

## El Simposio y la estabilización LECCIONES HISTORICAS

Creemos que el XV Simposio sobre Mercado de Capitales realizado la semana pasada en Cali cumplió con el objetivo de poner sobre el tapete, ante un auditorio calificado, algunos temas de análisis muy a la orden del día en este país.

Como era de esperarse, un asunto que despertó especial interés fue el de la estabilización macroeconómica y sus condiciones históricas específicas en Chile, Argentina y Colombia.

En verdad, la agenda del Simposio incluyó varios otros problemas académicos y de política, bien relevantes para la economía y para el sector financiero y nos referiremos a ellos en ocasiones futuras. Pero el de la estabilidad de precios, de tasas de cambio y de tasas de interés, llamó fuertemente la atención a partir de las presentaciones de Miguel Urrutia, Alejandro Foxley Domingo Cavallo, José Antonio Ocampo, Roberto Junguito y la Asobancaria.

Así resultara redundante para los asistentes, quedó claro una vez más que la inflación es un mal terrible y evitable. Que no hay espacio para una sociedad y una economía modernas cuando la inflación no está firmemente bajo control. Que la única opción colombiana válida consiste en dirigirnos hacia inflaciones anuales de un solo dígito.

Quienes construimos, el pensamiento económico de la administración de la Asobancaria, salimos del Simposio reafirmados en nuestras posiciones sobre el *deber ser* de la lucha contra la inflación en Colombia. Nos perdonan los lectores este tinte arrogante de verdad sabida, pero debemos insistir en que, para tener éxito,

necesitamos un banco central independiente actuando en un ambiente de verdadero consenso sobre la grave inconveniencia social que implica la historia inflacionaria colombiana.

La nación cuenta con un banco central suficientemente independiente; pero dudamos de la existencia del mínimo consenso social sobre los males de la inflación.

Chile y Argentina construyeron este consenso a partir de muy graves dolores de parto, tal como ocurrió en la Alemania de la post-guerra. Gústenos o no, la falta de tal consenso en Colombia tiene que ver con las particulares características del proceso inflacionario en estos lares.

Aquí hemos seguido de cerca las lecciones y la visión chilenas. Creemos que la última opción argentina, la de eliminar en la práctica al banco central y a la política monetaria discrecional, relatada con entusiasmo por Cavallo, no contó con el favor de la mayoría de los asistentes al Simposio.

De manera que estamos obligados a construir el consenso; la condición necesaria consiste en fortalecer la credibilidad y el prestigio social de la autoridad monetaria.

Pero esa no es una condición suficiente, puesto que el solo sermón de que "la letra con sangre entra" podría significar muy serios problemas para la salud del aparato productivo y para el empleo; la actual coyuntura da buena cuenta del elevado costo de una política ortodoxa de control monetario en presencia de una inflación moderada y persistente".

Más allá de las justificaciones ex-post, lo cierto es que, después de cinco años de autoridad monetaria independiente, este año la inflación será muy parecida al

promedio de los últimos veintisiete años. Mala cosa para la credibilidad y el prestigio.

La lógica "pura" indicaría que es necesario persistir en más dosis de lo mismo, para conseguir disciplinar las expectativas y la terquedad de la inflación. En una perspectiva un poco más amplia, sin embargo, no podemos contentarnos con que el Banco de la República termine provocando una gran recesión en aras de su credibilidad y de la formación del consenso.

De allí que la otra condición necesaria - que no suficiente, tampoco- sea la de negociar un pacto social con dientes, con sanciones y premios previamente acordados, en el que estén comprometidos todos lo que son.

El carácter inercial y estadísticamente estable de la inflación en Colombia, hace altamente costosa, en términos de crecimiento económico y bienestar social, la utilización exclusiva de políticas de contracción de la demanda agregada y/o el anclaje pleno de la tasa de cambio o el recurso a la revaluación.

### **Consensos de largo plazo**

Para que el Pacto Social tenga efectos duraderos sobre la inflación, es necesario el compromiso activo del gobierno y del banco central en la puesta en marcha de políticas de desarrollo de largo plazo. Al Emisor le corresponde comprometerse con una política de estabilización que no ahogue al sistema productivo nacional, y al binomio congreso-gobierno generar las condiciones institucionales y de infraestructura que le permitan al sector privado aumentar de manera significativa y permanente su productividad.

No es suficiente con mantener estabilizadas las finanzas públicas, o inclusive generar superávit fiscales transitorios si no se mejoran la infraestructura, los sistemas de educación y de salud, y se impulsa el desarrollo tecnológico en sectores estratégicos.

Una política anti-inflacionaria sensata no debe estar por fuera del marco de una estrategia de desarrollo de largo plazo, ni comprometer sólo a una parte de los agentes económicos en los costos de los ajustes que sea necesario asumir para alcanzar resultados exitosos.

### **El Compromiso es de todos**

Frente al manejo de la inflación para 1997, el Banco de la República no puede limitarse a pedir -y sentarse a esperar- el ajuste del gasto público y a reprimir al sector privado hasta cuando sus imprecaciones de asfixia provoquen, por la vía de la persuasión, o por otras vías más abruptas "el buen comportamiento" del tesoro público. Los pésimos resultados de la inflación en 1996 imponen una revisión de la eficiencia y los costos de la actual política de contracción de la demanda.

En una perspectiva de ortodoxia monetarista, algunos miembros de la Junta argumentan que la generación de superávit fiscales, el incremento de la productividad empresarial, y la aceptación por parte de los sindicatos de incrementos salariales, para 1997, inferiores al 17%, deben constituirse en los pilares fundamentales para disminuir la inflación en 1997.

En opinión de la Asobancaria, la responsabilidad fiscal del gobierno no se debe limitar a generar un superávit fiscal a cualquier precio. La gestión fiscal debe

estar acorde, en lo fundamental, con el propósito de generar condiciones para la reducción permanente en los costos de la producción nacional.

De poco sirve cumplir metas fiscales compatibles con abstractos modelos de ajuste macroeconómico, si el lo se hace con base en mayores impuestos, mayores tantas de servicios públicos, la liquidación de activos públicos cuyo producido se tome como ingreso corriente, o el recorte de gastos en infraestructura.

Con respecto al aumento de la productividad del sector privado, estudios recientes sobre sus determinantes en Colombia indican que el principal factor que afecta su comportamiento es la utilización de la capacidad instalada. Una de las conclusiones más relevantes de estos estudios es que la productividad total de los factores (PTF) de la economía colombiana es procíclica, lo cual significa que incrementos en la utilización de la capacidad instalada incrementan la PTF; y que en épocas de restricción de la demanda agregada la PTF tiende a decrecer como resultado de una menor utilización de la capacidad<sup>1</sup>.

Además, estos estudios también muestran la relación estrecha que existe entre el crecimiento de la productividad, y el mejoramiento de la infraestructura y la provisión de bienes públicos como la educación y la salud.

No resulta sensato, entonces, pedir aumentos en la productividad, mientras se siga adoptando una política monetaria tendiente a restringir el crecimiento de la

demanda agregada y/o se hagan ajustes fiscales que obliguen a recortar la inversión pública, en sectores claves para el desarrollo de la economía nacional.

Finalmente, nada garantiza que un ajuste salarial inferior al de la meta de inflación que fijen el Banco y el gobierno para el año entrante, provoque una disminución simultánea del desempleo y la inflación en 1997.

Necesitamos contratar aumentos de los salarios nominales en concordancia con las metas de inflación esperadas. Pero al gobierno, a los empresarios y a los representantes del movimiento sindical organizado (particularmente en el sector público) les corresponden compromisos de igual seriedad. Hay que encontrar fórmulas que permitan favorecer el Pacto Social con base en un análisis cuidadoso de sus fallas, y establecer compromisos sensatos entre las partes. Los ojos y los oídos de la autoridad monetaria deben ser parte de las deliberaciones, si bien deben quedar excluidos de los compromisos formales.

## **I. POLITICA MONETARIA**

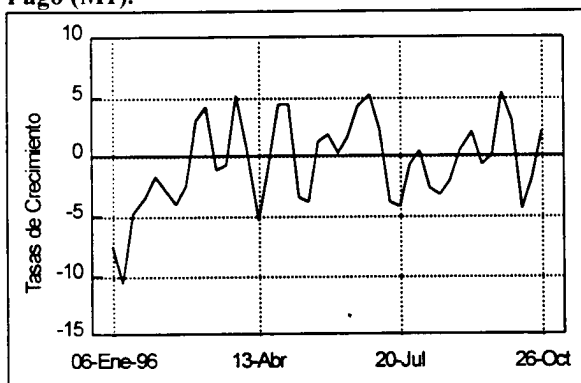
### **A. Agregados Monetarios**

En la semana que concluyó el 26 de octubre, los medios de pago presentaron una leve recuperación, luego de la pronunciada caída observada en las dos semanas anteriores. M1 registró un crecimiento quincenal de 2,04%, debido principalmente a la redención de OMAs por un valor de \$67 mil millones de pesos, y a créditos netos al sistema bancario por \$79 mil millones (gráfico 1).

---

<sup>1</sup> Ver, Sánchez Fabio y otros, "Evolución y determinantes de la productividad en Colombia: Un análisis global y sectorial", *Archivos de Macroeconomía*, N° 50 DNP, Bogotá, agosto de 1996.

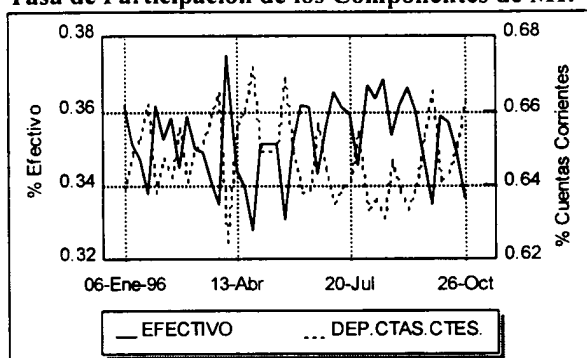
**Gráfico 1**  
Tasa de Crecimiento Quincenal de los Medios de Pago (M1).



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

De otra parte, los componentes de M1 han venido alterando su participación en las últimas semanas. El efectivo ha reducido su participación en 2,5 puntos porcentuales durante el mes de octubre. Por lo tanto, el repunte en el crecimiento de M1, se puede explicar en buena medida por el pronunciado incremento en las cuentas corrientes (gráfico 2).

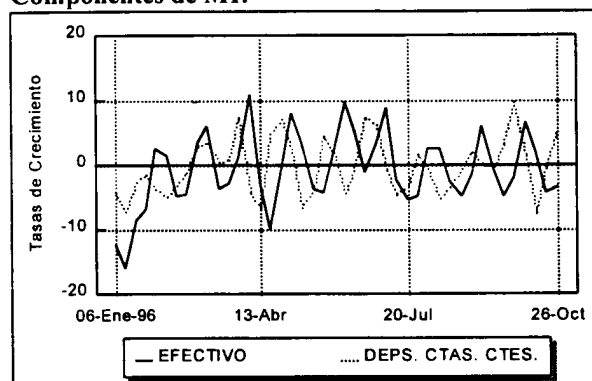
**Gráfico 2**  
Tasa de Participación de los Componentes de M1.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Los depósitos en cuentas corrientes registraron al término de la semana, una tasa de crecimiento quincenal de 5,2%, en tanto que el efectivo tuvo una tasa negativa de 3,69% durante el mismo período (gráfico3).

**Gráfico 3**  
Tasa de Crecimiento Quincenal de los Componentes de M1.



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

## B. Tasas de Interés

En la semana que transcurrió del 5 al 8 de noviembre, la tasa de interés interbancaria continúa manteniéndose en un nivel similar al del promedio de las últimas semanas, con un registro de 26.10% E.A., es decir solamente 0,17 puntos porcentuales por encima del registro de la semana anterior. En cuanto a la tasa de los CDT a 90 días, su promedio semanal tuvo un incremento de 0,32 puntos porcentuales por encima de la semana anterior, obteniendo un registro de 28,15% E.A., lo que la sitúa dentro del mismo rango estable que ha tenido desde finales de agosto del presente año (cuadro 1).

**Cuadro 1**  
Tasa interbancaria diaria y tasa de CDT de tesorería a 90 días.

	TASA INTERBANCARIA		CDT a 90 días	
	% V.D.	% E.A.	% V.D.	% E.A.
5-Nov	23.30	26.23	23.72	27.70
6-Nov	23.02	25.87	24.31	28.51
7-Nov	23.18	26.08	24.15	28.29
8-Nov	23.28	26.20	24.00	28.08

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.

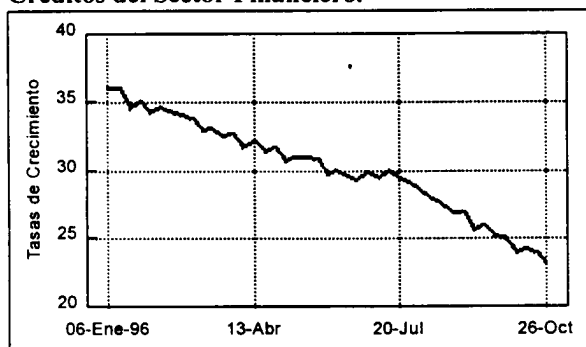
### C. Cartera de Créditos

La cartera de créditos del sector financiero continúa disminuyendo su ritmo de crecimiento anual lo cual sin duda refleja una reducción de la actividad en el sector.

Por primera vez en el año, la tasa de crecimiento anual alcanzó un valor inferior al 24%, con un registro de 23,06% anual. En el gráfico 3, se puede observar con preocupación que no se observa ningún cambio en la tendencia de la variable (gráfico 4)

**Gráfico 4**

**Tasa de Crecimiento Anual de la Cartera de Créditos del Sector Financiero.**



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

## II. MERCADO CAMBIARIO

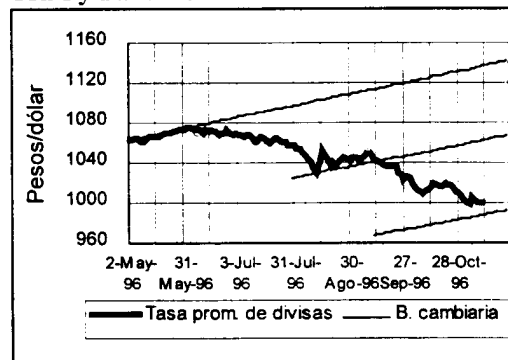
La tasa de cambio promedio cerró el 8 de noviembre a \$1.000,23, es decir, 2 pesos por encima del cierre del primero de noviembre. La intervención del Banco de la República durante la semana logró frenar la vertiginosa caída que presentó el dólar en la semana anterior; por otra parte, el anuncio del gerente del emisor acerca de la disposición de esa institución para defender el límite de la banda, ha logrado cierta estabilidad en el mercado.

Sin embargo, no es previsible que el emisor estimule un proceso de devaluación que regrese la cotización del dólar americano a sus niveles de principio de año. Además, es necesario tener en cuenta que en los próximos meses

deberían entrar fuertes flujos de divisas provenientes de la colocación de bonos de deuda pública en el exterior, y de ingresos petroleros.

**Gráfico 5**

**TRM y Banda Cambiaria**



Fuente: Banco de la República y Citinfo.