
DE:
OSCAR MARULANDA GOMEZ

Santafé de Bogotá, 31 de enero de 1997

Fue para mí un honor y una distinción que sé apreciar como muy especial, haber tenido la oportunidad de prestar mis servicios al país desempeñándome en el carácter de miembro permanente de la primera Junta Directiva del Banco de la República que operó, con las formalidades de ley, en el esquema de banca central independiente consagrado en la Constitución de 1991.

Desde antes de ejercer como Director del Banco, pero con mayor convicción aún después de estos cuatro años de experiencia vivencial en el seno mismo de la Junta, me cuento entre quienes consideran que la creación de una autoridad monetaria, cambiaria y crediticia de naturaleza autónoma, en el marco de un esquema de banca central independiente, es uno de los principales avances institucionales, si no el principal, que se ha llevado a cabo en la historia reciente del país.

En mi despedida de la institución, quisiera hacer un aporte al desarrollo de la misma a

través de una reflexión constructiva, aunque crítica en algunos de sus aspectos, sobre temas que considero relevantes a la luz de lo que fue mi experiencia de cuatro años de trabajo en la Junta.

I. DE LAS ATRIBUCIONES Y OBJETIVOS

Siendo lo cambiario el anverso de lo monetario, realidad esta de universal aceptación, no me cabe la menor duda de que es un acierto indiscutible el que la autoridad en estos dos ámbitos se haya conjugado en una sola institución; tampoco me cabe duda alguna sobre que, con el tiempo, hacia allá se moverán en un futuro los encuadramientos institucionales de aquellos países en que, como es el caso de los Estados Unidos de América, el sistema funciona en el marco de un fraccionamiento institucional de estos dos ámbitos.

Resulta claro que objetivos socialmente prioritarios como lo son la conservación del

poder adquisitivo de la moneda, el crecimiento del producto, la generación de empleo y la equitativa distribución del ingreso nacional, son todos ellos del mismo nivel constitucional en la medida en que las responsabilidades sobre los mismos han sido asignadas a autoridades que comparten el mismo rango en el arreglo institucional que para la organización del Estado prevé la Constitución, en un marco de total independencia de los poderes públicos.

No obstante lo anterior, en la medida en que es universalmente aceptado y empíricamente comprobado hasta la saciedad, que la inestabilidad en el nivel de precios, de la cual depende en esencia el poder adquisitivo de la moneda, afecta negativamente tanto el crecimiento del producto como la generación de empleo y la equitativa distribución del ingreso nacional, resulta incuestionablemente prioritario que, para maximizar los logros en el conjunto total de objetivos, se le confiera tratamiento de excepción al problema de la estabilidad del nivel de precios. Se reconoce con ello su calidad de condición necesaria para el adecuado (i.e. su estabilidad y sostenibilidad) logro de los demás objetivos de política macroeconómica.

Lo anterior, claro está, partiendo de un hecho también universalmente aceptado y empíricamente corroborado, cual es el que las inconsistencias que se presentan y los sacrificios relativos en que es ineludible incurrir a corto plazo entre el objetivo de estabilidad del poder adquisitivo de la moneda y los demás objetivos, particularmente el de crecimiento del producto, son perfectamente compatibles en el largo plazo si, y solo si, se

logra hacer un manejo estable y sostenible de los precios.

Resulta también claro y evidente que las inconsistencias y los sacrificios relativos entre objetivos que se presentan en dicho corto plazo, son menores en la medida en que son menores las variaciones del nivel de precios; en consecuencia, a mayor estabilidad sostenible del nivel de precios, mayores son las posibilidades de hacer compatibles tanto en el corto como en el largo plazo el objetivo de inflación y los demás objetivos de índole macroeconómica.

De lo dicho cabe colegir no solo que resulta incuestionable lo ya señalado en materia de otorgarle un tratamiento de excepción al problema de la estabilidad del nivel de precios, sino también que resulta conducente reducir progresivamente su variabilidad hasta niveles de baja significancia, dentro del rango de las inflaciones de un dígito.

Adicionalmente, se colige que, en la Constitución y la ley que dan origen a un banco central independiente, cuya Junta funge como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia del país, hay un conjunto de aciertos entre los que cabe destacar:

- 1) El que exista en Colombia una institución única y exclusivamente dedicada a preservar el poder adquisitivo del peso y a garantizar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos del país;
- 2) El que en cumplimiento de su mandato constitucional y legal de coordinar el logro de dicho objetivo con el logro de los

demás objetivos de la política macroeconómica, la autoridad en cuestión tenga que dar prioridad en sus decisiones al objetivo bajo su responsabilidad, la estabilidad de la moneda, allí donde se presenten situaciones de conflicto con los demás objetivos;

- 3) El que, para garantizar un manejo integral y eficiente de los instrumentos relevantes al control de la inflación, sus ámbitos de competencia sean, con exclusión de otras instancias, tanto el monetario, como el cambiario y el crediticio.

Más importancia aún hay que otorgarle en la actualidad al objetivo de preservar el valor de la moneda en la medida en que, en el escenario internacional, el país empieza a aparecer cada vez más como un país atípico y su inflación, relativa a la del resto del mundo, se convierte cada vez más en un factor de continuas y significativas pérdidas de competitividad de la base productiva nacional, a través de las presiones hacia la revaluación a que da origen.

II. DE LA VOCERÍA DE LA JUNTA

Encuentro que la principal fortaleza de la Junta radica en que se logre maximizar su capacidad de operar como un cuerpo colegiado, que por naturaleza lo es, de gran capacidad deliberante, y en el cual el libre y desprevenido examen de los problemas se lleva a cabo en la mejor capacidad intelectual de sus integrantes y con el más amplio apoyo técnico posible. A este respecto, quisiera señalar con un poco de nostalgia que

creo que, en lo que hace al período en que me tocó desempeñarme, la capacidad en cuestión se hizo presente con más fuerza en la primera mitad del mismo; omito aquí adentrarme en las causas a las que atribuiría este hecho, no obstante espero que los integrantes de la nueva Junta sabrán superarlas y reencontrar este camino de manera vigorosa y conducente.

Por dinámicas propias del conflicto de intereses que se dan en la sociedad y que se trasladan de muy diversas maneras a las instancias del Estado, reforzando los conflictos que de por sí se dan en el interior de éste en razón del ejercicio del poder, la sociedad o por lo menos, importantes segmentos de la misma, han procesado negativamente el que en el seno de la Junta existan opiniones divergentes entre sus miembros, sobre asuntos de su competencia. De esta forma, esto, que precisamente constituye parte muy importante de la fortaleza de la institución, preocupantemente ha ido adquiriendo una connotación negativa en la opinión pública.

Lo anterior, en muy importante medida, se origina en la falta de transparencia que caracteriza la comunicación de la Junta con los distintos estamentos de la sociedad, lo cual, en gran parte, se debe a que dicha comunicación se lleva a cabo a través de unos medios que, para el mercadeo de su producto, privilegian el enfatizar los conflictos y/o la diversidad de opiniones presentada como síntoma de conflicto.

De la misma manera contribuye a la generación del problema el hecho de que siendo el señor Ministro de Hacienda y Crédito Públi-

co, en su carácter de Presidente de la Junta, el principal vocero de la misma, al tiempo que es el más calificado vocero del gobierno en materias económicas, sus intervenciones públicas, en la medida en que conjugan este doble carácter además de con frecuencia no ser representativas, dan origen a confusión. Lo anterior se presenta particularmente bajo circunstancias en que, como ocurre con alguna regularidad, la posición del gobierno en la Junta no es necesariamente mayoritaria dado el balance que a éste le corresponde hacer entre los distintos objetivos macroeconómicos bajo su responsabilidad, el cual resulta difícil de lograr en un marco de relativo corto plazo como es el que normalmente encuadra las decisiones de cada gobierno. Una vez generada la confusión en circunstancias de esta índole, se hace necesario que la Junta, a través de alguno de sus miembros distinto del Ministro, haga conocer la posición del cuerpo en cuestión, es decir, la posición mayoritaria, lo cual, así propicie percepciones equivocadas de la situación en la opinión pública, que hay que procurar minimizar, resulta menos desorientador que el que la opinión en cuestión se quede con una idea equivocada.

Por ésta y por razones de otra índole, aún más sustantivas, en diferentes ocasiones he expresado mi pensamiento en el sentido de que el señor Ministro de Hacienda y Crédito Público, no debería formar parte de la Junta y mucho menos aún ser su vocero ya que, como se ha señalado, con una frecuencia significativa, en la medida que simultáneamente ejerce de vocero del gobierno, le resulta difícil, por no decir imposible, hacer a cabalidad una presentación representativa de

la postura de la Junta sin con ello entrar en flagrantes contradicciones. Así las cosas y habida cuenta de las restricciones existentes en el inmediato futuro, considero que debe llegarse cuanto antes a un acuerdo formal en el seno de la Junta, según el cual se designe como vocero de la misma al Gerente General, salvo casos particulares en que se acuerde que la vocería la llevará uno cualquiera de los demás miembros, lo cual debe explícitamente darse a conocer a la opinión pública. Lo anterior debe verse complementado con la publicación, si es necesario paga, en diarios de amplia circulación, de comunicados oficiales de la Junta, cuando las circunstancias así lo ameriten.

Igualmente, considero que los pronunciamientos públicos que en distintas circunstancias hacen a nivel individual los miembros de la Junta, deben ser, y los que tuve oportunidad de conocer lo han sido, no solo rigurosos, sino también sobrios y objetivos, como corresponde a un banquero central. Para evitar confusiones con respecto a que los mismos sean o no interpretados como vocería autorizada de la Junta, ello debe hacerse explícito en cada momento y oportunidad, así parezca redundante.

Mal se haría en privar a la opinión pública de información tan relevante como de hecho lo es la que refleja ángulos de análisis o matices de los mismos, que difieren de la posición mayoritaria acordada en el interior de la Junta en lo que se refiere a la evaluación de las circunstancias corrientes y las políticas a que éstas dan lugar, ello, claro está, siempre y cuando medie razonada sustentación.

Resultan maniqueos los argumentos según los cuales este tipo de ejercicio de transparencia, responsabilidad y respeto para con la opinión pública que constituye el darle acceso a la misma a información y análisis de gran relevancia y pertinencia, a lo que conduce es a confundirla y a desorientarla, al tiempo que se argumenta también maliciosa e interesadamente que el principal y quizás el único propósito de ello es construir una plataforma de ataques al gobierno de turno. Lo que sí resulta pertinente destacar a este respecto es que los ejercicios en cuestión deben estar impregnados de prudencia y deben llevarse a cabo con el debido cuidado de que no generen confusión, que no es lo mismo que debate o controversia. Todo lo anterior lo digo con la autoridad que me confiere el haber optado, a nivel personal, por nunca haber hecho un pronunciamiento público distinto de los que me correspondió hacer en atención a citaciones del Congreso.

Canal muy importante de contacto de la Junta con la sociedad civil y particularmente con representantes autorizados del sector real, es el que se viene dando a través de los comités consultivos que la Junta creó a nivel tanto regional como intergremial y sectorial (sector financiero). Esta tarea debería enriquecerse y reforzarse, pues además de que permite a la Junta y a sus miembros presentar y defender su visión sobre el curso de la economía y las medidas por ella adoptadas para orientarlo, ante un auditorio calificado y que asume la responsabilidad de difundir el mensaje en sus respectivas comunidades, también permite que los integrantes de éste planteen de manera

transparente, directa y de hecho muy variada, sus críticas, sus inquietudes y su visión sobre las perspectivas económicas en el ámbito nacional y regional.

III. DE LA COORDINACIÓN DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

Es verdad sabida, aunque pretendidamente ignorada en ciertos círculos de la opinión calificada, que el margen de expansión monetaria consistente con una meta dada de inflación, al igual que su concomitante, el margen de crecimiento del crédito, se distribuyen entre los dos grandes agentes de la economía: el sector privado y el sector público. En una sana lógica de eficiencia productiva, los márgenes en cuestión debe utilizarlos preferentemente el sector privado, dejando al sector público el remanente en el interior de los mismos por encima del requerido para atender sus necesidades allí donde efectivamente la iniciativa privada es competitiva.

En el país, particularmente en los últimos años, para atender las demandas de expansión de un sector público que en lo corrido de la década pasó de representar cerca del 20% del PIB a cerca del 36% del mismo, el margen de expansión monetaria y del crédito, ha sido prioritariamente copado por el sector público en forma tal que al sector privado se le ha ido progresivamente limitando el espacio de financiamiento requerido para atender su adecuada expansión, a pesar de que los márgenes en cuestión han venido siendo definidos con relativa laxitud.

Al respecto, de manera equivocada se ha hecho creer a la opinión pública que el problema que de ello surge, el del estrangulamiento del sector privado, tiene su origen en la falta de coordinación entre la Junta y el gobierno, concretamente el Ministerio de Hacienda y Crédito Público. La Junta, por su parte, ha sido poco eficiente en hacer conocer a la opinión pública que si bien es la responsable del dimensionamiento del "espacio monetario y crediticio", condicionada a que el mismo sea conducente al logro del objetivo de inflación, la misma carece de autoridad y/o instrumentos para distribuirlo entre el sector privado y el sector público.

Resulta importante hacer saber de manera convincente a la opinión pública, que el problema en cuestión, el de la competencia por el "espacio monetario y crediticio", es esencialmente del resorte del gobierno y responde a la prioridad que el mismo le otorgue a su propio desarrollo *vis a vis* el del sector privado. Es necesario a este respecto, evidenciar que la discusión sobre la falta de coordinación entre la Junta del Banco y el gobierno no pasa de ser uno más de los muchos sofismas de distracción entre los cuales se debate el país y como tal tiene confundida a la ciudadanía, al tiempo que está causando un grave deterioro institucional, particularmente a través del deterioro a que da lugar en la credibilidad de la Junta; por otra parte, está dando origen a una gran pérdida de energía productiva empleada en debates estériles mal enfocados e inconducentes.

Si algo cabría decir de la experiencia de los pasados cuatro años en esta materia es qui-

zás que los esfuerzos de coordinación hechos por la Junta, en conjunto con el Ministerio de Hacienda, han sido no solo desproporcionados a sus resultados sino también inconducentes. Prueba de lo anterior se ha evidenciado con toda contundencia en la coyuntura actual, en la cual finalmente y después de que la Junta ha venido insistiendo en ello por muy largo tiempo, se reconoce ante la opinión pública que existe un grave problema estructural de las finanzas públicas cuya dinámica es totalmente insostenible y cuya solución es urgente si se quiere evitar una crisis de amplias proporciones.

Ha sido una constante de estos años que en el contexto de negociaciones, casi que permanentes, dirigidas a buscar estimular en el gobierno un grado *mínimo* de disciplina fiscal (i. e. el esfuerzo requerido para lograr una consistencia financiera a nivel macro), la Junta de hecho ha sacrificado autonomía en la definición de la política monetaria, cambiaria y crediticia, para buscar acomodar en el contexto de las negociaciones en cuestión, crecimiento de los agregados monetarios y el crédito que han estado sistemáticamente en la parte generosa del espectro de posibilidades. Lo anterior, con sus consecuentes efectos posteriores en el crecimiento de los precios por sobre lo fijado como meta en las distintas oportunidades, lo cual a su vez ha minado la credibilidad de la Junta, sin que con ello se haya logrado que el gobierno dé adecuado cumplimiento a los compromisos *mínimos* exigibles a nivel fiscal.

Vale la pena hablar de compromisos *mínimos* exigibles a nivel fiscal para resaltar el

hecho de que el así llamado déficit fiscal consistente, estimado en el marco de la programación financiera del sector público no financiero consolidado realizada a nivel macroeconómico, además de que presenta problemas significativos en materia de los márgenes de error probables asociados con el ejercicio de programación financiera, por su naturaleza misma, de lo único que en esencia es indicativo es de lo que podría llamarse el déficit financiable para el caso del sector público no financiero como un todo, dados ciertos parámetros de crecimiento del producto, de los agregados monetarios y en última instancia, de los precios.

No obstante, la consistencia en cuestión no dice nada con respecto a la posición fiscal requerida para que el sector público haga adecuadas contribuciones a problemas de gran relevancia macroeconómica como son, aportar a la disminución del bajo nivel de ahorro de la economía o a la solución de un problema concomitante, cual es garantizar la sostenibilidad a largo plazo del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y/o, morigerar las presiones hacia la revaluación.

A la luz de hacer aportes a la solución de problemas estrictamente de esta índole, la posición fiscal del gobierno debería haber sido significativamente más austera (i. e. generación de superávit fiscales de por lo menos 3% del PIB, reduciendo el gasto público en forma tal que la participación en el PIB antes que seguir creciendo como va, hacia el 40% del PIB, se reduzca nuevamente a niveles cercanos al 20% del PIB).

Al respecto, cabe decir que mientras a partir de 1994 el sector privado viene realizando un acelerado ajuste de la posición altamente deficitaria que exhibía en dicho año (cerca de 6% del PIB), la cual se evidenciaba en la casi totalidad del déficit en cuenta corriente existente en aquel entonces, el sector público, partiendo de una posición casi de equilibrio en sus finanzas, ha aprovechado el espacio liberado por el sector privado a nivel del desajuste de las cuentas externas, para acomodar allí su propio desajuste, el cual avanza de manera que lo hace claramente insostenible, así, a corto plazo, por diversas razones (i. e. perspectivas petroleras, credibilidad crediticia), ello resulte financiable. Es ésta claramente una tendencia perversa en el manejo de los desequilibrios macroeconómicos existentes en la economía del país, la cual es necesario revertir, cuanto antes mejor.

La Junta, además de haber sacrificado autonomía en sus decisiones a través de un mal entendido e improductivo (i.e. no en vano a pesar del mismo la posición fiscal se ha venido deteriorando progresivamente y de manera significativa) esfuerzo de coordinación de la política monetaria, cambiaria y crediticia con la política fiscal, resulta claro que, con relativa frecuencia, en aras de lograr acuerdos relativamente precarios en el sentido de acomodar muy parcialmente los intereses disímiles de las partes, asumió costos significativos en materia de oportunidad de sus decisiones.

El tema de la oportunidad de las decisiones es particularmente importante si se tiene en cuenta que:

- 1) Los efectos de la política monetaria alcanzan su desarrollo pleno con rezagos que normalmente pueden estar alrededor de los dos años;
- 2) Los desfases en la política fiscal se evidencian plenamente con rezagos que normalmente superan el año, mientras que la política monetaria puede prácticamente monitorearse en tiempo real.

Así las cosas, antes que seguir enfatizando este tipo de esfuerzos inconducentes en materia de coordinación macroeconómica, lo que resulta urgente es que tanto la Junta del Banco como el sector privado organicen claros y eficientes sistemas de monitoreo sistemático de los efectos del gasto público y su financiamiento sobre los mercados de dinero (i. e. tasa de interés) y cambiario (i. e. tasa de cambio), alrededor de los cuales se instrumenten procesos de presión permanente y sistemática sobre el sector público para que asuma posturas fiscales que permitan corregir los efectos perversos que se perciben en cada momento, particularmente aquellos sobre los mercados a que se ha hecho mención y sobre las posibilidades de acceso del sector privado a los mismos.

Desde la óptica misma de la Junta, resulta obvio que el principal efecto perverso que debe buscar neutralizarse es todo aquel que amenace con expresarse a través del crecimiento del nivel general de precios, habida

cuenta de los muy importantes ajustes que continuamente deben llevarse a cabo en los precios relativos de los distintos bienes y servicios, en forma tal de permitir que en cada momento reflejen, de la mejor manera posible, las condiciones de escasez relativa de los mismos.

Un efecto colateral del proceso de coordinación mal entendido que se ha venido adelantando entre la instancia monetaria, cambiaria y crediticia y la instancia fiscal, es el incentivo negativo que el mismo viene produciendo en la moral de trabajo de los cuadros técnicos del Banco que, continuamente, se ven defraudados por una Junta que con frecuencia prioriza la voluntad de acomodación requerida para la concreción de “acuerdos” con el gobierno, por sobre las recomendaciones técnicas pertinentes para conducentemente garantizar el logro de las metas en materia de inflación

IV. DEL INTERÉS GENERAL DE LA NACIÓN

Los miembros de la Junta Directiva del Banco, en su totalidad, tienen el mandato constitucional y legal de, en procura del objetivo anti-inflacionario, obrar en el mejor interés general de la Nación y, en desarrollo de dicho mandato, tienen la obligación, también constitucional y legal, de expedir normas por la vía general.

A su vez, el tipo de precios (i.e. tasa de interés, tasa de cambio) que se determinan en los mercados que afectan directamente las

variables que controla la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia (i.e. crecimiento de los agregados monetarios, requisitos de encaje, crecimiento del crédito neto a la economía, acumulación de reservas internacionales), son los que se conocen como precios generales de la economía y como tales no deben estar sujetos a distorsiones y/o tratamientos diferenciales por la amplitud y profundidad del efecto negativo que, en términos de eficiencia productiva, ello genera.

En virtud de lo anterior, la Junta no atiende estrictamente el mandato de trazar normas por la vía general cuando, en sus medidas, establece tratamientos de excepción (i. e. encajes diferenciales, excepciones a la sobretasa al crédito externo, acceso a las facilidades de redescuento a tasas diferenciales).

Particular cuidado ameritan a este respecto, los tratamientos de excepción que se confieran a entidades del sector público (i. e. Caja Agraria, Finagro, IFI, BANCOLDEX, FNC) pues, además de las distorsiones a que dan origen, apuntan a mantener, de manera administrada, la competitividad a instituciones que de hecho no la tienen ni están en capacidad de adquirirla y cuya razón de existir en una economía de mercado resulta muy cuestionable, problema este sobre el cual volveré más adelante.

Igual cuidado debe observarse en no conceder tratamientos de excepción a las operaciones de reintegro de divisas que hacen las entidades de gobierno, particularmente la Tesorería, pues, al tiempo que

las mismas harían perder transparencia al proceso de formación de precios del mercado de divisas, conllevarían también un subsidio del banco central hacia el gobierno, el cual, además de carecer de justificación, se convierte en un incentivo a la contratación de crédito externo por parte del sector público. Menos aún cabe hacerlo, como se planteó recientemente en el marco de, adicionalmente, aceptar el Banco la cancelación en moneda extranjera de obligaciones pactadas en pesos (i. e. vencimiento de TES emitidos por la Tesorería), para incorporar las divisas en cuestión directamente a las reservas internacionales, a un precio implícito que no habría reflejado su paso por el mercado y que por ende habría conllevado un subsidio a operaciones del gobierno diseñadas para sustituir endeudamiento interno por endeudamiento externo. Este, a su vez, resultaría más aberrante aún bajo circunstancias en que al sector privado se le limita el acceso a endeudamiento externo.

En esta línea de ideas cabe llamar la atención de manera reiterada sobre el hecho de que la sobretasa vigente para operaciones de crédito externo, impuesta por la Junta, además de ineficiente y distorsionante, resulta discriminatoria contra el sector privado en la medida en que afecta los plazos a los cuales normalmente éste contrata sus créditos y no afecta para nada aquellos plazos a los que se contrata la mayoría de los créditos del gobierno. A lo anterior cabe añadirle su carácter de instrumento de protección inconducente al sistema financiero nacional.

V. DEL GERENTE Y MIEMBRO DE LA JUNTA

El Gerente General del Banco ostenta el doble carácter de máxima autoridad administrativa de la institución y miembro de la Junta Directiva, es decir, de la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia del país, que no es el Banco. Este hecho que a primera vista obedece a una lógica defensible, no deja de presentar problemas, algunos de los cuales ameritan un llamado de atención por sus potenciales efectos deletéreos sobre el espíritu de cuerpo del cual deriva en gran parte su autoridad la Junta.

Con respecto al proceso de formulación y decisiones de política, al igual que el Ministro de Hacienda y Crédito Público, el Gerente General del Banco es un miembro más de la Junta, en igualdad de condiciones como tal a los demás miembros de la misma; ni la Constitución ni la ley les confieren una autoridad particular, por encima de los demás, en el interior del cuerpo colegiado de naturaleza deliberante que ésta constituye.

No obstante lo anterior, en el devenir de los acontecimientos se corre siempre el riesgo de que el equilibrio atrás enunciado se rompa por las vías de hecho; ello puede ocurrir a través de mecanismos de muy distinta índole entre los cuales me permito llamar la atención sobre los siguientes:

1) En la medida en que el Gerente interprete que su papel principal dentro de la Junta es servir de mediador ("*broker*") entre las posiciones del gobierno y las posicio-

nes de los demás miembros de ésta, para en dicha función propiciar soluciones de compromiso allí donde se perciben desacuerdos significativos, existe un alto riesgo de que en este objetivo encuentre una comunidad de propósitos con el Ministro de Hacienda y Crédito Público, dado el interés de éste como representante del gobierno en la Junta, porque se dé cabida en las decisiones a consideraciones distintas a la de dar prioridad al objetivo de inflación. A partir de ello, implícita o explícitamente, bajo ciertas circunstancias, se puede generar entre ambos una alianza que, rompiendo el equilibrio natural de poder que se supone debe existir entre los distintos miembros de la Junta, afecta ámbitos como podrían ser el manejo de la agenda, la canalización dirigida del apoyo técnico, la limitación inteligente de acceso al mismo, y la orientación de las discusiones requeridas para la adopción de decisiones específicas.

2) El hecho de que en la Junta el Gerente, además de tener su propia posición técnica sobre la orientación de la política monetaria, cambiaria y crediticia, al igual que sobre los "*issues*" particulares que surgen alrededor de la misma, debe también responder por las posiciones que al respecto tenga a nivel técnico la administración del Banco, en más de un caso lleva al riesgo de que se genere una propensión a inducir que las posiciones técnicas, antes que cualquier cosa, apoyen la posición también técnica del Gerente, hecho este que puede darse de maneras muy disímiles y sin que necesariamente

haya que acudir al expediente de violentar el aparato técnico de la institución, ni el carácter técnico de las recomendaciones (i. e., a través tanto de la asignación como de la autorización para distribuir y difundir en el interior del Banco los trabajos técnicos realizados; a través de la fijación de prioridades de investigación y de elaboración de documentos).

Aspectos como los anteriores minan la real fortaleza de la Junta, entendida ésta como cuerpo colegiado de naturaleza deliberante en el cual la garantía de que se pueda velar permanentemente por el mejor interés de la Nación lo que en esencia la garantiza es el proceso de libre examen llevado a cabo por personas idóneas, individual y profesionalmente, que, en igualdad de condiciones tanto de valoración de sus opiniones en los procesos de decisión, como de apoyo técnico lo más amplio, calificado y documentado posible, debe generar decisiones de política conducentes a reducir de manera consistente y sostenible la inflación.

Con respecto al primero de estos problemas potenciales, soy de la idea de que el aporte del Gerente puede ser mucho más significativo si antes de estar orientado a las labores de mediador ("*broker*") atrás mencionadas, se orienta hacia las de ejercer un verdadero liderazgo de la Junta y la sociedad en la lucha contra la inflación. El enfoque de mediador, si bien es un enfoque lícito y que produce resultados defensables a la luz de cierta óptica, es, a mi juicio, un enfoque inconducente, pues las soluciones de compromiso a que normalmente da lugar,

determinan indefectiblemente una conducta acomodaticia que en más de una ocasión no da ni para calificarla de "*second best*" a la luz de sus resultados en el ámbito de la lucha contra la inflación.

Con respecto al segundo de estos problemas potenciales, soy de la idea de que hay que liberar al Gerente de la responsabilidad y de las contradicciones a que inherentemente da lugar el que tenga que responder en la Junta por los trabajos y las recomendaciones técnicas que hace la administración con el propósito de darle apoyo calificado y documentado a este cuerpo en sus procesos de decisión. En este sentido, considero que a nivel de personas, la instancia última administrativa del Banco en el ámbito técnico debe ser el Gerente Técnico, quien para dicho efecto no debería reportar al Gerente General sino al Comité Técnico de la Junta integrado por el propio Gerente, los cinco miembros permanentes y el Viceministro Técnico de Hacienda y Crédito Público; a su vez al Gerente Técnico debería reportar la totalidad del equipo técnico del Banco, sin injerencia alguna del Gerente.

El Comité debería ser la instancia responsable de programar los trabajos técnicos, definir los términos de referencia para su elaboración, asignar su ejecución con la asesoría del Gerente Técnico, hacerles seguimiento y dar luz verde para que en la medida en que van evolucionando, los documentos tengan determinado tipo de estatus hasta que obtengan el visto bueno para ser considerados documentos de Junta. En toda esta materia, tengo la impresión

de que ha habido un significativo retroceso y, entre otras cosas, para compensarlo, pienso que resultaría útil crear estímulos para que el equipo técnico asuma una actitud proactiva en lo que hace no solo al análisis crítico de las decisiones de la Junta, sino también en lo que atañe a sugerir a ésta cursos de acción conducentes al adecuado manejo del problema inflacionario, sin esperar instrucciones ni mucho menos directivas sobre qué es lo que se quiere en cada momento y ante cada decisión, lo cual para nada significa que cuando éstas las provea el Comité no deben ser debidamente atendidas, todo lo contrario.

VI. DE LOS ASPECTOS ADMINISTRATIVOS

Considero que el hilo conductor a este respecto viene dado por la necesidad de ampliar y profundizar el proceso de reingeniería asociado con convertir el Banco de la República de un banco emisor del formato que tenía en la era de la banca de fomento, a estrictamente un banco central en la más moderna de las acepciones del término en cuestión. Al respecto, si bien se han hecho avances sustantivos, considero que es mucho aún lo que resta por hacer. Los principales ámbitos que requieren acciones en esta línea de ideas son aquellos identificables como asociados a actividades que no son, en sentido estricto, propias de un banco central moderno, entre los cuales cabría mencionar:

1) La necesidad de proceder a liberarse cuanto antes de responsabilidades en materia

de administración del CERT y manejo de la cartera de FINAGRO, proceso este que ha tomado ya mucho más tiempo y energía del que hubiere sido recomendable.

2) Cerrar las sucursales o limitarlas a unas pocas (posiblemente Medellín, Cali y Barranquilla dándoles el carácter de regionales) cuyas funciones se limiten estrictamente, a:

i. Las requeridas por el apoyo a un sistema de pagos debidamente modernizado con los criterios de utilizar en el mismo tecnología de vanguardia y de maximizar la participación del sector privado en su configuración, y

ii. Las de compilación, procesamiento y análisis técnico de información estandarizada de nivel regional. Eventualmente, en las ciudades capitales de departamento en que hoy existen sucursales, cabe analizar hasta qué punto amerite conservar unas oficinas que cumplan en su área de influencia con funciones relativas a la compilación y manejo de información local.

3) Liquidar las actividades industriales que lleva a cabo el Banco (i. e. fabricación de billetes y monedas, procesamiento y certificación del oro), sobre la base de que la competitividad internacional de las mismas resulta cuanto menos cuestionable. En el caso de la producción de especies monetarias, este hecho se complementa con el de los riesgos que cierta-

mente existen en materia de que la programación de la producción de dichas especies, se vea definida no solo en función de atender adecuadamente la demanda de dinero consistente con el logro de metas preestablecidas de inflación, sino también en función de buscar dar plena utilización a la planta de personal y equipos disponibles en estas instalaciones industriales.

4) Minimizar la organización comprometida con la compra de oro y platino por parte del Banco, manteniendo e inclusive mejorando el estímulo para que el sector privado lleve a cabo de manera adecuada y competitiva esta actividad, como parece claro que lo viene haciendo a partir de que la Junta propició algunos cambios en la política correspondiente. Al respecto, creo que la idea de que el Banco lleve a cabo esta función a través de contratos con terceros, no resulta conducente, ya que ello estimularía una ampliación de su participación, así sea indirecta, en el mercado de oro y platino en la medida en que de lo contrario sería difícil que los terceros en cuestión pudieran interesarse.

5) Organizar como patrimonio autónomo independiente la actividad cultural que lleva a cabo el Banco para efectos que, con los recursos patrimoniales de que se le dote y los aportes presupuestales a que se haga merecedora en función de la valoración que la sociedad le da a la labor que cumple, se desarrolle de manera tal que no distraiga esfuerzos del Banco Cen-

tral, de sus ejecutivos y de sus autoridades administrativas, en el logro de los que son sus objetivos sustantivos (preservar el valor de la moneda y garantizar el adecuado funcionamiento del sistema de pagos). A su vez, la labor cultural que se lleva a cabo debe desarrollarse en forma tal que no padezca de los vicios del centralismo y el elitismo tanto social como cultural, al tiempo que debe buscar maximizar la capacidad de impactar masivamente el sistema educativo del país a sus distintos niveles, con prioridad en los básicos.

A través de una reingeniería de la índole esbozada, complementada con un adecuado proceso de modernización de los ámbitos relativos al sistema de pagos y a la sistematización, procesamiento y análisis de información (incluyendo en ello lo necesario para crear un ambiente adecuado de desestímulo a que las operaciones de distinta índole que realiza la institución no puedan ser aprovechadas por propios o extraños para propósitos fraudulentos, particularmente asociados con el lavado de activos, en especial dinero), estimo que la planta de personal del Banco difícilmente debería llegar a los mil empleados, lo cual implicaría una reducción de la misma, del orden de los dos mil quinientos a los tres mil empleados, en adición a la realizada hasta el momento. Esta debería llevarse a cabo con ambiciosos programas de retiro para los cuales no se considere elegible el personal que las autoridades del Banco seleccionen con el criterio de que se considera neurálgico retener y tales que garanticen que quienes se acojan a

los mismos serán adecuadamente remunerados e indemnizados por los riesgos de transición hacia el desempeño de actividades independientes o hacia el mercado de trabajo; igualmente debe proveérseles de programas adecuados de readaptación al mercado de trabajo y/o a las actividades por cuenta propia.

El proceso de reingeniería a que se ha hecho referencia, además de contribuir a que el Banco se focalice estrictamente y de manera eficiente en sus funciones y responsabilidades de banco central, es a su vez, la mejor forma de que la institución contribuya de manera estructural a la solución del problema fiscal que enfrenta la Nación.

A la vez que el mismo se lleva a cabo, debe verse complementado con el adecuado fortalecimiento de la capacidad técnica y operativa del Banco en el ámbito de las investigaciones económicas relevantes a la ampliación de las funciones de la Junta Directiva en su calidad de autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. Particular énfasis debe darse en ello a mejorar significativamente la capacidad predictiva del Banco en materia de comportamiento esperado de la inflación en horizontes de tiempo de por lo menos dos años, haciendo uso de todo tipo de técnicas e indicadores (i. e. tasas de interés de colocación de papeles de gobierno indexados por la inflación) disponibles; igual cosa cabe decir con respecto a investigaciones que contribuyan eficientemente a crear y difundir entre la población una real cultura anti-inflacionaria.

Igualmente importante es el proceso de fortalecimiento y tecnificación que debe darse en el ámbito tanto de las intervenciones en los mercados monetarios y cambiario, como en el manejo de las reservas internacionales. En lo que hace a este último, cabe decir que en pocas áreas como en ésta, el Banco ha avanzado en su modernización, no obstante lo cual sobre la base de la propia experiencia del pasado reciente, considero que resultaría recomendable ampliar y profundizar la práctica del manejo de portafolios en administración a través de entidades especializadas de reconocido prestigio, probada eficiencia, calificación e idoneidad a nivel internacional, garantizando una adecuada diversificación de portafolio en el marco de administración de riesgos concomitante con el carácter de reservas internacionales que tienen los recursos en cuestión y creando adecuados estímulos al buen desempeño relativo en el manejo de dichos portafolios. A este respecto, al tiempo que se desarrollan las aptitudes y capacidades profesionales del equipo técnico del Banco responsable del manejo directo del portafolio de reservas internacionales, es muy importante desarrollar la capacidad de administrar y monitorear un proceso de ampliación y profundización en la práctica de manejo de dicho portafolio en administración. En este sentido, soy de la idea de que con base en la experiencia que ya se tiene, se evalúe la conveniencia de invertir la situación corriente en esta materia: llegar a que el equipo propio del Banco maneje una porción del portafolio que no exceda el 20% del total; el resto, diversificarlo en un grupo

de hasta unos ocho prestigiosos y calificados agentes especializados a ser seleccionados con estrictos criterios de elegibilidad, en un marco de sana y transparente competencia, como fue el utilizado para seleccionar los que operan actualmente. Creo que con ello se podría hacer una gran contribución a incrementar la eficiencia y disminuir los riesgos asociados al manejo de este portafolio.

Pocas actividades tan de la esencia de un banco central como las intervenciones en los mercados monetario y cambiario pues, es a través de ellas que en la práctica se ejecuta la política monetaria, cambiaria y crediticia, al tiempo que son el principal vehículo a través del cual se transmite a los agentes económicos las señales asociadas con la naturaleza y orientación de dicha política. No obstante lo anterior, es mi impresión que en pocas áreas se encuentra más subdesarrollado el Banco que en ésta, lo cual causa gran ineficiencia en términos de pérdida de control sobre las condiciones de liquidez de la economía consistentes con lo requerido para maximizar la probabilidad de cumplir con la meta de inflación. Ello, a su vez, repercute no solo en distorsiones en los precios tanto del mercado monetario (tasa de interés) como del mercado cambiario (tasa de cambio), sino también en la muy poca transparencia que caracteriza la política monetaria, cambiaria y crediticia del país, la cual resulta difícil de comprender aun hasta para quienes la conducen. A pesar de los avances hechos, sigue habiendo excesiva discrecionalidad que contrasta con muchas intervenciones regladas a distintos niveles, dirigidas a restringir flexibilidad a las varia-

ciones inducidas en las tasas de interés y de cambio por choques de diversa índole, todo ello en sacrificio del control sobre las cantidades (i. e. oferta monetaria, acumulación de reservas, nivel de las operaciones de mercado abierto) que se supone son la variable instrumental y, finalmente, en detrimento del control en la volatilidad del nivel de precios que es a donde en última instancia acaban expresándose los choques en cuestión.

VII. DE LA TASA DE CAMBIO

La experiencia empírica de estos cuatro años de la primera Junta valida con hechos la afirmación de que resulta dramáticamente equivocada la estrategia de perseguir la devaluación como meta instrumental para disminuir la brecha entre las variaciones del nivel de precios (descontado de la inflación internacional) y las variaciones en la tasa nominal de cambio. Ello es así porque, en la medida en que una mayor devaluación nominal da origen a una mayor inflación, genera por definición presiones hacia la revaluación de la tasa de cambio real. Esto es casi una tautología y como tal debería ascender a la categoría de "verdad de Perogrullo", no obstante que en el país hasta quienes cuentan con una cierta cultura económica, están pretendiendo ignorarla en beneficio de proteger la ineficiencia y la falta de competitividad de una muy amplia gama de actividades del sector real.

En la medida en que el éxito exportador del país se encuentre vinculado a procesos continuos de devaluación de la moneda, el país

estará vendiendo cada vez más baratas sus exportaciones en el mercado internacional y comprando cada vez más caras sus importaciones, con lo cual su nivel de vida estará decreciendo progresivamente, ya que éste depende del poder de compra con respecto a una canasta de consumo que contiene tanto bienes y servicios importados, como de producción nacional.

Bajo estas circunstancias e independientemente de que el gremio exportador obtenga más ingresos en moneda local como consecuencia de devaluaciones competitivas, el aumento del ingreso nacional real estará condicionado a que el crecimiento en el volumen de las exportaciones no se vea contrarrestado por un deterioro en los términos de intercambio.

Al mismo tiempo, en la medida en que coexistiendo con pérdidas en el nivel de ingreso real del país, el sector exportador incrementa sus ingresos en moneda local a través de los procesos de devaluación, ello se hace a costa de una redistribución del ingreso que afecta negativamente al así llamado sector no exportador, es decir, al resto de la economía.

No hay que perder de vista que las devaluaciones competitivas generan efectos de retaliación de importantes socios comerciales que hacen que, para buscar mantener las ventajas que temporalmente se obtienen, se hace necesario llevar a cabo devaluaciones cada vez más grandes, ello sin ignorar que se constituyen en un estímulo a que progresivamente el ingreso real se erosione por la

vía de propiciar una cierta incapacidad para competir de manera eficiente a nivel internacional. Lo anterior se da esencialmente porque las devaluaciones competitivas acomodan el hecho de que los crecimientos de la productividad real y las mejoras en la eficiencia de costos, resulten inferiores a los del resto del mundo, particularmente respecto de los llamados "socios comerciales". A su vez, por su efecto negativo sobre el nivel de precios, las devaluaciones competitivas no solo son insostenibles en un contexto de políticas de estabilización, sino que dan origen a fuertes presiones hacia la revaluación de la tasa de cambio real.

Una mayor valoración de la tasa de cambio que responda a los determinantes fundamentales de la misma, no necesariamente deteriora las exportaciones y sí se constituye en un estímulo a incrementos permanentes en la eficiencia tanto de costos como productiva. A mayor productividad mayor competitividad; a mayor competitividad mayores exportaciones; a mayores exportaciones mayores ingresos externos, y a mayores ingresos externos netos, mayor presión hacia la revaluación de la tasa de cambio; pasos todos estos que identifican el círculo virtuoso del fortalecimiento de una economía y de su moneda.

El déficit en cuenta corriente que se registra a nivel de la balanza de pagos del país refleja ante todo un exceso de inversión con respecto al muy bajo nivel de ahorro doméstico, no necesariamente una tasa de cambio sobrevalorada. El déficit de ahorro nacional resulta más grave aún si se tiene en cuenta

que para lograr tasas de crecimiento significativas en términos de su contribución al incremento del producto *per cápita* se requiere incrementar la inversión productiva en por lo menos cinco puntos porcentuales del PIB.

Hace falta aún mucha cultura pública sobre el hecho de que la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, no controla variables reales, sino variables nominales. A su vez y por lo ya señalado antes, es también importante que la opinión pública comprenda que la contribución más positiva y quizás única, además de estimular el ahorro, que le cabe al Emisor en materia de minimizar las presiones corrientes hacia la revaluación, consiste en efectivamente lograr disminuir de manera significativa y sostenible la inflación. En esta tarea educativa complementada con la de elevación de la conciencia ciudadana sobre los beneficios reales de reducir de manera estable la inflación, deben comprometer tanto la Junta como el Banco, ingentes esfuerzos hacia el futuro.

Para efectos de política económica resulta una actitud maniquea, permeada de intereses económicos específicos, aquella según la cual se divide al sector productivo entre exportadores y no exportadores a fin de establecer a través de ello una estrategia administrada de promoción y estímulo basada en el otorgamiento de privilegios especiales. En la realidad de la producción lo que existe son productores competitivos a nivel internacional y productores no competitivos a dicho nivel, al tiempo que, en el interior de los primeros, aquellos que producen bienes

transables cuentan con la opción de colocar sus productos tanto en el mercado local como en el mercado internacional.

De manera complementaria es importante reconocer y crear conciencia sobre el hecho de que la competitividad de los productores de bienes no transables afecta de manera neurálgica la competitividad de los productores de bienes transables, de todo lo cual se deduce que resulta por igual importante estimular la eficiencia y competitividad tanto de los productores de bienes transables, como la de los productores de bienes no transables.

Adicionalmente, representa un costo de oportunidad en términos de asignación eficiente de recursos escasos en una economía dada, sostener a través de subsidios, distorsiones y demás prácticas proteccionistas, actividades productivas que no teniendo ventajas comparativas naturales a nivel internacional, tampoco están en capacidad de ganar ventajas competitivas de una manera eficiente. Es este lamentablemente un caso frecuente en la economía colombiana y en los esfuerzos por mantener este estado de cosas contra las realidades del mercado, subyacen las causas fundamentales no solo de lo que con frecuencia se califica como manejo económico mediocre, sino también de los desequilibrios estructurales que acusa la situación actual, particularmente a nivel tanto del déficit fiscal como del déficit en cuenta corriente.

De lo dicho se colige que la selectividad asociada a tratamientos discriminatorios en

materia económica, además de inequitativa, es ineficiente. Dichas características de inequidad e ineficiencia, se magnifican cuando la selectividad se introduce a nivel macroeconómico, es decir, en formas que afectan directa o indirectamente los así llamados precios generales de la economía, como lo son en esencia la tasa de interés y la tasa de cambio. Un ejemplo al respecto, como ya se mencionó, lo constituye el establecimiento por parte de la Junta de una distorsión como lo es la sobretasa al crédito externo, a la cual, además de que incrementa la protección al sistema financiero y de que está diseñada con un sesgo que favorece el endeudamiento a largo plazo (que es el que normalmente acceden el gobierno y las entidades oficiales casi con exclusividad), se le añade un amplio régimen de excepciones que aplica no solo a ciertos bienes de capital y no a otros, sino también a entidades como BANCOLDEX, ECOPETROL y los exportadores de café incluyendo la Federación, todas ellas de muy dudosa viabilidad en función de su eficiencia y competitividad en el marco de mercados desregulados.

Desatiende pues la Junta su mandato constitucional y legal cuando por dar cabida a consideraciones relevantes a objetivos distintos al de la inflación, así sean estos del mismo rango constitucional que el de preservar el poder adquisitivo de la moneda, actúa en detrimento de su capacidad de garantizar el cumplimiento de las metas que se fija en materia de crecimiento anual del nivel de precios, con lo cual, entre otras cosas, como ya se ha señalado insistentemente, se presiona la revaluación real del peso.

De los pasados cuatro años de experiencia de la Junta queda claro que cumplir con las metas fijadas en materia de inflación, es esencial para construir credibilidad y la credibilidad es un activo fundamental de la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, especialmente cuando, como ocurre en el país, se está enfrentando un fenómeno inflacionario con un significativo componente estacionario de índole inercial.

Así las cosas, no cumplir con las metas establecidas por andar acomodando intereses extraños, de muy diversa índole (como de hecho creo que, fue hasta cierto punto el caso bajo distintas circunstancias, particularmente en el período reciente), no solo dificulta la reducción de la inflación, sino que, atenta contra la viabilidad misma de la institucionalidad de la Banca Central independiente y consagrada a garantizar adecuadas condiciones de estabilidad.

El cumplimiento de las metas se hace más difícil y costoso en términos de los demás objetivos de política distintos al de garantizar la estabilidad en el nivel de precios, cuando, como ha sido el caso en la presente década y particularmente en los últimos años de la misma, la política fiscal descarga la total responsabilidad del ajuste estabilizador en la política monetaria, cambiaria y crediticia, condenándolas irremisiblemente a la impotencia a través de sobresaturarlas, tal y como ocurre en la coyuntura corriente. En ésta, para colmo de los males, se ha inducido un significativo desequilibrio entre los mercados monetario y cambiario que, bajo presiones de intereses creados, se quiere

resolver de manera contraproducente, por la vía de estimular la demanda de crédito en una economía con claros signos de sobreendeudamiento a nivel tanto de los hogares como de las empresas.

VIII. DE LA COYUNTURA ACTUAL

Aún con una tasa de descuento de las operaciones del Banco de la República que en términos reales es inferior a la tasa de interés de captación corriente a nivel internacional y que corregida por costos de transacción y por prima de riesgo puede fácilmente arrojar una tasa de interés real negativa con respecto a la que se conoce como tasa de paridad cubierta, el mercado financiero se encuentra atrapado en una "trampa de liquidez", sin que la política monetaria, a pesar de los muy poco ortodoxos esfuerzos de la Junta, se haya podido convertir en un estímulo, más allá de los abrumadores recursos de liquidez que en forma inconducente y fiscalmente costosa, se han lanzado al mercado desde por lo menos mediados de 1996.

En efecto, mientras el crédito del sistema financiero en moneda local y extranjera viene creciendo a tasas muy similares a las de crecimiento del producto, que por lo demás es lo adecuado, el sistema financiero ve sistemáticamente deteriorados sus activos a través de un crecimiento progresivo de la cartera morosa, tanto de las empresas como de los hogares, fenómeno este en el cual no solo resulta preocupante el crecimiento promedio de la misma sino, dada la dispersión que

se registra, el crecimiento de ciertos de sus componentes, particularmente el crédito de consumo.

A su vez, si bien la cartera morosa asociada con el crédito hipotecario está creciendo por debajo del promedio general, es de destacar que con respecto a su promedio histórico la misma ha crecido significativamente, hecho este que resulta particularmente preocupante en una coyuntura en la cual se está produciendo un proceso de significativa deflación de activos, el cual viene afectando de manera muy especial la finca raíz que es el tipo de activo que normalmente respalda, a manera de garantía, la cartera hipotecaria, además de que parte sustancial del capital de las entidades de crédito hipotecario se encuentra vinculada a propiedades de esta naturaleza.

La conjunción de fenómenos -crecimiento de la cartera morosa y de las daciones en pago, deflación de activos, bajo crecimiento relativo de la demanda de crédito en virtud de la situación de sobreendeudamiento de empresas y hogares- deteriora significativamente la posición financiera del sistema financiero en general pero, particularmente afecta a instituciones como las corporaciones de ahorro y vivienda y las instituciones otras de tamaño mediano y pequeño, con énfasis en las especializadas en "leasing" y las compañías de financiamiento comercial.

Por su parte, un fenómeno similar afecta a las corporaciones financieras, dado que una parte significativa de sus recursos se encuentra invertida como capital de riesgo en

empresas que se han visto afectadas negativamente por la desaceleración de la actividad económica, en forma tal que han experimentado serio deterioro patrimonial, al tiempo que también su cartera se ha deteriorado y han tenido que recibir, a manera de dación en pago, activos que además de ser en gran parte improductivos, su valor también ha venido sujeto a un proceso continuo de deflación. Fenómenos similares afectan también a otro tipo de entidades financieras en cuyo portafolio hay un porcentaje significativo en papeles de propiedad accionaria en empresas negativamente afectadas por la desaceleración económica.

No obstante la capitalización que para cumplir con normas prudenciales ha experimentado el sector financiero en sus distintas instancias y el relativo cuidado que desde hace algún tiempo ha empezado a tener en el otorgamiento de crédito (el cual explica desde la óptica de la oferta, al menos parcialmente, por qué a pesar de haber excesos significativos de liquidez en el mercado, el crédito no se ha expandido a tasas mayores), hechos como los anteriores no dejan de constituir una amenaza de crisis a nivel del sistema financiero y/o al menos algunos de sus componentes, situación esta que se hace aún más evidente en el hecho de que ya hay un grupo de instituciones con problemas para acceder a las ventanillas del Banco de la República.

Por otra parte, la permanencia de relativamente bajas tasas de interés dará origen a problemas en instituciones que como los fondos de pensiones han adquirido compromisos de reconocer una rentabilidad mínima

a sus ahorradores, problema éste que puede llegar a adquirir particular importancia en la óptica de que estas entidades constituyen la base institucional a partir de la cual cabe esperar que el país haga el esfuerzo requerido para incrementar significativamente el nivel de ahorro privado.

En la medida en que el sistema financiero se apropia de una porción importante del impuesto inflacionario, el proceso de desinflación progresiva de la economía deteriora sus ingresos, hecho este que, por otra parte, se ve reforzado por los efectos que, en el neto, pueda tener sobre sus ingresos financieros una estructura de relativamente bajas tasas de interés.

Por su parte, los bajos niveles de ahorro público y el muy alto crecimiento de los gastos del gobierno que viene dando origen a una situación de desahorro corriente en el contexto de un déficit fiscal creciente y de naturaleza estructural a nivel del sector público consolidado, particularmente acentuado a nivel del gobierno central, hacen evidente que el estímulo a la economía no puede provenir por la vía de los mayores gastos del sector público. Al contrario, la solución a nivel del sector público consolidado, como ya se señaló, pero no sobra repetirlo hasta la saciedad, pasa por la necesidad de que se genere ahorro suficiente para dar origen a un superávit fiscal de por lo menos 3% del PIB.

Aún con tasas de interés reales relativamente bajas a corto y mediano plazo, como de hecho lo son las corrientes, los empresarios locales no encuentran oportunidades atrac-

tivas de inversión que puedan competir eficientemente con el interés que tienen por reducir sus niveles de endeudamiento; por su parte, a nivel de los hogares se ha hecho necesario contraer el crecimiento del consumo a efectos de liberar recursos requeridos para atender el servicio de deudas adquiridas para apoyar la expansión que se registró en el mismo en el primer quinquenio de la presente década, al tiempo que, en un porcentaje muy alto de los casos, se hace todo lo posible por salvar la vivienda, comprometida en créditos hipotecarios, ya que en la misma se encuentra representado la casi totalidad del esfuerzo de ahorro familiar.

En un contexto como el atrás descrito, resulta totalmente inconducente hacer esfuerzos por reducir las tasas de interés a través de inundar de liquidez la economía a través de una oferta extremadamente generosa de *"high powered money"* como es la que de hecho existe en la actualidad, ya que ello a lo único que puede conducir es a:

- 1) Frenar el adecuado ajuste de los portafolios crediticios que se viene dando a nivel tanto de los hogares como de las empresas;
- 2) Generar altos costos cuasifiscales asociados con la esterilización de los recursos excedentes, a través de operaciones de mercado abierto;
- 3) Estimular una peligrosa expansión del crédito tanto de empresas como de hogares en circunstancias en que aún no se encuentra resuelta la situación de sobreendeudamiento de los mismos, con

lo cual se hace más riesgosa aún de lo que ya está en la actualidad, la situación del sistema financiero;

- 4) Propiciar una fuga de capitales financiada en gran parte con recursos de emisión, en un país en el cual, dados los bajos niveles de ahorro, ello no dejará de ser una calamidad a través de la cual se arriesga a crear una dinámica hacia la crisis de balanza de pagos. Lo anterior resulta particularmente probable si se tiene en cuenta que el ambiente macroeconómico se encuentra dominado por la desconfianza y la incertidumbre a que ésta da lugar, respecto a la capacidad del gobierno para, bajo las circunstancias corrientes, hacer el ajuste fiscal requerido en función de resolver el problema estructural que, con una dinámica acelerada, se ha venido configurando a nivel de las finanzas públicas.

Un sano proceso de reducción general y sostenible de las tasas de interés y la consecuente reactivación de la economía que debe suscitarse a partir del mismo, debe provenir ante todo de un marco de estabilidad continuada del nivel de precios y de una mayor disponibilidad de ahorro tanto público como privado; de ninguna manera debe buscar propiciarse a través de inundar la economía con recursos de emisión para, antes que contribuir con ello a generar ahorro, desestimularlo por la vía de la mayor inflación, al tiempo que se corre también el riesgo de desestimular la vinculación de ahorro externo y de estimular la fuga del interno.

Se hace urgente y necesario, además de corregir cuanto antes y de manera estructural

el déficit fiscal, corregir el desequilibrio que existe actualmente entre el mercado monetario y el mercado cambiario flexibilizando los precios de ambos (tasa de interés y tasa de cambio) para que se produzca una corrección de cantidades a nivel del dinero base, propiciada por el cierre de las ventanillas de OMA y la venta de reservas internacionales hasta un momento en el cual la oferta monetaria se haya reducido a niveles estrictamente compatibles con lo requerido para garantizar el logro de la meta de inflación. Una vez corregido el desequilibrio en cuestión y habiéndose ya estabilizado los mercados, cabe restablecer el régimen de banda cambiaria y reanudar las operaciones de mercado abierto, pero ya no con papeles del Banco de la República sino de la Tesorería.

Por su parte, problemas como los señalados en el ámbito del sector financiero hacen ver como prudencial un incremento en el nivel promedio del encaje, que resulte consistente con la reducción en la dispersión que aún conserva la estructura de los mismos y con la conveniencia de que éste afecte de manera adecuada a los subgrupos de instituciones financieras donde es claro que existen mayores riesgos de insolvencia.

Considero que sería un gran error de la política anti-inflacionaria, que se busque aprovechar los efectos positivos que en virtud de los rezagos con que opera la política monetaria, empiezan tan solo a manifestarse recientemente en reducciones en la tasa de crecimiento del nivel general de precios, para propiciar con ellos una reducción in-

conducente de las tasas de interés y una consecuente reactivación de la demanda de créditos que en circunstancias como las que de hecho presenta la economía y, particularmente, el sistema financiero, a lo único que contribuiría es a precipitar una catástrofe ya insinuada en varios frentes.

La experiencia internacional en materia de Banca Central, de la cual no es una excepción la experiencia de la Junta, es contundente en demostrar que los bancos centrales no controlan la inflación corriente; controlan tan solo la inflación futura y ello con rezagos largos y variables que fluctúan alrededor de los dos años.

Como consecuencia de lo anterior, mal se haría en utilizar el comportamiento relativamente favorable que se espera tendrá la inflación el primer semestre del año en curso, el cual, sin lugar a dudas, es en gran parte el resultado rezagado de la política monetaria que, con el propósito de desacelerar el desbordado crecimiento que venía registrando la demanda agregada, se empezó a aplicar a partir del segundo trimestre de 1994.

Continuar relajando a la luz de estos resultados la postura de la política monetaria, cambiaria y crediticia, tal y como se ha venido haciendo a partir del segundo semestre de 1996 y más aún con la muy baja capacidad de predecir el comportamiento esperado de la inflación en horizontes de tiempo del orden de los dos años, que tiene aún el Banco, es asumir un alto riesgo de propiciar el resurgimiento de presiones inflacionarias a partir de mediados de 1998.

Cabría, por el contrario, estimular en el sistema financiero un saneamiento de sus balances a través tanto de la inyección de capitales frescos como, en lo posible, de una agresiva movida de aprovisionamiento voluntario de la totalidad de su cartera. A este respecto, resulta estimulante a todas luces el interés relativamente reciente de prestigiosas instituciones financieras internacionales por invertir en el país, abriendo en él operaciones directas a través de adquisición de sustantivas proporciones de propiedad accionaria de entidades financieras locales. A través de la competencia y la vinculación tanto de tecnología como de conocimiento del negocio, a que da lugar este proceso, en relativo corto tiempo se producirá una beneficiosa modernización e internacionalización de nuestro sistema financiero a la cual resulta crucial darle el adecuado estímulo y apoyo.

A este último respecto resulta necesario que las autoridades correspondientes activen la ampliación y profundización del proceso de desregulación del sistema financiero iniciado a principios de la década, en forma tal que se perfeccione cuanto antes la creación del ambiente propicio para que se dé en el interior del sistema financiero el máximo posible de sana competencia en un contexto de multibanca, al tiempo que se propicia un conducente proceso de fusiones, adquisiciones e inclusive liquidaciones de instituciones en problemas.

Igualmente, debe ampliarse y profundizarse el proceso de desregulación de los flujos financieros y de capital desde el país y hacia él, complementado ello con una adecuada

liberación de los flujos de bienes y servicios. Tan solo dando plena libertad a estos flujos se expresará de manera sostenible una tendencia a que los rendimientos reales que se obtienen en la economía colombiana, corregidos por el riesgo país, se igualen a los de la economía internacional.

Lo anterior debe verse adecuadamente complementado por una desregulación del mercado de fuerza de trabajo tal que permita que los salarios reales vigentes en el país, corregidos por productividad, sean efectivamente competitivos con los internacionales. En gran medida, la solución requerida a los problemas que plantea la revaluación de la tasa real de cambio pasa por un ajuste del mercado en cuestión, tal que lo flexibilice al máximo.

Tal y como tuve oportunidad de expresarlo al Ministro Perry en memorando que le remití recién posesionado de su cargo, hacia mediados de 1994, ninguna aseveración más falta de fundamento, tanto teórico como empírico, que aquella de que "los amigos de la apertura son los amigos de la revaluación", la cual, lamentablemente, de alguna manera ha sido un norte en las orientaciones de política económica al más alto nivel del gobierno. El asunto es exactamente todo lo contrario, en el sentido de que una mayor protección arancelaria y para-arancelaria, en la medida en que restringe la demanda de importaciones, da lugar a que se disminuya tanto la competencia como la oferta de bienes y servicios, con lo cual se incrementa la presión hacia el alza del nivel general de precios y con ello la presión hacia la revaluación de la tasa real de cambio.

Partiendo de un hecho ya señalado y empíricamente verificable como lo es el que un banco central no controla variables reales y, particularmente, no controla la tasa de cambio real, resulta una ilusión pasajera y costosa todo intento para lograrlo así se sustente, como de manera académicamente muy elegante se ha venido haciendo, en que dadas ciertas evidencias de comportamiento inercial presentes en la dinámica del nivel general de precios, resulta viable afectar la tasa real de cambio a través de afectar la tasa nominal.

En lo que hace a atender preocupaciones por la tendencia revaluacionista que se viene registrando de manera persistente en la economía colombiana desde hace ya algunos años, no hay que llamarse a engaños y dejarse distraer de la importancia que para el efecto hay que asignarle a todo aquello que, de una u otra manera, impacte en forma conducente los determinantes reales de la tasa de cambio, particularmente los de mediano y largo plazo.

Un lineamiento general de acciones a este respecto lo dejé expresado en el documento que recientemente tuve oportunidad de remitir a la Honorable Corte Constitucional, atendiendo el requerimiento que tuvo a bien hacernos con motivo del análisis de constitucionalidad que viene haciendo de la Emergencia decretada por el Ejecutivo a mediados del pasado mes de enero. Allí me expresé en los siguientes términos que considero del caso reiterar, particularmente porque de los mismos queda claro que a una instancia de política económica como la Junta, es poco o nada lo que realmente le cabe

hacer para conducentemente actuar sobre la revaluación real de la tasa de cambio, distinto de ser lo más eficiente posible en el control de la inflación: Para sortear el fenómeno de la revaluación de la tasa real de cambio la principal manera de proceder "es generando niveles significativos de ahorro público, para lo cual se requiere disciplinar los gastos del gobierno en forma tal que no sólo se elimine el déficit fiscal, sino que se generen superávit fiscales significativos, superiores al 3% del PIB. Adicionalmente, resulta conducente ampliar y profundizar el proceso de apertura externa de la economía, en especial en lo que hace referencia a las transacciones comerciales, proceso este que debe venir acompañado de inversiones en infraestructura de transportes y comunicaciones, inversiones en capital humano, incentivos a la eficiencia productiva y la competitividad de costos, racionalización de los impuestos a la nómina y flexibilización del mercado de trabajo, especialmente en lo referente a permitir que los salarios guarden una correspondencia adecuada con la productividad del trabajo a nivel específico de cada situación de producción".

Sí le cabe, en cambio, a la Junta total responsabilidad por el comportamiento de largo plazo de la inflación (es decir, por la generación de una tendencia clara, predecible y sostenible hacia la reducción de la tasa de crecimiento del nivel de precios, hasta lograr estabilizarla en el rango que define el primer cuartil de las inflaciones de un dígito) ya que es un hecho ampliamente aceptado a nivel teórico y empíricamente demostrable que, en dicho largo plazo, la inflación es un fenómeno estrictamente monetario y, por

ende, como tal hay que tratarlo sin dejarse distraer por efectos de corto plazo sobre la volatilidad del nivel de precios originados en factores distintos del estrictamente monetario.

Casi que a manera de corolario de lo anterior, es también ampliamente aceptado a nivel teórico y empíricamente demostrable que, en el largo plazo, existe un alto grado de correlación entre el comportamiento de los agregados monetarios, particularmente el dinero base, y el comportamiento del nivel de precios, independientemente de que a corto plazo la función de demanda de dinero sea altamente inestable, entre otras cosas por la inestabilidad que a dicho plazo registra con frecuencia la velocidad de circulación del dinero.

En línea con lo dicho, considero un acierto la definición que se hizo a nivel de Junta, de orientar la política monetaria con una meta final de inflación y una meta intermedia de agregado, definida esta última en función de la base monetaria. Cabe con ello esperar, entre otras cosas, que la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia deje de caer, como frecuentemente lo ha venido haciendo, en la tentación de buscar controlar simultáneamente cantidades y precios, asignándole a su vez varios objetivos a un solo instrumento.

IX. DEL ADIOS

A pesar de que a lo largo de los cuatro años que tuve la oportunidad de desempeñarme en la Junta, no sentí que en general las orien-

taciones dominantes de las políticas emanadas de la misma, reflejaran mis posiciones al respecto de una manera que yo pudiera calificar de significativa, ello no fue, no es y no será, óbice para que, como miembro que fui de este digno cuerpo colegiado y deliberante de política económica a todo lo largo del período en cuestión, me considere absolutamente corresponsable de las decisiones adoptadas. En las mismas me cabe como mínimo la responsabilidad de no haber sido suficientemente convincente en la presentación de mis puntos de vista, independientemente de la absoluta transparencia, energía y convicción con que en todo momento me acerqué al debate y argumenté mis posiciones, todo lo cual queda debidamente documentado. Técnica y humanamente, la experiencia de la Junta me resulta insuperable, más allá de los sinsabores y frustraciones que la acompañaron; todo ello, gracias al marco institucional que en virtud de la Constitución y la ley se le dio a tan importante esfera en la organización del Estado colombiano y a la calidad humana y profesional tanto de los compañeros de la Junta, como del equipo técnico y administrativo del Banco. A todos ellos muchas gracias por su colaboración, deferencia y amistad y a la nueva Junta, particularmente a sus miembros más recientes, cuya idoneidad también conozco, muchos éxitos en su gestión, por el bien de la Nación y particularmente de las clases menos favorecidas que sin lugar a dudas son las más grandes beneficiarias potenciales y reales de que se logre abatir de manera sostenible la inflación.