



I
ARTICULOS

“EL TIGRE NO ES COMO LO PINTAN”

*Por: Oscar Marulanda Gómez**

Desde muy distintos frentes de opinión, se ha difundido la idea de que, siendo el Señor Ministro de Hacienda y Crédito Público el único representante del gobierno de turno ante la autoridad en cuestión y estando ésta integrada por seis miembros más, formalmente independientes, su posición es abierta y claramente minoritaria, lo cual a su vez se traduce en decisiones que en general no toman en debida consideración los intereses y programas del gobierno en materia económica. Con este argumento se están ambientando reformas constitucionales y/o legales al régimen vigente en materia de competencias de la Junta Directiva del Banco de la República en los ámbitos monetario, cambiario y crediticio.

Analizando lo ocurrido en la Junta del Banco desde que inició legalmente su funcionamiento en propiedad a partir de la sanción de la Ley 31 de diciembre de 1992, nada está más lejano de la realidad de los hechos, lo cual es empíricamente comprobable, por ejemplo, a

través del análisis sistemático de las decisiones adoptadas y consignadas en actas.

Las personas que integran la Junta, en su totalidad, además de contar con una sólida formación académica y una larga trayectoria de experiencia profesional, son personas de gran independencia conceptual y de criterio. Ello, a su vez, se ve complementado por un muy intenso y permanente trabajo de análisis y discusión colegiada de los asuntos que se someten a decisión de la Junta, orientado en la generalidad de los casos por documentos específicamente preparados para el efecto por el personal técnico del Banco, los cuales son frecuentemente complementados por documentos preparados por el personal adscrito al Vice-Ministerio Técnico de Hacienda y Crédito Público. En las materias que así lo requieren, los documentos en cuestión hacen debido uso de información proveniente tanto del CONFIS como del DNP y obviamente del propio Banco de la República, entre otros.

Nota del Editor: Dado que gran parte del contenido de la Revista del Banco de la República tiene carácter estadístico y de registro de Normas Legales, cuya recopilación, por obvias razones sólo puede hacerse una vez terminado el período correspondiente, la Revista circula normalmente con un desfase de mes y medio a dos meses con respecto al mes de identificación. Así, la Revista de octubre se prepara en los meses de noviembre y diciembre, y así sucesivamente. En esta ocasión, durante el mencionado período de preparación, tuvo lugar la sesión del 1 de diciembre de 1995 de la Junta Directiva del Banco, en la cual se acordó la meta de inflación para 1996, sobre la cual el doctor Oscar Marulanda, codirector del Banco, quiere hacer algunas apreciaciones personales. Por considerarse importante que estas observaciones sean conocidas al iniciarse el año 1996, se han incluido en la presente entrega de la Revista, apartándonos de la política de publicar materiales cuya fecha corresponda estrictamente a la del número de la Revista.

Así las cosas, de un proceso como el descrito normalmente se logran decisiones de consenso en el común de las materias; no obstante, quizás con un sesgo hacia las decisiones más cruciales, se presentan con frecuencia no despreciable situaciones en las que el logro de dicho consenso se dificulta en el tiempo o no se logra, lo cual en más de una circunstancia ha ido en detrimento significativo de la oportunidad y alcance de las decisiones adoptadas, es decir, en detrimento del logro de las metas de inflación. En los casi tres años de existencia formal de la Junta no llegan a dos docenas las decisiones que no se han adoptado por consenso, es decir, aquéllas que han sido adoptadas por mayoría; a su vez, de éstas, tan sólo un sub-conjunto que no alcanza la media docena, han sido adoptadas contra la opinión del Ministro de Hacienda y Crédito Público, en su carácter de Presidente de la Junta.

Por otra parte, habiendo transcurrido un período de funcionamiento en propiedad de la Junta Directiva del Banco de la República como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia del país, el cual se distribuye casi que por iguales partes entre el gobierno del Presidente Gaviria y el gobierno del Presidente Samper, han sido menos las veces en que se han adoptado decisiones que no contaron con la opinión favorable del Ministro Perry, que aquéllas en las que no se contó con la opinión favorable del Ministro Hommes. Por ello, no son propiamente argumentos como los recientemente esbozados sobre el así llamado «gobierno eunuco» los que harían justificable una reforma constitucional y/o legal al régimen vigente para el caso de la Junta Directiva del Banco de la República. De hecho, mientras la Junta, en el mejor de los casos, puede discutir y hacer pronunciamientos sobre la política fiscal, teniendo que adaptarse a todo aquello que al respecto deci-

da el gobierno autónomamente, éste, por su parte, interviene sistemática y activamente en la adopción de las decisiones que le competen a la Junta del Emisor, a través de la participación activa del Ministro en su carácter de Presidente de la Junta.

Dejando a los lectores o a investigadores del acontecer nacional en materia de política económica, la interpretación y profundización de los aspectos atrás señalados, procedo a terminar esta nota haciendo algunas reflexiones, no sin antes llamar la atención sobre la importancia de no perder de vista el hecho de que en lo más profundo del espíritu de la reforma constitucional que dio independencia al Emisor y a su Junta Directiva, estuvo presente el acertado interés de proteger el manejo de la política monetaria, cambiaria y crediticia, de las afugias y avatares de los gobiernos de turno:

- a. Estando de acuerdo en que, en el margen, resulta viable mejorar el régimen en cuestión por razones y en aspectos que no son los que generalmente se esbozan, considero que en aras de lo incontrolable que normalmente resulta en el país un proceso de reforma de esta índole, especialmente en circunstancias políticas y económicas como las que caracterizan la actual coyuntura, pareciera prudente acogerse al dicho popular de que «lo mejor resulta enemigo de lo bueno»;
- b. Una política monetaria, cambiaria y crediticia que normalmente acomoda los intereses muy diversos del gobierno, distintos del logro de la meta de inflación, no está exenta de incorporar, también normalmente, un sesgo en contra de la posibilidad de alcanzar metas conducentes en materia de reducción sistemática y gene-

ralizada en el crecimiento de los precios, lo cual, al menos en parte, explica el porqué hasta el momento no ha sido posible cumplir con las metas fijadas por la Junta en sus tres años de existencia;

- c. Más aún, la pérdida de oportunidad en la toma de decisiones que con frecuencia genera la coordinación macroeconómica con el gobierno sobre la base de llegar a una posición negociada de consenso o mayoritaria alrededor de medidas específicas, especialmente difícil en lo que corresponde al ámbito fiscal, en más de una ocasión da lugar a la creación de condiciones de incertidumbre tales que afectan negativamente tanto las expectativas como la percepción del riesgo, todo lo cual no solo hace más difícil sino también más costoso el logro de las metas de inflación;
- d. A lo anterior, cabe añadirle que no siempre las decisiones que se adoptan por consenso o por mayoría dan garantía de ser las más apropiadas, en especial cuando dichos consensos o mayorías son el resultado de procesos intensos de negociación de posiciones al cabo de los cuales la calidad de las medidas no necesariamente se enriquece.

Por todo ello y más aún reforzado en la evidencia disponible con respecto a que en el caso de la economía colombiana son significativamente válidos los postulados de que la inflación es un fenómeno esencialmente monetario, no vacilo en concluir que, si alguna vez se va a hacer el esfuerzo de reformar la normativa que actualmente rige a la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia del país, este esfuerzo debe hacerse, ante todo, para excluir de la misma al Señor Ministro de Hacienda y Crédito Público, entre

otras razones, adicionales a las ya mencionadas, para que se pueda dedicar de tiempo completo a resolver adecuadamente los problemas fiscales y de financiamiento del gobierno que son y van a ser difíciles de resolver en el futuro previsible.

El fetiche de la coordinación no amerita tanta ineficiencia en detrimento de los intereses nacionales que cada una de las dos instancias, Gobierno y Junta, representa en el ámbito de sus exclusivas competencias. En el caso de economías más desarrolladas y complejas como lo son, por ejemplo, la de los Estados Unidos de América e Inglaterra, el tema de la coordinación se evacúa debidamente a través de reuniones periódicas entre el responsable de las finanzas públicas y el Presidente de la Junta del Banco Central. Las materias sustantivas que se tratan en dichas reuniones hacen principalmente al análisis de hasta dónde el gasto público está afectando el nivel de ahorro nacional, causando indebidas presiones sobre los precios y/o deteriorando la cuenta corriente de la balanza de pagos; hasta dónde el déficit fiscal y su financiamiento están presionando al alza las tasas de interés reales y reduciendo el espacio de acción requerido para la adecuada expansión del sector privado; cómo todo lo anterior puede estar minando la salud del sector financiero, afectando el tipo de cambio real y envileciendo la paridad en el poder de compra de la moneda local, asuntos todos ellos relevantes, claro está, a maximizar a largo plazo el crecimiento real de la economía y el bienestar de sus ciudadanos. En el caso de Alemania, el Bundesbank ejecuta su mandato de preservar el valor tanto interno como externo del Marco, dando estricta preeminencia al logro de este objetivo por sobre cualquier otra consideración suya o de el gobierno en materia de política económica.

En conclusión: ¿Será que «matamos el tigre y nos asustamos con el cuero?»

Diciembre 4 de 1995

Como complemento a lo dicho y a manera de ilustración de una situación como la comentada, procedo a hacer uso del derecho que

tienen los Miembros de Junta de dar a conocer a la opinión pública sus posiciones y constancias con respecto a asuntos objeto de decisión, haciendo públicas las que asumí y dejé, respectivamente, alrededor de la reciente decisión adoptada en materia de la meta de inflación para 1996.

* Director, Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas comprometen única y exclusivamente a su autor.

ANEXO 1

PROGRAMACION MACROECONOMICA PARA 1996*

I. META DE INFLACION

Con el propósito de contribuir a la responsabilidad que tiene la Junta de definir anualmente una meta de inflación inferior a la inflación registrada en el año inmediatamente anterior, en lo que corresponde al ejercicio de 1996 considero que la meta en cuestión debe ser del 15%. Para sustentar lo anterior me apoyo fundamentalmente en los siguientes argumentos:

Más allá del ejercicio de fijar y buscar cumplir anualmente una meta de inflación inferior a la inflación registrada el año anterior, la Junta le ha asignado importancia a la que podría llamarse una meta de mediano plazo, cual es la de lograr reducir cuanto antes posible la inflación a niveles de un dígito. En este contexto, en 1993 y en el marco de las negociaciones con el gobierno para la cancelación de la deuda con el Banco asociada a la liquidación de la Cuenta Especial de Cambios, se acordó un perfil de reducción de la inflación que buscaba para 1998 alcanzar el nivel del 8% y fijaba para 1996 un nivel cercano al 13%. Hacia finales de 1994 y teniendo en cuenta que el actual gobierno en su plan de desarrollo estableció un perfil meta para el descenso de la inflación a todo lo lar-

go de su mandato que, validando el propósito de alcanzar cuanto antes niveles de inflación de un dígito, fija para 1998 una meta del 10% y establece para 1996 una meta del 15%, la Junta del Banco implícita o explícitamente aceptó moverse, para cada año del período, en el rango que establece la meta correspondiente a cada uno de los dos perfiles de reducción gradual de la inflación (el suyo propio y el del Plan de Desarrollo); para el caso de 1996 estaríamos hablando del rango entre el 13% y el 15%. En este orden de ideas, considero fundamental que, a pesar de que no se han venido logrando las metas anuales preestablecidas, sigamos anclados en el perfil de mediano plazo a fin de lograr cuanto antes alcanzar niveles de inflación de un dígito que sería lo que en materia de estabilización nos normalizaría en el contexto internacional. Adicionalmente, más que las metas anuales de inflación, es el perfil de mediano plazo con el cual se encuentren comprometidas las autoridades para orientar el proceso de su reducción lo que ancla las expectativas del sector privado, especialmente en lo que se relaciona con las decisiones de ahorro e inversión. Variar dicho perfil es modificar negativamente dichas expectativas y generar incertidumbre en un ambiente en el cual por muchas razones ya la incertidumbre es muy alta.

El gobierno tramitó el proyecto de Presupuestos Nacional y el proyecto de Reforma Tributaria con una meta de inflación del 15% para 1996, reafirmando así las metas que a este respecto se fijaron en el Plan de Desarrollo; en estas condiciones, el que ahora salga la Junta a fijar una meta superior, pondría sobre la misma una doble responsabilidad a los ojos del país, a saber:

- a. La de afectar negativamente las expectativas ya creadas en materia del proceso de reducción de la inflación a mediano plazo, lo cual a su vez afectaría las expectativas de reducción de la misma a corto plazo;
- b. La de, a pesar de ser el ente responsable del manejo económico conducente a re-

ducir la inflación y garantizar adecuadas condiciones de estabilidad económica, mostrarse menos ambicioso que el propio gobierno en el logro de este propósito.

Al analizar las cifras que han sido sometidas a consideración de la Junta en lo que respecta a diferentes escenarios alternativos, cabe concluir que no son demasiado dramáticos ni improbables de lograr los ajustes requeridos en el marco de un programa consistente con el 15%, al compararlos con los requeridos en el marco de un programa consistente con el 17% que parece ser la meta que tiene en mente el gobierno; a este respecto los principales serían (véase Cuadro 1):

Cuadro 1
Alternativas de políticas para 1996

Inflación	FMI	Banco de la República			
	16%	15%		17%	
		Centro banda	Techo banda	Centro banda	Techo banda
POLITICAS					
Crecimiento de:					
M1	16,0	16,0	16,0	18,0	18,0
Cuasidíneros	27,2	27,2	27,2	28,2	28,2
Portafolio privado 1/	21,2	23,5	23,5	24,6	24,6
Crédito 2/	30,8	28,0	28,0	29,0	29,0
Gasto Gobierno Central consistente 3/	24,2	26,5	27,7	28,1	29,1
Gasto Gobierno Central proyectado	36,8	35,1	35,4	35,8	36,2
Déficit fiscal consistente (% PIB)	(1,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)
Déficit fiscal proyectado (% PIB)	0,2	0,7	0,7	0,6	0,6
Crecimiento del crédito privado con ajuste 4/	24,7	25,0	26,1	26,3	
OTRAS VARIABLES DE INTERES					
Crecimiento PIB real	3,8	4,5	4,5	4,5	4,5
Déficit cuenta corriente/PIB	(5,5)	(5,5)	(5,5)	(5,5)	(5,5)

1/ El FMI no incluye en su documento un concepto de portafolio privado, por lo tanto el dato incluido fue calculado a partir de las proyecciones de los componentes de dicho agregado (M3, OMA, TES y otros pasivos financieros en poder del sector privado).
2/ Para la programación y el FMI corresponde al crédito del sector financiero al sector privado.
3/ El dato del FMI corresponde al crecimiento del gasto necesario para ajustar el escenario pasivo al crédito.
4/ Supone que la cuenta corriente se mantiene en - 5,5% del PIB y el déficit fiscal es igual al proyectado.
Fuente: Documento SG-EE 1195-191-J "Resumen de ejercicios de programación para la definición de la meta de inflación".

-
- a. Pasar de un déficit fiscal proyectado en el escenario BR-17% del 0,6% del PIB a un déficit fiscal de 0,2% del PIB que es lo que se considera consistente en el escenario BR-15%, elaborados ambos escenarios por el Banco de la República para la programación financiera de 1996. Es decir, un ajuste con respecto a lo proyectado equivalente a tan solo 0,4% del PIB que, a mi juicio, es más que viable en el marco de una sana reducción del crecimiento del gasto público programado, el cual es a todas luces exagerado.
- b. Pasar de un crecimiento proyectado del gasto del gobierno central que en el escenario BR-17% se proyecta en 36,2% anual, a un crecimiento del 26,5% que sería el que se registra como consistente en el escenario BR-15%. Si bien a primera vista cabría decir que una reducción de 9,7% en el crecimiento del gasto es algo significativo, lo que cabe llamar la atención más bien es sobre lo absurdo que resulta buscar mantener crecimientos reales del gasto del gobierno central que superan hasta en más de tres veces el crecimiento real del PIB, más aún cuando éste ha sido un patrón que se viene prolongando ya por varios años. A este respecto, cabe señalar que aún un crecimiento del gasto del gobierno central del 26,5% como es el encontrado consistente en el marco del escenario BR-15%, resulta muy alto y a todas luces insostenible. Más aún, y desde otra óptica, cabe señalar que en virtud del desbordado crecimiento que se ha venido observando tanto a nivel del gasto privado como del público, el país completa ya tres años de registrar déficits significativos en la cuenta corriente de la balanza de pagos y para este año muy posiblemente dicho déficit superará el 5% del PIB, cifra

ésta que en los mercados internacionales, justificada o injustificadamente, se viene identificando como el umbral crítico de insostenibilidad en la posición externa de un país. Con ello en mente, no resulta conducente acordar una programación macroeconómica que para 1996 conduzca a un déficit de cuenta corriente igual o superior al 5% del PIB y, en consecuencia, si se tiene en cuenta que en los escenarios de programación del Banco de la República se estima un déficit del 5,5% del PIB, se hace necesario reducir el mismo en cerca de 1% del PIB lo cual, a mi juicio, debe hacerse esencialmente a través de una reducción en el gasto público que vaya más allá de la exigida por el gasto considerado consistente en el escenario básico del Banco. El ajuste de gasto requerido para obtener una cuenta corriente que aparezca como sostenible, debe producirse en el ámbito del sector público ya que en la actualidad puede decirse que el sector privado ha ajustado el crecimiento de sus gastos en línea con el crecimiento del PIB, e incluso por debajo. Para un escenario de 15% de inflación y 4,5% de crecimiento del PIB, sujeto a la restricción de que el déficit en cuenta corriente sea de 4,8% del PIB, los técnicos del Banco de la República estiman que el crecimiento del crédito debe ser de 27%, con un superávit fiscal consistente del 0,4% del PIB (el cual contrasta con un déficit fiscal proyectado por el gobierno, de 1% del PIB) y un crecimiento del gasto del gobierno central consistente del 27,4% (que contrasta con un gasto del gobierno central proyectado por el mismo en 35,9%).

La evidencia empírica disponible en el país indica que con ventaja significativa por sobre los demás factores, son los incrementos en

los salarios nominales (y esencialmente en el salario mínimo y en los salarios oficiales) el principal determinante inercial de la inflación¹, lo cual no es extraño en la medida en que además de representar un porcentaje muy significativo de los costos de producción (especialmente si se toman en asocio con los impuestos a la nómina), representan también un porcentaje muy elevado de la capacidad de demanda por gastos de consumo de la población. La Junta tiene tan solo una oportunidad cada año de afectar indirectamente la política de salarios y ella surge del hecho de que para los ajustes del salario mínimo y los salarios oficiales se toma como referencia la inflación. El potencial de esta afectación de la Junta a la política de salarios se ha incrementado en la medida en que para los ajustes en cuestión desde 1995 se ha empezado a tomar como referencia la inflación esperada (entendiendo por ella la meta que anualmente fija la Junta) en oposición a la inflación registrada en el año anterior. Por otra parte, en el marco del mecanismo conocido como Pacto Social infortunadamente el gobierno parece haber institucionalizado la práctica de introducir ajustes al salario mínimo, que además de buscar conservar el valor real del mismo con base en la inflación esperada y al compromiso de hacer reajustes que cubran cualquiera que sea la diferencia entre el ajuste hecho a principios del año y la inflación registrada al final del mismo, buscan de cierta manera propiciar el incremento sistemático del salario mínimo real, dando cabida al reconocimiento de un factor totalmente extraño al concepto de salario mínimo como de hecho lo es la productividad. En efecto, el salario mínimo en aquellos países donde existe no es un precio económico, es un precio institucionalizado con base en consideraciones de índole social, el cual se administra con referencia a criterios tales como:

- a. Garantizar al trabajador el ingreso requerido para la adecuada reproducción simple de la fuerza de trabajo (en oposición, por ejemplo, a la reproducción ampliada de la misma);
- b. Abrir una instancia de mediación del gobierno en la determinación de un precio que como el de la fuerza de trabajo no organizada, se negocia entre partes con poder de negociación muy desigual, particularmente en circunstancias de altos índices de desempleo.

En esta línea de ideas, el hecho en cuestión se hace más problemático aún en la medida en que, tal y como se ha venido haciendo, el reconocimiento de los incrementos en la productividad se fundamente en bases virtuales, pues, no se encuentran referenciados de manera alguna a incrementos efectivamente registrados en la productividad media del factor trabajo (para no hablar de la productividad marginal que sería la que en sentido estricto habría que utilizar). Con ello en mente y teniendo como base el que difícilmente al gobierno cabe percibirlo haciendo ajustes del salario mínimo que en el mejor de los casos sean de inflación esperada más dos (2) puntos porcentuales, se tendría que con una meta del 15% para 1996 el ajuste de salarios sería de 17 a 17,5% bajo el más favorable de los escenarios previsibles. Así las cosas, con una muy alta probabilidad y aún partiendo de la hipótesis optimista de que la programación macroeconómica se cumpla estrictamente (lo cual lo considero como altamente improbable, especialmente del lado fiscal donde varios de los supuestos que configuran el escenario base no lucen muy realistas a juicio de los técnicos), la dinámica de los componentes inerciales de la inflación hará muy poco

probable que con ajustes del salario mínimo del 17 al 17,5%, la inflación al final del año no se ubique por sobre el 17-18%, a pesar de que se ejecute un programa en lo monetario, cambiario, crediticio y fiscal consistente con el 15%. Lo anterior sin tener en cuenta el efecto negativo que por otra parte habrá que absorber por concepto de choques de oferta asociados con:

- a. Los efectos rezagados de la mayor devaluación registrada en 1995;
- b. El impacto de la reforma tributaria;
- c. Los efectos del ciclo de la producción agropecuaria;
- d. La eliminación requerida en materia de rezago de las tarifas de servicios públicos y precio de la gasolina, que de no producirse contribuirán gravemente al deterioro de una posición fiscal ya de por sí deteriorada en muchos frentes.

Una inflación como la colombiana cuyo componente estacionario es el dominante en virtud de la acción de un conjunto de factores inerciales que han dado origen a un patrón de formación de precios fuertemente indexado, además de requerir que se elimine la indexación de precios claves (lo cual creo que ya se ha logrado para el caso de la tasa de cambio, hemos avanzado para el caso del sistema UPAC y estamos en mora de hacerlo con los salarios y muchos de los precios públicos) requiere de choques tales que induzcan la traslación del eje alrededor del cual se produce el equilibrio estacionario², hacia puntos cada vez más favorables en la óptica de reducción de la inflación. En este sentido el exceso de gradualismo en la

fijación de metas de reducción de la inflación a mi juicio viene atentando contra la posibilidad de desarticular las fuerzas que han mantenido por largo tiempo gravitando la inflación «básica» alrededor de niveles cercanos al 22%. Considero que teniendo en cuenta no solo los márgenes de error asociados con los ejercicios de programación financiera (los inherentes a las técnicas mismas con que se realizan) y la variabilidad de la tasa de inflación alrededor de su componente estacionario, para inducir una traslación positiva de dicho eje, se hacen necesarios choques de política que apunten a reducciones de la inflación de por lo menos seis (6) puntos porcentuales con respecto al nivel del eje actual que a partir de marzo de 1992 se ubica aproximadamente en 21,5³, con una varianza de cinco y medio (5,5) puntos porcentuales.

II. LA PROGRAMACION MACROECONOMICA CONDUCENTE AL LOGRO DE UNA META DE INFLACION DEL 15% AL FINAL DE 1996

Teniendo en cuenta que con una meta del 15% muy seguramente el gobierno negociaría ajustes del salario mínimo entre el 17 y el 17,5%, añadiendo a ello el efecto previsible pero difícilmente mesurable de choques de oferta como los atrás señalados e incorporando un margen de provisión para muy seguros desalineamientos en el posicionamiento de la política fiscal con respecto al que está sirviendo de base para la programación, a mi juicio se requiere de un posicionamiento de la política monetaria, cambiaria y crediticia, diseñado como máximo para el 13%.

III. PENDIENTE DE LA BANDA CAMBIARIA

Encuentro consistentes los cálculos sometidos a consideración de la Junta por el señor Ministro de Hacienda y Crédito Público, con base en los cuales los funcionarios de dicha dependencia concluyen que la pendiente de la banda actual es prácticamente la misma que la devaluación nominal que resultaría compatible con una meta del 17% (13,52%). Como consecuencia de lo anterior, la pendiente de la banda requerida por la devaluación compatible con un programa especificado para lograr la meta del 15% debería ser menor. No obstante, partiendo de la realidad actual que nos ubica relativamente cercanos al techo de la banda y en aras de valorar la señal de tranquilidad en el frente cambiario que estaría dando la Junta al mantener inmodificada la banda vigente, considero aceptable mantener sin cambio alguno la pendiente en cuestión. No obstante, para efectos de monitorear la ejecución del programa habría que tener en cuenta que de estarse cumpliendo adecuadamente con el mismo, la tasa nominal de cambio deberá alejarse progresivamente del techo de la banda.

IV. EL PACTO SOCIAL

Desde que se inició el diálogo con el gobierno sobre este instrumento y su relación con la política anti-inflacionaria se partió de la base de que:

a. La Junta del Banco al fijar la meta de inflación lo hace sobre la base de escoger una que considere factible de alcanzar en el marco de una adecuada mezcla de políticas cambiarias, monetarias, crediticias y fiscales;

- b. Los acuerdos que se encuadren en el marco del Pacto Social se conciben como complementarios a la política macroeconómica en su propósito de contribuir a la reducción de la inflación;
- c. En concordancia con lo anterior, los acuerdos en cuestión deben estar referidos a metas de inflación que se ubiquen por debajo de la meta que fije la Junta, lo cual debería ser particularmente válido para el caso de los acuerdos sobre salario mínimo y sobre salarios oficiales en virtud de que, como se ha dicho, existe evidencia empírica concluyente en el sentido del muy alto poder que tienen los incrementos salariales en la determinación de la inflación, al igual que también la existe en el sentido del alto poder de arrastre que tienen los incrementos en el salario mínimo y en los salarios oficiales sobre los ajustes que anualmente se registran en el resto de la estructura salarial de la economía (además del impacto fiscal asociado a los incrementos de los salarios oficiales).

No obstante lo acordado con el gobierno a este respecto, en la Comisión del Pacto para 1995 se decidió acordar como meta de inflación, para los propósitos de sus manejos, exactamente la misma que adoptó la Junta, es decir, se procedió sobre la base de que el Pacto no buscaría hacer un aporte adicional a la política macroeconómica distinto posiblemente del que resultara de distribuir a lo largo del año los ajustes que al interior del mismo acordaran. No obstante, no se limitaron a ello sino que por el contrario decidieron acordar incrementos del salario mínimo significativamente superiores a la meta de inflación definida por la Junta (2,5 puntos porcentuales por sobre ésta) supuestamente aso-

ciado ello a incrementos virtuales en la productividad que además de no tener un asidero real y efectivo, como ya se dijo, son por completo extraños al concepto mismo de lo que es un salario mínimo. A mi juicio, se hizo así una contribución negativa al logro de la meta que en materia de inflación fijó la Junta, no obstante lo defensible que pueda resultar el argumento de la importancia que para la convivencia nacional pueda tener el promover y atemperar un mecanismo de concertación y diálogo civilizado entre el gobierno, los representantes gremiales y los representantes de las organizaciones de trabajadores.

Por otra parte, un mecanismo que en el ámbito de las políticas anti-inflacionarias eventualmente hace sentido tan solo en el marco de una terapia de choque dirigida a romper de una vez por todas con el accionar de determinantes inerciales significativas en materia de inflación, no solo no se utilizó con dicho propósito sino que, además de haberle añadido potencia a la fuerzas inerciales asociadas con la política salarial, parece haberse convertido en un mecanismo de control progresivamente administrado de los precios que, en lugar de tener una transitoriedad casi que repentina como la que se requeriría, está dando señales de querer ser instaurado como mecanismo permanente con el riesgo de que en la práctica se convierta en:

- a. Un balcanizador perverso del funcionamiento del principal mecanismo económico disponible para la adecuada asignación de recursos, cual es el de precios relativos;
- b. Un mecanismo para garantizar que independientemente de consideraciones de in-

cremento real en los niveles de productividad específicos a los distintos estamentos y actividades de la base productiva, se incrementen los salarios reales, con lo cual se añadirán presiones revaluacionistas a la economía y se perderá progresivamente competitividad real⁴;

- c. Un generador de rezagos sistemáticos en precios claves de la economía, especialmente aquellos asociados con la provisión de servicios públicos y venta de energéticos, con lo cual se afectará negativamente no solo la viabilidad económica y financiera de las empresas responsables de proveerlos, sino también la posición fiscal del sector público consolidado.

Todo lo anterior para concluir que la Junta no debe pretender fijar la meta de inflación dando consideración a buscar o no con ella, facilitar las negociaciones que se adelanten al interior de la Comisión del Pacto Social. Además, una vez fijada dicha meta debe proceder a hacer muy claras recomendaciones a dicha Comisión sobre lo que considera deben ser las metas de la política salarial que se acuerden en el seno de la misma, señalando que en la medida en que las mismas se salgan de lo requerido ello repercutirá en la necesidad de adoptar una más estricta política monetaria, cambiaria y crediticia.

V. TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB

Considero exagerado el crecimiento real esperado de crecimiento del PIB con el cual se trabajó el escenario base (4,5%). Estimo que una cifra más realista, si en efecto se va a procurar lograr el objetivo de inflación, debería

ubicarse en el rango del 3,5 al 4%, lo cual encuentro más consistente con el esfuerzo de contención al crecimiento de la demanda agregada que estimo necesario para lograr efectivamente un crecimiento de los precios no superior al 15%.

VI. COMBINACION DE POLITICAS

En línea con el enfoque monetario de la inflación considero que, a nivel de la Junta, el esfuerzo debe concretarse fundamentalmente a lograr un acuerdo sobre la mezcla de políticas monetaria, cambiaria y crediticia requerida para lograr la meta de inflación. Paralelamente con ello debe procederse a analizar y discutir el posicionamiento de la política fiscal que se considere adecuado para efectos de, en el marco de la combinación de políticas monetaria, cambiaria y crediticia que se acuerden, no solo contribuir al logro de la meta en cuestión no presionando indebidamente hacia un «desplazamiento» inconducente del sector privado, sino, también, evitando un incremento de la tasa de interés real por encima del requerido bajo otras circunstancias. A este respecto de la «po-

sición» fiscal, la Junta casi que exclusivamente debe limitarse a hacer recomendaciones de lo que considere conducente, evitando entrar en difíciles y traumáticas negociaciones con el gobierno que en la más de las veces no solo afectan negativamente la adopción oportuna de medidas cambiarias, monetarias y crediticias, sino que se traducen en compromisos casi que imposibles de monitorear y de muy escaso nivel de cumplimiento. Así las cosas y en la medida que los indicadores de inflación no den señales de estarse comportando de una manera adecuada con respecto a lo previsto, la Junta deberá proceder a revisar mensualmente la combinación de «posiciones» en los ámbitos de política de su competencia, ejercicio este que debe complementar el ya acordado e implementado muy defectuosamente en el año en curso, de revisar trimestralmente la totalidad del ejercicio de programación; lo anterior requiere total flexibilidad en el manejo de los instrumentos de que dispone la autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, al igual que decisión de sus miembros para actuar con la oportunidad que lo exijan las circunstancias de los distintos mercados a la luz del comportamiento registrado y previsible en cada momento de los indicadores de inflación.

* Documento sometido a la consideración de la Junta por el Director Oscar Marulanda Gómez en su reunión del 10. de diciembre de 1995.

NOTAS

- ¹ En su trabajo de 1995 «Política Monetaria en Colombia: Una mirada a las cifras», Carrasquilla encuentra que la inflación: «a) Exhibe un alto coeficiente de persistencia. Una innovación inflacionaria -incluso a nivel del componente tendencial- persiste en alto grado un año más tarde. Un coeficiente incluso más alto se observa en el caso de los salarios... hay un componente permanente relativamente alto en la dinámica inflacionaria y las innovaciones a nivel de esta variable tienden a persistir en el tiempo»; b) «... en términos puntuales la relación con agregados monetarios es la menos fuerte (coeficientes entre 0,192 y 0,379), sugiriendo que la influencia monetaria es, a corto plazo, dominada por efectos diferentes... estos efectos tienen que ver de manera bastante clara con los salarios (coeficiente 0,812) y con las reservas internacionales (coeficiente 0,636)». Por su parte Martha Misas y Hugo Oliveros en su trabajo «La relación entre salarios y precios en Colombia: Un análisis econométrico», encuentran que: «... un impacto de 1% hoy en salarios industriales produce una respuesta diferencial en precios un año después de: 0,3% en precios al consumidor total y 0,08% en promedio para los precios al consumidor básico y sin alimentos. En el caso del salario mínimo el resultado fue sustancialmente diferente, un choque de 1% hoy en el salario se traduce en 0,6% en precios un año después».
- ² En la medida en que es un equilibrio resultante de desequilibrios de distinta índole cabe concebirlo como un equilibrio inestable.
- ³ En su trabajo «¿Son el IPC y la inflación no estacionarios en Colombia?», Juan Manuel Julio (1995) encuentra evidencia empírica de que la inflación en Colombia es estacionaria «con cambio permanente de media en varias ocasiones» o mejor aún, que, la inflación colombiana es estacionaria alrededor de tendencias determinísticas con saltos y quiebres. Además identifica «los periodos de tiempo en que las políticas para la reducción de la inflación no parecen ser eficaces, ya sea porque provinieron de choques muy «pequeños», o debido a la operación
- de un choque de igual magnitud pero de signo contrario que anuló el anterior». Encuentra adicionalmente que «si el objetivo es reducir permanentemente el nivel de la inflación es necesario introducir un choque de política de tamaño «considerable».
- ⁴ Tanto la pérdida de competitividad como las presiones revaluacionistas asociadas con incrementos en los salarios reales del país (incrementos que superan con creces los de socios comerciales relevantes sin que se encuentren adecuadamente apoyados por incrementos relativos en la productividad real), se evidencian en el comportamiento de la ITCR6 (véase Cuadros 2, 3 y Gráfica), la cual para julio de 1995 se ubica en 71,51, después de haber estado en 100 hacia principios de 1992 y no obstante que para julio de 1995 la ITCR1 se ubicaba en 95,74; el proceso en cuestión se profundiza hacia finales del año en virtud de la mayor devaluación registrada a partir de agosto. Gran parte de ello se encuentra determinado por el crecimiento registrado en el salario mínimo mensual entre 1991 y 1995 (véase Cuadro 3), el cual pasó en dicho período de US\$89.26 a US\$146.33, dejando de ser competitivo con países del área como Bolivia, Brasil, México, Perú y Uruguay, al tiempo que se ubica un poco por encima del de Chile (US\$143.08) sin que la productividad media del país y su crecimiento resulten comparables en igualdad de condiciones con los chilenos. Procesos de devaluación contenida distorsionan temporalmente la información correspondiente a Venezuela, Ecuador y Paraguay. La información anterior insinúa que: a) el nivel absoluto del salario mínimo real se encuentra significativamente «fuera de línea» en materia de competitividad a nivel regional; b) las tasas de crecimiento del salario mínimo real han venido ignorando no solo que las ganancias en productividad absoluta que se reconocen sean reales, sino, más grave aún, que en términos de competitividad lo que cuenta son los incrementos que se registren por sobre aquellos que registre el resto del mundo, especialmente los así llamados «socios comerciales».

Cuadro 2

Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano

(Diciembre de 1986=100)

Período	ITCR 1*	ITCR 2*	ITCR 3*	ITCR 4	ITCR 5*	ITCR 6
1990 Enero	107.05	107.19	108.33	106.18	124.71	110.76
Febrero	107.31	107.48	107.85	105.13	126.55	110.97
Marzo	107.69	106.67	107.35	104.82	127.11	110.39
Abril	109.04	106.99	107.02	105.88	126.65	109.63
Mayo	109.34	107.92	109.07	107.85	128.70	109.94
Junio	109.72	108.80	108.93	108.38	128.85	110.03
Julio	122.11	110.72	111.95	109.19	131.17	110.15
Agosto	112.98	113.45	114.67	109.66	134.47	109.20
Septiembre	113.47	114.00	115.30	108.56	135.21	110.30
Octubre	115.77	116.32	117.25	108.82	136.93	110.65
Noviembre	116.93	117.81	117.97	109.17	136.95	110.21
Diciembre	116.93	117.87	117.90	109.30	134.66	111.11
1991 Enero	113.70	114.60	117.78	108.30	134.61	110.64
Febrero	113.69	115.03	114.23	107.58	136.23	110.65
Marzo	110.86	111.55	112.30	107.79	131.87	109.66
Abril	108.37	109.06	109.65	108.24	129.35	109.78
Mayo	108.16	109.47	109.27	108.60	128.23	109.33
Junio	106.99	108.13	109.26	109.98	126.51	109.19
Julio	103.55	104.30	104.82	110.25	120.96	105.26
Agosto	101.93	102.32	103.29	110.47	118.62	101.49
Septiembre	108.19	108.55	108.99	110.17	124.66	106.59
Octubre	109.91	110.96	111.25	110.49	126.17	107.89
Noviembre	107.80	109.17	109.91	110.61	124.50	104.08
Diciembre	106.25	107.43	107.69	110.77	121.29	101.28
1992 Enero	105.16	105.96	106.74	108.29	121.31	101.25
Febrero	101.55	101.95	101.36	106.86	116.29	97.43
Marzo	100.28	100.43	100.37	107.38	113.53	95.82
Abril	100.28	100.75	100.33	106.70	113.31	95.82
Mayo	99.99	100.74	101.71	107.41	114.11	95.52
Junio	101.85	102.70	102.97	107.09	116.10	96.45
Julio	105.55	106.54	107.33	106.24	120.35	98.36
Agosto	104.54	105.60	105.65	107.42	118.18	94.32
Septiembre	104.19	105.31	106.01	108.10	117.15	94.03
Octubre	103.40	104.61	105.28	108.29	115.59	94.42
Noviembre	102.58	103.66	104.39	108.75	113.39	94.15
Diciembre	103.85	105.16	104.93	108.57	113.75	94.25
1993 Enero	102.11	103.36	104.39	106.54	112.67	92.87
Febrero	101.22	102.58	101.27	104.88	111.26	93.31
Marzo	102.67	104.24	103.82	104.77	111.96	92.92
Abril	103.70	105.33	105.74	103.95	113.75	93.10
Mayo	104.13	105.50	105.47	103.34	113.93	91.69
Junio	103.68	104.83	104.66	102.26	112.49	91.21
Julio	103.13	104.19	104.81	101.87	110.57	90.94
Agosto	103.89	105.03	105.35	101.12	110.57	89.87
Septiembre	105.06	106.02	106.34	100.58	110.92	89.32
Octubre	105.55	106.42	106.23	100.27	109.05	87.91
Noviembre	103.82	104.64	104.72	99.80	106.45	85.93
Diciembre	101.59	102.25	102.59	99.54	103.21	84.05
1994 Enero	100.57	101.12	101.23	97.86	100.88	83.81
Febrero	98.94	99.46	98.96	96.23	100.51	83.21
Marzo	97.56	98.05	98.90	95.61	100.59	81.80
Abril	97.14	97.58	97.60	95.18	100.05	82.40
Mayo	96.62	97.08	97.16	94.92	100.20	81.11
Junio	95.23	95.66	95.04	94.81	98.40	78.09
Julio	94.24	94.59	95.88	94.21	98.40	76.80
Agosto	93.63	93.90	94.66	93.81	97.30	75.12
Septiembre	95.63	95.76	96.23	93.57	98.69	77.04
Octubre	96.30	96.25	97.57	93.27	99.44	75.26

Período	ITCR 1*	ITCR 2*	ITCR 3*	ITCR 4	ITCR 5*	ITCR 6
Noviembre	94.68	94.46	94.99	92.90	96.44	73.37
Diciembre	93.31	92.92	92.94	92.34	93.41	72.45
1995 Enero	95.00	94.70	94.41	91.40	95.31	73.19
Febrero	94.08	94.02	93.67	90.08	94.97	72.29
Marzo	94.94	95.46	96.11	88.77	96.58	73.91
Abril	95.39	96.05	96.97	88.96	97.95	73.58
Mayo	95.15	95.55	95.76	88.49	97.08	71.98
Junio	93.94	94.18	95.28	88.32	96.01	71.42
Julio	95.74	95.96	96.27	89.07	97.08	71.51
Agosto	98.99	98.90	99.32	89.31	n.d.	n.d.
Septiembre	101.55	101.32	101.45	89.20	n.d.	n.d.
Octubre	104.10	103.96	104.12	89.03	n.d.	n.d.
Noviembre	104.63	n.d.	n.d.	89.01	n.d.	n.d.

* Provisionales para los años 1994 y 1995.

ITCR 1: Corresponde al ITCR del peso colombiano frente a 18 países. La ponderación obedece a la estructura del comercio global, sin café, en 1986. Utiliza el IPP para medir los precios internos y el IPM para todos los países excepto Francia, Perú y Ecuador.

ITCR 2: Corresponde a la ITCR 1 teniendo en cuenta solamente 9 de los 18 países: USA, Canadá, Alemania, España, Reino Unido, Japón, México, Venezuela y Ecuador, donde Alemania se representa a sí misma y a Holanda, Francia, Italia, Suecia y Suiza.

ITCR 3: ITCR 2 utilizando el IPC tanto interna como externamente.

ITCR 4: Obedece a la relación de los precios de los bienes transables y no transables. Como fuente se utiliza el IPC y la clasificación de los bienes realizada por el SITOD de Departamento Nacional del Planeación.

ITCR 5: Índice de Tipo de Cambio Efectivo Real calculado para el peso colombiano frente a 18 países miembros del FMI. Utiliza el IPC para medir el comportamiento de los precios tanto internos como externos. ITCR6: Calculado con base en los salarios de la industria manufacturera. Intervienen USA, Canadá y Japón. Información tomada para cada país del FMI y para el caso de Colombia, índice de salarios para obreros de la industria manufacturera desestacionalizado con promedio móvil de orden 12.

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

Cuadro 3

América Latina : Salario mínimo mensual, 1990 - 1995

(En dólares)

Países	1990	1991	1992	1993	1994	1995 d/
Argentina	39,99	85,99	97,92	140,15	200,20	200,00
Bolivia	18,91	33,51	34,61	37,51	41,12	42,98
Brasil	70,66	72,68	62,68	73,52	104,75	99,67
Chile	74,30	86,11	100,02	106,14	118,04	143,08
Colombia a/	89,24	89,26	93,80	103,18	127,45	146,33
Ecuador b/	63,92	58,94	64,83	85,85	111,08	142,81
México	81,31	89,02	95,64	102,68	101,39	65,89
Paraguay	167,94	184,84	171,43	167,61	189,51	212,04
Perú	56,86	49,19	55,55	36,21	53,30	58,98
Uruguay	73,00	78,15	84,53	84,89	85,89	93,34
Venezuela c/	85,29	90,94	135,77	112,30	125,25	172,06

a/ Incluye subsidio de transporte.

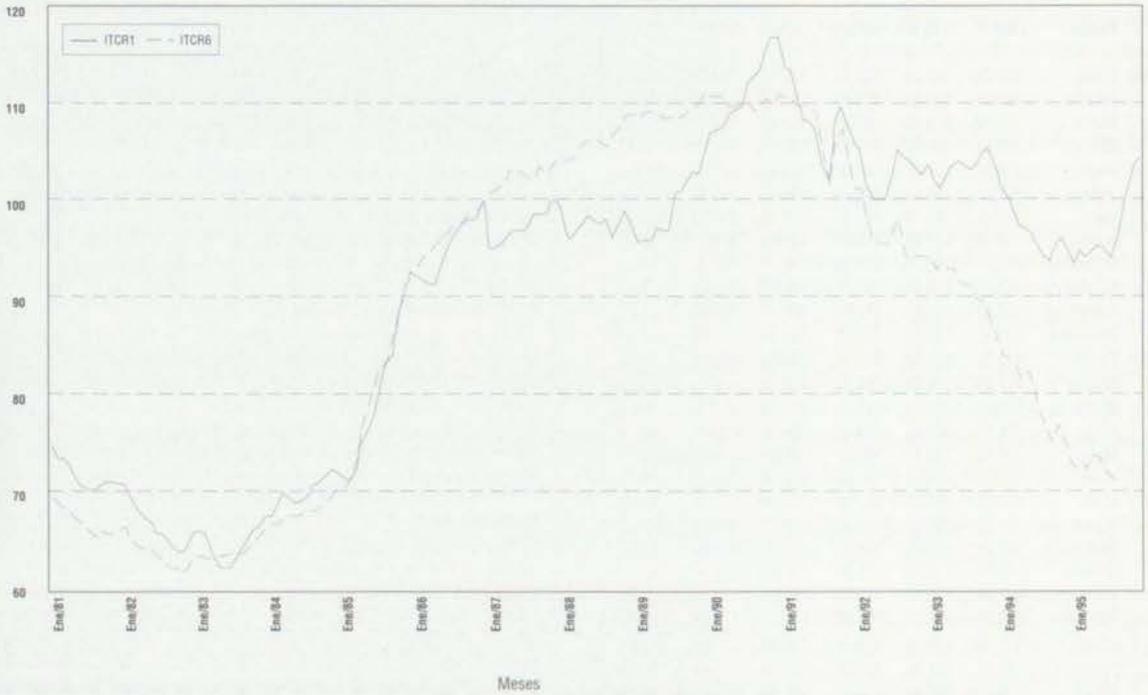
b/ Incluye remuneraciones complementarias.

c/ Incluye bono de alimentación y transporte y subsidio a cargo de los patronos (este último desde abril de 1995). Tipo de cambio oficial.

d/ Cifras preliminares.

Fuente: CEPAL, con base en datos oficiales.

**Indice de la tasa de cambio real del peso colombiano
(ITCR Dic. 1986 = 100)**



ITCR1: Cálculo con 18 países. Deflactor el IPP.

ITCR6: ITCR calculado con base en salarios.

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

ANEXO 2

EXTRACTO ACTA 4072 DEL 1º DE DICIEMBRE DE 1995

La siguiente es la constancia del Director Oscar Marulanda Gómez en la sesión de la Junta Directiva del Banco de la República, del 1º de diciembre de 1995 en el marco de la discusión de la Programación Financiera para 1996 y la meta de inflación estimada para dicho año:

El director Oscar Marulanda expresó su desacuerdo con la decisión adoptada por la mayoría de los miembros de Junta, añadiendo que a su juicio y en línea con lo expresado en el documento que sometió a consideración de dicho cuerpo, la meta de inflación ha debido fijarse en 15% para 1996 con miras a mantener vigente un perfil de reducción del crecimiento de los precios que para 1998 permita alcanzar el nivel de un dígito, al tiempo que el programa monetario, cambiario y crediticio para tal efecto induzca un choque significativo que permita romper con las fuerzas inerciales que vienen generando un marcado comportamiento estacionario alrededor del 21,5% desde principios de la década. En tal sentido estima que lo recomendable sería mantener la banda cambiaria vigente y contar con las siguientes metas intermedias:

Crecimiento del portafolio privado del	20%
Crecimiento del crédito privado del	24%
Déficit en cuenta corriente no superior a	4,8%
Crecimiento de M1 de	14%
Crecimiento de cuasidineros de	24%

Con respecto al ámbito fiscal, considera conveniente que para que en el marco de la polí-

tica monetaria, cambiaria y crediticia anterior no se produzca un «*crowding out*» del sector privado, se debe generar un superávit fiscal de por lo menos el 0,8 y el 1,0 del PIB, con un crecimiento del gasto público consolidado no superior al 20%.

Como complemento a lo anterior considera necesario que tomando en cuenta los registros mensuales en materia de inflación y las previsiones que en materia de su tendencia se identifiquen en cada momento hacia el futuro, al final de cada mes, la Junta proceda a hacer los ajustes en el «*stance*» de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia que se consideren necesarios para garantizar el logro de la meta.

Finalmente, considera que el crecimiento tanto del salario mínimo como de los salarios oficiales no debe exceder el 15% con o sin reconocimiento de ganancias en productividad, si se mantiene la nómina vigente, o, lo correspondiente para garantizar que el crecimiento de la masa salarial no exceda la tasa en cuestión en el caso de que se opte por reducciones significativas en la nómina».

En el marco de lo anterior estima que el crecimiento esperado del PIB se ubicaría entre 3,5 y 4,0%.

Gerardo Hernández C.
Secretario