

# Algunas consideraciones

sobre la trinidad imposible: Estabilidad cambiaria, independencia monetaria y equilibrio fiscal en Colombia (Privado)

**José Roberto Acosta Ramos\***

**C**omo consecuencia de la necesidad de defender la banda cambiaria la tasa de interés de captación ofrecida por el sistema financiero doméstico ha subido abruptamente. Mientras durante el segundo semestre de 1997 el D.T.F. se ubicó en promedio en el 23.5 % E.A. en abril de 1998 ya se encontraba en el 30 %. Este mayor costo del dinero pone en duda las metas de crecimiento económico y agudizan la situación de desempleo que cada vez se acerca más al 13 %.

Este aumento en la tasa de interés tiene un efecto inmediato sobre el valor presente de todos los activos de la economía. Los inversionistas observan espantados la forma en que cada punto de ascenso en las tasas de interés en los mercados bursátil y

financiero carcome el precio de las acciones, C.D.T., Bonos y Títulos de Deuda Pública en su poder acarreándoles pérdidas ineludibles en sus balances y estados de resultados al cierre de cada ejercicio mensual, salvo que se atrevan a maquillar tan irreversible hecho con operaciones swap o cualquier otra gimnasia financiera que de poco servirá si el costo del dinero sigue subiendo.

Por los lados de los activos inmuebles las perspectivas no son mejores. La Corrección Monetaria en su calidad de inseparable consorte de la D.T.F. también asciende y ello equivale al encarecimiento del dinero que la mayoría de consumidores de finca raíz esperaban pedir prestado para hacerse a su morada propia. Igualmente, los constructores verán disminuir el margen de utilidad

\* Profesor de la Facultad de Economía Universidad Nueva Granada.

de negocio en la medida que crece el costo del crédito con la respectiva entidad de crédito y empezarán a arrepentirse de haber orientado sus recursos a tan ingrata actividad en vez de haber esperado el actual auge de los intereses y disfrutar de vivir de tasas de retorno insuperables por varias de las desgastantes actividades lícitas que tantos empresarios emprenden estoicamente.

Esta desvalorización en el precio de los activos, aunque dolorosa, es la única alternativa para llamar la atención de los inversionistas foráneos sobre nuestro país. Es inevitable. El otro verdugo que esta presto a conseguir el deterioro real de los precios de los activos domésticos ante los ojos del resto del mundo sería la tasa de devaluación nominal. Las autoridades económicas tenían que escoger devaluación o tasa de interés.

En efecto, al igual que la tasa de interés, el aumento en la tasa de devaluación también deteriora en términos de valor en moneda extranjera el valor de los activos locales, así por ejemplo, una casa cuyo metro cuadrado tenía un valor de \$ 1.000.000,00 hace un año cuando el dólar costaba \$ 1.064, en equivalencia de dicha divisa poseía un valor de US \$ 939.85; hoy día, el metro cuadrado se ha incrementado en apenas 15% en pesos, lo que significa que el costo en moneda local del metro cuadrado sería de \$ 1.150.000; no obstante al tratarse en dólares su precio habría disminuido, pues con un tipo de cambio de \$ 1.350 por dólar el precio para el inversionista extranjero sería de US\$ 851, registrando un rebaja en su precio de casi un 10% para los ojos de inversionistas foráneos.

Ahora bien, ¿por qué se escogió como alternativa para lograr la desvalorización de activos domésticos el aumento de la tasa de interés y no el aumento de la tasa de devaluación? ¿Acaso se está haciendo caso omiso a los indudables efectos recesivos que sobre la economía genera un aumento exagerado como el que se está viendo en el costo del dinero?

La evaluación de los costos de la utilización de las dos alternativas explicaría en parte la respuesta a las anteriores inquietudes pero como veremos no las justifica del todo.

## Costo Inflacionario

El propio F.M.I. ha reconocido los excesos llevados a cabo en sus programas de ajuste aplicados en América Latina para conjurar la crisis de la deuda estallada en los años ochenta, y entre dichos excesos menciona la exagerada importancia dada al tipo de cambio, manifestada en masivas devaluaciones nominales con el propósito de generar enormes transferencias de recursos a sus acreedores externos. La falta de rigidez en el tipo de cambio desembocó en espirales inflacionarias que enraizaron aún mas su componente inercial al tiempo que lo aumentaban, indizando las economías a tasas anuales que superaban en muchos casos el 100 %.

Aunque, como ya vimos anteriormente, en el corto plazo devaluar el tipo nominal de cambio implica abaratar en dólares los

bienes de una economía en términos de las monedas extranjeras, dicho proceder implica también encarecer en moneda local los productos importados del exterior, tanto aquellos de consumo final como aquellos que constituyen materias primas dentro del proceso productivo doméstico, induciendo el traslado de dichos sobre-costos al consumidor final, reflejándose en los índices de precios internos y neutralizando al final del ciclo el abaratamiento logrado con la acción devaluacionista inicial, a menos que vuelva a ajustarse el tipo nominal de cambio al alza para devolverle el poder adquisitivo al resto del mundo y así hasta el infinito en una interminable espiral devaluación-inflación-devaluación.

Ante el fracaso empírico observado en aquellos países que manejaron tasas de cambio demasiado flexibles y reforzados por la influencia del enfoque macroeconómico moderno, en el que las expectativas racionales de los agentes, la credibilidad de la política económica y la fortaleza institucional juegan papel importante, se abre paso la preferencia por orientar hacia una mayor rigidez el tipo de cambio con el propósito de introducir una mayor disciplina financiera y crediticia así como de dar un firme anclaje a las expectativas de inflación<sup>1</sup>.

Con un tipo de cambio semi-rígido o totalmente rígido se puede reducir el componente inercial de la inflación siempre y cuando se rodee dicha estrategia de austeridad fiscal y de crédito que sean consistente con el mantenimiento de una baja devaluación

nominal pues si estos dos detonantes de la demanda agregada interna no son austeros, presionarían los precios al alza revaluando el tipo real de cambio, carcomiendo la reputación de la política y dando paso a un ataque contra las reservas internacionales que desembocará inevitablemente en un ajuste drástico del tipo nominal de cambio.

En Colombia, las condiciones de austeridad fiscal y disciplina crediticia se encuentran ya deterioradas, y en la senda del empeoramiento como veremos a continuación.

## Costo Fiscal

De acuerdo con el informe mensual de Indicadores de Coyuntura Económica del Departamento Nacional de Planeación, el alarmante déficit fiscal no sólo amedrenta por su creciente cifra, sino principalmente por la falta de políticas claras para su control o financiación. Por un lado es evidente la necesidad de replantear la dinámica de las crecientes transferencias que el Gobierno Central debe, por mandato constitucional, repartir en las regiones; sin embargo, lograr resultados en este campo no solo implica un dilatado proceso de reforma de la Carta Magna, sino que el debate sobre el tema no ha podido darse con la intensidad política que merece.

Otra fuente de egreso de preocupante comportamiento es la correspondiente a los inte-

1 Ver en EDWARDS Sebastián, "La tasa de cambio como ancla nominal". Ensayos.

reses que ha ganado bastante terreno dentro del total de gastos del Sector Público No financiero, así como dentro del total de gastos del Gobierno Central, doblando en los dos casos su participación relativa dentro del PIB.

Lo anterior constituye una presión adicional sobre el mercado de crédito interno, pues el endeudamiento público a través de TES incentiva aún más el imparable ascenso de las tasas de interés que la política monetaria por sí sola ya se encarga de trepar y donde se ha incrementado la importancia relativa que los títulos TES han logrado sobre el total del portafolio, constituyéndose como el principal motor de financiación del gasto estatal con los recursos del mercado doméstico, a pesar que se pretenda desvirtuar dicha realidad con las recientes recompras de estos títulos por parte del Banco Central en los mercados secundarios para sustentar su precio.

La falta de control fiscal evidenciada por las estadísticas evitó que las bajas devaluaciones nominales presentadas en los años de 1993 y 1995, inferiores al 9 % anual, jalonaran hacia el rango de un dígito las variaciones de los demás precios claves de la economía, tales como el IPC y la tasa de interés. Tres irrecuperables años en los que se hubiera podido aprovechar el tipo de cambio como ancla nominal para bajar la inflación.

La hoguera inflacionaria era atizada por la holgura crediticia con que el sector financiero satisfacía las ansias de demanda del sector privado al tiempo que, como combustible inflamable, el gasto público alimentado por

las privatizaciones y nueva capacidad de endeudamiento de los entes territoriales excitaban aún más la recalentada demanda, que debió apagarse con la abrupta subida de los intereses a partir del año de 1995 por parte del Banco de la República quien, como todo padre responsable, cargó con la amarga tarea de terminar la fiesta y desintoxicar a los borrachines que la querían seguir.

El desperdicio de esos tres años de baja devaluación nominal, equivalente a un tipo nominal de cambio estable o semi-fijo, en que la oferta de productos importados se servía a bajos precios una herramienta para romper la espiral inflacionaria interna, muy difícilmente se volverá a presentar. Cabe recordar que a diferencia de 1998, el dólar se estrellaba de bruces sobre el piso de la banda comprometiendo la independencia monetaria y obligando a corregir la banda cambiaria hacia abajo en dos oportunidades. (24 Enero-94 y 13-Dic.94) con el propósito de seguir con el ímpetu dionisiaco que caracterizó a la economía colombiana entre 1993 y 1995.

## Costo Financiero

**E**ste es el costo que más se argumenta para no modificar la política cambiaria y en cambio si mantener una estricta política de contracción monetaria para mantener altos los intereses domésticos.

A Junio de 1997, el equivalente en pesos de la deuda externa del país era de \$ 33'940.958

## Conclusión

Millones de pesos corrientes al tipo de cambio promedio de ese mes, \$1.082.37 por dólar, frente a un total de cartera en Moneda Local de \$34'396.00 Millones en ese mismo momento, significando que los créditos otorgados por el resto del mundo a los residentes equivalían el 98.7% de lo que el mercado doméstico otorgó a los residentes. Para abril de 1998 el valor en pesos de ese mismo volumen de deuda externa, a un tipo de cambio de \$ 1.360 por dólar, equivalía a \$ 42'646.880 Millones de pesos, frente a \$ 41.249.000 Millones de pesos de crédito doméstico otorgado en moneda local, convirtiéndose la anterior relación a 103,9 %. Evidenciando una cada vez mayor importancia del financiamiento del resto del mundo respecto al que el mercado doméstico estaba dispuesto a ofrecer.

El anterior cálculo es muy elemental, sin embargo, da idea de la forma en que la devaluación ha empezado a aumentar la sensibilidad crediticia del país, así por ejemplo un aumento del 1% en el ritmo de devaluación implicará un efecto 3.9 % mayor sobre el valor absoluto del costo crediticio que un aumento de un punto porcentual de los intereses domésticos.

Las anteriores consideraciones tienen el propósito de presentar algunos elementos y razones estructurales en lo teórico y empírico, que han desembocado en la costosa decisión de tener que lograr la depreciación de los precios de los activos domésticos respecto a los ojos de los inversionistas internacionales mediante una política contraccionista en materia monetaria por parte del Banco Central, y no mediante una mayor flexibilización de la tasas de cambio.

El bacanal de gasto y crédito acaecido entre los años de 1993 y 1995 neutralizaron el efecto deflacionario de la baja devaluación nominal observada en ese mismo período. Se desperdició una maravillosa oportunidad de utilizar el tipo de cambio como ancla nominal. Ahora, el efecto de lastre que sobre el globo inflacionario tenía la baja devaluación amenaza con convertirse en una corriente de aire caliente que lo puede elevar a la estratosfera si el déficit fiscal no se disminuye al tiempo que el pesado lastre que representa la política monetaria restrictiva y sus consecuentes altos interés amenaza con agotar el poco aire que le queda al aparato productivo del país.

Al final, como ya es costumbre en Colombia, el número de muertos determinará si la elección fue la correcta.