

Respuesta a la Corte Constitucional sobre la emergencia económica

Dr. Eduardo Sarmiento Palacio

Ingeniero Civil, Universidad Nacional de Colombia; Ph.D. en Economía, Universidad de Minnesota; ha sido decano de Economía, Universidad de los Andes; asesor Junta Monetaria; subjefe Planeación Nacional; en la actualidad columnista del diario *El Espectador*, autor de siete libros y más de doscientos ensayos y artículos; director del Centro de Estudios Económicos, Escuela Colombiana de Ingeniería.

En una bien entendida aplicación del ejercicio democrático, la Corte Constitucional de la República de Colombia consultó a las máximas autoridades del país en materia económica, acerca de las causas que llevaron a declarar la emergencia económica y de las medidas adoptadas para superar la crisis, cuya dilucidación consideró indispensable dentro de los elementos de juicio para su pronunciamiento sobre la decisión oficial.

En desarrollo de tal iniciativa del alto organismo jurídico, el doctor Eduardo Sarmiento Palacio, director del Centro de Estudios Económicos de la ECI, fue invitado a aportar sus conceptos sobre asuntos tan importantes. Producto de ello es la respuesta cuyo texto presentamos a nuestros lectores en estas páginas, la cual tiene el doble mérito de referirse a temas que son de máximo interés y actualidad para todos los sectores productivos y sociales de nuestra nación, y de contener un análisis objetivo y explícito a la manera que nos tiene acostumbrados el doctor Sarmiento.

¿Cuáles son, a su juicio, las causas de la persistente revaluación del

peso frente al dólar durante 1996? ¿Es ella crítica? ¿En qué medida?

En una economía con recesión, con o sin déficit fiscal, lo normal, es que el tipo real de cambio se devalúe. En 1996 no sucedió de esa manera por fallas en el modelo económico que no son difíciles de concretar.

La revaluación es la consecuencia de la modalidad de la banda cambiaria y de las tasas de interés. Las altas tasas inducen entradas de capital que se manifiestan en una abundancia de divisas que presiona el tipo nominal de cambio por debajo de las tendencias de la inflación. Se configura un estado permanente en que la tasa de interés interna supera el rendimiento externo, definido como la devaluación anual más la tasa de interés externa. Lo grave es que el proceso es perverso. La revaluación contribuye a ampliar el diferencial de rendimientos, que a su vez, estimula mayores entradas de capitales que causan más revaluación. La economía entra en un proceso indefinido de

entrada de capitales y revaluación que inevitablemente termina en colapso.

No sobra anotar que el comportamiento antes descrito es diferente en los países con mercados flexibles. En ese caso, las tasas de interés internas tienden a igualarse con los rendimientos externos y la devaluación nominal tiende a ser compensada por una menor inflación, de suerte que el tipo real de cambio queda inmodificado. De esta manera, los flujos de capitales son fenómenos pasajeros que contribuyen a corregir las altas tasas de interés que los originaron. En la economía colombiana no ocurre así porque la inflación es determinada por las tendencias del pasado (inflación inercial) y la tasa de interés se ve interferida por las distorsiones del mercado financiero.

¿Cómo ha afectado el déficit fiscal la política cambiaria?

Por lo general se considera que el gasto público compite con los recursos de la exportación; la única forma de ampliar uno es reduciendo el otro. Así, la ampliación del gasto público resulta en la competencia entre los factores e insumos de la exportación que tiende a aumentar la inflación y a reducir el tipo real de cambio.

Las altas tasas de interés propician entradas masivas de capitales que causan revaluación, lo que a su turno induce mayores estímulos para el ingreso de capitales.

Este resultado sólo es válido en un contexto de pleno empleo. En condiciones de desempleo no hay ninguna razón para que el gasto público compita con los factores de los sectores exportadores e implique revaluación. Tal vez, la mejor ilustración está en el comportamiento de la economía colombiana en 1996, cuando las exportaciones tradicionales descendieron, la producción industrial cayó 5% en el segundo semestre y el desempleo aumentó en 50%. La movilización de estos recursos sobran-

tes de la economía hacia la industria y la agricultura para producir más y exportar más no genera ningún tipo de competencia con los recursos del gasto público ni de ningún otro sector y, por lo tanto, no tienen por qué generar inflación ni revaluación. El proceso no se da porque exista mucho gasto público sino porque la tasa real de cambio es muy baja y en esas condiciones no es rentable producir para las exportaciones y las actividades de sustitución de importaciones.

Ahora bien, si el déficit fiscal se ha convertido en una fuente de endeudamiento y revaluación, la explicación se encuentra en su financiación y en su naturaleza imprevista. La recesión económica provocó una reducción significativa de los ingresos tributarios que redundó en un aumento del déficit fiscal en 1996 del 1% del PIB con respecto a las proyecciones oficiales, lo que colocó al gobierno en una situación de insolvencia obligándolo a endeudarse a las volandas y a convertir las divisas en pesos. Esta es una evidencia contundente de que el aumento del déficit y del endeudamiento externo son simples consecuencias de la recesión, y de ninguna manera al contrario.

Los efectos de la revaluación pueden ilustrarse con una mirada retros-

pectiva. La caída del tipo real de cambio viene desde el segundo semestre de 1991, su magnitud es del orden de

El responsable de la revaluación es el Banco de la República que durante más de dos años propició y permitió una estructura persistente de tasas de interés internas superiores al rendimiento externo.

40% medida en términos de los índices al consumidor, y se agregó al desmonte arancelario de la apertura para devastar al sector productivo. La entrada masiva de importaciones desplazó la industria y la agricultura de alto valor agregado. En los últimos cinco años el área de cultivos transitorios descendió 20% y la producción industrial de productos intermedios no

muestra ningún avance. Ambos sectores tendieron a especializarse en actividades que emplean grandes volúmenes de insumos importados y sólo agregan una pequeña parte del producto, como es el caso de la agroindustria y de las actividades de ensamble, y en los sectores no transables que gozan de protección natural. Por otra parte, el bajo tipo de cambio representó un serio desestímulo para las exportaciones.

En los dos sectores se presentó un aumento de las importaciones muy superior a las exportaciones con el resultado que se sintetiza en el *cuadro 1*. Desde 1991 la balanza en cuenta corriente ha experimentado un dete-

rioro sistemático, la tendencia se agravó en 1994 cuando se puso en práctica el sistema de banda cambiaria y se dio la mayor revaluación real en la historia del país; en la actualidad el déficit asciende a US\$4.200 millones, cifra que corresponde al 5% del PIB.

Lo anterior es un resultado generalizado de todos los países que han acudido a la apertura con revaluación. En México el déficit en cuenta corriente llegó a 7% del PIB y en Argentina a 5%. Sin embargo, el desenlace ha sido distinto. En México el desajuste se corrigió con una devaluación que provocó una caída del salario real de 20% y en Argentina con severas políticas recesivas que llevaron a tasas de desempleo de 19%. La lección común de México y Argentina es que un proceso de revaluación y aumento del déficit en cuenta corriente es insostenible. Tarde o temprano los países se enfrentan a un menor acceso a los recursos internacionales que termina en crisis cambiaria o financiera.

A la luz de esta experiencia no es difícil imaginar lo que sucedería de profundizarse la revaluación. El debilitamiento de la industria y la agricultura se acentuaría, el crecimiento económico descendería, el desempleo llegaría a 15% y el déficit en cuenta corriente continuaría su marcha hasta terminar en colapso.

En su criterio, ¿la política económica del gobierno ha influido en ese fenómeno?

**Cuadro 1
BALANZA DE PAGOS**

	1991 Estimado	1992* Estimado	1993** Estimado	1994 Estimado	1995 Proyección
Cuenta Corriente	2.346,6	922,2	(2.080,8)	(2.832,8)	(4.209,8)
A. Bienes	2.959,4	1.234,1	(1.657,2)	(2.328,5)	(2.406,7)
Ingresos	7.507,4	7.263,2	7.428,5	8.572,7	10.822,0
Egresos	4.548,0	6.029,1	9.085,7	10.901,1	13.228,7
B. Servicios	(2.310,0)	(2.945,7)	(1.561,6)	(1.346,9)	(2.660,0)
Ingresos	1.983,7	2.432,1	3.084,6	4.091,5	3.892,6
Egresos	4.293,6	4.477,8	4.646,3	5.438,4	6.552,6
C. Transferencias	1.697,2	1.733,8	1.138,0	842,6	856,9

* Incluye US\$34.4 millones de provisiones.

** A partir de 1993 las reservas internacionales se valoraron a precios de mercado.

Fuente: Banco de la República.

Claro que sí. Las autoridades monetarias han persistido en el sistema de banda cambiaria que de por sí genera sesgos de revaluación. Y cuando intervienen, contribuyen a acentuar el sesgo, toda vez que cuando la tasa de cambio se pega al techo de la banda no ahorran esfuerzos para mantenerla y cuando se pega al piso la bajan. Por otra parte, aplicaron una severa política restrictiva que mantuvo las tasas de interés pasivas en 35% y las activas cerca de 50%. Así mismo, sus acciones para reducir las tasas de interés han evolucionado lentamente y las respuestas del mercado han sido todavía más lentas; luego de un año de anuncios en esta dirección, la tasa de interés activa continúa por encima de 40%. Sin duda, el gran responsable de la revaluación es el Banco de la República que, unas veces por acción y otras por omisión, ha mantenido el cuantioso diferencial entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo generando un cuantioso estímulo para la entrada de capitales con sus consecuentes efectos sobre la revaluación.

¿Cuál es, según su criterio, la causa del desmedido y acelerado endeudamiento externo de los sectores público y privado en 1996, al cual alude el Decreto Legislativo 80 de 1997?

Las causas fundamentales del endeudamiento son la apertura y la revaluación que llevaron a un exceso en importaciones sobre exportaciones, o si se quiere, a un déficit en cuenta corriente, que por definición tenía que financiarse. Ahora, el exceso de endeudamiento sobre este déficit que es lo que causa la abundancia de divisas, se origina en un excesivo estímulo privado al crédito externo generado por la diferencia entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo (devaluación nominal + tasa de interés externa).

Ahora, el endeudamiento del gobierno se explica por el déficit, pero sobre todo por su forma de financiación. En cierta forma, las autoridades económicas optaron por financiar la mayor parte del déficit con crédito externo y privatizaciones porque era la forma más fácil de subsanar

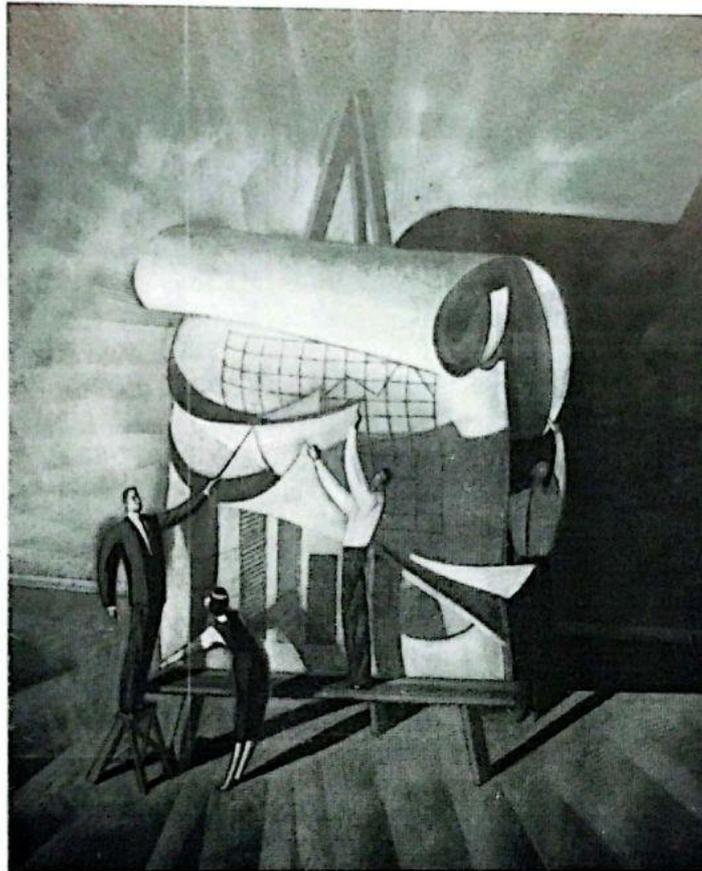
el aumento no anticipado del déficit. Si en su lugar se hubiera acudido a la colocación de títulos en el mercado o a la emisión directa, que es equivalente al endeudamiento externo cuando se convierte en moneda local, no se habría dado el ingreso de divisas ni el efecto revaluacionista.

¿En qué medida habrían podido ser evitados los fenómenos en cuestión a partir de decisiones del Congreso, del gobierno o de la junta directiva del Banco de la República con base en sus atribuciones ordinarias?

El estímulo al endeudamiento externo se hubiera podido evitar cerrando la brecha entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo. Para tal efecto, era necesario sustituir la banda cambiaria por una tasa de cambio única, cuyo ritmo de revaluación anual, por decir un número, 23%, se anunciaría por anticipado; otra posibilidad consistía en elevar la pendiente de la banda cambiaria. Así mismo, había que propiciar una reducción de la tasa de interés interna, para lo cual no bastaban las medidas de mercado. Debido a la presencia de poderes monopólicos, la ampliación del crédito no reduce significativamente la tasa de interés, en especial las de los préstamos que están expuestas a mayores prácticas monopólicas. Era indispensable actuar administrativamente para colocar las tasas de interés activas en 28% y las pasivas en 22%, inclusive en 2 puntos menos. Así las cosas, desaparecería el diferencial de tasas de interés y, en consecuencia,

el estímulo para traer crédito externo con propósitos especulativos y la abundancia de divisas que causa la revaluación.

El gobierno acudió excesivamente al endeudamiento externo porque es la forma más barata y, sobre todo, más fácil para cubrir el aumento no anticipado del déficit. La operación se hubiera podido evitar si el gobierno hubiera actuado con un mayor realismo en la interpretación de la economía y anticipado a la caída de los recaudos con un programa de reducción de gastos o de financiación para trasladar los fondos de las entidades descentralizadas en superávit al gobierno central. Ahora bien, si el gobierno no tenía más alternativa que emitir, el procedimiento indi-



cado no era hacerlo soterrado o clandestinamente por el endeudamiento externo sino por los medios constitucionales que exigen el asentimiento de todos los miembros de la junta del Banco de la República.

A su juicio, ¿los indicados fenómenos han sido para el ejecutivo totalmente imprevisibles e irresistibles? ¿Son sobrevivientes?

Los fenómenos fueron el resultado de errores de previsión o anticipación, pero eran perfectamente previsibles. Era normal que un diferencial entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo originado por las características de la banda cambiaria y el mercado financiero indujera una entrada masiva y continuada de capitales que se reflejara en una revaluación persistente e indefinida.

Tal vez, el aspecto más difícil de anticipar era el déficit fiscal, pero totalmente previsible dentro de los principios elementales de economía. En las proyecciones oficiales se preveía un aumento del gasto de 10%, un aumento de los recaudos de 14% y un déficit de 3.5% del PIB del gobierno central y de 1.5% del sector público consolidado. Exactamente las mismas previsiones aparecen en el informe de la Comisión de Gasto Público rendido en marzo de 1996. En ambos casos se ignoró la acelerada caída de la actividad económica que se presentó en 1995 y 1996 y no aparece reflejada en toda su dimensión en las cifras de cuentas nacionales. La verdad es que el monumental desplome de la actividad económica se tragó las alzas de tarifas de la reforma de 1996. El aumento de los recaudos previsto en los cálculos oficiales y en la Comisión de Gasto Público en 14% se re-

Todos los fenómenos que llevaron a motivar la emergencia económica eran conocidos y totalmente previsibles.

En la práctica se hubieran podido prevenir mediante disposiciones del Banco de la República y recortes presupuestales.

se encuentra la existencia de una alta relación entre la actividad productiva y los ingresos tributarios. Además, los indicadores confiables de la economía revelan un deterioro sin precedentes y, sin duda, mayor que el contemplado en el crecimiento de 3% de la economía. En efecto, el consumo de energía en las cuatro grandes ciudades descendió 4%, la producción bajó 3%, las ventas del comercio 4%, el empleo urbano 1%, el área de cultivos semestrales 4.5%. Frente a estos indicadores no es extraño que los recaudos tributarios hayan descendido 12 puntos porcentuales con relación con lo previsto. En este sentido, el aumento inesperado del déficit fiscal y su financiación inadecuada con endeudamiento externo fueron el producto de errores de anticipación y de apreciación del gobierno.

Tanto la revaluación como el endeudamiento eran irresistibles dentro del esque-

dujo prácticamente a 2% y el déficit del gobierno central pasó de 3.5% del PIB a 4.5% del PIB de un momento a otro. El gobierno se enfrentó a un estado de insolvencia en que el desespero lo llevó a financiarla de la forma más fácil, es decir, con la conversión en pesos de las divisas de crédito externo y las privatizaciones.

Nada de esto es sorprendente. En la teoría económica y en los estudios empíricos disponibles sobre la economía colombiana

ma de libre mercado que impera en la concepción del Banco de la República. La revaluación es la consecuencia de un sistema de tasa de cambio flexible en una economía que no es flexible y de una tasa de interés libre en un mercado financiero expuesto a todo tipo de rigideces y distorsiones. En cambio, dentro de una modalidad de cambio fijo y gradual y de una cierta regulación de la tasa de interés, para lo cual el Banco de la República dispone de claras atribuciones, el fenómeno era totalmente resistible.

En la actualidad, a su juicio, ¿hay un peligro inminente de desbordamiento monetario?

En la realidad puede ocurrir un desbordamiento monetario si se presenta un exceso de ingreso de divisas y el Banco de la República las adquiere para evitar la revaluación. Así mismo, se puede presentar si el gobierno genera un déficit fiscal que no puede financiarse con traslados de ahorro privado al sector público. En tal caso, el gobierno se vería obligado a emitir por la vía del endeudamiento externo o de créditos directos del Banco de la República.

¿Qué tan grandes pueden ser las entradas de divisas? La economía tiene un cuantioso déficit en cuenta co-

La causa del endeudamiento del gobierno fue el desplome de la actividad económica que ocasionó una caída de los ingresos tributarios de 10% con respecto a las proyecciones y un aumento no anticipado del déficit de 1% del PIB.

rriente, es decir, los ingresos corrientes son inferiores a los egresos. El excedente de divisas se presenta en la medida en que el endeudamiento supere el déficit en cuenta corriente, lo cual sólo se da bajo condiciones muy especiales. Una de ellas es que la diferencia entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo sea tan grande que propicie una entrada masiva de endeudamiento orientado a sustituir

la deuda interna o para obtener grandes ganancias en el corto plazo. La experiencia reciente revela que las sumas que pueden moverse por ese conducto pueden ser inimaginables y muy superiores a las posibilidades de absorción de la economía colombiana. Si las autoridades monetarias mantienen la banda cambiaria para evitar la revaluación, bien podría darse un desbordamiento monetario. Sin embargo, esta situación es relativamente improbable. El sistema de bandas cambiarias y las normas constitucionales y legales están hechas para que esto no ocurra. En general se establece que en caso de conflicto sobre la política cambiaria debe predominar aquella posición que le dé prioridad a la inflación. En consecuencia, se puede esperar que luego de un proceso largo de emisión la junta proceda a bajar la banda cambiaria. En tal caso, la crisis se daría en el tipo real de cambio y en la destrucción de la economía.

La posibilidad del gobierno es menos grave. En la actualidad el déficit del gobierno central gira alrededor de 4.5% del PIB y el déficit del sector público consolidado que es el que cuenta para efectos económicos y financieros de 2.5% del PIB. Si se tiene en cuenta la tasa de ahorro y el tamaño del mercado de capitales en Colombia, no hay razón para esperar mayor dificultad para financiar una suma de 1.5% del PIB. De esta manera, la emisión por

conducto de endeudamiento o de la emisión directa sería del orden del 1% del PIB que puede ser absorbida dentro del marco de una expansión monetaria compatible con la inflación. En fin, los riesgos de un desbordamiento monetario se relacionan con un desequilibrio muy grande entre los rendimientos externos o internos o con un déficit fiscal de más de 2.5% del PIB. Sin embargo, ambos eventos son de baja probabilidad.

Para contrarrestar los fenómenos de revaluación del peso frente al dólar y el acelerado endeudamiento externo de los sectores público y privado, ¿es indispensable establecer un tributo como el contemplado en el Decreto Legislativo 81 de 1997? ¿O podrían sortearse tales fenómenos de otra manera, con base en las atribuciones ordinarias del Congreso, el gobierno o la junta directiva del Banco de la República?

El impuesto al endeudamiento externo es una forma indirecta de elevar la pendiente a la banda cambiaria y así cerrar la brecha entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo. Si bien contribuye a desestimular el endeudamiento y acelerar la devaluación, está expuesta a todo tipo de efectos arbitrarios y compensatorios que hacen muy incierto el resultado final. Los objetivos se podían sortear en forma más cierta y controlada mediante determinaciones directas y ciertas del Banco de la República. Bastaba elevar el piso de la banda cambiaria a 23% y reducir administrativamente las tasas de interés activas, pasivas y los títulos de participación.

El impuesto al endeudamiento impide la aplicación de otros instrumentos más adecuados e idóneos. Así, la disposición significa una elevación de los costos de las importaciones que reduce las posibilidades de elevar la banda cambiaria o establecer un tipo de cambio único. Del mismo modo, estimula la sustitución de la financiación externa por la interna ocasionando una presión alcista sobre las tasas de interés. Paradójicamente, el tributo se torna en una limitación para subir la banda cambiaria y bajar las tasas de interés que constituyen los medios más efectivos para promover la devaluación controlada y reactivar la economía.

CONCLUSIONES

A continuación se presentan en forma resumida las respuestas a las preguntas del magistrado José Gregorio Hernández Galindo.

A. Las causas de la persistente revaluación son el sistema de banda cambiaria y las elevadas tasas de interés. Los dos elementos han generado un círculo vicioso en el cual las altas tasas de interés propician entradas masivas de capitales que causan revaluación, lo que a su turno induce mayores estímulos para el ingreso de capitales.



CEDIEL
INGENIEROS
ASOCIADOS LTDA

INTERVENTORIA GERENCIA DE OBRA ASESORIAS

Transv. 18B No. 97 - 32
Teléfono: 256 16 76
Santafé de Bogotá, Colombia

La situación de la revaluación es crítica. En los últimos años el tipo real de cambio descendió cerca de 40%. De continuar la tendencia, la economía se vería abocada a un mayor deterioro de la industria y la agricultura, el aumento del desempleo y la ampliación del déficit en cuenta corriente hasta precipitarse en colapso cambiario.

B. Claro que sí. La política del gobierno ha influido en dos sentidos. En primer lugar, ha persistido en el sistema de bandas cambiarias, que de por sí genera presiones en favor de la revaluación, y cuando ha intervenido lo ha hecho para acentuar el sesgo. En segundo lugar, desde finales de 1995 estuvo empeñado en una severa política restrictiva que mantuvo tasas de interés activas de 50% y pasivas de 35%. Luego, cuando se dio cuenta del error e intentó remediarlo, las acciones han sido lentas y aun más lentas las respuestas del mercado. Entonces, el responsable de la revaluación es el Banco de la República que durante más de dos años propició y permitió una estructura persistente de tasas de interés internas superiores al rendimiento externo que induce la entrada indefinida de capitales y la revaluación persistente.

C. La causa del excesivo endeudamiento del sector privado en 1996 fue la diferencia entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo. A su turno, la causa del endeudamiento del gobierno fue el desplome de la actividad económica que ocasionó una caída de los ingresos tributarios de 10% con respecto a las proyecciones y un aumento no anticipado del déficit de 1% del PIB, lo que generó una situación de insolvencia que precipitó al gobierno a financiarlo con créditos externos y privatizaciones, cuyas divisas monetizó gracias a los buenos oficios de la junta del Banco de la República.

D. El endeudamiento privado hubiera podido regularse mediante decisiones del Banco de la República orientadas a modificar el sistema

cambiario y regular administrativamente las tasas de interés. Las dos medidas en conjunto hubieran eliminado el excedente de divisas e impedido la revaluación. Por su parte, el endeudamiento del gobierno hubiera podido evitarse mediante un mejor análisis de la actividad de la economía colombiana que permitiera identificar la caída de los recaudos tributarios y el aumento del déficit y, en consecuencia, reducir el gasto o buscar mecanismos de financiación interna que fueran más adecuados que el endeudamiento externo.

E. Todos los fenómenos que llevaron a motivar la emergencia económica eran conocidos y totalmente previsibles. En la práctica se hubieran podido prevenir mediante disposiciones del Banco de la República y recortes presupuestales. En tal sentido, se trata de una crisis previsible, resistible y sobreviviente.

F. El desbordamiento monetario se podría presentar por una entrada

La emergencia económica se declaró para introducir disposiciones tributarias.

Las medidas son opuestas al propósito de reactivación y no garantizan una reducción significativa del déficit fiscal.

masiva de endeudamiento del sector privado y por su consecuente monetización por parte del Banco de la República para evitar la revaluación. Así mismo, podría ocurrir si el déficit del Banco de la República superara el 2.5% del producto interno bruto. Ambos eventos aparecen de baja probabilidad.

G. No era necesario establecer el impuesto al endeudamiento. El dispositivo

está orientado a presionar una elevación del tipo de cambio superior a la pendiente de la banda cambiaria y reducir la brecha entre la tasa de interés interna y el rendimiento externo (devaluación nominal anual más tasa de interés externa). Si bien contribuye a desestimular el endeudamiento y acelerar la devaluación, su aplicación genera toda clase de efectos compensatorios y contradictorios que hacen muy incierto el resultado. Ambos objetivos hubieran podido sortearse en forma directa dentro de mayor certeza y control mediante disposiciones de la junta del Banco de la República en materia cambiaria y regulación de tasas de interés.

Quisiera concluir con una reflexión general. La emergencia económica se declaró para introducir disposiciones tributarias. Las medidas son opuestas al propósito de reactivación y no garantizan una reducción significativa del déficit fiscal. Por su parte, los objetivos en materia de endeudamiento y la revaluación se habrían podido lograr en forma más adecuada con disposiciones regulares de la junta del Banco de la República y del gobierno. Así las cosas, la emergencia no era necesaria para obtener las finalidades que la motivaron. ▽

