

ECONOMÍA Y POLÍTICA MONETARIA

*Carlos Caballero Argáez**

La desaceleración del crecimiento económico en Colombia en la primera mitad del año ha desconcertado y confundido a muchas gentes. Después de la contracción de la economía en 1999 y de la recuperación que se registró en 2000 las previsiones para el presente año contemplaban elevar el ritmo de crecimiento, reducir el desempleo y continuar el proceso de bajar la inflación.

Los resultados del primer semestre no correspondieron a las expectativas. En el único frente en el cual muy probablemente se cumplirá la meta fijada para el año completo es el de la inflación. Algunas personas, y una parte de la opinión pública informada, han sugerido que estos infortunados resultados son consecuencia de una decisión deliberada del Banco de la República en cumplimiento de su función de bajar la inflación. Un comentario más o menos generalizado es el de que con más dinero en circulación habría más crecimiento. Y ha llegado a plantearse públicamente que si para el 2002 se establece una meta un punto mayor a la originalmente fijada por la Junta Directiva del Banco de la República, cuando hizo oficial su programación para el 2001 y las metas para el 2001 y el 2002 dentro de su estrategia de "inflación objetivo", la actividad productiva se reanimaría.

En esta oportunidad me propongo encuadrar el manejo de la política monetaria dentro de lo que ha venido sucediendo con la evolución de la economía. La hipótesis que se plantea es que la política monetaria ha sido expansiva pero que su efectividad como instrumento reactivador es limitada en razón del bajo nivel de confianza y el alto de incertidumbre que persiste entre los agentes económicos, consecuencia de la crisis

* Director del Banco de la República. Presentación en el Seminario "Situación y Perspectivas Económicas 2000-2001", Cali, Agosto 30 de 2001, organizado por ANIF, Fedesarrollo y la Cámara de Comercio de Cali. Las opiniones aquí consignadas no comprometen ni al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios de José Darío Uribe, Gerente Técnico del Banco de la República y la colaboración de María Teresa Ramírez, investigadora del Banco.

que trajo consigo el final de un ciclo anormal de expansión, que ya se conoce en Colombia como la “burbuja” de los años noventa. El argumento es que los altos niveles de endeudamiento de todos los agentes, el elevado desempleo, y un sector financiero resentido por la crisis constituyen barreras poderosas al crecimiento económico en el corto plazo. Con todo, es de esperar que al término del 2001 la economía colombiana registre un ritmo de crecimiento superior al promedio de América Latina.

El origen de la contracción de 1999

La contracción de la economía colombiana en 1999 fue producto de un período largo (1992-1998) durante el cual el país gastó más de lo que sus ingresos le permitían. Ese exceso de gasto se financió con recursos del endeudamiento externo y el interno. Ambos, sector público y sector privado, redujeron sus niveles de ahorro y elevaron su endeudamiento. La deuda pública total (interna y externa) pasó de representar un 36% del PIB en 1992 a un 58% en el 2000. Y la deuda externa privada de un 5.4% del PIB en 1992 a un 17% en 1998, nivel que se mantenía en el 2000. En el sector privado, además, el fenómeno se observó no solamente en el endeudamiento externo de las empresas. Los niveles de deuda doméstica adquiridos por las empresas y el endeudamiento de los hogares con el sistema financiero nacional fueron muy grandes.

Las circunstancias internacionales, que habían dado lugar a un abundante flujo de capitales hacia los países emergentes en la primera mitad de los noventa, cambiaron abruptamente en la segunda mitad de la década. Primero fue la crisis de México, en 1994, después la de Asia a finales de 1997 y principios de 1998, después la de Rusia en agosto de 1998, después la de Brasil en 1999 y más recientemente la que ha afectado a Turquía y a la Argentina.

El mercado internacional de capitales se cerró para Colombia y para otros países emergentes desde el segundo semestre de 1998¹. La imposibilidad de continuar accediendo al mercado internacional, el deterioro de los términos de intercambio y la salida de capitales forzó a la economía a ajustar el gasto de manera automática y abrupta con posterioridad al primer trimestre de 1998 cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos, que venía arrojando déficit crecientes desde 1993, llegó a su desequilibrio máximo, cercano a ocho puntos del PIB.

El ajuste externo, que era inevitable por la imposibilidad de prolongar su financiación, se produjo, entonces, de manera violenta desde el segundo trimestre de 1998. Al concluir 1999 el déficit de la cuenta corriente se había reducido a un 1.5% del PIB – por el recorte drástico las importaciones - y en el 2000 se eliminó y se convirtió, inclusive, en un superávit. La economía se contrajo en 4.3% en 1999 - algo imposible de prever en Colombia - y las empresas y los hogares tuvieron dificultades para honrar sus obligaciones financieras. Lo cual, a su turno, y como era de esperar, tendría un fuerte impacto sobre el sistema financiero, en particular sobre la banca hipotecaria y sobre la banca pública.

El desequilibrio externo sostenido hace a las economías muy vulnerables a los cambios adversos en las condiciones de los mercados internacionales de bienes y de capital. Fue lo que sucedió en Colombia. Seis años seguidos de déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos tenían que llevar a un fuerte incremento de la deuda externa total del país, que pasó de un equivalente del 27.4% del PIB en 1994 a 36% del PIB en 1998, a pesar de haberse adelantado un programa de privatizaciones. A su vez el crédito del sistema financiero, que en 1990 representaba un 25.6% del PIB se

¹ En el Informe Adicional de la Junta directiva al Congreso de la República de octubre de 1999 se afirma que "A mediados del año se continuaba observando el deterioro de los términos de intercambio y la pérdida de dinamismo de las exportaciones no-tradicionales, en tanto que las dificultades de acceso a los mercados internacionales de capitales se prolongaron y profundizaron en el momento de la declaración rusa de moratoria parcial del pago de su deuda externa". Informe Adicional de la Junta Directiva al Congreso de la República, Banco de la República, Octubre 1999.

elevó al 38.7% en 1997, debido al fuerte y acelerado crecimiento de la cartera en términos reales entre 1993 y 1996.

Al deteriorarse los términos de intercambio, recortarse los flujos de capital y encarecerse el crédito externo, el ajuste del gasto se hizo inevitable y trajo consigo la caída de la actividad productiva y los problemas del sistema financiero por la pérdida de la confianza de los agentes económicos –en particular de los inversionistas nacionales y extranjeros. Esto “probablemente no hubiera ocurrido en tal magnitud de haberse contado con fundamentos macroeconómicos sólidos”². La pérdida de confianza dio lugar a los ataques especulativos contra el peso, que se tradujeron en la caída de las reservas internacionales y en la fuerte presión sobre la tasa de cambio y la tasa de interés. En septiembre de 1999 se abandonó el sistema de banda cambiaria y la tasa de cambio comenzó a flotar libremente.

El incremento de la tasa de cambio golpeó fuertemente tanto al sector público como al privado, por sus elevados niveles de endeudamiento externo. El de la tasa de interés no sólo afectaría al gobierno y a las empresas sino a los hogares. Al contraerse la demanda cayeron abruptamente los precios de la finca raíz lo cual redujo la base patrimonial de los hogares, las empresas y el sector financiero. La consecuencia no podía ser distinta a la de un acentuado debilitamiento del sistema financiero, el frenazo del crédito y la crisis financiera. Todo ello desembocaría en la contracción del gasto y de la economía en su conjunto.

La contracción de 1998/99 –porque la economía cayó en picada desde finales del 2º trimestre de 1998- no puede considerarse como parte de un ciclo económico “normal” en el cual la expansión inicial de la demanda genera presiones inflacionarias y, como consecuencia de éstas, la autoridad monetaria se ve en la necesidad (y la obligación) de restringir la oferta monetaria, elevar las tasas de interés y reprimir la demanda agregada de la economía. La crisis colombiana de los últimos tres años ha sido

similar a las que se han presentado en otros países al reventarse las “burbujas” de los precios de la finca raíz y, en general de los activos, producto de una expansión prolongada del gasto, financiado con un endeudamiento creciente. Por eso mismo ha sido difícil de comprender y de explicar.

La verdad, sin embargo, es que la caída de la demanda no puede atribuirse exclusivamente al manejo de la política monetaria y cambiaria sino a que los desequilibrios a nivel del gobierno, las empresas y los hogares no eran sostenibles y tarde o temprano –casi que independientemente de la política monetaria que se siguiera- producirían una crisis³. Y es que, como ya se ha mencionado, el ajuste del gasto era inevitable por la absoluta imposibilidad de financiarlo. Con mayor razón en una economía cada vez más integrada financiera y comercialmente con el resto del mundo y que se había vuelto muy dependiente de los flujos de capitales provenientes del exterior como consecuencia de la caída del ahorro doméstico.

La política económica, entonces, enfrentó en 1999 decisiones muy complejas. Era necesario reconocer el período prolongado de expansión había llegado a su final y proceder a un ajuste del gasto en la economía que afectara lo menos posible al sector privado. Para lograr este objetivo era indispensable que el sector público se equilibrara en forma rápida y evitar un desbordamiento de la inflación y la pérdida de confianza en la moneda. Como esto no sucedió a la velocidad deseada, el peso del ajuste recayó en el sector privado y en la política monetaria lo cual, a su vez, condujo

² Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Marzo 2000, Banco de la República, p.8.

³ En su edición del 10 de mayo de 2001, The Economist se refirió al ciclo económico de los Estados Unidos en términos que pueden aplicarse al caso colombiano: “El punto es que períodos largos de prosperidad dan lugar a desbalances, en particular a un incremento de la deuda personal y corporativa y a excesos de inversión. En un ambiente de seguridad económica, con la expectativa de una prosperidad permanente, los prestatarios relajan sus estándares consumidores e inversionistas pierden el miedo a endeudarse. Prestatarios y prestamistas asumen, ambos, mayores riesgos, aunque en principio no lo consideren así. Estimulados por el crédito y el optimismo sobre las utilidades futuras, aumenta la inversión y los precios de los activos se disparan. El éxito trae consigo más éxito pero, luego, en un momento dado, se convierte en exceso. Eventualmente, la sobreinversión reduce el rendimiento del capital y las firmas deciden cortar su gasto en capital. Los consumidores se sienten abrumados por la deuda y aumentan su ahorro. El optimismo le da paso al pesimismo y la demanda cae estruendosamente”. “What a Peculiar Cycle”, The Economist, March 10, 2001, págs. 67, 68 y 70.

a la devaluación, a la elevación de las tasas de interés y a la pérdida de reservas internacionales del Banco de la República.

Visto en retrospectiva resulta evidente que una estrategia de manejo diferente también hubiera desembocado en una crisis y que las autoridades juzgaron que el camino escogido tendría menores consecuencias económicas y sociales en el mediano plazo por considerar que las menores expectativas de inflación y de devaluación tendrían un impacto positivo sobre la prima de riesgo soberano y sobre las tasas de interés como, en efecto, ocurrió. Gobernar, sin embargo, es seleccionar el menor de los males, que fue lo que se hizo. Lo cual no quiere decir que el país no fuera a atravesar un período de crisis económica tan desconocido, tan duro y tan prolongado como el que se ha vivido en Colombia. Con todo, la economía no cayó en una “hiperinflación”, ni la moneda en una condición de desvalorización irreversible como si sucedió, por ejemplo, en Ecuador. Aunque se ha pagado un altísimo costo social y económico por los excesos de los años anteriores.

La recuperación del 2000 y el debilitamiento del 2001

A partir del segundo semestre de 1999 la economía comenzó un proceso de recuperación que condujo a crecimientos positivos del PIB a lo largo del 2000. La contracción del gasto privado en 1999, que se reflejó en una caída de 3.0% en el consumo de los hogares y del 56.5% en la inversión privada en el año, dio lugar a la corrección del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y a que la tasa de cambio real se elevara. Los aumentos de precios de la gran mayoría de bienes y servicios se moderaron y la competitividad de la producción nacional mejoró. Con la menor inflación, las tasas de interés cayeron y la confianza del público en la economía aumentó.

El sector privado inició un proceso de autocorrección desde la segunda mitad de 1998 que, si bien dio lugar a la contracción de 1999, también condujo a la recuperación en

el 2000⁴. La devaluación real, las menores tasas de interés y la mayor confianza propiciaron un aumento del consumo de los hogares, de la inversión privada y de las exportaciones. Sin embargo, en 1999 el consumo de las administraciones públicas y la inversión pública continuaron creciendo; solamente en el 2000 el ajuste fiscal se reflejó en las cifras, al caer el consumo público en 1.3% y la inversión pública en 7.0%. Contrario a la percepción de algunos analistas, el ajuste del sector público es lo que ha facilitado la recuperación de la actividad productiva, en vez de una expansión sin límite del gasto público. En la medida en la cual el gasto público se ha controlado, se ha abierto espacio al sector privado para su recuperación.

En el primer semestre del presente año la actividad productiva se debilitó. El dinamismo del sector privado fue menor al de los meses anteriores. Ese debilitamiento se originó en el menor crecimiento del consumo de los hogares. Las exportaciones no tradicionales aumentaron a un ritmo más alto que el registrado en el año anterior. Sin embargo, las cifras a junio señalan una desaceleración que podría explicarse por la reducción de las compras de manufacturas colombianas en el mercado de los Estados Unidos. Las importaciones se han incrementado a un ritmo más alto que las exportaciones y la cuenta corriente de la balanza de pagos ha vuelto a ser negativa. Las importaciones de bienes de capital registraron un crecimiento importante, sin embargo, en la primera mitad del año, aun descontando las compras de equipo militar. La inversión, en conjunto, mantuvo su expansión, aunque fue notoria la caída de las obras civiles.

⁴ Tal como se consignó en el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso correspondiente al mes de marzo de 2001, “el crecimiento de la economía estuvo liderado por el buen comportamiento del sector industrial, el cual pasó de un decrecimiento del 12.5% en 1999 a un crecimiento de 9.7% en el año 2000, consolidando su recuperación después de seis trimestres de caída consecutiva. El positivo desempeño de la actividad industrial se debió al dinamismo de la demanda externa y a un tipo de cambio real competitivo, lo que llevó a un crecimiento del valor en dólares de las exportaciones industriales de 21.7% entre los años 1999 y 2000. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, Marzo 2001, Banco de la República.

De tal manera que tras el debilitamiento de la actividad productiva se encuentra la pérdida de dinamismo de la agricultura y de la industria manufacturera determinada esta última, en buena parte, por el pobre desempeño de los renglones de alimentos que, en el primer semestre se habrían contraído en 4.1% respecto al mismo período del año anterior, y cuya participación dentro de la producción total manufacturera es muy alta.⁵

¿Qué factores explicarían la caída del consumo en el primer semestre del año? Uno, importante, es el aumento del desempleo y la incertidumbre de muchos jefes de hogar con respecto a la eventual pérdida de sus empleos o a la imposibilidad de obtener empleos en el futuro. Pero hay otros. El efecto sobre el consumo de los mayores impuestos - como lo ha reconocido el mismo ministro de Hacienda -, la baja dramática del precio internacional del café y la crisis de ese sector, y la caída del crecimiento regional e internacional.

En circunstancias como las actuales el crecimiento de la economía depende, en muy alto grado, de la generación de confianza en los agentes económicos – consumidores e inversionistas nacionales y extranjeros – con respecto a las posibilidades de desarrollo futuro del país. Para este fin es importante asegurar el logro de las metas de inflación que se fija el Banco de la República – hay una muy alta probabilidad de lograr la del 8% establecida por la Junta para este año - lo mismo que la sostenibilidad de las finanzas públicas en los próximos años.

En este contexto, la política monetaria está en capacidad de contribuir parcialmente a la recuperación de la actividad productiva mediante la reducción de las tasas de intervención del Banco de la República en el mercado de dinero, como lo ha hecho en

⁵ De acuerdo con el reciente comunicado de prensa del DANE, en el primer semestre la agricultura solamente habría crecido 1.49% con relación al primer semestre del año pasado y la industria 1.43% en relación con el mismo período del año anterior. En el segundo trimestre la agricultura se contrajo con respecto al segundo trimestre del año pasado por una caída fuerte en la producción de café, en la producción pecuaria y en la de madera. Sin embargo, el renglón “otros cultivos”, que determina en muy buena parte el comportamiento de los precios, aumentó un 4.3%.

las últimas semanas. Los menores intereses en este mercado deberán reflejarse, como en efecto ya lo han hecho, en la tasa de referencia de captación a tres meses de las entidades financieras y, por consiguiente, en el costo de los créditos vinculados con el DTF. De la misma manera en que la menor inflación reduce el costo de los créditos atados al IPC o a la UVR. Ambos efectos alivian a los deudores sean estos corporativos o personas naturales. Pero la recuperación definitiva solo se alcanzará en la medida en la cual aumente de manera significativa la inversión, se eleve el ahorro interno y se cuente con flujos de capital positivos hacia Colombia originados en la repatriación de los capitales de los colombianos y en la inversión extranjera. Lo cual implica, en último término, mejorar la confianza y la esperanza de las gentes en el país.

¿Y la política monetaria ?

Es bien sabido que la política monetaria tiene como objetivo, en razón del mandato constitucional al Banco de la República, el logro de metas decrecientes de inflación. Menos sabido es que la Junta del Banco busca simultáneamente la recuperación de la demanda agregada y el crecimiento económico. La estrategia de la Junta combina elementos del esquema de “inflación objetivo” con valores de referencia para los agregados monetarios. En su aplicación la Junta evalúa mensualmente su postura de política monetaria con base en el análisis de las presiones inflacionarias, los pronósticos de inflación y el comportamiento de otras variables macroeconómicas, entre las cuales se presta especial atención a la base monetaria.

De esta manera, la Junta actúa teniendo en cuenta una trayectoria de referencia para la base monetaria, que sirve de guía para el suministro de la liquidez y que se construye a partir de la meta de inflación y de un supuesto de crecimiento económico y que incorpora, además, los choques anticipados a la demanda de dinero. El supuesto de crecimiento económico que sirvió de base para la elaboración de la línea de referencia de la base monetaria para el 2001, y que se ha mantenido a lo largo de todo el año, es

el correspondiente a la primera proyección de crecimiento calculada por el Gobierno Nacional a finales del año pasado, es decir, 3.8%. De acuerdo con ese supuesto el crecimiento promedio a lo largo del año de la base monetaria debería ser de 16.9 %. El pasado 24 de agosto la base se expandía a un ritmo del 12.5% anual y sus promedios móviles de orden 20 y de orden 45 se encontraban por debajo de los implícitos en la línea de referencia adoptada por la Junta. Estos datos deben interpretarse correctamente: el Banco no ha buscado deliberadamente el actual ritmo de crecimiento de la base monetaria, hubiera deseado uno mayor lo cual no ha sido posible por la deficiencia de demanda en la economía y, de ninguna manera, por una política monetaria restrictiva.

De otra parte, con base en la misma evaluación mensual del comportamiento de la inflación y de los pronósticos para los meses siguientes, la Junta define la franja de tasas de intervención de las operaciones de mercado abierto, OMAS, del Banco de la República. A estas tasas, el Banco ofrece liquidez primaria estableciendo cupos para las subastas diarias de las operaciones de expansión y contracción monetarias. Los cupos se fijan teniendo en cuenta el comportamiento esperado de la oferta y la demanda de liquidez, de acuerdo también con la línea de referencia de la base.

Como bien se conoce, las tasas de intervención se redujeron en 17 ocasiones entre diciembre de 1998 y agosto del presente año de tal forma que la tasa de expansión por subasta se encuentra hoy en día en 10%, es decir en aproximadamente 2% real, un nivel históricamente bajo y bajo en comparación con los vigentes en los diferentes países de la América Latina en la actualidad. La Junta del Banco de la República fue cautelosa a lo largo del primer semestre en el manejo de sus tasas de intervención, en razón de la turbulencia internacional causada por la crisis de Argentina y de Turquía que, como bien se sabe, generó la desconfianza de los inversionistas nacionales y extranjeros en las economías latinoamericanas y propició las salidas de capital de estos países. Sin embargo, en la medida en la cual mejoraron los indicadores de confianza, en particular las expectativas de devaluación del peso y la cotización de

los bonos colombianos en los mercados externos, la Junta procedió a reducir las tasas de intervención del Banco en 150 puntos básicos entre el 27 de julio y el 20 de agosto pasados.

A su turno, los cupos para las subastas de expansión han sido suficientemente amplios y han excedido la demanda lo cual ha redundado en la estabilidad de la tasa interbancaria a lo largo del año. Recientemente, además, la Junta del banco dio a conocer el programa de suministro de liquidez para los cuatro últimos meses del año lo cual implicará inyectar aproximadamente \$800.000 millones de liquidez permanente a la economía por la vía de la compra de reservas internacionales – de ejercerse las opciones de compra que ofrecerá el Banco en un monto de US \$ 80 millones a partir del 1 de septiembre - y cerca de \$ 2.2 billones en liquidez transitoria mediante repos de expansión y el retiro de los cuantiosos depósitos que mantiene la Tesorería General de la Nación en el Banco.

En síntesis, la política monetaria no ha sido obstáculo para el logro de ritmos más elevados de crecimiento económico. Es más, aunque la proyección de crecimiento para el 2001 se revisó hacia abajo a mediados del año, el Banco de la República no modificó la línea de referencia de la base monetaria. No es correcto afirmar, entonces, que una mayor emisión monetaria daría lugar a un más alto ritmo de crecimiento económico. La política monetaria ha sido anticíclica, en una coyuntura en la cual el sector público forzosamente tiene que ajustarse para corregir los desequilibrios que se acumularon en la segunda mitad de los años noventa y que originaron la contracción de 1999. Y en la cual el sector público no puede actuar en contra del ciclo en razón de su desajuste, no corregido todavía, que impide ampliar el gasto o reducir los impuestos. Pero la política monetaria ni puede hacerlo todo, ni contribuye de manera directa a aumentar la capacidad de oferta de la economía; su aporte es apoyar el crecimiento económico de largo plazo al lograr estabilidad de los precios y mantenerla.

Economía y Política Monetaria

Los excesos de la década de los noventa, sumados al deterioro del orden público y a la pérdida de confianza de los colombianos en el futuro del país, han traído consigo una situación en la cual se ha restringido la capacidad de crecimiento de la actividad productiva. Es urgente, por lo tanto, culminar el proceso de corrección del desequilibrio fiscal y recuperar la confianza de nacionales y extranjeros en el futuro de Colombia como condición indispensable para que la economía retome su senda de crecimiento. La discusión y aprobación de las reformas estructurales – la pensional y la laboral, entre otras – son fundamentales en la restauración de la confianza.

La política monetaria no ha sido obstáculo en los dos últimos años para el crecimiento de la economía. De hecho, la expansión monetaria se ha diseñado para un crecimiento más elevado de la economía del que se ha registrado en la realidad y se han logrado cumplir las metas de inflación fijadas por la Junta del Banco de la República. Esto es muy importante. La reducción de la inflación contribuye a la generación de esa confianza que la economía requiere para crecer.

El compromiso entre inflación y crecimiento no es válido en una circunstancia como la que atraviesa la economía colombiana en la actualidad. Un ejercicio académico realizado por los técnicos del Banco de la República señala que una meta de inflación mayor en un punto a la programada para el año próximo tendría un impacto despreciable en el incremento del ritmo de crecimiento de la economía en el 2002. Modificar la meta, en cambio, generaría expectativas de inflación, tendría un impacto negativo sobre la trayectoria de las tasas de interés y, por consiguiente, sobre el costo de la deuda pública y privada y, finalmente, enviaría una mala señal para las negociaciones salariales lo cual, además, no sería conducente para la mejora de la situación del empleo.

Tampoco es correcto argumentar que con más emisión se obtendrían ritmos más altos de crecimiento económico, así ello implicara sacrificar puntos en la baja de la inflación. Las mayores expectativas de inflación y de devaluación del peso terminarían dando al traste con cualquier intento de recuperación permanente de la capacidad de crecimiento de la economía por la vía de altísimas tasas de interés y desconfianza de los agentes económicos en la moneda y en el país.

En estas circunstancias, entonces, el papel de la política monetaria es muy claro: mantener baja y estable la inflación y apoyar, de esta manera, el ahorro, la inversión y el crecimiento económico en el mediano y en el largo plazo.