



I *ARTICULOS*

LA COYUNTURA ECONOMICA VISTA DESDE EL EMISOR

*Por: Hernando José Gómez R.**

En primer lugar, deseo agradecer a los doctores Armando Montenegro y Mauricio Cárdenas su gentil invitación a participar en este importante foro. Este tradicional esfuerzo de ANIF y FEDESARROLLO permite analizar con singular rigor académico y empírico la coyuntura económica y sus perspectivas. En esta presentación me centraré en explicar la naturaleza del ajuste de la economía en el último año y la incidencia que otros efectos, como el ciclo de la construcción y los asociados a la crisis política, hayan podido tener en las diferentes variables económicas como el crecimiento, la inversión y las tasas de interés.

La mayoría de los analistas coinciden en el diagnóstico de lo sucedido en la economía en lo corrido de la década de los años noventa. En estos años la economía vivió un auge de gasto público y privado, probablemente el mayor visto desde que se registran las cuentas nacionales. Es así como, mientras que la economía crecía a tasas que fluctuaban entre el 5% y el 6%, la demanda agregada, lo hacía entre el 10% y el 12% en los años 1992 a 1994. Aún en 1995 mientras la economía se expandía al 5.2%, la demanda crecía al 6.9%, producto todavía de un acelerado aumento del consumo público y privado que ascendió al 5.9%.

No es materia directa de esta conferencia el porqué la economía ha sido incapaz de crecer a tasas superiores al 6% anual en presencia de crecimientos en la demanda que casi duplican esta cifra. Si bien aún no conozco estudios al respecto, el acelerado proceso de inversión pública y privada de los últimos años debe permitir hacer sostenibles tasas de crecimiento superiores al 4.5%, tasa de crecimiento que era considerada como el potencial de la economía hasta finales de los años ochenta. De esta manera, pareciera que por lo menos de aquí hasta fin de siglo y con el aporte de las exportaciones de petróleo, con una adecuada política macroeconómica se pudieran alcanzar tasas de expansión del aparato productivo un punto superiores, esto es 5.5%.

Sin embargo, para poder acceder a tasas de crecimiento del orden del 8%, comunes en el sudeste asiático y en América Latina, en Chile, tendríamos, a mi juicio, que resolver tres problemas fundamentales. En primer lugar, el de la seguridad cuyos costos directos como el gasto de las fuerzas del orden y del sector justicia, y los costos indirectos, como son los de salud pública, pérdida de fuerza laboral y el clima de desconfianza que se genera entre inversionistas nacionales y extranjeros, pueden, de acuerdo con cálculos de la Universi-

dad de los Andes, estar costándole al país hasta dos puntos anuales de crecimiento. En segundo lugar, está el atraso cada vez más patente en todas las modalidades de la infraestructura de transporte. Este tomará varias décadas para superarse, y siempre y cuando se superen eficientemente las dificultades que se han encontrado en la contratación por concesión de carreteras y similares.

En tercer lugar, se encuentra como un problema fundamental, la escasez de mano de obra calificada. En efecto, muchos empresarios encuentran que una de las mayores dificultades para capitalizar todos los beneficios de las cuantiosas inversiones realizadas en maquinaria y equipo está en la escasez relativa de tecnólogos que puedan operar adecuadamente equipos sin que necesariamente se requiera que sean profesionales. Otros países, como la mayoría de los europeos, han resuelto el problema con la universalización de la educación secundaria, aun cuando a partir del 5o. de bachillerato se permite a los jóvenes optar por carreras vocacionales, con alta demanda en el mercado laboral. En años recientes se efectuó un importante esfuerzo en el frente de la universalización de la educación secundaria en Colombia mediante el sistema de subsidios a la demanda, esto es, becas en colegios privados. Sin embargo, lejos estamos de lograr una cobertura como la de Chile o Uruguay, que ya supera el 80% mientras la de Colombia es de alrededor del 50%.

Valga la verdad, en los últimos años se han efectuado inmensos esfuerzos presupuestales en las áreas de seguridad e infraestructura. Sin embargo, hemos cometido el error en forma repetida, de pensar que simplemente asignándole dinero a los problemas estos se arreglan

como por arte de magia. Yo pienso todo lo contrario, a menos que se adopten programas y métodos que garanticen una aplicación sistemática y eficiente de los recursos, el país se verá abocado a una cadena interminable de frustraciones en campos donde se exigen soluciones cada vez más apremiantes.

Retornando ahora al ámbito de la estabilidad macroeconómica, es evidente que la situación vivida hasta 1995 no era sostenible. Esto se puede pensar en términos simples de la economía de un hogar. Si una familia gasta permanentemente más de lo que recibe, al principio reducirá sus niveles de ahorro, en seguida se endeudará, y finalmente empezará a vender los activos fijos, como la casa o el automóvil, para poder financiar su tren de gasto. No obstante, tarde o temprano se encontrará sin qué vender, ni capacidad de endeudamiento y tendrá que reducir su gasto.

A nivel macroeconómico esto se tradujo en una sensible disminución del ahorro privado que se redujo de 12.7% a 8.8% del PIB en lo corrido de la década. Por su parte, el ahorro del sector público se mantuvo constante, aun cuando esto lo logró gracias a un incremento en la tasa de tributación de 9.3% a 11.5% del PIB en el mismo período. Por ello, no comparto cuando se afirma que el problema de exceso de gasto solamente se encuentra en el sector privado. Más bien, el exceso de gasto del sector público se refleja precisamente en una parte de la caída del ahorro privado, el cual fue utilizado por los hogares y las empresas para financiar el pago de los mayores impuestos. Es por ello que contablemente el mayor desajuste entre ahorro e inversión lo presenta el sector privado. De allí que, para

mí, lo deseable sería que el sector público consolidado no financiero obtuviera unos niveles moderados de superávit fiscal, ya que por algunos años la mayor capacidad de recuperación del ahorro se encuentra en manos del gobierno. El logro de un superávit fiscal como el aquí planteado, reduciría el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, las necesidades de financiamiento externo, todo lo cual redundaría en una mayor estabilidad de la tasa de cambio real.

Con el propósito de equilibrar la oferta y demanda agregada en la economía, el Gobierno y la Junta Directiva del Banco de la República decidieron desde el segundo semestre de 1994 efectuar un plan de ajuste tanto en el frente monetario y crediticio, como en el ritmo de expansión del gasto público del Gobierno Central, principalmente. Por ello, en los últimos dos años el Banco de la República ha cumplido estrictamente con las metas monetarias y de cartera, y defendido el corredor cambiario durante todo el episodio de la crisis política. Por su parte, el Gobierno redujo la expansión del gasto de tasas del 42% en 1994 a una del 32% en 1995, y a través del Pacto Social ha buscado desindizar hacia el pasado muchos precios y especialmente los salarios, para atarlos a la meta de inflación.

En cuanto se refiere a la tasa de crecimiento de los agregados monetarios y de la cartera, el M3 + bonos se redujo de niveles que casi llegaban al 45% anual a los actuales que oscilan entre 22% y 25%. En lo que respecta a la cartera ésta también disminuyó de los niveles mencionados, y en la actualidad presenta una tasa anual del 30%. Hay quienes afirman que éste fue un ajuste demasiado severo. Sin embargo, un análisis somero de las cifras no lo

indica así, aun cuando, valga la verdad, el tren desbocado del gasto fue más difícil de detener de lo que yo esperaba. A nadie se le escapa que con niveles de inflación inferiores al 20%, un crecimiento del gasto público sin contar los intereses sobre la deuda interna y externa, que aún se expande en este año a una tasa real superior al 10%, todavía podría sujetarse a mayores ajustes.

El elemento sorpresa dentro de todo este plan de ajuste lo constituyó la magnitud de la crisis política. Esta contribuyó a reducir los niveles de inversión reflejándose en los llamados "espíritus animales" de los empresarios, ya que en estas situaciones perciben mayores niveles de riesgo y por ende, un deterioro en el retorno de los negocios. Por otra parte, la reducción del flujo de dineros del narcotráfico también contribuyó a reducir la demanda agregada en sectores como la construcción. Así mismo, y especialmente en los episodios más críticos, fue clara una mayor preferencia de divisas por parte del público y en favor de activos muy líquidos en pesos. El Banco Emisor actuó con gran energía y éxito en defensa de la banda cambiaria, y, tal como lo había previsto, los factores políticos durante el año anterior no afectarán gravemente la salud básica de la economía colombiana. No obstante, tampoco se le puede pedir al Emisor que elimine totalmente la incertidumbre que han causado las diferentes etapas de la crisis política. Por ello, si bien pienso que la credibilidad del Emisor ha salido muy favorecida en el último año tanto por el cumplimiento de las metas monetarias y crediticias, como por el manejo cambiario era de esperar que en la medida en que los agentes económicos previeran mayores niveles de devaluación se presionara el alza en las tasas de interés para los activos en pesos, tal como ocurrió en el últi-

mo año. Así mismo, quienes no querían comprometer sus recursos a plazos exigían un premio mayor al acostumbrado por colocarse en períodos más largos de la estructura temporal de la tasa de interés.

En la medida en que la tasa de cambio se ha venido separando del techo de la banda cambiaria, en la actualidad nos encontramos en la mitad del camino del centro de la banda, es muy probable que al modificar las expectativas cambiarias y que se logre aclimatar una mayor tranquilidad a la vivida en el último año, comencemos a observar una reducción en las tasas de interés, especialmente aquellas a plazos iguales o superiores a 90 días. En este sentido, un nivel elevado en las tasas de interés de los depósitos a plazos y de la cartera no es solo producto de una política monetaria restrictiva, sino que también responde a un componente importante de incertidumbre que impusieron los conocidos sucesos políticos. Es por ello que se cae en error pensar que por la vía de una mayor expansión monetaria se puedan lograr rebajas significativas y permanentes en las tasas de interés, pues seguramente el grueso se iría a demandar divisas y en niveles más elevados de inflación.

Con relación a los resultados de inflación, medidos por el índice de precios al consumidor, es indudable que estos han sido menos favorables a los esperados. Si bien la inflación se ha logrado mantener en niveles inferiores al 20%, el severo cambio en precios relativos de la educación y el que viene en progreso para los servicios públicos, han impedido una reducción más acelerada del índice. Lo anterior puede llegar a ser aún más preocupante si se toma en cuenta que los precios de los

alimentos se han venido comportando en una forma muy favorable con una tasa de crecimiento anual este año de tan solo 12.8%. Sin embargo, cuando comparamos el IPC sin servicios con el IPP, vemos que el segundo es un excelente predictor del primero, pues el IPP anticipa el comportamiento de los precios al consumidor para los bienes producidos por el sector agropecuario, la minería y la industria. El IPP presenta una tasa de crecimiento del 13.1% mientras que el IPC sin servicios a igual fecha registra 15.6%. En este sentido es de esperar que una vez cumplido el ajuste de los precios en la educación, y tan solo quedando el de los servicios públicos, el IPC disminuya más aceleradamente. Por ello, de mantenerse el actual nivel de apertura de la economía, de no cumplirse la meta del 17% al final del presente año, pienso que ésta se podrá alcanzar sin mayores dificultades durante el primer trimestre del año siguiente.

En el futuro inmediato el principal problema en el frente económico lo constituye el déficit fiscal del Gobierno Central. La Comisión para la Racionalización del Gasto Público ha sido enfática en afirmar que el problema de las finanzas del sector central tiene un carácter estructural, ya que el desfase entre ingresos y egresos, de no tomarse medidas correctivas, llevaría a unos déficit fiscales del gobierno superiores al 5% del PIB. Es por ello que considero muy oportuna la propuesta efectuada por el Gobierno para realizar un severo ajuste en las finanzas públicas, incluyendo una política de gran austeridad en materia salarial. Quisiera expresar mi apoyo a este esfuerzo, ya que de llevarse a cabo, permitiría en 1997 una menor presión sobre la tasa de interés y la tasa de cambio, todo lo cual debe redundar en menores costos financieros y en estabilidad de la tasa de cambio real, favore-

ciendo un desenvolvimiento positivo de las actividades privadas.

Sin embargo, valga decir que el ajuste fiscal propuesto aún no incluye algunos elementos que, a mi juicio, son fundamentales para resolver el problema estructural de las finanzas públicas. Para ello se requeriría dar solución a problemas como la falta de transparencia respecto a las competencias en cuanto a inversión social entre el Gobierno Nacional y las entidades territoriales, lo cual seguramente llevaría a una severa reducción en el presupuesto de los fondos de cofinanciación y la red de solidaridad. Un segundo punto lo constituye el tema del régimen de pensiones de las fuerzas del orden, ya que una vez ajustados los salarios de las fuerzas armadas y de policía en los últimos años, debería implantarse, tal como ocurre en el resto de la sociedad, un sistema de pensiones basado en el 75% de los últimos sueldos y no en el 100%, como ocurre ahora.

Un tercer aspecto es el deterioro de la gestión y utilidades de las empresas del sector público. En este frente es importante darle un impulso fuerte a la política de privatizaciones, especialmente en el sector de servicios públicos: eléctrico, telefonía, agua y alcantarillado, que, con una adecuada política de regulación tarifaria, puede atender eficientemente el sector privado, tal como lo han demostrado exitosas experiencias en muchos países del mundo. La ciudadanía no puede seguir siendo sometida al chantaje de unos sindicatos privilegiados y de intereses políticos oscuros y clientelistas. Así mismo, el gobierno debe frenar la tentación de traspasar un exceso de recursos de las empresas al Tesoro Nacional, ya que al deteriorar su ca-

pacidad financiera, lo que en últimas se termina haciendo es debilitarlas, esto es matar la gallina de los huevos de oro.

Así mismo, también la Comisión ha identificado muchas entidades públicas que podrían eliminarse o fusionarse permitiendo ahorros netos de mediano plazo al Gobierno Nacional. Ya el Alcalde Mockus hizo la labor de identificar cómo se podría hacer en la ciudad a nivel de los organismos distritales una labor de reorganización de todas las entidades a su cargo. Ojalá los intereses burocráticos no le impidan hacer las reformas que se propone y pueda darle un ejemplo a la Nación en esta materia.

En cuanto a los instrumentos de política del Emisor, estos han sido claramente definidos desde finales del año anterior, de tal forma que se pudiera alcanzar simultáneamente una meta de inflación del 17% y una tasa de crecimiento económico del orden del 4%. De acuerdo con las proyecciones de FEDESARROLLO es probable que el crecimiento tan solo llegue a niveles del 3.1%. A mi juicio, buena parte del mayor ajuste al programado en la actividad económica es producto de los conocidos problemas de orden político que han afectado al país y a la reducción de los dineros del narcotráfico.

La Junta Directiva del Banco de la República, en su condición de autoridad monetaria, cambiaria y crediticia, ha actuado en forma prudente en el último año. Así, todos los agregados monetarios se encuentran dentro de los corredores predefinidos para los mismos, y cuando se han experimentado situaciones de presión cambiaria la liqui-

dez se ha ubicado en la parte baja, como lo recomendaría cualquier libro de texto de economía. Combinado con lo anterior, la tasa de crecimiento de la cartera está claramente bajo control, impidiendo que se continuara un proceso de sobreendeudamiento de los hogares y minimizando así el daño que se está observando en la calidad de la cartera del sistema financiero.

En cuanto a la banda cambiaria, como ya dije, ha demostrado ser sostenible sin necesidad de mayores intervenciones del banco central y por ello, continuará vigente en forma indefinida. El Banco ha defendido y defenderá el piso y el techo de la banda con las intervenciones cambiarias que sean necesarias. Este comportamiento por parte del Emisor le ha dado y debe darle tranquilidad a los agentes económicos. Más aún, cuando ahora parece que finalmente nos estamos separando en forma consistente del techo de la banda y que de continuar la tendencia, a final del año estaremos cerca del centro de la misma.

Respecto a las tasas de interés, las condiciones están dadas para que éstas se reduzcan unos pocos puntos. En efecto, la tasa de interés máxima de intervención del Banco de la República es del 28% en papeles de 90 días de plazo. A su vez, hemos actuado en forma decidida y en las cuantías que se han requerido para dar liquidez de corto plazo al sistema financiero cuando la tasa interbancaria llega al 35%. Así mismo, hemos anunciado que el nivel de encaje de las cuentas corrientes seguirá disminuyendo hasta alcanzar un nivel del 15%, con lo cual, en forma sobrada, se podrán atender las necesidades de liquidez del último trimestre del año. Todo lo anterior, combinado con unas expectativas de mayor

estabilidad en la tasa de cambio y el ajuste fiscal anunciado por el Gobierno, debe permitir que en los próximos meses se mantenga la reciente tendencia a la baja en las tasas de interés. Esta tendencia naturalmente se reforzará en la medida en que la inflación continúe reduciéndose. Valga decir que el sistema financiero, y especialmente las CAV y las CFC se han mostrado especialmente lentas en ajustar sus tasas de interés de captación en un mercado muy líquido, lo cual no parece razonable, ni financieramente prudente.

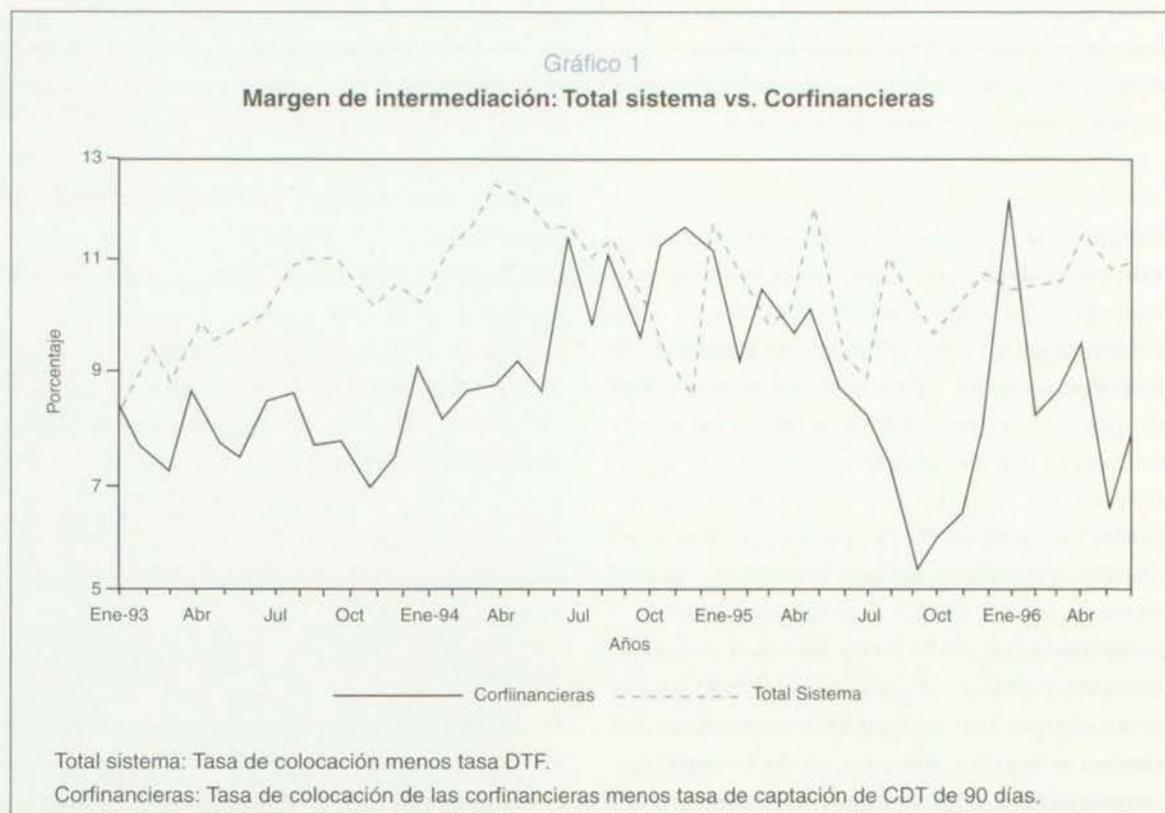
Quisiera referirme al tema del margen de intermediación, el cual en Colombia tradicionalmente ha sido bastante amplio, cerca de unos 10 puntos, mientras que en otros mercados financieros desarrollados y algunos de los emergentes dicho margen no supera los cinco puntos. Tradicionalmente se ha dicho que el problema del margen de intermediación son los encajes elevados. Esto, si bien pudo tener alguna validez en periodos de más altos encajes, con los niveles actuales no se pueden explicar más de dos a dos y medio puntos del margen de intermediación. Adicionalmente, la Junta ha sido clara en anunciar que en un período no muy largo el encaje promedio de las cuentas corrientes se reducirá de 33% a 15% y el marginal del 21% al 15% y se mantendrán los encajes de cuentas de ahorro en 10% y para depósitos a plazos inferiores en un nivel no superior al 7%. Así, para comienzos del próximo año es muy factible que el encaje en promedio no represente más de dos puntos del margen de intermediación.

El otro factor que explica los altos márgenes de intermediación es la inflación, ya que el sistema financiero también necesita defender

sus ingresos de la pérdida del poder adquisitivo que significa el incremento de los precios. Esto puede explicar otros dos o dos y medio puntos de margen. Finalmente, y de acuerdo con el tipo de entidad financiera, los costos operativos no deberían de explicar más de tres puntos del margen de intermediación. Por ello, cuando se observa que el margen de intermediación está entre 10 y 11 puntos, no es difícil inferir que éste es de tres a cuatro puntos superior al que se presentaría en una situación de mayor eficiencia y competencia dentro del sector.

Una muestra de lo que genera la competencia o la carencia de ella es el comportamiento del margen de intermediación de las corporaciones financieras. La apertura limitada

al crédito externo que se inició para aquellos con plazos superiores a 18 meses inmediatamente causó que el margen de intermediación de las corporaciones financieras se redujera a un promedio de ocho puntos. Sin embargo, cuando la Junta del Banco de la República aumentó dicho plazo a tres años y luego a cinco años para aminorar los efectos que estos flujos estaban presentando sobre la tasa de cambio, el margen de intermediación se incrementó rápidamente y se igualó al del total del sistema en niveles cercanos a 11 puntos. Solo recientemente parece mostrar una tendencia a ubicarse de nuevo en niveles sistemáticamente inferiores a los del resto de entidades, lo cual coincide una vez más en la reducción del plazo requerido para el endeudamiento externo de cinco a tres años (véase Gráfico 1).



El sistema financiero, tras muchos años de vivir en un ambiente cerrado, requiere un período para lograr niveles internacionales de eficiencia, pero también es indispensable mantener una presión adecuada vía la competencia que constituye el crédito externo al sector privado. Esta apertura al crédito externo deberá ser progresivamente mayor tomando en cuenta los menores niveles de encaje, la velocidad a la cual disminuya la inflación y la maduración de los procesos de reconversión en el interior del sistema financiero.

Finalmente, quisiera referirme al tema de la apertura económica. En los últimos meses se ha escuchado por parte de algunos funcionarios del Gobierno y del sector privado que la culpa de la reducción en el ritmo de la actividad económica la tiene el proceso de la internacionalización de la economía iniciado desde hace varios años, y que por ello la respuesta adecuada sería revertir así sea parcialmente este proceso. Creo que éste sería un grave error. Ningún país del mundo hoy en día puede pensar en sostener tasas de crecimiento elevadas de ingreso y empleo basados en un mercado interno protegido. Basta ver que la credibilidad del proceso de apertura entre los empresarios despertó de nuevo el espíritu innovador y gerencial en Colombia, lo cual se reflejó en las elevadas tasas de inversión privada de los últimos años. Así, se han realizado esfuerzos notables de renovación, reestructuración empresarial, mejoramiento del control de calidad, apertura de nuevos mercados, etc. Sólo por esto creo que es indispensable mantener el proceso de apertura. Naturalmente este proceso tiene que estar acompañado de una lucha frontal contra el contrabando y las prácticas desleales del comercio. Infortunada-

mente, considero que quienes se han visto más afectados con las recientes medidas de control a las importaciones de algunos productos son los comerciantes legales, y no aquellos sobre quienes debe realmente recaer la acción del Estado en este campo.

La apertura, en este momento, es la mejor aliada de aquellos sectores que como el agrícola y el de bienes de consumo no durable y en general, las exportaciones no tradicionales son muy sensibles a variaciones de la tasa de cambio real. A menor apertura, menor demanda de importaciones y por ende, un mayor peligro que retorne la tendencia a la revaluación. Este peligro se agravará aún más el año entrante cuando se inicia en forma la exportación de petróleo. La apertura económica, en síntesis, es la defensa contra la llamada enfermedad holandesa. Valga anotar que las importaciones, con información a mayo, tan sólo han crecido el 1.7% en dólares. Creo entonces que sería un tanto aventurado afirmar que es la apertura la culpable de la desaceleración de la actividad económica.

Para concluir, a pesar de todos los factores que han dificultado el accionar de los agentes económicos y de quienes estamos encargados de la política económica, creo que la economía colombiana aún guarda la mayor parte de su fortaleza y viabilidad de mediano plazo para lograr un crecimiento equilibrado en promedio superior al 5% anual. Todo esto se fortalecerá siempre y cuando se logre mantener una tendencia decreciente de la inflación, la cual es un objetivo perfectamente viable y coherente con el anterior. El elemento crucial lo constituye el impostergable ajuste fiscal, que, en buena hora, está proponiendo el Gobierno, el cual en conjunto con una pruden-

te política monetaria y crediticia y un control efectivo al deterioro de las relaciones internacionales del país, podrán garantizar un entorno estable para la actividad privada.

NOTAS

- * Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas solamente comprometen a su autor. Intervención en el Seminario de Previsión Macroeconómica y Sectorial, organizado por ANIF y FEDESARROLLO, realizado en Santafé de Bogotá, el 31 de julio de 1996.