

# **Visión de la política monetaria en Colombia y quehacer del Banco de la República**

**Carlos Gustavo Cano\***

## **EL NACIMIENTO DE CORUNIVERSITARIA**

Estamos conmemorando los veinticinco años de la fundación de esta bella Universidad de Ibagué. En esta ocasión cabe mencionar algunos recuerdos gratos de la época en que su perfil comenzaba a concebirse. A mediados de la década de los años setenta, tuve el privilegio de ocupar la gerencia general de Texpinal, una de las empresas de mayor envergadura en el Tolima. El proyecto se inició a partir de un estudio de factibilidad elaborado con anterioridad bajo los auspicios del Instituto de Fomento Industrial, IFI, en el año 1973, entidad donde me desempeñaba como asistente de la Subgerencia de Inversiones, encargada de ese quehacer, y con el decisivo apoyo de Fabricato, empresa que a la postre fue socia de la nueva hilandería, la cual marcaría el inicio del desarrollo textil del departamento y de muchas otras importantes iniciativas sobre el desarrollo regional.

Uno de tales empeños fue la convocatoria por parte de la Junta de Texpinal, presidida entonces por el doctor Jorge Posada, a su vez presidente de Fabricato, de un foro que se celebró en 1976 en las instalaciones del Círculo Social de Ibagué sobre la importancia del factor humano en el desarrollo de las regiones. Surgió, entonces, como la principal conclusión de dicho evento responder al reto de contar con una universidad privada que apoyara la construcción y la modernización de la economía departamental a partir del talento humano. Ese empeño finalmente se hizo realidad gracias al tesón y la constancia de sus fundadores hace un cuarto de siglo en las instalaciones del Colegio Comfenalco, con pupitres prestados por el Instituto Colombiano de Contrucciones Escolares, ICCE, hasta llegar a ser este centro de educación superior sin duda una de las empresas más importantes y promisorias del Tolima.

## **EL BANCO DE LA REPÚBLICA Y LA POLÍTICA MONETARIA**

En esta presentación abordaré cuatro temas: Uno, los fundamentos que sirven de base a la política monetaria y a la acción del Banco de la República. Dos, la revaluación, que no es otra cosa que la pérdida de valor del dólar en términos de pesos. Tres, las razones que se hallan tras este fenómeno cambiario. Y cuatro, las posibilidades y los instrumentos con que cuenta nuestro banco central para controlarla.

El Banco de la República nació en 1923 por recomendación de la misión Kemmerer. Ha evolucionado de manera firme y se ha consolidado como una de las instituciones más interesantes, sólidas y serias que hay en Colombia. Pareciera que al Banco no lo afectarían las crisis políticas, ni las del recurrente escepticismo nacional, ni las perturbaciones del orden público que ha vivido el país, a pesar de las cuales ha logrado permanecer gracias a una especie de confraternidad existente entre los bancos centrales, más ahora, en tiempos de la globalización.

La historia más reciente del Banco parte del año 1991. A partir de la década de los ochenta la mayoría de los bancos centrales del mundo comenzó a ganar independencia frente a los gobiernos, y a convertirse en plena y autónoma autoridad monetaria en cada país. En nuestro caso, en virtud de la Constitución de 1991 y de la Ley 31 del mismo año, se dio ese gran paso. Según esta trascendental reforma, el Banco de la República ya no forma parte ni está sujeto a rama alguna del poder público, y adquirió la naturaleza de entidad única, independiente y autónoma, dotada de organización propia adaptada a las funciones que debe desempeñar.

La Junta Directiva, que reemplazó a la anterior Junta Monetaria, está integrada por cinco miembros de tiempo completo y dedicación exclusiva aparte de su gerente general, quien es designado por estos más el Ministro de Hacienda y Crédito Público de turno, quien la preside, por un período de cuatro años prorrogable hasta dos veces más. El gerente, tan pronto es nombrado por los cinco miembros mencionados y el ministro, adquiere automáticamente voz y voto en las deliberaciones de la misma. En tanto que aquellos son nombrados por el Presidente de la República para un período de cuatro años, al término del cual, el siguiente mandatario sólo podrá a dos de ellos. Ninguno de sus miembros podrá permanecer por más de tres períodos consecutivos.

La coordinación entre el gobierno y la autoridad monetaria, que ordena la Constitución,

se facilita con la asistencia del Ministro de Hacienda a las reuniones mensuales. Los demás miembros nos reunimos casi a diario en distintos comités y consejos para estudiar y orientar el manejo de diversos temas como la política monetaria, cambiaria y crediticia; el manejo de las reservas internacionales de la Nación; y los asuntos internos de la administración del Banco. Muchas tareas que antes se desempeñaban en las oficinas regionales se han suprimido, y varias de estas han evolucionado hacia la conformación de grupos especializados de investigación; en tanto que en otras se ha dispuesto la creación de bibliotecas locales con la cooperación de la Biblioteca Luis Angel Arango que opera bajo nuestra dirección en Bogotá. Es el caso de la Biblioteca Darío Echandía que funciona en esta ciudad de Ibagué.

A propósito de Ibagué, es para mí muy grato registrar el hecho de haber incorporado a esta ciudad dentro del grupo de sedes de nuestros habituales consejos consultivos con los representantes del sector real empresarial de las principales y más representativas regiones de nuestra geografía económica, a fin de estudiar conjuntamente entre estos y la Junta del Banco la evolución de los principales indicadores de los aparatos productivos locales.

Con respecto a los fundamentos de la política monetaria, es preciso empezar por señalar, como el más importante, aquel que está vinculado con la estabilidad del valor adquisitivo de la moneda. Básicamente este objetivo se halla sostenido por dos pilares esenciales: la política fiscal y la política monetaria. Por lo tanto, a pesar de que la política fiscal corresponde al Gobierno y la política monetaria es propia del Banco de la República, al ser dos pilares que sostienen la política macroeconómica, deben tener el mismo norte. La política macroeconómica general, por consiguiente, debe ser el resultado de la coordinación entre el Gobierno, que maneja la política fiscal, y el Banco de la República, que es independiente del Gobierno y maneja la política monetaria.

El criterio rector de la política macroeconómica debe ser, entonces, la maximización del bienestar con equidad, sin sacrificar el poder adquisitivo de la moneda, cuya estabilización es clave para la sostenibilidad de aquél (el bienestar), y la viabilidad de ésta (la equidad). Dicha política debe resultar de la coordinación entre el Gobierno y la autoridad monetaria independiente de aquél.

La independencia que caracteriza hoy las decisiones del Banco, resultado de la

Constitución del 1991, es un adelanto que subsana muchos de los problemas anteriores. En las guerras, en los conflictos internos, los gobiernos solían, por ejemplo, utilizar a su antojo a los bancos centrales para financiar sus déficit fiscales con emisiones extraordinarias de dinero con las que desordenaban los mecanismos de formación de los precios, lo cual, a la postre, era pagado por el pueblo a través de tortuosos procesos hiperinflacionarios. Por lo tanto, esa independencia es fundamental, junto con la prohibición de que los déficits fiscales se monetizen. Así mismo, bajo las nuevas normas, el Banco no puede extenderle créditos al Gobierno, a no ser que sea una decisión unánime de todos los miembros de la Junta.

El segundo fundamento de la política monetaria lo constituye la necesaria coordinación, ya mencionada, con la política fiscal. En efecto, la teoría fiscal del nivel de precios señala el papel del endeudamiento del Gobierno como un determinante clave del índice de inflación, independientemente de lo que la autoridad monetaria pueda hacer. O sea que aún un banco central independiente, comprometido con la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, podría ser ineficaz frente a sus metas en la medida en que la falta de una adecuada disciplina fiscal contrarreste los objetivos de la política monetaria, ya que el nivel de precios tiende a ajustarse al aseguramiento de la solvencia de las finanzas públicas.

Sobre el particular, en algunos círculos de la opinión se suele cuestionar a la banca central debido a su preocupación supuestamente excesiva por la inflación en contraste con la suerte de la economía o el desempleo. Pues bien, el logro y mantenimiento de un tasa baja de inflación, aunque la prioritaria, no puede ser la única tarea del banco central, ya que la política monetaria así mismo tiene importantes efectos de corto plazo sobre el sector real. De suerte que dicha política también está llamada a cumplir un papel fundamental en la estabilización de los ciclos económicos. Esto es, en el control de la volatilidad macroeconómica, a través de las tasas de interés y de la tasa de cambio. Para no ir más lejos, en el caso de la Federal Reserve de E. U., por mandato legal la tarea de estabilización de precios tiene que estar acompañada por el objetivo de pleno empleo.

Como declaró en cierta ocasión Eddie George, anterior gobernador del Banco de Inglaterra, “la gente piensa que sólo se trata de una inflación baja. No es así. La inflación baja es realmente un medio frente al objetivo de un crecimiento estable.” Luego no debe

haber conflicto entre un nivel bajo y estable de inflación, y la meta de un crecimiento estable y sostenible del ingreso y el empleo.

Ahora bien, ¿cuál es la condición fundamental para una política monetaria exitosa? En primer lugar, la credibilidad. Cuando el público confía en que la tasa de inflación será baja y estable, la formación de precios y salarios tenderá a reflejar dicha expectativa. Y, en segundo término, los tres elementos de lo que se podría denominar las buenas prácticas de la banca central, o sea independencia, transparencia y responsabilidad frente a objetivos anunciados por anticipado ante el público.

En su defecto, las empresas continuarían fijando los salarios en relación con las tasas de inflación del pasado, pero, jamás, con una mirada a las del futuro. Ahora, y en proporción creciente, las empresas y los trabajadores comienzan a fijar los precios de sus productos y la remuneración de su trabajo con base en la meta de inflación, y esto significa que la economía ha madurado.

## **LOS VEHÍCULOS Y LAS HERRAMIENTAS DE LA POLÍTICA**

La política monetaria en Colombia se conduce a través de dos vehículos: la estrategia conocida como la inflación objetivo (*inflation targeting*), y la modalidad de flotación administrada de su tasa de cambio. Y, para ello, cuenta con tres herramientas principales: (a) tasas de interés de corto plazo en operaciones de expansión y contracción (tasas repos); (b) intervenciones en el mercado cambiario: compra y venta de divisas o reservas internacionales; y (c) compra y venta de otros activos, entre ellos, y principalmente, los títulos de deuda pública (TES).

La estrategia de inflación objetivo parte de la fijación pública de metas específicas cuantitativas, durante horizontes de tiempo definidos, en materia de la evolución del índice de precios al consumidor, las cuales deben guiar el trazado y la conducción de la política monetaria por parte del banco central.

En tanto que es en el manejo táctico de las expectativas de inflación, y de su comunicación con el público, donde se halla el arte de la buena banca central, y, por supuesto, el secreto del éxito frente al cumplimiento de su misión. No hay nada más

importante en la política monetaria que las expectativas.

El instrumento clásico por excelencia de la política monetaria es el manejo de las tasas de interés de intervención del Banco, cuya efectividad depende de su impacto real sobre los precios de otros activos financieros, como las de más largo plazo, los precios de las acciones y los TES, y la tasa de cambio. Y son las expectativas sobre el sendero futuro de las tasas de interés de corto plazo lo que cuenta para la determinación de los precios de esos otros activos, y, a través suyo, de las decisiones sobre consumo e inversión de hogares y empresas.

Ahora bien, en materia del manejo cambiario, existen dos modalidades extremas: (a) flotación pura o no intervención en el mercado cambiario: el nivel de las reservas tiende a mantenerse constante, o al menos con mínima volatilidad, y la tasa de cambio es definida única y exclusivamente por el libre mercado; (b) la autoridad monetaria fija discrecionalmente la tasa de cambio mediante meros actos administrativos.

Y en cuanto al camino alternativo, o sea la flotación administrada, hay a su vez dos senderos, a saber: (a) el del *suavizamiento* de la tasa, esto es intervenciones sólo para atenuar sus movimientos cíclicos en el corto plazo; y (b) el de la tasa objetivo, esto es intervenciones cambiarias persistentes y sucesivas a fin de establecerle de modo deliberado una ruta a la tasa, pero sin anuncios previos ni compromisos sobre niveles. Sobre el particular, entre los países que se declaran en pro de la flotación libre, el 77% en realidad aplica la estrategia de tasa objetivo, el 10% la de *suavizamiento*, y el 13% la flotación pura. Y entre los que se declaran abiertamente en pro de la flotación administrada, el 89% sigue la estrategia de tasa objetivo y el resto la de *suavizamiento*.

De otra parte, el manejo simultáneo de las tasas de interés y de cambio implica intervenciones esterilizadas mediante operaciones en los mercados de TES y/o REPOS a fin de modificar la base monetaria expandiéndola o contrayéndola, y a través de compras o ventas de divisas, según el caso. Las operaciones de esterilización son para preservar el nivel de la base monetaria y el total de activos del Banco, aunque su composición se altere, y en últimas para preservar el esquema inflación-objetivo.

En cuanto a la flexibilidad de la política se refiere, es menester advertir que el Banco no fija directamente las tasas de interés de consumo, ni las de tarjetas de crédito, ni las de los CDT (certificados de depósito a término), ni las que acuerdan los bancos comerciales para sus préstamos. Solamente se ocupa de fijar la tasa primaria, que es la de intervención. El Banco determina la tasa de interés que le cobra a los bancos comerciales cuando les presta dinero, o la tasa de interés a corto plazo que les paga cuando les capta dinero. A fin de que la fijación de la tasa de interés de corto plazo por parte del Banco de la República sea efectiva en términos de los resultados que persigue la política monetaria, esa tasa de interés debe transmitirse a las demás. Por supuesto, la condición para su transmisión debida es la credibilidad en la autoridad monetaria.

En la medida en que el Banco pueda informarle al público la forma como se van a comportar en el futuro las demás tasas, puede condicionar las de más largo plazo y las expectativas futuras de las de corto. De esta manera, cuando el Banco logra manejar, hasta cierto punto, dichas tasas, empieza a influir en las decisiones de los hogares y de las empresas en materia de consumo y de inversión y, a su vez, en los precios de las acciones, de los TES, de los bonos.

Por otro lado, el manejo cambiario o manejo de las reservas, es complementario del manejo de las tasas de interés. Aunque la tasa de cambio ya no es fijada directamente por el Banco, como sucedía antes, sino que depende del juego entre la oferta y la demanda, el Banco sí puede influir en su nivel mediante actos de mercado, es decir a través con la compra o venta de divisas, según el caso

## **LOS DESAFÍOS DE LA REVALUACIÓN**

Entre el 11 de febrero de 2003, cuando el precio del dólar en pesos alcanzó su nivel máximo histórico, y el 10 de febrero de 2005, dos años más tarde, la revaluación nominal del peso era del 21%. En 2004 fue 14%. Y en 2005 alcanzó el 12.2% en promedio anual. Hoy, la competitividad cambiaria efectiva real en términos de la tasa de cambio real (TCR) es inferior en 25% a la que existía en la economía hace treinta y seis meses. Esto quiere decir que el país se ha encarecido ante el mundo en un 25%, lo cual incluye un severo contratiempo para quienes se dedican a la producción de los denominados bienes

transables de nuestra economía, es decir los exportables y los que compiten con importaciones, entre los cuales cabe señalar los textiles, las confecciones, el calzado, las manufacturas de cuero, algunos productos químicos y las artes gráficas. Sus dificultades se han agravado, además, por la competencia de China e India, las dos economías emergentes más grandes y dinámicas del planeta; por el contrabando; y por el lavado de activos. Lo mismo puede decirse de las exportaciones del agro - café, banano, flores, azúcar, aceite, frutas, acuicultura -, también muy afectadas.

Además, casi todos los precios internos del resto del agro están atados al dólar: se han impuesto los pactos de precios entre productores e industrias denominados en dólares. Es el caso del maíz, la soya, el sorgo, la yuca industrial, el algodón, las frutas, el trigo y la cebada, entre otros. Se trata, ni más ni menos, de una típica característica de la era de la globalización.

De otra parte, recientes estudios han demostrado que existe sin duda una correlación inversa entre las tasas reales de cambio y los niveles de desempleo, con dos o tres años de retraso entre la ocurrencia de un episodio y del otro. En el caso particular del cono Sur del continente y México, se ha encontrado que por cada 10% de apreciación, la tasa de desempleo tiende a crecer en 5.6%. La explicación yace en los negativos efectos directos de la revaluación sobre la cuenta comercial de los bienes transables, o sea de un castigo a la demanda interna y externa de la producción nacional (especialmente agropecuaria), y de un premio a las importaciones, al contrabando y al lavado de activos. Finalmente, una apreciación tan excesiva y prolongada como la que hemos vivido podría conducir a una depreciación igualmente abrupta y excesiva, que, por tanto, podría a su vez colocar en grave riesgo el esquema de inflación-objetivo.

¿Cuáles son las causas que producen estos fenómenos en Colombia? ¿Qué está ocurriendo? El dólar, como cualquier mercancía, está sujeto a las presiones y vaivenes de la oferta y la demanda.

Veamos. Por el lado de los ingresos de divisas por concepto de exportaciones, su notable dinamismo durante el 2004 continuó en el 2005, año en que crecieron 26.6%, en especial las destinadas a Venezuela y Estados Unidos. Ello se aplica tanto a las tradicionales (café, petróleo, carbón, ferroníquel), las cuales explicaron el 61% del crecimiento total, debido a sus altos precios del momento, como también al resto o no tradicionales, aunque

el ritmo de estas últimas comienza a declinar.

De igual manera vienen creciendo las importaciones, éstas sí a un porcentaje cada vez mayor, con un incremento del 26.7% para el 2005, entre las cuales se destacan las de bienes de capital, que lo hicieron en 38.4% en igual período.

Nuestros principales socios son Venezuela, Estados Unidos y Ecuador. La economía venezolana creció 17.3% en el 2004, 9.4% en 2005, y se estima que en 2006 lo hará en 6.4%, un ritmo decreciente pero aún muy elevado. Por su parte Ecuador creció el 6.9% en 2004, 2.8% en 2005, y se espera que lo haga en 3.5% en 2006. Y Estados Unidos, nuestro socio comercial más grande, tuvo un crecimiento del 4% en 2004, 3.6% en 2004, y se prevé para el 2006 el 3.4%.

¿Qué pasa con la tendencia alcista en los precios de nuestros principales productos básicos? Al parecer, seguirán firmes, al menos hasta el final de 2006. El petróleo en el 2003 mostraba un valor de US \$ 31 por barril, y en la actualidad está en el doble. El carbón, tomando como base el precio del carbón australiano, que es el indicador más cercano al colombiano, estaba a US \$ 27 en el 2003 y hoy se cotiza al rededor de US \$48. La tonelada de níquel subió de US \$9.629 a cerca de US \$ 15 mil en igual período. Y el café pasó de US \$0.69 la libra en el 2003, a US \$ 1.22 en la actualidad.

El otro aspecto, de fundamental importancia, que explica la revaluación, es la cuenta de capitales. A Colombia, como a buena parte del resto de América Latina, está entrando una gran cantidad de moneda extranjera, en proporciones sin precedentes, por varios otros conceptos aparte del de las exportaciones. En primer término, tras haber desaparecido virtualmente los rendimientos reales en el mundo industrializado, - particularmente en Estados Unidos, la Unión Europea y Japón -, rendimientos reales cercanos a cero e inclusive negativos -, aumentó el apetito por el riesgo en economías emergentes como las de América Latina, a través de las inversiones en títulos de deuda pública, como los TES, e inversión extranjera directa. Ello, a pesar de las alzas de las tasas de interés de la FED de Estados Unidos hasta ahora. Aunque éstas ya han comenzado a impactar las tasas de los bonos de largo plazo, cuya alza así mismo refleja las mayores expectativas de inflación en Norteamérica debido a los altos precios del petróleo.

Así las cosas, por concepto de inversiones de portafolio y endeudamiento de los nacionales en el exterior, en su gran mayoría operaciones de corto plazo, la entrada neta de capital pasó de US \$256 millones en el 2004 a US \$964 millones en el 2005, o sea un incremento del 277%. Por concepto de inversión extranjera directa, el ingreso en 2004 fue de US \$2.987 millones, en contraste con US \$5.300 millones en 2005, una suma equivalente al 4.3% del PIB, su máximo histórico, con un crecimiento del 77%. Y en cuanto a las operaciones de crédito público del Gobierno, estas crecieron de US \$1.083 millones a US \$2.889 millones en igual período, suma esta de la cual se monetizó US \$727 millones.

De otra parte, las transferencias netas durante 2004, las cuales aproximadamente en un 90% están conformadas por remesas provenientes de trabajadores colombianos residenciados en el exterior, alcanzaron los US \$3.294 millones, en tanto que en 2005 la cifra se elevó a US \$3.555 millones, o sea un incremento de 8%, muy inferior al de los últimos años debido al marchitamiento reciente del fenómeno migratorio. Por último, hay otra cuenta, esa sí por lo menos inquietante, que ha venido creciendo de forma muy notoria. Se trata de las compras de divisas a cambistas profesionales por parte del sistema financiero, las cuales fueron en 2004 de US \$1.376 millones, y en 2005 de US \$ 1.734 millones, cifra superior en 137% a la reportada en el año 2003.

## **LA RESPUESTA DEL BANCO Y SUS LÍMITES**

¿Ante estas circunstancias, qué ha hecho el Banco y cómo ha administrado su tarea prioritaria? Lo primero que el Banco cuida es la tasa de inflación objetivo, y, en consecuencia, lo que persigue prioritariamente es garantizar en el mediano plazo una inflación baja y estable.

Veamos. La meta de inflación que se había fiado para el año 2004 se cumplió de manera estricta, al haberse alcanzado el 5.5%%, es decir el punto medio del rango objetivo que había estado entre 5% y 6%. Y la meta del 2005, fijada como rango entre el 4.5% y el 5.5%, se alcanzó aún por debajo de su punto medio al haberse registrado en el 4.85%. Y

en cuanto se refiere al 2006, lo más probable es que el objetivo también se cumpla por debajo del punto medio del rango meta, que fue fijado por la Junta del Banco entre 4% y 5%. De otra parte, a la fecha aún no se sienten presiones inflacionarias de demanda. Aunque probablemente sí habrá más presiones revaluacionistas a lo largo del 2006.

Así las cosas, en realidad el mayor logro de la política macroeconómica ha sido haber podido crecer durante los últimos tres años a tasas en promedio superiores al 4% anual, y, simultáneamente, haber reducido la inflación aún a niveles inferiores a las metas. Bajo tales circunstancias, apretar la política monetaria elevando la tasa de interés de intervención del Banco cuando el PIB y el empleo están creciendo y, simultáneamente, la inflación está bajando y su meta cumpliéndose holgadamente, podría arruinar un proceso sano de expansión de la economía. Por tanto, ello no se podría justificar ante el público ni ante los mercados de cara a los fundamentos del esquema del *inflation targeting*. Ni mucho menos se podría explicar en la medida en que la pobreza y el desempleo, a pesar de su reducción (49% y 10.5% respectivamente), aún son muy altos.

En consecuencia, la Junta ha aplicado y mantenido una política monetaria expansiva a través de tres acciones fundamentales: (a) brindándole al mercado la liquidez que demande a la tasa de interés del Banco, mediante intervenciones cambiarias discrecionales, y aligerando de ese modo las fuertes presiones revaluacionistas; (b) apoyando al Gobierno en la sustitución de su deuda externa por deuda interna; y (c) sin perjuicio de haber inducido reducciones en las tasas de interés, aún en niveles más altos que las externas.

Ahora bien, mientras el exceso de divisas en 2004 generado por el sector real privado de la economía fue de US \$3.281 millones, en 2005 ascendió de US \$4.249 millones. Ante semejante desafío cambiario, el Banco adquirió en el primero de los dos años la suma de US \$2.904 millones, de la cual le vendió al Gobierno US \$500 millones que este destino al pago de deuda externa, acumulando el Banco el resto de las reservas. Y en 2005 la intervención fue de de US \$4.658 millones, (la mayor de la historia de Colombia), de la cual le vendió al Gobierno US \$1.250 millones para el pago anticipado de una onerosa deuda contraída con el BID. Algunos analistas calculan que sin semejante intervención la tasa representativa del mercado (TRM) podría estar en \$1.500.

Sin embargo, pese a este esfuerzo, la efectividad del manejo cambiario ha estado limitada por operaciones de crédito e inversión de corto plazo con recursos externos, atraídas por el diferencial entre nuestras tasas de interés y las externas, de un lado. Y, del otro, por lavado de activos originado en narcotráfico, contrabando, sobre y sub facturación de exportaciones e importaciones, y arbitraje de divisas, que no controla la autoridad monetaria.

Con tasas externas más bajas que las internas (las reales aún cerca de cero), la búsqueda de rendimientos incentiva el *carry trade*, o sea endeudamiento barato en moneda extranjera para préstamos de corto plazo e inversiones en papeles y/o TES. Luego urgían y urgen otras medidas. Por ende, la Junta, en su sesión del 16 de septiembre de 2005, tomó las siguientes decisiones: (a) reducción de 50 puntos base de la tasa de interés de intervención (1/2 punto %); (b) venta al Gobierno de US \$3.000 millones más para pago de deuda externa; y (c) tras esa nueva venta de reservas, continuación de intervención discrecional en el mercado cambiario

## **MEDIDAS COMPLEMENTARIAS A LAS DEL BANCO**

Finalmente, se requieren acciones urgentes y trascendentales por parte de otras órbitas del Estado, diferentes a la propia del Banco de la República. Para empezar, el ajuste fiscal resulta indispensable y apremiante. El desequilibrio fiscal es una de las más poderosas fuentes de presión al alza sobre las tasas de interés real internas, a su vez asociadas con percepciones de mayor riesgo por parte de los inversionistas. Tasas que, por tal razón, han terminado atrayendo con mucha más fuerza flujos provenientes del exterior de capital de corto plazo que inversiones productivas de capital fijo.

Sin embargo, a pesar de que la porción del gasto público dentro del PIB se está reduciendo, y del buen comportamiento de los ingresos tributarios y de las finanzas territoriales durante el año 2005, que prácticamente lograron cerrar el déficit del sector público consolidado en el ejercicio que terminó, de todas maneras el sector del Gobierno central requiere ingresos adicionales, pues mayores recortes por el lado de los ingresos

todos los días serán más difíciles de alcanzar. Las transferencias a las regiones, los pagos al sistema de seguridad social, y el servicio de la deuda, son quizás los tres frentes de mayor inflexibilidad y dificultad. Luego urge adelantar la tan anhelada reforma tributaria que, al tiempo de disminuir las tarifas del impuesto de renta tanto para empleadores como para empleados, amplíe de manera sustancial la cobertura y le garantice más altos ingresos al fisco.

Sobre las inversiones de los fondos de pensiones, una mayor exposición externa de sus inversiones contribuiría a revertir, o al menos detener, la apreciación. Y a acercar las tasas de interés real internas de largo plazo a las externas. Por tanto, hay que incentivar a los fondos tras este propósito. Y, en segundo término, a fin de contrarrestar su carácter procíclico y la resultante volatilidad cambiaria, se debería limitar la velocidad con que os fondos de pensiones puedan modificar sus portafolios de inversión extranjera, de suerte que sean menos activos en transar y más activos en mantener dichas inversiones.

Y en materia de regulación prudencial por parte de la Superintendencia Financiera, por lo menos se deben adelantar tres medidas: (a) medición apropiada de los riesgos de tenencia de TES en los balances de la banca comercial para efectos de los requerimientos de patrimonio técnico, a fin de evitar el desmedro de la cartera, las tasas y el acceso al crédito; (b) desalentar descalces cambiarios originados en el prepago de deudas que son sustituidas por pasivos en moneda extranjera sin contar con contrapartidas en activos en divisas; y (c) propiciar y regular la competencia en el sector financiero a fin de prevenir eventuales abusos de posición dominante en el mercado financiero de cara a los márgenes de intermediación y a prácticas de *related lending*, o sea préstamos bancarios a empresas de los mismos grupos a los cuales pertenezcan los intermediarios financieros.

Muchas gracias.

Ibagué, Marzo de 2006

- 
- Ibaguereño; economista de la Universidad de Los Andes en Bogotá; con maestría en Economía de la Universidad de Lancaster en Inglaterra; postgrado en Gobierno, Negocios y Economía Internacional en la Universidad de Harvard en Boston; y postgrado en Alta Gerencia del Instituto de Alta Dirección Empresarial, Inalde. Fue gerente general de Texpinal y Catsa; gerente general de la Federación Nacional de Arroceros; presidente de la Sociedad de Agricultores de Colombia, SAC; fundador y director de la Corporación Colombia Internacional, CCI; presidente de la Caja Agraria; presidente del diario El Espectador; consultor en proyectos y banca de inversión en la región andina. Fue ministro de Agricultura y Desarrollo Rural entre agosto de 2002 y febrero de 2005. Y actualmente es codirector del Banco de la República.