

338.9

A76p.

Ej. 1



ASOCIACIÓN BANCARIA  
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS  
DE COLOMBIA

MESA REDONDA

PANORAMA  
MACROECONOMICO:

**LOS RETOS  
DE LA POLITICA  
ECONOMICA**

VICEPRESIDENCIA TECNICA - ECONOMICA

MFN: 689



**Panorama Macroeconómico:  
Retos de la Política Económica  
Mesa Redonda**

Primera edición: octubre de 1994

Leonardo Villar Gómez  
José Darío Uribe Escobar  
César González Muñoz

© Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia -Asobancaria-

Edición, armada, impresión y encuadernación  
Asobancaria

## **PRESENTACION**

*En el seminario PANORAMA MACROECONOMICO, realizado el 21 de septiembre de 1994 por la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, se discutió la política económica del gobierno. Participaron los doctores Leonardo Villar Gómez, Viceministro Técnico del Ministerio de Hacienda; José Darío Uribe Escobar, Subgerente de Estudios Económicos del Banco de la República y César González Muñoz, Presidente de la Asobancaria.*

*El punto central de la discusión fue el origen de las presiones inflacionarias. Para el gobierno, éstas provienen del crecimiento del gasto privado; para el banco, del aumento en el gasto público.*

*La diferencia en el diagnóstico entraña distintas recomendaciones de política económica. De acuerdo con el gobierno, es preciso controlar las fuentes que financian el exceso del gasto privado, de las cuales, las más importantes son el crecimiento de la cartera del sector financiero y el endeudamiento externo privado. Para el banco, el énfasis se debe hacer en el control del gasto público y recomienda la generación de superávit fiscal.*

*El Presidente de la Asobancaria señala que el exceso de gasto, proviene de los sectores público y privado a la vez, pero advierte que corregir la situación con una*

*visión cortoplacista puede llevar a ajustes excesivos que pueden resultar contraproducentes. Recuerda que las decisiones de política económica no tienen efectos inmediatos y, en el caso del nivel de precios, se pueden presentar rezagos mayores a un año. De acuerdo con lo anterior, los resultados esperados para 1994 y probablemente para 1995, ya están predeterminados en la actualidad.*

*El diagnóstico hecho por el doctor Villar señala que el crecimiento del gasto privado (10% real en 1993, 5 puntos porcentuales por encima del PIB) se debió a una expansión del crédito. En las fuentes internas, por un crecimiento de la cartera del sector financiero de más del 50%. En las externas, por un excesivo crecimiento del endeudamiento privado, que pasó de 3 a 7.5 mil millones de dólares entre 1992 y 1994. Esto hizo que por cuenta exclusivamente del sector privado la deuda externa del país pasara, en el mismo período, de 18 a más de 20 mil millones de dólares.*

*De acuerdo con este diagnóstico, las medidas del gobierno se encaminan a restringir el endeudamiento externo privado y a establecer un control al crecimiento de la cartera crediticia, aún a costa de un aumento en las tasas de interés.*

*El gasto privado creció en déficit (financiado con deuda) pero el público lo hizo en superávit. Las finanzas públicas se convirtieron en una fuente de ahorro.*

*Esta apreciación no es compartida por el Banco de la República. En su concepto, el origen en la expansión de la demanda, se debió al crecimiento desorbitado del gasto público. La recomendación del doctor Uribe es moderar su crecimiento, porque de lo contrario se podría caer en una estrategia de "represión financiera o estrangulamiento del sector privado".*

*El Presidente de la Asociación señala que el excesivo crecimiento del gasto público es una herencia del gobierno anterior. El actual gobierno debe hacer un corte fiscal*

*con el pasado. "No se le podría exigir ahora a la administración Samper que ejecute grandes ajustes súbitos en compensación de los desbordamientos pasados".*

*Respecto al crecimiento de la cartera señala que esto no depende de las entidades financieras. Ello es resultado de fuertes incrementos en la base monetaria, porque es allí donde se origina "la munición de la expansión crediticia".*

**César Giraldo Giraldo**  
**Vicepresidente Técnico-Económico**  
**Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia**

# INDICE



## PRESENTACION

### POLITICA ECONOMICA

3

Dr. Leonardo Villar Gómez  
Viceministro Técnico de Hacienda  
Ministerio de Hacienda y Crédito Público

### COMPORTAMIENTO MACROECONOMICO 1993-1994

29

Dr. José Dario Uribe Escobar  
Subgerente de Estudios Económicos  
Banco de la República

### LOS RETOS DE LA POLITICA ECONOMICA

37

Dr. César González Muñoz  
Presidente  
Asobancaria

**POLITICA  
ECONOMICA**



**Leonardo Villar Gómez\***

Quiero agradecer a la Asociación Bancaria por la invitación a venir a esta reunión a exponer algunos aspectos de la política macroeconómica y financiera del nuevo gobierno. Esta invitación es particularmente grata para mí al otorgarme la oportunidad de volver a esta entidad, en la que hace poco más de dos años me desempeñaba como vicepresidente técnico.

He organizado la presentación en cinco partes. En la primera intentaré resumir los principales aspectos del diagnóstico inicial que hizo el nuevo equipo de gobierno acerca de la situación macroeconómica. En la segunda expondré las medidas adoptadas para contribuir a solucionar los problemas de la coyuntura. En la tercera me referiré a las estrategias de mediano plazo relacionadas con el manejo del reciente "boom" cafetero, de los recursos petroleros y del endeudamiento de los departamentos y los municipios. En la cuarta haré referencia a las políticas de control inflacionario y, finalmente, en la quinta, me concentraré en el tema de la política financiera.

## **I. DIAGNOSTICO**

Desde el punto de vista de la coyuntura macroeconómica, los dos problemas principales que se encontraron al iniciarse el nuevo gobierno fueron:

**Primero:** Inflación en ascenso desde mediados de 1993

\* Viceministro Técnico de Hacienda

Aunque la tasa anual de inflación, medida por el índice de precios al consumidor, había descendido a menos del 21% en julio de 1993, a partir de esa época comenzó a acelerarse, hasta mediados de 1994. A finales de julio de este año alcanzó 22.7%, significativamente superior a la de un año atrás y ligeramente superior a la de fines de 1993 (Gráfico 1).

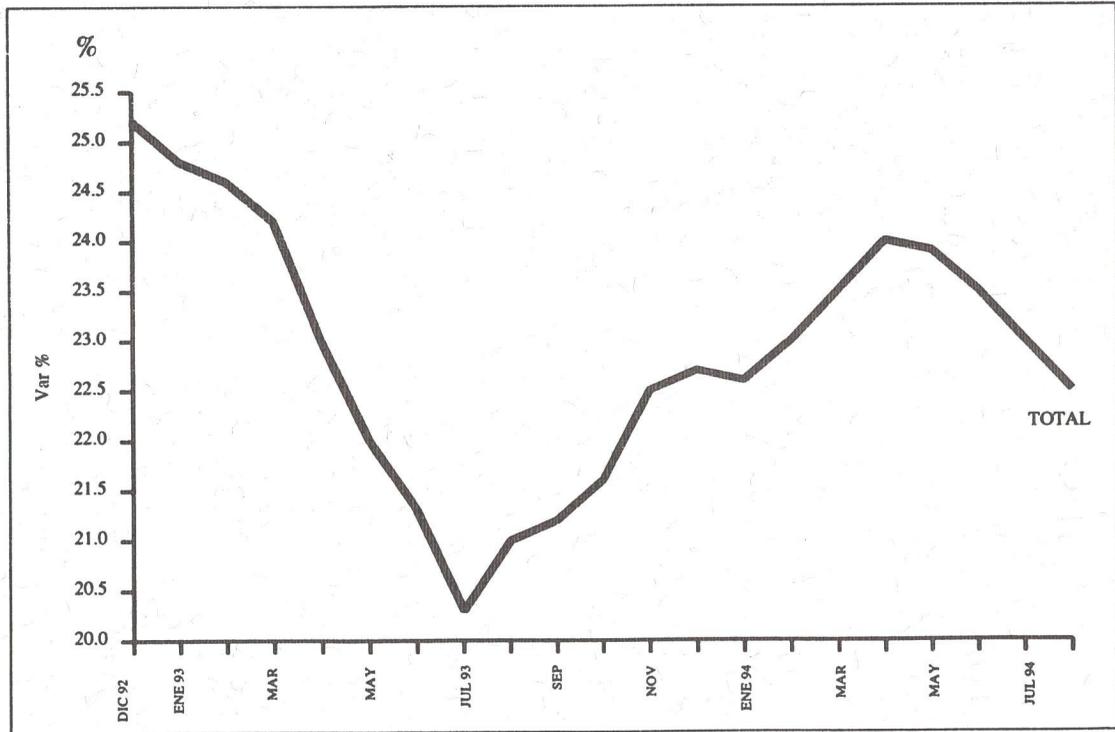
Si bien no se puede decir que existía una gran aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, su tendencia al alza entre julio de 1993 y julio de 1994 resultaba preocupante, por cuanto no mantenía el proceso de reducción de la inflación que venía operando en los años precedentes de esta década, proceso que el nuevo gobierno desea consolidar y fortalecer para el futuro. Era preocupante, además, que durante todo lo corrido de 1994, la oferta monetaria estaba creciendo por encima de los corredores preestablecidos por el Banco de la República (Gráfico 2).

### **Segundo:** Tendencia a la revaluación de la tasa de cambio real

Lo más grave de que la inflación no estuviera bajando, y de que incluso se acelerara un poco, era el hecho de que ello se daba en un contexto en que la tasa de cambio nominal se mantenía virtualmente congelada y que, por consiguiente, la tasa de cambio real estaba mostrando una tendencia fuertemente negativa (Gráfico 3). Lo sucedido con la tasa de cambio real desde septiembre de 1993 es que simplemente se desplomó, implicando un deterioro importante de la competitividad de las exportaciones y de los productos que compiten con las importaciones.

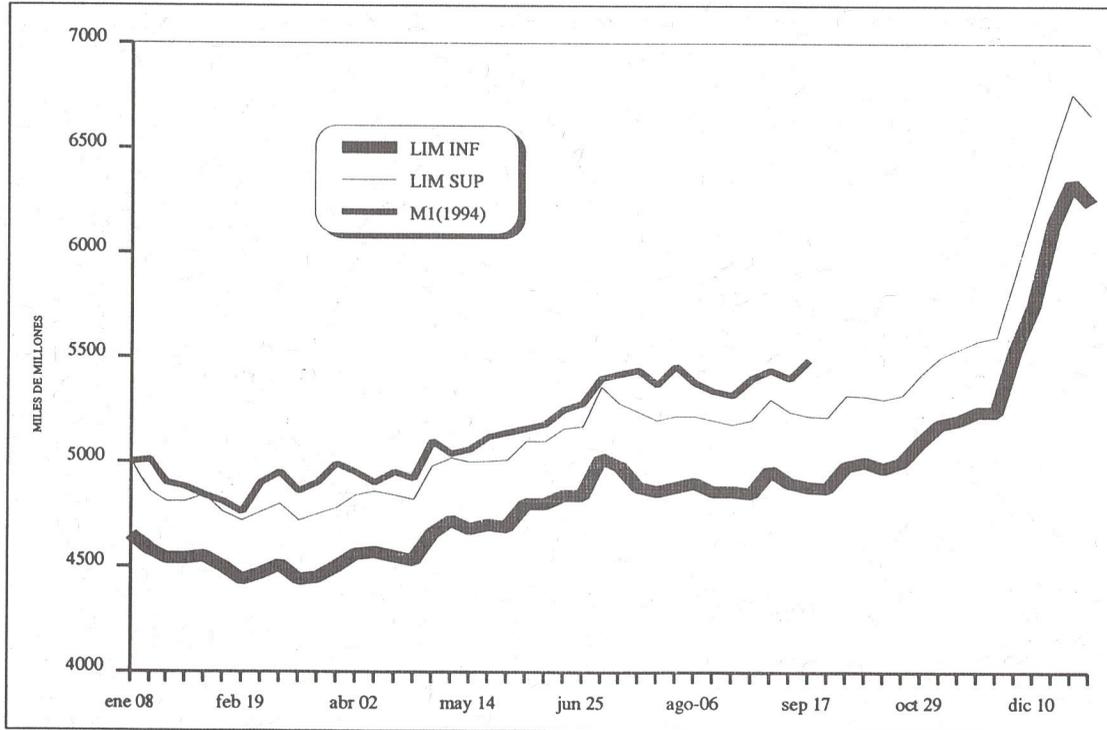
# GRAFICO No. 1

## INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (Inflación doce meses)



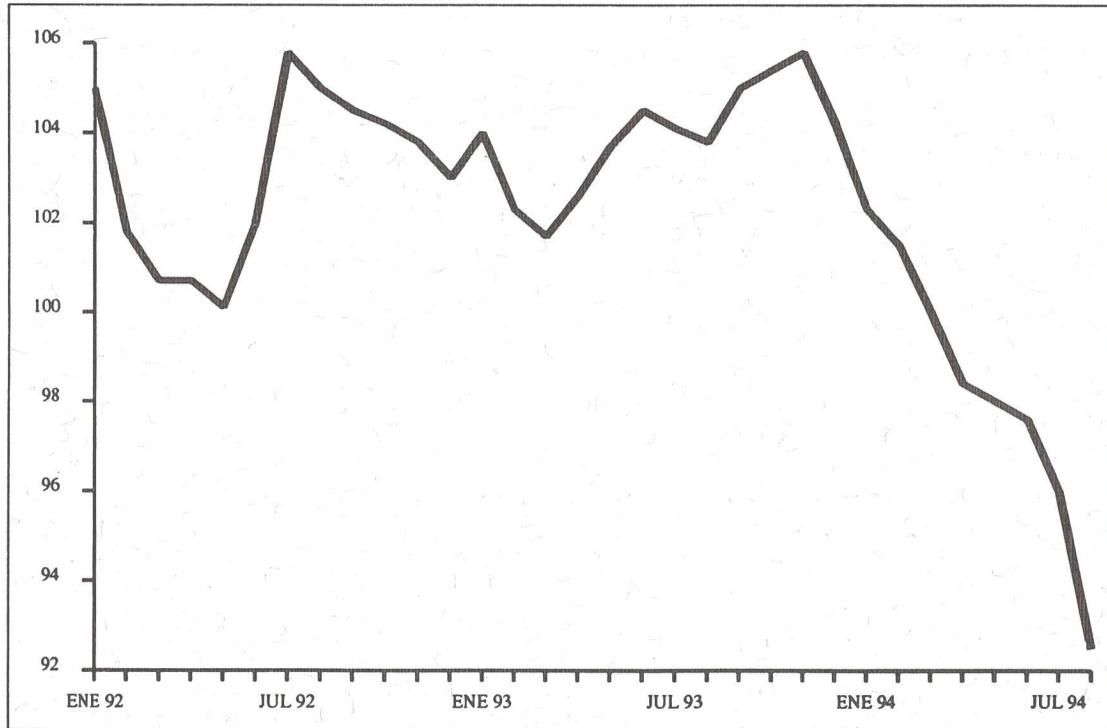
**GRAFICO No. 2**

**CORREDOR MONETARIO 1994**



### GRAFICO No. 3

TASA DE CAMBIO REAL  
Banco de la República (Dic 1986 = 100)



Entre agosto de 1993 y agosto de 1994, la tasa de cambio nominal prácticamente no se devaluó. Entre mayo y comienzos de agosto del presente año, por el contrario, se observó una tendencia a la revaluación nominal de esa tasa de cambio, la cual se acercó peligrosamente al límite inferior de la banda cambiaria establecida por el Banco de la República (Gráfico 4). Esto hace particularmente preocupante el hecho de que la inflación no estuviera cayendo en ese período.

### **¿A qué responde, a juicio del gobierno, esta situación?**

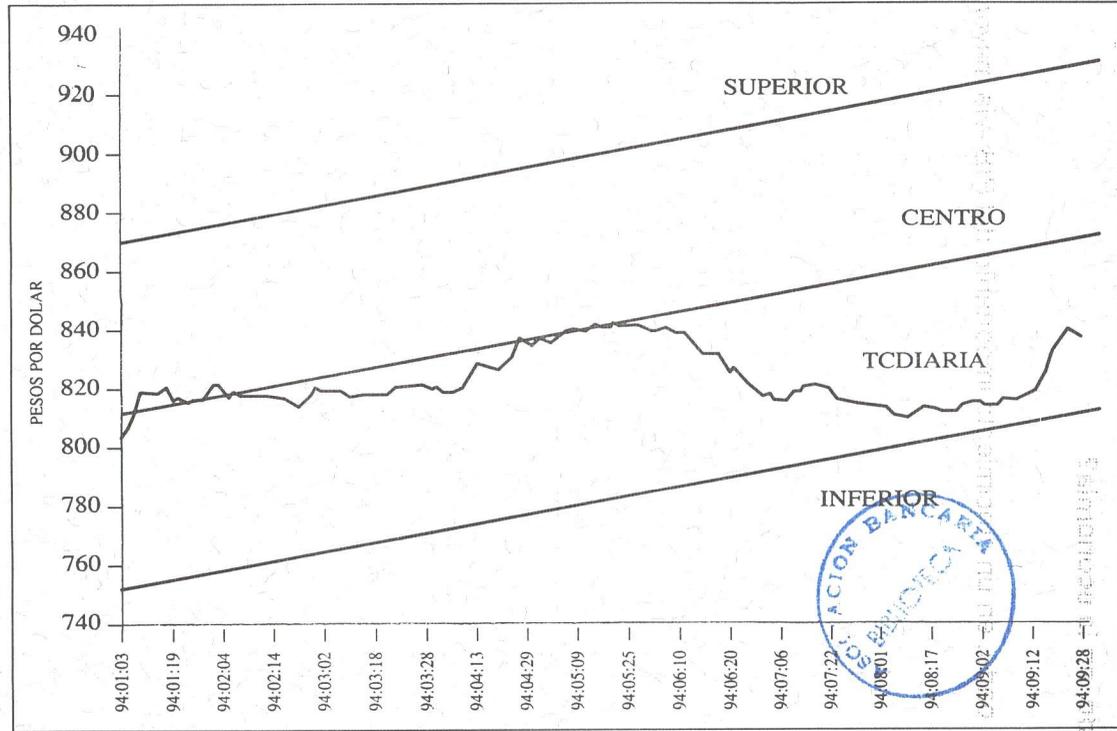
Básicamente a un fuerte exceso de demanda en la economía, que estimulaba el crecimiento de los precios de los bienes no comercializables.

En una economía abierta, como la que ya se tiene, los bienes que se pueden comercializar internacionalmente tienen precios que no se ven afectados por el exceso de demanda porque este simplemente conduce a que se importe más o se exporte menos.

En cambio, un exceso de demanda tiende a aumentar los precios de los bienes no comercializables, como son los servicios, ciertos alimentos y las actividades relacionadas con la construcción. Dado que la revaluación puede medirse como el deterioro de los precios relativos de los bienes comercializables y no comercializables, el incremento de los precios de estos últimos genera simultáneamente inflación y revaluación de la tasa de cambio real.

# GRAFICO No. 4

## CORREDOR CAMBIARIO 1994



## **¿Cómo se manifiesta el exceso de demanda, desde el punto de vista agregado, en la economía?**

Por una parte, en un crecimiento importante del PIB -vía mayor producción-, por la otra, en un crecimiento acelerado de las importaciones, tal como observamos el año pasado.

Desde el punto de vista de los balances macroeconómicos, encontramos que el sector público, a pesar de un crecimiento gigantesco en el gasto, no era el principal causante de un exceso de demanda a nivel agregado, dado que existía un superávit en las finanzas públicas consolidadas. De hecho, el superávit que se espera para este año es del orden del 2.6% del PIB.

De esta forma, el sector público consolidado contribuye al ahorro de la sociedad e invierte menos de lo que ahorra. Esto se debe en parte al proceso de privatizaciones y a las licitaciones de la telefonía celular. Aún si restamos estos efectos, sin embargo, el sector público está en equilibrio.

En el aspecto fiscal, aunque había proporción entre el gasto y su financiación, el gasto del gobierno central estaba creciendo de una manera excesiva, reforzando así el crecimiento de la demanda agregada. En el período enero-julio del presente año, el gasto creció en 72.7% con respecto al mismo período del año pasado. Al restar la parte correspondiente a amortización de deuda, que no es estrictamente gasto, encontramos que el gasto adicional estaba creciendo en un 57.8% (Cuadro 1).

Este resultado ha generado debate: en la opinión surge la pregunta sobre si el gobierno se gastó demasiado rápido el presupuesto o si adelantó la ejecución de gasto que, de otra forma, se hubiera llevado a cabo durante el segundo semestre.

Es importante aclarar que el gobierno anterior no gastó más de lo que se tenía previsto. Las previsiones eran, precisamente, gastar durante los primeros siete meses a un ritmo más acelerado que en el año completo. Además, el presupuesto global para 1994, aprobado por el Congreso, fue superior en 63% al de 1993. En términos reales, con una meta de inflación del 19%, el presupuesto aprobado durante el gobierno anterior estaba más de 40 puntos porcentuales por encima.

Es necesario adecuar las metas de pago en lo que queda de 1995, con el fin de alcanzar una tasa de crecimiento que, en lugar del aumento del 72.7% de los primeros siete meses, sea del orden del 50% al final del año. Sin embargo, es un problema relativo en la medida en que el gasto está financiado. Gracias a un fuerte superávit del sector público descentralizado y a un incremento acelerado de los ingresos del gobierno central, el sector público consolidado tendrá, como se mencionó, un superávit del orden de 2.6% del PIB en 1994.

Por su parte, el sector externo tiene en el presente año un déficit del orden del 4.5% del PIB en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En términos macroeconómicos esto implica que el país recibe una parte del ahorro externo: las compras al exterior son mayores que las ventas y es necesario endeudarse o recibir inversión extranjera para financiar ese déficit.

### EJECUCIÓN PRESUPUESTAL (Miles de millones de \$)

	1993			1994			Variaciones porcentuales		
	Acumulados			Acumulados			Acumuladas		
	Enero julio	Agosto Diciem.	Total año	Enero julio	Ago.- Dic	Total año	Enero julio	Ago.- Dic	Total año
Presupuesto aprobado			7,861			12,802			62.9%
Giros de Tesorería	3,246	3,613	6,859	5,607	4,685	10,292	72.7%	29.7%	50.1%
Giros de Tesorería sin deuda	2,616	2,872	5,488	4,128	3,520	7,648	57.8%	22.6%	39.4%

Fuente: Dirección del Presupuesto Nacional y asesores Confis

Si se suma el ahorro que llega del exterior (4.5% del PIB) y el ahorro que está generando el sector público (2.6% del PIB) se produce un excedente de recursos. En estas circunstancias, el único sector deficitario es el sector privado. Existe, en efecto, un déficit de ahorro sobre inversión del sector privado. Este está consumiendo más de lo que produce, o invirtiendo más de lo que ahorra, en una proporción equivalente al 7.1% del PIB.

La contrapartida de ese déficit del sector privado fue que este se tuvo que endeudar de manera acelerada, tanto con el sector financiero doméstico como con el exterior.

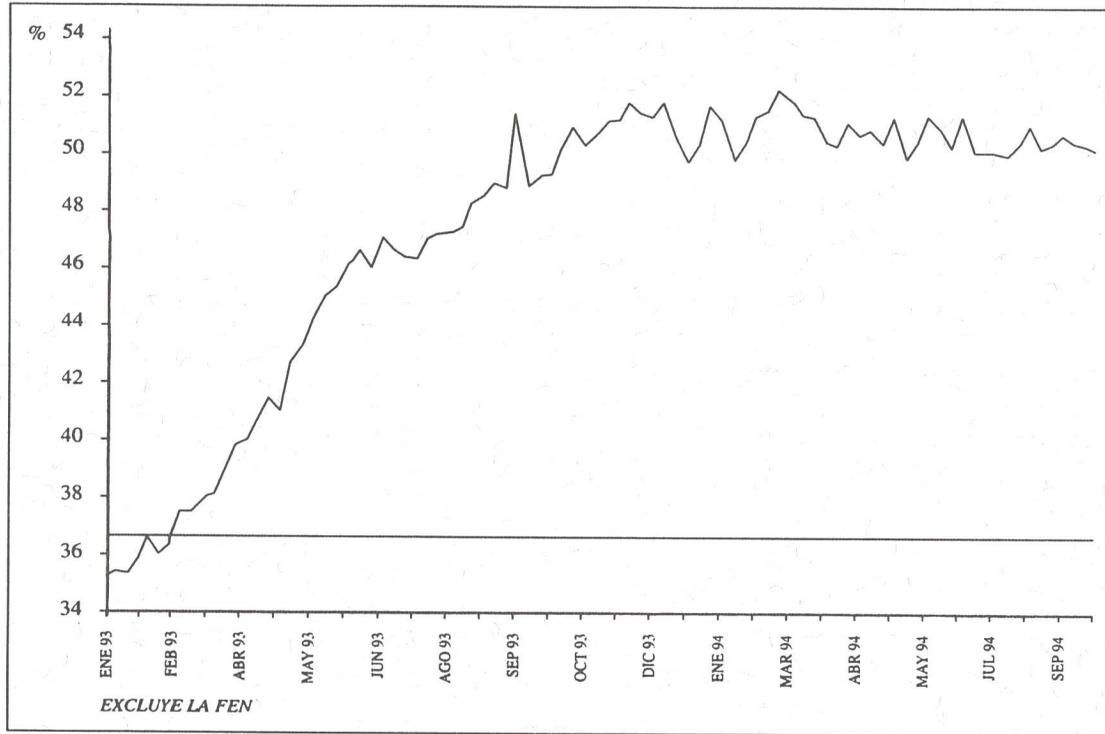
### **Financiación del gasto del sector privado y flujo de capitales**

El exceso de demanda del sector privado se refleja en el desmesurado crecimiento de la cartera del sector financiero. Como se aprecia en el Gráfico 5, ésta creció a una tasa superior al 50% (del orden de 25% real). En una economía que está creciendo en términos reales al 5%, esto implica que la financiación está aumentando 20 puntos por encima del PIB.

Junto con el crecimiento de la cartera del sistema financiero, se presentó un aumento en el endeudamiento externo. Las cifras de la balanza cambiaria muestran un incremento significativo en los ingresos netos de capitales. En el Gráfico 6 se presenta la evolución de los ingresos netos de capital según balanza cambiaria. En 1991 el ingreso neto de capitales por endeudamiento fue de 78 millones de dólares, en 1992 fue de 508 millones de dólares, en 1993 de 504 millones de dólares y en 1994, para el período enero-agosto, de

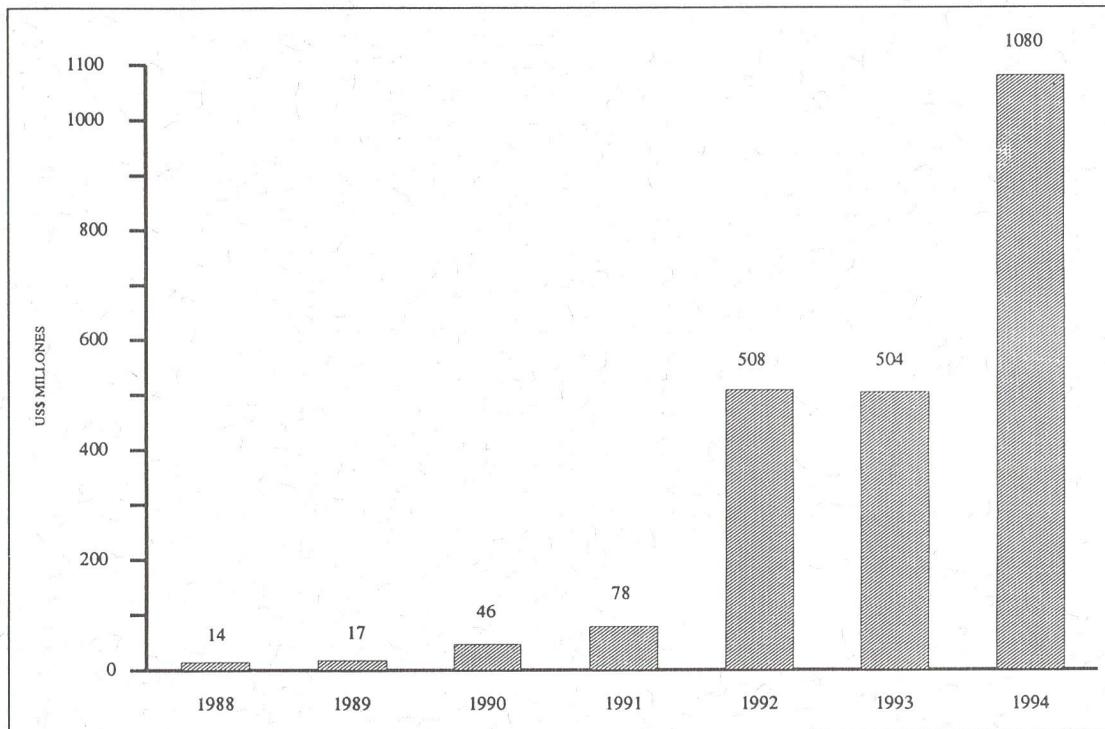
**GRAFICO No. 5**

**EVOLUCION DE LA CARTERA TOTAL EN MONEDA NACIONAL**  
Variación anual



## GRAFICO No. 6

PRESTAMO NETO SECTOR PRIVADO SEGUN BALANZA CAMBIARIA  
1990-1993 Acumulado año completo, 1994 Acumulado a agosto



1.080 millones de dólares. Este gran aumento del endeudamiento con el exterior está acorde con el exceso de gasto sobre producción o de ahorro sobre inversión del sector privado.

En el Gráfico 7 se presentan las previsiones de la balanza de pagos del Banco de la República sobre endeudamiento externo privado, incluyendo el endeudamiento comercial, que no entra en la balanza cambiaria. De acuerdo con esa fuente, se proyectan ingresos de capital del orden de 2.600 millones de dólares (cerca de 5 puntos porcentuales del PIB) para 1994.

### **Efectos sobre la deuda externa pública y privada**

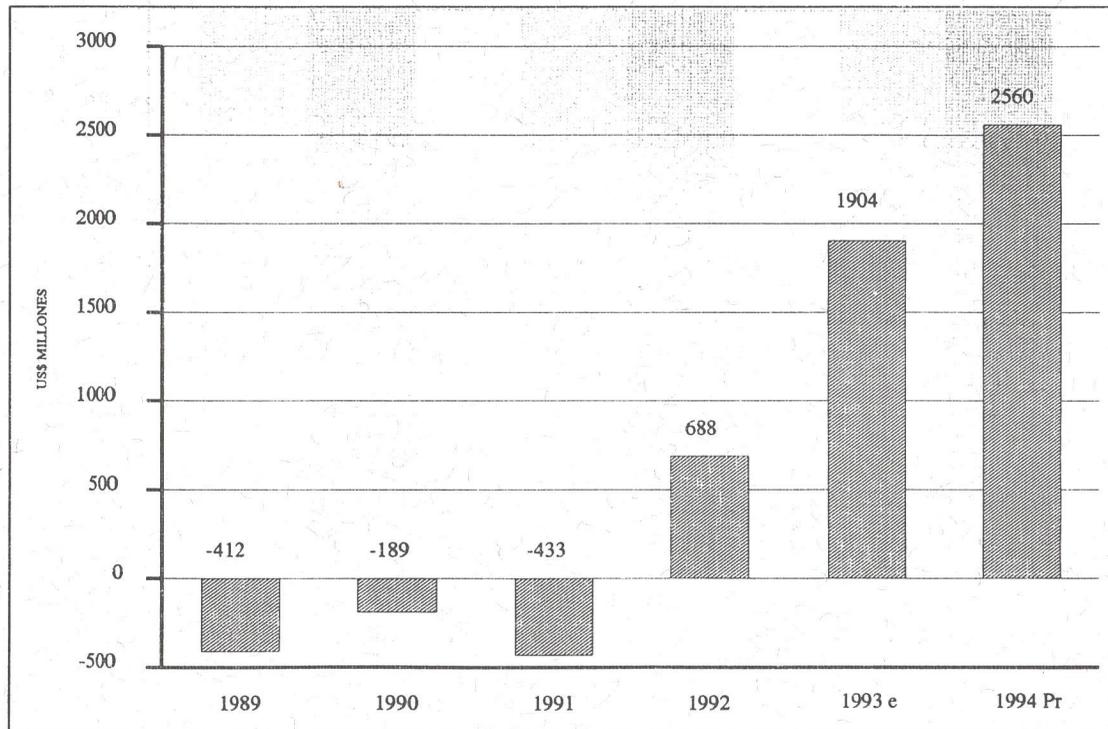
Un reflejo del comportamiento de los balances público y privado de los últimos años es el comportamiento de los saldos de deuda externa según tipos de destinatarios. Como se aprecia en el Gráfico 8, la deuda externa del sector público permanece estable desde hace tres años. La deuda externa del sector privado, en cambio, más que se duplicó entre 1992 y 1994, al pasar de 3 mil millones de dólares a casi 7.500 millones de dólares. Como resultado global, la deuda externa total del país, que era del orden de 18 mil millones de dólares a finales de 1993, superaría los 20 mil millones este año.

## **II. MEDIDAS DEL NUEVO GOBIERNO**

El diagnóstico de la situación macroeconómica que he tratado de resumir condujo a la adopción de una serie de medidas orientadas a la reducción del exceso de demanda y de crédito en la economía.

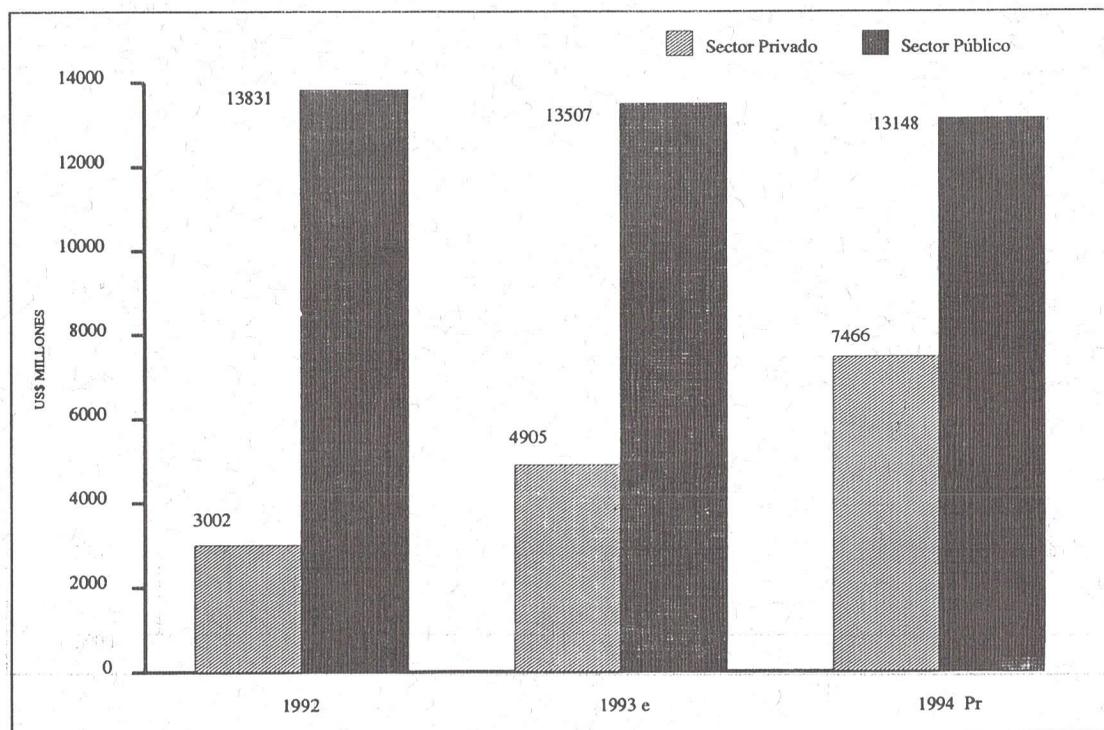
# GRAFICO No. 7

## ENDEUDAMIENTO EXTERNO DEL SECTOR PRIVADO SEGUN BALANZA DE PAGOS



## GRAFICO No. 8

## SALDO DE DEUDA EXTERNA SECTOR PUBLICO Y PRIVADO



Conjuntamente con el Banco de la República, el gobierno tomó las siguientes medidas:

1. Se restringió el endeudamiento externo del sector financiero y del sector no financiero mediante el establecimiento de un sobrecosto para cualquier endeudamiento que se registre con plazos inferiores a cinco años, con tres excepciones:

a. Financiación de exportaciones con cargo a recursos de Bancoldex y para prefinanciación de exportaciones de café y petróleo, con límites específicos para cada una de ellas.

b. Financiación de importaciones de bienes de capital para inversión.

c. Financiación de importaciones, aunque se redujo el plazo de giro de seis a cuatro meses. De esta forma se buscó reducir el stock de deuda que hay implícito en las cartas de crédito y otros instrumentos de financiación comercial y que genera, por una vía u otra, un exceso de oferta de divisas y un exceso de financiamiento de la economía.

El depósito que deben efectuar quienes obtengan financiación externa a plazos entre tres y cinco años está calculado de forma que el costo del endeudamiento en el exterior sea similar al costo del endeudamiento interno. De esta forma, se espera desestimular el endeudamiento externo para capital de trabajo a plazos inferiores a cinco años, que en el pasado reciente contó con condiciones mucho más ventajosas que las del endeudamiento interno.

2. Restricciones sobre algunas formas de inversión extranjera. En ningún caso las medidas fueron dirigidas a restringir la inversión real. El gobierno quiere seguir atrayendo este tipo de inversión, que se considera fundamental para el desarrollo económico.

Las medidas se dirigen a:

a) Delimitar claramente el endeudamiento que tomaba la forma de inversión extranjera (en especial las empresas multinacionales que se estaban endeudando pero que registraban esta financiación como inversión); y

b) evitar el lavado de dólares mediante inversión extranjera para hacer especulación en finca raíz.

3. Recuperación de un papel activo del Banco de la República en la política monetaria. En esta dirección, se tomó la decisión de no validar un crecimiento de la cartera de las magnitudes que tenía, permitiendo, incluso, un incremento de las tasas de interés.

El gobierno y el banco creen que es más conveniente para los bancos y el sector financiero que las tasas de interés no aumenten demasiado, y que los mismos bancos restrinjan el crecimiento de su cartera para evitar, además, el deterioro de la misma. Es una decisión mucho más efectiva y racional para los bancos, como política a largo plazo, dado que el gobierno no va a validar el crecimiento de la cartera mediante una expansión monetaria equivalente.

### III. ESTRATEGIAS DE MEDIANO PLAZO

Las estrategias de mediano plazo adoptadas por el gobierno en relación con la situación macroeconómica descrita en la primera parte de esta charla están dirigidas a fomentar el ahorro de divisas en el exterior y a evitar el exceso de demanda que se generaría como consecuencia del "boom" cafetero y petrolero.

1. Para amortiguar el efecto del inesperado boom del café, se llegó a un acuerdo con los cafeteros mediante el cual una parte importante de los ingresos adicionales que obtuvieran por el incremento de precios deberían ser ahorrados en el exterior.

El Fondo Nacional del Café se capitaliza en forma considerable con la bonanza y se compromete a tener los recursos excedentes generados por esa bonanza en el exterior, incluso si financieramente no fuera lo más conveniente. Esto contribuye al ahorro de recursos y a la reducción de la oferta de divisas en el mercado cambiario.

2. Se presentó por otra parte un proyecto de ley al Congreso, mediante el cual se establece que debe ahorrarse una proporción significativa de los recursos provenientes de Cusiana y Cupiagua, así como de cualquier pozo petrolero de dimensiones asimilables que se encuentre en el futuro. Cuando la producción de un campo petrolero pase de quince millones de dólares mensuales se tiene que empezar a ahorrar un porcentaje muy significativo del ingreso petrolero en un fondo en el exterior, cuyos recursos sólo podrían emplearse en inversiones financieras.

Los recursos, tal como fue contemplado en la ley de regalías, siguen siendo propiedad de Ecopetrol, del Fondo de Regalías, y de los departamentos productores. Sin embargo, en lugar de entregar estos recursos directamente, se obliga a ahorrarlos en el exterior.

3. Se va a presentar igualmente un proyecto de ley al Congreso a fin de impedir que los municipios y los departamentos se endeuden en exceso en el proceso de descentralización y ante la perspectiva de ingresos petroleros considerables en el futuro. Se trata, entonces, de evitar un endeudamiento masivo de las entidades territoriales que podría ser perjudicial para ellas mismas y obviamente, a corto plazo, para los propósitos de la política macroeconómica.

#### IV. LA POLITICA ANTI-INFLACIONARIA

Todo el diagnóstico y las medidas de corto plazo hacen parte de la política anti-inflacionaria del gobierno. En este orden de ideas, las autoridades económicas creen que una medida esencial de control de la inflación es una política monetaria sana que cumpla con las metas propuestas. Es necesario que el gobierno y la junta directiva del Banco de la República logren mantener los medios de pago dentro de los corredores previamente establecidos. Implica también que el crecimiento del crédito no sea excesivo y que haya una política fiscal austera. Por ello, hay que mantener el equilibrio fiscal.

Existe una discusión entre el gobierno y el Banco de la República, acerca de cuáles son las dimensiones del ajuste que debe llevarse a cabo. El gobierno opina que durante los próximos años debe mantener un equilibrio, o incluso



un pequeño superávit, en las finanzas públicas consolidadas; cabe anotar que pocas veces se ha logrado esta meta en la historia del país. El Banco de la República, por su parte, insiste en la necesidad de alcanzar un superávit de 1 o 1.5% del PIB.

Alcanzar el equilibrio en las finanzas públicas consolidadas durante 1995 implica tener en cuenta dos aspectos de particular importancia: el gasto de inversión en Cusiana (que llegará a su máximo nivel el próximo año) y la ejecución de los programas de gasto social. Los dos aspectos implican un incremento sustancial del nivel de gasto público.

En estas circunstancias, lograr un adecuado balance fiscal consolidado implica un esfuerzo considerable, tal como está estimado en el Presupuesto que se presentará al Congreso.

El gobierno tiene un compromiso importante en la reducción de la inflación por vías diferentes al manejo de la tasa de cambio como ancla, dados los efectos perjudiciales que esto último podría tener sobre el desarrollo de la economía en el largo plazo.

### **¿Qué se espera para 1995?**

El informe de la junta directiva del Banco de la República al Congreso plantea explícitamente que la meta de inflación para 1995 se debe fijar en noviembre de 1994, sobre la base de los resultados observados hasta esa fecha. Sobre este punto existe acuerdo entre el gobierno y el banco. La meta para 1995 dependerá, entonces, del nivel de precios al final del año. Comprometerse

con una reducción de cinco puntos, por ejemplo, podría ser una meta demasiado alta y, de no cumplirse, terminaría por disminuir la credibilidad en la política de reducción de la inflación en el largo plazo. No parece conveniente que, tal como ha pasado en los últimos años, la meta solo se cumpla después de varios años de mantenerla inmodificada.

El gobierno estima que la inflación se debe reducir 2 ó 3 puntos, al menos, de acuerdo al nivel que se alcance al terminar el presente año. Así, la meta podría ser del orden del 17-18%. Este nivel se alcanzaría manteniendo una política monetaria y fiscal austera y, como complemento, mediante el establecimiento de un acuerdo de productividad, precios y salarios con los distintos actores del panorama económico nacional.

El acuerdo tendrá como finalidad lograr que los ajustes de precios y salarios no se hagan con base en la inflación pasada sino con base en el nivel de inflación esperada. Para comenzar se podría pensar, tal como lo ha propuesto el Ministro de Hacienda, en un ajuste moderado del precio de la gasolina; este ajuste podría lograrse mediante la indexación del precio interno al precio internacional, estableciendo un tope máximo de crecimiento. De esta forma, si el precio internacional de la gasolina baja, también bajarían los precios internos.

## **V. POLITICA FINANCIERA**

En materia financiera existen dos propósitos básicos:



## **1. Incremento de la competencia en el sector**

El gobierno actual, al igual que su antecesor, está comprometido con el aumento de la competencia en el sector financiero, en todos sus niveles y actividades, aunque es importante precisar que las autoridades no van a establecer la multibanca de un día para otro. Este debe ser un proceso gradual, que permita avanzar hacia el crecimiento de la competencia entre captadores y colocadores de ahorro con el propósito de fomentar la intermediación del ahorro financiero en fuentes de financiamiento de la inversión.

En este sentido, existe el propósito de reducir progresivamente los márgenes de intermediación. Con este fin, es necesario disminuir los encajes y las cargas cuasi-fiscales del sector financiero. Por supuesto, estos objetivos no se pueden lograr intempestivamente y menos aún en las condiciones macroeconómicas actuales.

## **2. Promoción del mercado de capitales**

El gobierno espera darle un gran impulso al mercado de capitales incluyendo, por supuesto, el mercado accionario, de bonos, de títulos, así como fomentar el desarrollo de los nuevos instrumentos financieros que existen en los mercados internacionales. Con este objetivo en mente, el gobierno está organizando una Misión Especial sobre mercado de capitales, cuyas recomendaciones servirían de base para determinar las políticas a seguir en este campo.

Con este propósito, es necesario avanzar no sólo en la regulación financiera, sino, por ejemplo, en la definición de mecanismos en los procesos de privatizaciones y de concesiones que contribuyan al desarrollo del mercado de capitales.

## **Medidas adoptadas en materia de política financiera**

### **1. Ajuste de la corrección monetaria**

Mediante la vinculación que se hizo recientemente de la corrección monetaria a la DTF promedio de las últimas semanas (esto es, mediante la vinculación de la corrección monetaria a una tasa de interés de mercado), se espera que las corporaciones de ahorro y vivienda puedan competir en mejores condiciones en el mercado de captación.

### **2. Eliminación de las inversiones sustitutivas del encaje para ahorros**

Se eliminó la posibilidad de que el encaje de los intermediarios financieros pueda ser sustituido por inversiones. Esta es una medida positiva, que se va a instrumentar en forma gradual a fin de moderar los costos que implica el ajuste para las entidades financieras. Con esta decisión se eliminó también la posibilidad de que las CAV sustituyan su encaje por inversiones en títulos de valor constante, lo que las pone en una situación equivalente a la de otros intermediarios financieros que tienen depósitos de ahorro.

Se están estudiando otras medidas que permitan incrementar la capacidad de competencia de las CAV con el resto del sector financiero, así como la posibilidad de tener productos diferentes, manteniendo su propósito principal de financiar vivienda; esto podrá incluir la financiación de vivienda en pesos.

### 3. Encaje sobre los pasivos en moneda extranjera

Se estableció un encaje marginal de 5% sobre los pasivos en moneda extranjera. El sentido de esta medida es poner en condiciones similares los depósitos en moneda extranjera y los depósitos en moneda legal. Este encaje genera un pequeño sobrecosto al endeudamiento en moneda extranjera. Además, tiene un beneficio de carácter estructural a mediano plazo para los intermediarios y es que, en la medida en que los pasivos del sector financiero en moneda extranjera van creciendo, este encaje hace parte de la posición propia. El encaje permitirá por lo tanto eliminar gradualmente la exigencia de una posición propia mínima en moneda extranjera.



Vale la pena anotar que hay consenso en la junta directiva del Banco de la República, en el gobierno y en todo el sector financiero, que el requisito de posición propia mínima es una medida antitécnica. No existe en ningún otro país y desde el punto de vista teórico lo que debería haber, con propósitos de regulación prudencial, es un requisito de posición propia máxima.

Aunque los temas de política financiera y de mercado de capitales que deberá enfrentar el gobierno durante la administración Samper son múltiples y

complejos, considero preferible dejar algunos de los temas correspondientes para la discusión que tendremos más adelante, ya que he tomado un tiempo más largo del que estaba inicialmente previsto.

**COMPORTAMIENTO  
MACROECONOMICO  
1993-1994**

José Darío Uribe Escobar\*

## I. INTRODUCCION

Quiero agradecer la invitación que me han hecho para participar en este foro y compartir con ustedes algunas consideraciones personales sobre el comportamiento reciente de la economía colombiana. Mi presentación estará dividida en cuatro partes. En la primera analizaré la evolución de la economía colombiana durante 1993. Como veremos, lo que pasó en 1993 determinó en gran parte la política y el desempeño macroeconómico de 1994. Luego estudiaremos brevemente los orígenes económicos de 1993, las alternativas de política y las medidas tomadas en el presente año.

## II. LOS RESULTADOS DEL AÑO 1993

Para comenzar, creo importante enfatizar que 1993 fue un año muy especial en la historia económica del país, el cual determinó en gran parte los acontecimientos económicos de 1994 (y quizás de los años siguientes). Su característica central fue el gran crecimiento del gasto agregado. Según cifras del DANE, la demanda interna total de la economía creció 13% en términos reales, cifra nunca antes registrada en el país y una de las más altas de que se tenga noticia en país alguno. Para dar una idea de lo que esto significa, el segundo año de mayor crecimiento en la demanda interna real fue 1978, fruto de la bonanza cafetera, cuando creció cerca de 8%.

Tanto el consumo como la inversión crecieron a tasas reales significativas. El consumo final creció 10%: el consumo público aumentó a una tasa real superior al 17%, y el de los hogares, con un volumen superior en 5 veces al

\* Subgerente de Estudios Económicos, Banco de la República.

consumo público, 8.7%. A su vez, la inversión pública creció 20% en términos reales, y la privada, 42%, recuperando así la participación en el producto que tuvo a comienzos de los años 80.

Como es de esperar, un "boom" de consumo e inversión como el registrado en 1993 tiende a modificar de manera apreciable algunos precios relativos básicos de la economía. En períodos de "boom" de gasto, los incrementos en los salarios nominales superan por amplio margen los de los precios y se reflejan en aumentos reales superiores al incremento en la productividad del trabajo. Esto ocurrió el año pasado en Colombia en algunos sectores productivos. Asimismo, el aumento en el gasto agregado afecta la relación de precios entre los bienes comercializables y no comercializables, esto es, aprecia la tasa de cambio real. La razón es simple: la oferta de bienes no comercializables es mucho más inelástica que la de los bienes comercializables de la economía, luego el exceso de gasto agregado se manifiesta en un aumento en los precios de los bienes no comercializables superior al de los comercializables. El resultado final es entonces una apreciación del tipo de cambio real, lo cual estimula el consumo de bienes comercializables (esto es, incentiva las importaciones) y dirige la actividad productiva hacia la producción de bienes no comercializables. Estos fenómenos son precisamente lo que nos ilustran los datos de 1993, tanto los del sector externo como los de la producción.

### **1. Efectos sobre el sector externo**

En efecto, el incentivo a importar se refleja en los datos de importaciones. Según las cifras de la DIAN, las importaciones totales del país crecieron en 1993 51% en dólares, luego de haber crecido 32% en 1992. Estos son crecimientos significativos, sin antecedentes en América Latina. Mirando los

datos se puede observar que países como Argentina han tenido años de crecimiento de importaciones cercanos al 70%, pero tal crecimiento se dio después de varios años con crecimientos negativos o nulos, y con fuertes apreciaciones de la tasa de cambio real.

El aumento sin precedentes en las importaciones se refleja en las cifras de la cuenta corriente de la balanza de pagos; es decir, aquella cuenta que registra las diferencias entre exportaciones e importaciones de bienes y servicios. El país, a raíz de este boom de gasto que comenzó desde 1992, pasó de tener un superávit en la cuenta corriente de casi 5 puntos del PIB en 1991, a un déficit de casi 5 puntos del PIB (10 puntos del PIB de deterioro en las cuentas externas en tan solo dos años).

## **2. Efectos sobre la producción**

Asimismo, la apreciación de la tasa de cambio real ha afectado la producción nacional. Como vimos anteriormente, en la medida en que los precios de los bienes comercializables crezcan menos que los de los no comercializables, el incentivo se dirige a la producción de bienes no comercializables. Esto lo muestra claramente las cifras del DANE. Por ejemplo, los sectores típicos productores de bienes o servicios no comercializables crecieron a tasas superiores al 7% real (la construcción 8%, el transporte -7.8%- y el llamado "resto de sectores", productores fundamentalmente de servicios no comercializables, -10%-); en contraste, el sector agropecuario y el sector industrial, en el cual existen gran cantidad de subsectores productores de bienes comercializables internacionalmente, crecieron a tasas del 2.6% y 1.9%, respectivamente.

Si se mira el desempeño de la industria manufacturera de forma más detallada, encontramos que se puede dividir su producción en dos tipos de subsectores. De un lado están las industrias que producen bienes que compiten con las importaciones, o que exportan su producción (por ejemplo los alimentos, calzado, textiles, o exportables como café, confecciones y cueros). Todas ellas presentaron crecimientos negativos en 1993. Por ejemplo, el tabaco tuvo una caída del 12%, los alimentos del 2.5%, el calzado del 3.5%, la trilla de café del 16%, y las confecciones del 5%. Estas son características de una economía en la cual la tasa de cambio se está apreciando en términos reales. De otro lado, están las industrias vinculadas a los sectores productores de bienes no comercializables (como la construcción) y el transporte. Las primeras crecieron a tasas superiores al 10% ó 12%, y la automotriz, a más del 40% (todo esto en términos reales).

### III. LAS CAUSAS DEL "BOOM" DE DEMANDA

Existen dos explicaciones fundamentales del "boom" de demanda y su consecuente apreciación del tipo de cambio real: una es el crecimiento desorbitado del gasto público; la otra, incluso más importante en términos de magnitud, es la entrada de capitales que comenzó a principios de 1990. Como bien sabemos, el gasto público ha venido creciendo en los últimos años a tasas sin precedentes (en los primeros seis meses de este año al 70% nominal aproximadamente). La entrada de capitales, a su vez, es un fenómeno generalizado en latinoamérica ligado a la caída de las tasas de interés de los países desarrollados, la recesión de principios de los 90 en Estados Unidos y algunos países europeos, a factores internos positivos como las reformas

estructurales de las economías latinoamericanas y, especialmente, a la aparición de un gran diferencial entre las tasas de interés interna y externa.

La entrada de capitales genera una tendencia a la reducción de las tasas de interés, elimina la restricción externa bajo la cual operó el país por muchos años y, más importante aún, reduce las restricciones de crédito, en una economía que durante muchos años tuvo limitaciones en este sentido. Todo esto incentiva el gasto total de la economía, se convierte en fuente generadora de crédito y explica el reciente crecimiento de la cartera del sector financiero a tasas superiores al 50% nominal (cerca de 30 puntos en términos reales).

#### **IV. LAS ALTERNATIVAS DE POLITICA ECONOMICA**

¿Qué hacer frente a una economía a la que está entrando una avalancha de capital y tiene un sector público gastando a niveles sin precedentes? ¿Cuáles son las alternativas de política para manejar el impacto macroeconómico que genera el flujo de capitales? Podríamos agrupar las alternativas de política en cinco grandes grupos:

##### **1. Esterilizar el efecto de esas entradas de capitales**

En términos generales, si el Banco Central compra las divisas que entran al país se produce un incremento de las reservas internacionales y una expansión monetaria y crediticia. Una forma de neutralizar su efecto es intervenir en el mercado monetario y financiero a través de operaciones de mercado abierto, incrementar los encajes, trasladar depósitos gubernamentales de los bancos comerciales al Banco Central o imponer controles ad-

ministrativos al crédito. Con este tipo de medidas se compensa en parte los efectos monetarios y crediticios generados por la intervención cambiaria.

## **2. Revaluar**

Estimular, a través de la tasa de cambio nominal, una revaluación acorde con la nueva estructura de precios relativos. De esta forma se disminuyen las presiones de demanda originadas en las entradas de capitales, se evita que entren capitales para beneficiarse de una apreciación futura de la tasa de cambio real y se complementan los esfuerzos de esterilización.

## **3. Reducir el gasto público o aumentar los impuestos**

Con ello se genera un efecto macroeconómico, al compensar el aumento en la demanda agregada que genera la entrada de capitales, y un efecto composición, al mantener más devaluado el tipo de cambio real. En este sentido, la disminución del gasto público (o el aumento del ahorro a través de mayores impuestos) es la única alternativa que disminuye las presiones a la revaluación del tipo de cambio real.

## **4. Establecer controles a la entrada de capitales**

## **5. No esterilizar**

Si se produce una avalancha de capitales se presenta un aumento en la oferta monetaria y el crédito que tiende a bajar las tasas de interés. Esto disminuye los diferenciales de rentabilidad interna y externa y desestimula su entrada.

Podría incluso darse el caso en que la inestabilidad macroeconómica que genera la fuerte expansión monetaria y crediticia estimule la salida de capitales.

## V. 1994 Y PERSPECTIVAS

Durante 1994 (y en años anteriores) se han combinado casi todas estas alternativas de política, tratando de minimizar los efectos revaluacionistas del aumento del gasto público y privado. Llédonos un poco atrás, el Banco de la República compró más de US\$4000 millones entre 1990 y 1992, buscando defender el tipo de cambio real de las presiones revaluacionistas de las entradas de capital. Para esterilizar el efecto monetario y crediticio que este tipo de medida genera se ha usado intensivamente las operaciones de mercado abierto (OMAS), muy probablemente con efectos estabilizadores temporales porque se presiona hacia arriba las tasas de interés, provocando nuevas entradas de capital, y genera importantes déficit cuasi-fiscales. Para disminuir este tipo de efectos, se han complementado las OMAS con encajes al crédito externo (los cuales han sido progresivos, pasando del 47% al 93%, y ahora a cifras y plazos superiores que no recuerdo), se han impuesto restricciones administrativas al crecimiento de la cartera, se ha flexibilizado el manejo de la tasa de cambio nominal mediante el sistema de bandas y se hicieron reducciones presupuestales del gasto público del orden de \$600 mil millones. En general, la acción de la política se ha orientado a evitar los efectos inflacionarios y revaluacionistas del "boom" de gasto, con excepción probablemente del aumento en los primeros seis meses del año de casi 70% en el gasto del gobierno central.

Para 1995, nuestros ejercicios de programación financiera sugieren presiones fuertes hacia la acumulación de reservas internacionales, presiones que de ser validadas podría llevar a que el stock de reservas supere en más de 4 mil millones de dólares el nivel que podría ser considerados "normal" u "óptimo". Esta creciente acumulación tiene su origen, en parte, en la reciente bonanza cafetera, y en parte, en la gran disponibilidad de crédito externo y el crecimiento de la inversión extranjera directa, en especial la dirigida a Cusiana. Además, existe una tendencia al alza en el precio internacional de gran parte de las exportaciones no tradicionales y se espera un crecimiento "más normal" de las importaciones.

En el frente de las finanzas públicas, todo parece indicar que, aún con crecimientos reales apreciables en los gastos de funcionamiento e inversión, es fácil que el sector público consolidado genere un superávit fiscal cercano o superior al 1% del PIB. El "boom" cafetero, por si solo, genera un superávit superior al 1.5% del PIB, y las finanzas del sistema de seguridad social, una cifra no muy lejana a esta. Por lo tanto, aunque el sector público consolidado genere un superávit fiscal superior al 1% del PIB, el gobierno central podrá ser deficitario en más del 3% y tendrá recursos para los programas sociales y de infraestructura física propuestos por el gobierno.

Los problemas pueden surgir si se desea continuar con la tendencia de gasto de los años anteriores. Espero que esto no ocurra y la estrategia de desarrollo no se base en la represión financiera o el estrangulamiento del sector privado.



# LOS RETOS DE LA POLITICA ECONOMICA

Dr. César González Muñoz\*

Varios centros de opinión y análisis -incluyendo la Asobancaria- habían advertido hace más de un año sobre la persistencia de un exceso de gasto global en la economía colombiana. La Asociación, en particular, reclamaba de las autoridades la adopción de una estrategia adecuada para eliminar o reducir el desajuste; el temor residía en que las fuerzas subyacentes de la presión inflacionaria continuaran impulsando a la economía colombiana por una senda de persistentes alzas en el IPC, por encima de las metas de las autoridades.

Ante dichas apreciaciones, las primeras reacciones públicas del gobierno anterior, y de la autoridad monetaria, fueron de cierto desdén: Con apoyo en la evolución del IPC mensual en los últimos meses de 1992 y en el primer semestre de 1993, se insistía en que el asunto estaba bajo control y en que se cumplirían los compromisos del Banco de la República.

Un exceso de atención en el movimiento mensual de índice de precios y en la pura contemplación de la aritmética del proceso, ha impedido casi siempre enderezar el análisis hacia los elementos fundamentales; estos elementos han sido claros desde comienzos de esta década y ahora se los reconoce tanto en el gobierno como en la junta directiva del Banco de la República, tal como ha quedado claro hoy ante este auditorio, después de las excelentes intervenciones de los doctores Villar y Uribe; la Asobancaria está muy

\* Presidente Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria.

agradecida con ellos por este esfuerzo suyo de contribuir al conocimiento público.

Lo cierto es que, por varios años, la economía ha registrado una excesiva expansión del gasto agregado -público y privado- cuya influencia termina sintiéndose en las estadísticas de precios, en sus impulsos inerciales, en las expectativas de los actores del proceso económico y en la tasa de cambio real. Y termina sintiéndose también en la credibilidad de quienes han recibido el elevado mandato político de lograr una estabilidad de precios cada vez mayor en Colombia.

Así ha ocurrido; la mezcla de resultados no da para satisfacciones irrestrictas. El incremento anual del IPC continúa flotando alrededor del mágico 22%, al tiempo que el peso ha sufrido una dañina revaluación real. Los resultados en materia de inflación y tasa de cambio deben tener, para la Junta del Banco, un fuerte sabor a derrota. Y lo deberían tener también en el Capitolio; pero allí no se producen debates serios sobre el tema.

Hay un claro consenso entre el gobierno y la autoridad monetaria sobre los factores del desajuste macroeconómico de corto plazo. No deja de producir cierta sorpresa que también haya consenso sobre la velocidad adecuada de reducción del ritmo del IPC. Nadie espera ahora -ni desea- una caída vertical de la inflación y todos favorecen la noción de un suave descenso del índice. Por mi parte, no estoy convencido de que una leve reducción de la inflación sea menos costosa para la economía nacional que un enfoque de ajuste más radical. Pero esa discusión no es oportuna en esta ocasión.

En últimas, la controversia -si es que hay controversia- reside en cuál será la distribución del ajuste en el gasto agregado. Como lo han indicado el subgerente Uribe y el Viceministro Villar, al banco le gustaría un superávit fiscal en 1995 un poco superior al que proyecta el gobierno. Se trata de un superávit **adicional** de unos 300 mil millones de pesos; esta cifra es considerable, comparada con los presupuestos de entidades y programas que manejan el llamado gasto social, pero en términos relativos, como proporción del PIB, ambas percepciones del balance fiscal necesario son realmente muy cercanas entre sí.

Para los próximos años, el Banco de la República esperaría **superávit** fiscales de entre 500 y 800 mil millones de pesos de 1994, mientras que el gobierno defiende un enfoque basado en el logro del equilibrio, o de un "pequeño **superávit**" en las finanzas públicas consolidadas.

### **En Colombia, ¿La inflación no reacciona con retraso a sus causas?**

No parece, a juzgar por el talante del análisis usual. Pero la teoría económica, suficientemente, corroborada en los hechos, enseña que entre los cambios en **las variables y las políticas** monetarias, financieras y fiscales, por un lado, y los índices de precios, por el otro, existe una relación **retrasada** causa-efecto.

Escúchese a Alan Greenspan, presidente de la autoridad monetaria de los Estados Unidos, en una declaración ante el Congreso a mediados de este año:

"Algunos críticos de nuestras recientes acciones han anotado que hemos apretado la política aún cuando la inflación no ha virado hacia arriba. Esa observación es correcta, pero no es relevante para las decisiones de política. Para tener éxito, debemos ejecutar los ajustes necesarios en la política monetaria de tal manera que estos se anticipen adecuadamente al potencial surgimiento de las presiones inflacionarias, para poder impedir que ocurran en la realidad. Los cambios en la actitud de la política monetaria influyen sobre la economía y sobre la inflación con un considerable retraso; este puede ser de un año o más. El desafío de la política monetaria consiste en interpretar los datos corrientes sobre la economía y los mercados financieros, con vistas a anticipar las futuras fuerzas inflacionarias o contraccionistas, y a atacarlas mediante acciones anticipadas."<sup>1</sup>

El estilo podrá variar, pero el lenguaje es el mismo en todas partes; excepto en Colombia.

Si en este país pudiésemos utilizar también este enfoque "ortodoxo", nos estaríamos haciendo preguntas y planteando preocupaciones completamente diferentes. Ello es particularmente cierto en nuestro caso, ya famoso como uno de inflación moderada y persistente, exento de **shocks** hiperinflacionarios.

Según este enfoque, la inflación del 95 no depende necesariamente de la política del 95, así como la inflación de este año probablemente será el

1. Declaración de Alan Greenspan, Presidente Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, ante el Comité de Presupuesto, Cámara de Representantes de los Estados Unidos, junio 22 de 1994. **Federal Reserve Bulletin, august 1994, pp 714 et. seq.**

resultado de las acciones estatales del 93. Pero el talante colombiano, excesivamente imbuído por el corto-placismo y la trivialidad del "análisis" de los índices mensuales, de sus componentes, de sus "culpables" de turno y de sus proyecciones para los próximos pocos meses, no permite quizás acercarnos eficazmente a nuestras realidades.

En particular, debería concluirse que, después de una prolongada persistencia de los excesos de demanda agregada, la realidad económica corriente -y quizás la de 1995- ya está inscrita en el pasado manejo fiscal/monetario.

Intentar un manejo mecánico de supuestas relaciones de causalidad inmediata con la inflación podría conducir a reacciones excesivas y "sobreajustes" innecesarios; la política económica debería contemplar, mejor, las convergencias de mediano plazo hacia la estabilidad macroeconómica.

En este sentido, la Ley del Banco de la República ha introducido, quizás, rigideces y exclusiones inconvenientes al manejo económico de corto plazo. Más que practicar el tira y afloje de los períodos anuales, las instituciones estatales debieran contratar entre sí metas y compromisos enmarcados en estrategias de mediano plazo. Para ello se requiere una mejor percepción de los intereses fundamentales del país, y probablemente redefinir la Ley del Banco Central.

La ciudadanía y el Congreso deben exigirle a la autoridad monetaria el cumplimiento de sus responsabilidades legales y constitucionales; no queda alternativa diferente a reprocharle a la Junta del Banco el incumplimiento, otra vez en 1994, de sus metas y compromisos. Ahora bien, estoy seguro de que

la autoridad monetaria, como lo ha expresado claramente aquí José Darío Uribe, intentará mejorar su plana y alcanzar su probable meta del 17% para 1995. Como las reacciones retrasadas parecen desdeñarse, y como nada garantiza que **la política del 94 sea coherente con la meta del 95**, el esfuerzo del Banco de la República podría significar un excesivo apretón monetario y crediticio, junto con una ulterior revaluación del peso, con todas sus implicaciones de mediano y largo plazo.

Subsiste entonces la inquietud sobre la necesidad de revisar con cuidado los actuales arreglos institucionales que enmarcan la política económica en Colombia.

### **Sobre la situación fiscal**

Creo indispensable hacer un serio análisis de la verdadera herencia fiscal del pasado gobierno, así como de las limitaciones que la ley ha impuesto a la flexibilidad de la política de gasto público para los próximos años.

Parece que la nueva administración ha encontrado una situación fiscal más problemática y restrictiva que la que esperaba. Si bien Leonardo Villar ha hecho aquí una exposición exenta de crítica abierta, de sus palabras parece derivarse, por ejemplo, que la gran aceleración del gasto público en el primer semestre de este año reduce fuertemente los márgenes corrientes de maniobra de la nueva administración; no es claro, tampoco, hasta qué punto la situación fiscal de 1995 se enmarca en hechos cumplidos.



Lo que no parece tener duda, es que el ritmo del gasto público en el primer semestre no es compatible con una estrategia de estabilización macroeconómica y más bien contribuye generosamente al "boom" de la demanda, como lo denomina José Darío Uribe.

Así las cosas, debería esperarse que el gobierno haga un claro corte de cuentas en lo fiscal; no se le podría exigir ahora a la administración Samper que ejecute grandes ajustes súbitos en compensación de los desbordamientos pasados, ni se le puede responsabilizar de inmediato por una continuada y excesiva dinámica del gasto público.

Por otra parte, se dice que el sector público consolidado está en equilibrio fiscal, aún sin tener en cuenta el producido de las privatizaciones y de la venta de derechos en concesión. No obstante, vale la pena preguntarse cuál es la sustancia de los importantes **superávit** producidos en el sector descentralizado.

Sería bueno que la ciudadanía pudiera conocer la respuesta a preguntas como las siguientes: ¿Cuáles son los reales efectos financieros de los **superávit** que se contabilizan en el sector eléctrico, o en el de la seguridad social? ¿En qué clase de recursos financieros se expresan dichos excedentes? ¿Qué utilización efectiva puede darse al ahorro público descentralizado, que tan fuertemente contribuye al balance fiscal consolidado?

### Las limitaciones de la política monetaria

Vistas las implicaciones de la excesiva presión de la demanda, debe anotarse que la autoridad monetaria no se ha caracterizado, en el escenario de sus tres años largos de vida, por una intensa utilización de sus instrumentos de control

de las variables monetarias. En parte, ello se debe a las restricciones financieras y de proporcionalidad que, dentro de las nuevas reglas, encontró desde el comienzo de su existencia.

Es importante que el público se de cuenta de las dificultades inherentes al logro de la meta del 28% en el crecimiento de los medios de pago en 1994, y de los costos fiscales que conlleva el uso de las Operaciones de Mercado Abierto (OMAS). Todo indica que el manejo monetario de los próximos meses supondrá una presión alcista de las tasas de interés, que las pérdidas del Banco de la República por cuenta de su intervención en el mercado monetario seguirán siendo muy importantes y que, en consecuencia, su impacto sobre el tesoro nacional será de gran magnitud. Y siempre cabe la pregunta: Los actos del Banco de la República en los próximos meses, ¿tienen que ver con la inflación esperada del 94, o con la inflación esperada del 95?

El muy elevado saldo actual de OMAS tiene relación directa con la errónea política monetaria de 1990 y de parte de 1991. Jose Darío Uribe indicaba cómo el Banco de la República "compró" más de 2000 millones de dólares entre 1990 y 1992, con todas sus implicaciones sobre la expansión monetaria; hay que añadir, sin embargo, que ello se debió en muy buena parte a que el manejo monetario de 1990-91, consistente en esterilizar "a cualquier costo" el efecto monetario de las cuantiosas entradas de capitales, terminó montando un círculo vicioso de altas tasas de interés, mayores estímulos al influjo de activos en moneda extranjera, mayores necesidades de esterilización vía OMAS, y tasas de interés cada vez más elevadas.

La nueva autoridad monetaria dió un giro de 180 grados, e introdujo una estrategia de reducción vertical de las tasas de interés, sin que pudiera percibirse cambio alguno en las bases de la coyuntura económica; el aumento de las reservas durante ese período fue resultado de una herida auto-infligida

por parte de la Junta Monetaria. De allí procede, en muy buena medida, el gran volumen y el costo de los títulos de intervención monetaria del Banco de la República. Las cargas fiscales de dicho episodio gravitarán sobre las finanzas públicas por varios años; con toda seguridad, los beneficiarios de esa transferencia de recursos no hacen parte de la población-objetivo del "gasto social".

### **Los factores del crecimiento de la cartera del sector financiero**

La dinámica de los activos crediticios del sistema financiero es función de la política monetaria. Aquella no resulta de una especie de arquitectura imaginaria de los banqueros, que deciden aumentar el crédito total sin que haya munición para ello; si este ha crecido en las cifras registradas en los últimos años, ello se debe, en lo fundamental, a que la autoridad monetaria ha permitido unos fuertes incrementos de la base monetaria. He aquí la munición de la expansión crediticia.

Es muy razonable la preocupación del gobierno y de la Junta por la rápida expansión del crédito; este crecimiento tan elevado puede llegar a causar dificultades con la calidad de los activos del sector financiero. No obstante, resultaría muy simplista señalar a las entidades financieras como las "responsables" de un desbordamiento del crédito; a los banqueros no se les puede reprochar que desarrollen sus negocios en el volumen que les permite su base patrimonial, cuando la demanda de crédito es muy robusta, y cuando la disponibilidad de fondos prestables es abundante. En todo ello, más bien, las autoridades tienen la sartén por el mango.

## La política financiera de mediano plazo

Estamos completamente de acuerdo en que los grandes objetivos de la política financiera deben ser los de exacerbar la competencia al interior del sector financiero y lograr que se reduzcan los costos de la intermediación. Como es obvio, una forma de obtener esto último es conseguir una reducción de las cargas cuasi-fiscales, para hacerlas comparables con los usos y costumbres internacionales.

Entiendo las dificultades que ello comporta hoy día. Pero es crucial convencer a los empresarios financieros y a sus clientes, de que las autoridades van a luchar seriamente por bajar los encajes, para que los costos de la intermediación sean más reducidos. Me alegra saber que el gobierno así lo piensa.

## La corrección monetaria y las corporaciones de ahorro y vivienda

La corrección monetaria no debe tratarse como una tasa de interés; es más bien la variación de la tasa de cambio entre la UPAC y el peso. Se trata de una tasa de cambio que maneja directamente la autoridad monetaria, el único precio que administra el Banco de la República.

Siendo que la UPAC es una **moneda de cuenta** distinta al peso colombiano, es urgente que la autoridad monetaria re-examine el tema de la remuneración al encaje sobre los depósitos en UPAC.

¿Se pretende que el encaje de los pasivos denominados en una moneda distinta al peso, sea denominado en pesos? ¿Quién debe pagar el costo financiero implícito en el proceso del encaje en pesos, cuando la moneda UPAC se revalúa constantemente, por definición, frente al peso? Se impone, entonces, revisar la razonabilidad de las recientes medidas sobre la no remuneración de los pasivos en UPAC, o reducir drásticamente los porcentajes de encaje respectivos.

La Asobancaria, por otra parte, comparte la idea de estimular la competitividad de las corporaciones de ahorro y vivienda en el ámbito del sector financiero. Ante el estado actual de cosas en lo regulatorio, en lo gerencial y en lo tecnológico, resulta indispensable permitirles a estas entidades que, si así lo desean, se parezcan cada vez más a establecimientos de crédito no bancarios, capaces de manejar depósitos y activos en UPAC y en pesos, sin restricciones en cuanto a la composición de su balance por destino económico.