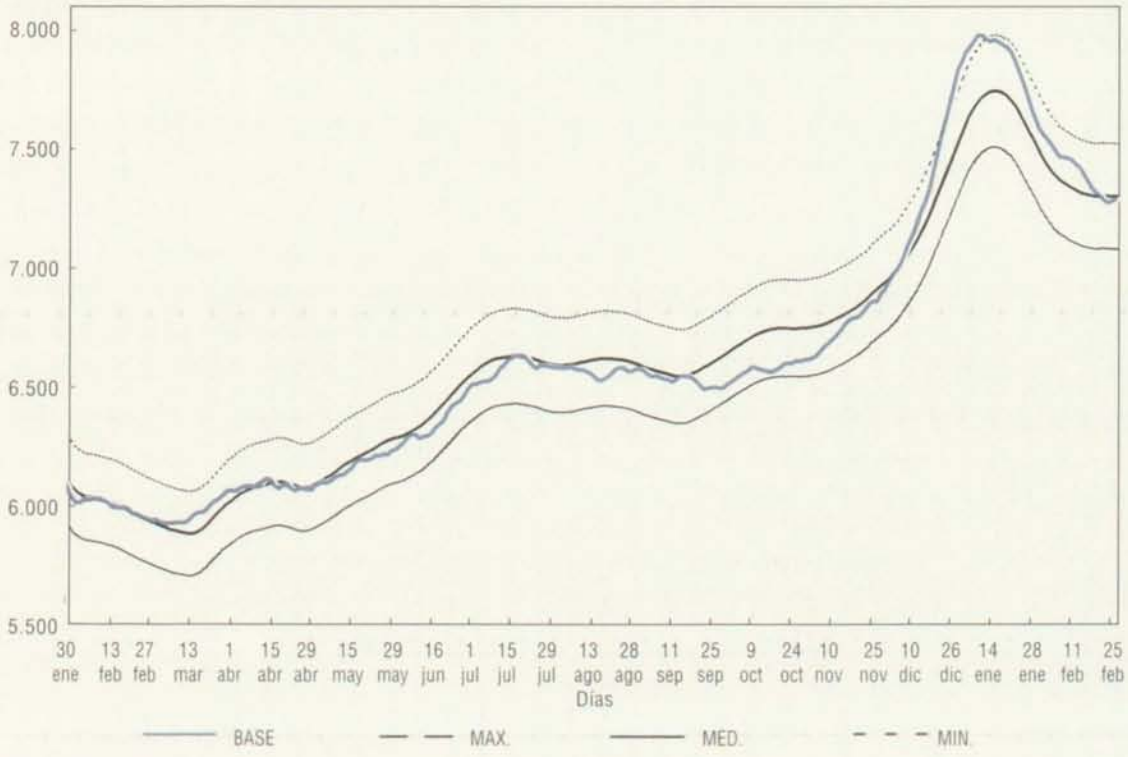
En primer lugar, es importante recalcar que si bien la base monetaria es utilizada como

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 4

Base monetaria, promedio móvil diario de orden 20

(Miles de millones de pesos)



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

variable de política, debido a que es la variable controlable por parte del Banco de la República, el criterio para la fijación del corredor correspondiente surge de consideraciones sobre lo que debe ser la evolución de la liquidez global en la economía. En este contexto, para evaluar si el crecimiento de la base monetaria en 1997 tuvo un ritmo apropiado, un criterio esencial es precisamente observar lo que sucedió con la liquidez global de la economía, medida por M3 más bonos. En este sentido, las cifras permiten constatar que el cambio en el corredor de la base monetaria adoptado en abril de 1997 era necesario para garantizar la consistencia entre el comportamiento de esa variable y el que había definido la Junta como un comportamiento deseable del agregado M3 más bonos.

Desde un punto de vista puramente empírico, el motivo fundamental para que el corredor de la base monetaria se hubiera revisado hacia arriba en abril de 1997 fue la fuerte recuperación que se estaba observando en esa época en la demanda por efectivo

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

vis-a-vis otros tipos de activos financieros tales como los depósitos a término en el sistema financiero. El crecimiento en la demanda por efectivo con respecto a otros activos financieros tuvo seguramente varias causas pero una de ellas que me parece importante destacar fue la fuerte reducción en las tasas de interés que se había observado durante el segundo semestre de 1996, reducción a la que haré referencia más adelante. En este punto, sin embargo, el tema central es que frente a la recomposición del portafolio de los agentes económicos en favor del efectivo, el mantenimiento de niveles de liquidez globales compatibles con los que se habían programado desde antes de comenzar el año necesariamente requería de un mayor crecimiento de la base monetaria. Esto fue lo que se reconoció al modificar el corredor correspondiente.

Por otra parte, sobre la aceleración en el ritmo de crecimiento de la base monetaria con respecto al ritmo que se observaba en 1996, ella se explica fundamentalmente por una razón que aparentemente no ha sido entendida por todos los analistas. La tasa de crecimiento de la base monetaria no es un buen indicador de la evolución de la liquidez de la economía cuando simultáneamente se observan modificaciones en las políticas de encaje. Una ilustración de esto, que se aprecia claramente en el Gráfico 5, es lo sucedido con la base monetaria en 1991 y 1992,

Gráfico 5

Tasas de crecimiento de la base monetaria

(Variaciones % anuales, promedios móviles de 4 semanas)

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

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

cuando debido a cambios en coeficientes de encaje se presentaron crecimientos de la base monetaria superiores al 70%.

Sobre el período más reciente, es necesario recordar aquí que el principal mecanismo de expansión monetaria que se utilizó por parte del Banco de la República para proveer la liquidez de la economía en 1996 fue la reducción en los coeficientes requeridos de encaje sobre los depósitos en cuenta corriente públicos y privados, los cuales se redujeron de niveles de 70% y 41%, respectivamente, a un nivel unificado de 21%. En la medida en que menores coeficientes de encaje reducen la reserva bancaria y en que esta última hace parte de la base monetaria, la expansión monetaria a través de este mecanismo se traduce en reducción de la base monetaria. Fue precisamente por esto que las tasas de crecimiento de la base monetaria en 1996 fueron cercanas a cero e inclusive negativas en algunos períodos. Y, debido a que en 1997 no se redujeron los coeficientes de encaje, las tasas de crecimiento de la base necesariamente tenían que aumentar, tal como lo hicieron, hasta niveles ligeramente superiores al 20%.

Es claro por lo tanto que el ritmo de crecimiento de la base monetaria en 1997 no puede ser comparado fácilmente con el de 1996 y que constituye un error afirmar que el mayor crecimiento de la base monetaria en el último año es reflejo de ausencia de control por parte del Banco de la República. Por el contrario, la base monetaria ha estado permanentemente bajo control por parte del Banco. Esto no solo se refleja en el hecho de que la base se ha mantenido sistemáticamente dentro del corredor definido para el efecto, tal como se ilustró anteriormente, sino en que en el período más reciente, cuando los cálculos de la tasa anual de crecimiento dejan de estar afectados por modificaciones en los coeficientes de encaje, esa tasa de crecimiento ha empezado a mostrar nuevamente una tendencia descendente. La meta para 1998 es que la base monetaria continúe dentro de un corredor que tiene un crecimiento a final del año del 16%, con respecto a los niveles correspondientes del corredor de 1997. Se considera que de esta manera la expansión monetaria será consistente con la meta de inflación, que también es de 16% para este año, y con un crecimiento de la liquidez global de la economía similar al crecimiento del PIB nominal, el cual será del orden de 21%.

III. Tasas de interes y coyuntura cambiaria

Como mencioné anteriormente, uno de los elementos que caracterizaron el comportamiento de la economía colombiana y en particular el desempeño de las variables monetarias en 1997 fue el nivel relativamente bajo de las tasas de interés, en comparación con las que habían regido hasta mediados de 1996. De hecho, como se aprecia en el Gráfico 6, las tasas de interés reales descendieron rápidamente hacia el mes de julio de 1996, pasando de niveles superiores al 10% hasta ubicarse alrededor del 5% durante el segundo semestre de 1996 y a lo largo de 1997. De esta manera, las tasas de interés reales durante 1997 estuvieron en niveles similares a los que existían en Colombia a

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 6

Tasa de interés de captación a noventa días

(Porcentajes)

Deflactor: IPC.

Fuente: Cálculos del Banco de la República, con base en información de la Superintendencia Bancaria y el DANE.

comienzos de los años noventa, antes de los pronunciados ciclos de tasas atípicamente bajas que se presentaron entre 1992 y mediados de 1994 y de tasas atípicamente altas que se observaron entre mediados de 1994 y mediados de 1996. Debe destacarse, sin embargo, que desde el segundo trimestre de 1997 la tasa de interés real ha manifestado una ligera tendencia al alza, la cual se ha pronunciado en los meses de febrero y marzo de 1998.

El comportamiento descrito de las tasas de interés ha estado muy vinculado con la evolución de la tasa de cambio y los flujos de divisas. De la misma manera, como trataré de argumentar, las perspectivas de las tasas de interés para lo que resta de 1998 dependerán en buena medida de lo que suceda en el frente cambiario.

Desde hace ya más de cuatro años, el Banco de la República ha dejado de fijar la tasa de cambio y viene funcionando con un régimen de bandas cuya característica fundamental es que, dentro de un rango relativamente amplio, permite que la tasa de cambio fluctúe

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

de acuerdo con la oferta y la demanda de divisas en el mercado. Las razones fundamentales para haber otorgado esta flexibilidad al mercado cambiario, en claro contraste con el régimen tradicional de "*crawling-peg*" que había existido en Colombia durante más de 25 años fueron, por un lado, otorgar una mayor autonomía a la política monetaria y de tasas de interés con respecto a la situación cambiaria y, por otro, reconocer que el Banco de la República no puede saber con exactitud cuál es el tipo de cambio de equilibrio de cada momento del tiempo.

Por otra parte, sin embargo, al no liberalizar totalmente la tasa de cambio y al establecer unos límites superior e inferior de la banda cambiaria, el Banco de la República también ha querido dar una señal clara al mercado sobre el rango en el cual considera que se encuentra la tasa de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo. De esta forma se busca que el mercado no genere fluctuaciones excesivas que puedan atentar contra las metas de inflación, como sucedería si se superara el límite de arriba de la banda cambiaria, ni contra la sostenibilidad de la balanza de pagos, si la tasa de cambio bajara por debajo del piso de la misma. Por ello mismo, cuando la tasa de cambio se acerca al piso de la banda cambiaria, el Banco no solo compra divisas de manera ilimitada sino que la tasa de interés tiende a bajar para desestimular el ingreso de recursos externos. Simétricamente, cuando la tasa de cambio se ubica en el techo de la banda cambiaria, el Banco vende reservas internacionales y, como consecuencia de los pesos que el Banco recoge con la venta de esas divisas, la liquidez doméstica se reduce y la tasa de interés tiende a aumentar.

El sistema de bandas cambiarias ha funcionado de manera exitosa en el caso colombiano. La banda actual se ha sostenido desde finales de 1994, pese a que durante períodos relativamente prolongados la tasa de cambio se ha ubicado cerca, tanto del límite superior como del límite inferior de la banda (Gráfico 7). El hecho de que la tasa de cambio tienda a ubicarse cerca de los límites de la banda, tanto por arriba como por abajo, corresponde con la teoría y con la experiencia internacional de varios países que han utilizado este tipo de mecanismo. En el caso colombiano, creo personalmente que en buena medida ese fenómeno responde a un comportamiento, no del todo racional, de unos agentes económicos que proyectan el futuro de la tasa de cambio basados en lo que ha sucedido con ella en el período anterior. Esto es, unos agentes económicos cuyas expectativas se basan en forma excesiva en el pasado, o lo que la teoría económica anglosajona denominaría "*backward-looking expectations*".

Así, por ejemplo, en períodos como el segundo semestre de 1996 y el primer semestre de 1997, en que la tasa de cambio había bajado y se ubicaba cerca del piso de la banda, las expectativas de los agentes económicos fueron hacia la revaluación. Por ello, la actitud más generalizada fue contratar créditos en moneda extranjera y adelantar los pagos de créditos en pesos, reforzando temporalmente las presiones hacia la revaluación. El resultado lógico fue una reducción notoria en las tasas de interés domésticas. En la medida en que el piso de la banda cambiaria estaba ahí precisamente para evitar que se presentara una revaluación adicional, mu-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 7

Tasa representativa del mercado (TRM) y Banda cambiaria

(1995 - 1998)

Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

chas de las empresas y personas naturales que se comportaron de esta manera terminaron pagando un costo significativo en 1997 cuando, a la vez que las tasas de interés en pesos se encontraban relativamente bajas, las deudas en dólares que habían contratado aumentaron fuertemente de valor, en la medida en que la tasa de cambio empezó a elevarse nuevamente hacia el techo de la banda cambiaria.

De manera simétrica, en el período más reciente empezaron a generalizarse unas expectativas de devaluación, como consecuencia de la cercanía de la tasa de cambio con respecto al techo de la banda cambiaria. Por eso, en contra de lo que sugeriría la existencia misma del techo de la banda cambiaria, muchos de los agentes económicos que hasta mediados de 1997 habían sustituido deudas en pesos por deudas en dólares empezaron a actuar en la dirección contraria, contratando deudas en pesos para cancelar las deudas en moneda extranjera. De esta manera se reforzó el exceso de demanda de divisas y se crearon las condiciones para que el Banco de la República tuviera que salir a estabilizar el mercado, no sólo vendiendo dólares y reduciendo sus reservas internacionales, sino permitiendo una reducción

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

importante en los niveles de liquidez en la economía y un aumento no despreciable en las tasas de interés en pesos.

Claramente, en la medida en que el Banco de la República ha tenido y seguirá teniendo toda la capacidad para defender su política de bandas cambiarias, el comportamiento descrito de los agentes económicos no les ha resultado rentable. No sobra recordar aquí que el ritmo anualizado de devaluación entre el primero de enero de 1997 y finales de septiembre de ese año, cuando las deudas en dólares estaban de moda, fue cercano a 34%; por su parte, en el período comprendido entre septiembre de 1997 y la actualidad, en que muchas empresas y personas naturales han tendido a aumentar las deudas en pesos y a cancelar las deudas en dólares, el ritmo anualizado de devaluación ha sido inferior al 16%. Hacia el futuro, además, el techo de la banda cambiaria indica que la devaluación no será superior al 13% y que, por tanto, los costos de las obligaciones en moneda extranjera serán considerablemente menores que los costos del endeudamiento interno, inclusive si los primeros se ajustan por los costos de la inversión forzosa que impone el Banco de la República para desestimular el endeudamiento externo de corto plazo.

El Gráfico 8 permite apreciar el comportamiento descrito del endeudamiento en moneda extranjera y en moneda legal, en lo que se refiere a los créditos otorgados por el sistema financiero. En el panel A del gráfico se aprecian las tasas de crecimiento de la cartera total, la cartera en pesos y la cartera en moneda extranjera del sistema financiero. Allí se pueden apreciar los fuertes ciclos que ha tenido el comportamiento de la cartera en moneda extranjera, en forma consistente con los planteamientos hechos anteriormente. Las cifras así presentadas tienen, sin embargo, un problema, en la medida en que el crecimiento de la cartera en moneda extranjera responde tanto a la contratación neta de créditos como al efecto contable de la devaluación observada en cada momento.

Para aislar este último efecto, el Panel B del mismo gráfico muestra las tasas anuales de crecimiento de la cartera del sistema financiero en moneda extranjera, netas del ajuste correspondiente a la devaluación de la tasa de cambio. Esas tasas de crecimiento, que pueden ser interpretadas como tasas de crecimiento real de la cartera en moneda extranjera del sistema financiero, han oscilado de manera notable en el período reciente. Entre mediados de 1996 y mediados de 1997, coincidiendo con una tasa de cambio cercana al piso de la banda cambiaria y con expectativas de revaluación relativamente generalizadas, esas tasas de crecimiento mostraron un rápido ascenso. Desde mediados de 1997, en cambio, vienen en un rápido proceso de caída y en los meses más recientes la cartera del sistema financiero en moneda extranjera, neta del ajuste contable por devaluación, ha llegado a mostrar reducciones absolutas cercanas al 10%. Esto significa que la deuda externa privada intermediada por el sistema financiero doméstico ha caído durante el último año en aproximadamente US$500 millones.

Las cifras anteriores excluyen los créditos otorgados directamente por entidades finan-

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Gráfico 8

A - Evolución de la cartera de crédito del sistema financiero

(Variaciones % anuales de los saldos en pesos)

B - Variación porcentual anual del saldo de cartera M/E, neto del ajuste de cambio

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

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

cieras del exterior a empresas o personas naturales en Colombia, los cuales representan la mayor parte de la deuda externa del sector privado colombiano. Sin embargo, existe seria evidencia de que también en ese frente se ha presentado una caída importante en el saldo de esa deuda durante el segundo semestre de 1997 y en lo que va corrido de 1998, caída que contrasta fuertemente con el acelerado proceso de endeudamiento externo del sector privado que se observaba en el período precedente[2].

Es claro en este punto que mi interpretación personal sobre el cambio en la coyuntura cambiaria que se ha presentado desde mediados de 1997, corresponde fundamentalmente con una reversión de los flujos de endeudamiento del sector privado con el exterior, los cuales eran muy positivos en términos netos en el período anterior y han pasado a ser negativos en el período más reciente. En otras palabras, pasamos de una situación en que el sector privado estaba aumentando de manera acelerada su deuda externa a una en que esa deuda viene disminuyendo rápidamente. A mi juicio, ello explica en lo fundamental el hecho de que hayamos pasado de una situación de notorio exceso de oferta de divisas a una caracterizada por exceso de demanda de éstas.

Varias razones pueden haber contribuido a la reversión de los flujos de endeudamiento externo privado y entre ellas se incluye el hecho de que en abril de 1997 se aumentaron los sobrecostos al endeudamiento externo de corto plazo a través de los depósitos que deben hacerse en el Banco de la República con cada desembolso de crédito en moneda extranjera. Adicionalmente, puede haber influido el ambiente generado por la crisis asiática del segundo semestre del año pasado y por la incertidumbre sobre las posibilidades de que esa crisis se extendiera a algunos países de América Latina.

Sin embargo, la propia crisis asiática, al ilustrar la vulnerabilidad de los países que se han financiado con grandes flujos de capitales de corto plazo, nos muestra que la solución a las presiones cambiarias que se han generado en Colombia en el período más reciente no puede consistir simplemente en reducir los sobrecostos al endeudamiento externo de corto plazo. A mi juicio, por lo tanto, se equivocan quienes están proponiendo que el Banco de la República acabe con el depósito que actualmente exige a quienes se endeudan en el exterior. La magnitud y el plazo de ese depósito ya fueron revisados a comienzos de este año y se ajustaron a las condiciones actuales del diferencial entre las tasas de interés internas y externas. Reducirlo más, o abolirlo, sería avanzar en un terreno peligroso, en el que aumentaría la dependencia de la balanza de pagos en los flujos de capitales de corto plazo, terreno que afortunadamente se ha evitado en el caso colombiano.

El proceso de sustitución de deudas internas por deudas en moneda extranjera que se observaba hasta mediados de 1997 era en muchos sentidos inconveniente, en especial por las presiones que generaba hacia una revaluación excesiva de la tasa de cambio. En ese sentido, resulta positivo que dicho proceso se haya interrumpido.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

Sin embargo, tampoco resulta conveniente el proceso de sustitución en sentido inverso que se viene observando en el período más reciente, el cual se ha manifestado en tasas de crecimiento de la cartera en moneda local del orden de 28%, muy superiores al ritmo de crecimiento del PIB nominal. Hasta mediados del pasado mes de febrero, esa sustitución generó un exceso de demanda de divisas que obligó al Banco de la República a realizar ventas importantes de divisas en el mercado cambiario. Fue por esa razón que el Banco se vio obligado a responder a la presión cambiaria elevando en tres puntos porcentuales sus tasas de interés de intervención en el mercado interbancario y limitando los mecanismos de suministro de liquidez en ese mercado a REPO de un solo día, con los cuales sería tremendamente peligroso para cualquier intermediario financiero fondear crecimientos adicionales de la cartera en pesos. Como consecuencia de estas medidas, la tasa de interés a plazo ha aumentado en más de cuatro puntos porcentuales.

Desde el punto de vista cambiario, las medidas adoptadas por el Banco de la República han resultado claramente exitosas. Desde que se adoptaron, hace más de un mes, el exceso de demanda de divisas se ha reducido fuertemente y el Banco no ha tenido que volver a intervenir de manera significativa en el mercado de divisas. Con los sucesos cambiarios recientes se demostró una vez más que el Banco de la República tiene toda la capacidad para defender la política de banda cambiaria en la que se encuentra comprometido. Se ha hecho evidente además que esa capacidad no solo surge de su amplísima disponibilidad de reservas internacionales, las cuales superan los estándares internacionales más conservadores, sino también de su capacidad para regular y restringir la liquidez interna, cuando ella se está utilizando para financiar la compra de divisas.

La pregunta de muchos agentes económicos en la actualidad se refiere a cuál puede ser la tendencia de las tasas de interés hacia el futuro. Creo personalmente que ningún banco central podría responder a una pregunta como esa. La respuesta la dará el mercado y dependerá fundamentalmente, por un lado, de la evolución del mercado cambiario y, por otro, de la situación fiscal.

En la medida en que los agentes económicos se convenzan de que es costoso para ellos seguir utilizando los escasos recursos internos en pesos para pagar las obligaciones externas, el mercado cambiario se seguirá estabilizando y la liquidez retornará gradualmente al mercado doméstico. Si, por el contrario, el crédito en pesos que suministra el sistema financiero sigue creciendo en forma acelerada para financiar reducciones en los saldos de la deuda externa, sería inevitable, desafortunadamente, que la iliquidez se mantuviera y que las tasas de interés siguieran ascendiendo.

Por su parte, en la medida en que el déficit fiscal se mantenga en los niveles actualmente proyectados, el financiamiento de ese déficit en el mercado hará más difícil que se moderen las presiones al alza de las tasas de interés.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

IV. SITUACION FISCAL Y CONSIDERACIONES FISCALES

Los resultados fiscales de 1997 que fueron divulgados en el presente mes resultaron menos malos de lo que se había estimado anteriormente. El déficit del Gobierno Central se redujo ligeramente con respecto al observado en 1996. Por su parte, el del sector público consolidado se ubicó en 3,1% del PIB, bastante por debajo de los niveles, más cercanos al 4% del PIB, que se estaban estimando hasta hace pocos días por parte de analistas independientes y del propio gobierno.

A pesar de lo anterior, tanto en el caso del Gobierno Central como en el del sector público consolidado, el déficit no solo sigue siendo excesivamente alto sino que se presentan tendencias preocupantes, tanto en 1997 como en 1998, que hacen indispensable que el gobierno actual adopte correctivos inmediatos, sin perjuicio de los ajustes estructurales que deberán hacerse por parte del legislativo durante el próximo gobierno.

En lo referente al Gobierno Nacional Central, como se aprecia en el Cuadro 5, un aumento significativo de los ingresos, que pasaron de 13,6% del PIB en 1996 a 14,2% en 1997, fue el que permitió que el déficit total se mantuviera virtualmente estable, alrededor de 4.2% del PIB y que el déficit primario, del cual se excluyen los pagos de intereses, se redujera de 2,1% a 1,9% del PIB.

Infortunadamente, sin embargo, lo anterior no surgió de una reducción en el gasto, el cual por el contrario siguió aumentando

Cuadro 5

Indicadores de las finanzas del Gobierno Central

(Porcentajes)

Período	Crecimiento del gasto sin intereses (*)	Porcentajes del PIB				
		gasto sin intereses (*)	Intereses	Ingresos	Déficit total	Déficit primario
1993	28,1	13,0	1,3	13,5	(0,9)	0,5
1994	37,6	13,5	1,3	13,3	(1,6)	(0,3)
1995	32,9	14,1	1,4	12,9	(2,6)	(1,2)
1996	33,4	15,7	2,1	13,6	(4,2)	(2,1)
1997	24,4	16,0	2,3	14,2	(4,2)	(1,9)
1998 (proy.)	17,3	15,4	3,0	13,6	(5,1)	(2,1)

proy. Proyectado.

(*) Incluye el préstamo neto.

Fuente: Consejo Superior de Política Fiscal (CONFIS).

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

como proporción del PIB. El compromiso que había asumido el Gobierno en el seno de la Junta Directiva del Banco de la República consistía en mantener el ritmo de crecimiento de los gastos diferentes a pagos de intereses, que son aquellos sobre los cuales tiene discrecionalidad, por debajo del 23%. Pero, debido fundamentalmente a una fuerte aceleración en los pagos que se produjo en el mes de diciembre, muy por encima de lo que estaba programado para ese mes, dicho compromiso se incumplió y los gastos diferentes a intereses terminaron creciendo 24,4%.

Particularmente preocupante, además, resulta el hecho de que de acuerdo con las propias proyecciones del CONFIS, durante 1998 no solo aumentaría el déficit global del Gobierno Nacional Central, hasta un nivel superior al 5% del PIB, a todas luces excesivo, sino que se revertiría la pequeña corrección que en el año pasado se observó en el déficit primario.

Por otra parte, en lo que se refiere al sector público descentralizado (Cuadro 6), tanto las cifras observadas en 1997 como las perspectivas para 1998 son poco alentadoras. El

Cuadro 6

Balance fiscal del sector público consolidado

(Porcentaje del PIB)

	1996	1997	1998 (proy.)
Gobierno Central	(3,8)	(4,0)	(5,1)
Sector descentralizado	1,8	0,9	2,3
Seguridad Social	2,3	1,3	1,3
Telecom	0,1	0,2	0,0
Ecopetrol	(0,3)	(0,4)	0,2
FAEP	0,0	0,1	0,3
Fondo Nacional del Café	0,1	0,2	0,3
Sector eléctrico	(0,1)	(0,2)	(0,1)
Regional y local	(0,2)	(0,3)	(0,2)
Otras	(0,1)	(0,0)	0,4
Consolidado sin privatizaciones	(2,0)	(3,1)	(2,8)
Privatizaciones	0,9	3,7	0,7
Consolidado con privatizaciones	(1,0)	0,6	(2,1)

proy. Proyectado.

Fuente: DNP. CONFIS.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

superávit de este sector, con el cual se había podido compensar buena parte del déficit del Gobierno Central en años anteriores, se redujo significativamente entre 1996 y 1997. En buena medida, ello fue el resultado de la caída que ya estaba prevista en el superávit de la seguridad social. Más preocupante, sin embargo, son los pequeños excedentes de entidades como ECOPETROL y TELECOM, los cuales podrían haber sido muy superiores si esas entidades no se hubieran dedicado a aumentar tan fuertemente sus ritmos de inversión en actividades que probablemente puede hacer de manera más eficiente el sector privado. Asimismo, es de destacar el bajo nivel de superávit observado durante 1997 en el caso del Fondo Nacional del Café, en un año que se caracterizó por precios internacionales altos (que debieron incrementar los ingresos) y bajos niveles de producción (que deberían haber reducido los gastos en la compra de la cosecha). Aparentemente, por lo tanto, en contra de la tradición colombiana, la minibonanza de precios internacionales del café que se observó en 1997 no dejó ningún ahorro significativo, lo cual seguramente hará más complejo el manejo de la coyuntura de precios bajos que se viene insinuando en las últimas semanas.

Para 1998, el Gobierno proyecta un aumento de más de un punto porcentual del PIB en el superávit del sector público descentralizado. Sin embargo, existen razones importantes para pensar que esa proyección es excesivamente optimista y que al final del año tengamos resultados bastante menos favorables. De hecho, de acuerdo con las cifras del CONFIS, la mejoría provendría fundamentalmente de los mayores superávit de ECOPETROL, el Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera y el Fondo Nacional del Café. Sin embargo, las tendencias recientes de los precios internacionales del petróleo y el café generan serias dudas sobre la posibilidad real de que en esas entidades se presenten los superávit proyectados.

En cualquier caso, aun si se cumplieran las proyecciones realizadas por el CONFIS, la coyuntura fiscal de 1998 resulta particularmente inquietante desde el punto de vista de las posibilidades de financiamiento del déficit fiscal. A diferencia de años anteriores, en que las privatizaciones cubrieron la mayor parte de ese déficit, la fuente principal de financiamiento en 1998 será necesariamente el endeudamiento interno y externo. Desde este punto de vista, la cifra relevante es el balance del sector público consolidado después de privatizaciones, el cual pasa de tener un superávit de 0.6% del PIB en 1997 a un déficit que, con proyecciones optimistas, alcanzaría 2,1% del PIB en 1998. De esta manera, por primera vez en varios años, las necesidades de endeudamiento neto del sector público consolidado serán significativas, en la medida en que a diferencia de lo que ha sucedido a lo largo de casi toda la década de los años noventa, ni el superávit del sector descentralizado ni las privatizaciones alcanzarán para cubrir el gigantesco déficit del Gobierno Central.

Por supuesto, la situación descrita resulta particularmente compleja en un año en que, como consecuencia de la crisis asiática, el financiamiento externo ha dejado de ser tan abundante como era en los años anteriores

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

y, como consecuencia de la situación de liquidez doméstica, tampoco va a ser fácil que el gobierno financie el déficit que tiene previsto en el mercado interno de TES, sin presionar de manera excesiva las tasas de interés. A mi juicio, por lo tanto, la coyuntura no da espera para acelerar el proceso de ajuste fiscal. Los ajustes estructurales de las finanzas públicas deberán esperar infortunadamente al nuevo gobierno. Pero existen decisiones que pueden y deben ser adoptadas de inmediato.

A manera de resumen, y para terminar, creo que la coyuntura macroeconómica actual tiene muchos aspectos positivos. La recuperación de la actividad productiva es evidente; la inflación básica se está reduciendo y las perspectivas de reducción de la inflación observada son muy favorables, una vez se supere la coyuntura de precios de los alimentos generada por el fenómeno del Niño; la tasa de cambio, además, se encuentra hoy en un nivel que otorga mucho mayor competitividad a la producción colombiana frente al exterior, con lo cual es viable esperar que se reduzcan los desequilibrios externos.

Por otro lado, sin embargo, las posibilidades de que la recuperación económica sea sostenible y de que las tasas de interés no tengan que subir de manera excesiva dependen de manera fundamental de dos factores. Por un lado, de que el sector privado deje de generar presiones cambiarias y frene el proceso de sustitución de deuda externa por deuda interna en el que se ha embarcado durante los últimos seis meses y, por el otro lado, de que el sector público demuestre rápidamente, con decisiones concretas, su decisión de acelerar el proceso de ajuste fiscal.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.

NOTAS

* Este documento corresponde a las intervenciones realizadas por el autor el 26 y 27 de marzo de 1998, en el Congreso de Tesorería de la Asociación Bancaria y en el Seminario de ANIF y FEDESARROLLO, que tuvieron lugar en Cartagena y Cali, respectivamente. El autor es Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, pero las opiniones aquí expresadas son de carácter estrictamente personal y no comprometen la posición de la Junta.

1 Específicamente, el indicador de la media ponderada truncada al 10% calcula la variación promedio ponderada de todos los productos que conforman la canasta del IPC pero excluyendo del promedio, para cada mes, los productos cuyas variaciones estuvieron en el extremo superior de la distribución muestral y aquellos cuyas variaciones estuvieron en el extremo inferior de la distribución, en cada caso hasta representar el 10% de la canasta del IPC. En el caso de la mediana, se refiere al aumento en el precio de aquel producto caracterizado por el hecho de que la mitad de la canasta del IPC creció más y la otra mitad creció menos.

2 Aunque las cifras de la balanza cambiaria deben ser interpretadas con mucha precaución, debido a que en ellas solo se registran las operaciones en la medida en que dan lugar a movimientos de divisas (y en que por lo tanto se excluyen muchas operaciones de endeudamiento que se compensan con flujos comerciales o de inversión extranjera), ellas son sugestivas de la magnitud del cambio en los flujos de endeudamiento externo privado. Según la balanza cambiaria global, en la que se incluyen las operaciones a través del sistema financiero y las que se hacen a través de cuentas de compensación, el flujo de endeudamiento externo neto del sector privado pasó de ser positivo en US$1,496 millones en 1996 a ser negativo en US$313 millones en 1997. Para 1998 no se cuenta aún con cifras de las cuentas de compensación, pero de acuerdo con las operaciones a través de los intermediarios del mercado cambiario, el flujo neto de endeudamiento privado con el exterior había sido de US$72 millones entre enero y marzo 6 de 1997 y pasó a ser negativo en US$208 millones en el mismo periodo de 1998.

Digitalizado por la Biblioteca Luis Ángel Arango del Banco de la República, Colombia.