

Comentario Económico del día



Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Alejandro González

Mayo 18 de 2011

TES y política monetaria: ¿en cuerpo ajeno?

Aunque el Banco de la República (BR) tiene por oficio ser el “banquero” del gobierno, administrando sus excesos de liquidez, a nadie se le ocurriría recomendar que el BR liderara la política fiscal. De otra parte, si bien el gobierno recibe los réditos (netos) del manejo monetario y cambiario a través de las utilidades cuasifiscales, a *casi nadie* se le ocurriría recomendar que el gobierno pasara a liderar la política monetaria-cambiaria.

Sin embargo, Colombia está pronta a presenciar un curioso experimento, en el cual el gobierno pasaría a liderar esa política. Se trata del artículo 269 del Plan Nacional de Desarrollo, que autorizó al gobierno a emitir títulos de tesorería para la realización de operaciones de control monetario. Parece ser que el BR ha tenido segundos pensamientos sobre las supuestas bondades de la aprobación que recibiera para emitir sus propios títulos, según la Ley 1328 de 2009. Imaginamos que ahora el BR y el gobierno se han percatado del potencial problema de “cuasi” *crowding-out* que generarían estos títulos compitiendo con los TES. Este problema lo habíamos venido señalando desde que se demandara la supuesta inconstitucionalidad del artículo 53 de la Ley 31 de 1992 (ver *Informe Semanal* No. 986 de Julio de 2009).

Aunque el BR ha salido airoso en la lucha contra la inflación tras la adopción de la flotación cambiaria y de la estrategia de Inflación Objetivo (IO), ello requirió enmendar los indebidos coqueteos con el Ejecutivo (2003-2006). Como se recordará, fueron épocas en las que públicamente el Presidente dictaba por los micrófonos al BR sus preferencias por no elevar tasas y acumular, a cualquier costo, reservas internacionales. Fueron los años negros de las llamadas metas duales monetarias-cambiarías, que llevaron a desbordes monetarios que, afortunadamente, se lograron atajar en 2008-2009.

Ahora la apreciación cambiaria de 2011 plantea nuevamente una encrucijada para el BR, pues carece de títulos TES suficientes para realizar las esterilizaciones requeridas de sus intervenciones cambiarias (anunciadas ahora hasta junio de este año). Para evitar el mencionado cuasi *crowding-out* que le generaría

Continúa



CitiPhone: servicio 24 horas al día, los 365 días del año:
Acceda a nuestros servicios a través de nuestro sistema automático de audio.



Productos y Servicios Financieros ofrecidos por Citibank - Colombia S.A. Citi y el diseño del arco es una Marca Registrada de servicios de Citigroup Inc. Citi Never Sleeps es una marca de servicios de Citigroup Inc.

Director: Sergio Clavijo

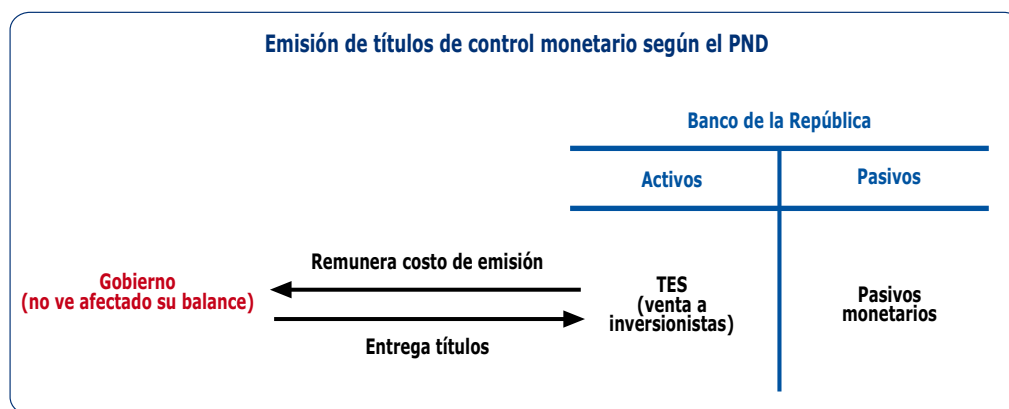
Con la colaboración de Alejandro González

la emisión de sus propios títulos, el BR y el gobierno se han metido en el galimatías de delegar parte de la política monetaria-cambiaria en el fisco. La idea es que con estos TES, compensados en las cuentas del Emisor, se cuenten con papeles para realizar la esterilización. La Ley aclara que los TES no podrán usarse para financiar apropiaciones presupuestales y que el BR se encargará de remunerar los costos asociados a su emisión (ver gráfico adjunto).

En todo esto existen contradicciones de política monetaria y fiscal. Estratégicamente hablando, el fisco busca alargar su duración media modificada, mientras que los bancos centrales quieren manejar títulos de alta liquidez y de corto plazo. El neto de estas políticas se refleja en el balance cuasifiscal, donde se muestran las utilidades que generan las RIN, de una parte, y los costos de la política monetaria y de la esterilización cambiaria, de la otra.

¿Por qué nos hemos visto abocados a este sainete de “innovaciones intervencionistas” en lo monetario y en lo cambiario en esta fase 2010-2011? Básicamente porque el propio BR y el gobierno no han sabido realizar un cuidadoso inventario del éxito que se tuvo en 2008-2009 al enmendar los errores del período 2003-2007. En esta última fase, el BR recurrió al arsenal existente y relativamente probado en diversos episodios: i) para enfrentar los excesos de liquidez se usan las señales de la tasa de interés repo-central y, para redoblar su efecto, se recurre temporalmente a encajes; ii) para enfrentar la fase de sobreapreciación cambiaria por un excesivo endeudamiento externo privado se usan los encajes sobre esa fuente (donde ha quedado probado que eliminar la exención tributaria sobre intereses poco ha servido); y iii) para enfrentar los capitales golondrina, cuya suma de renta fija-renta variable ya supera los US\$8.000 millones, se usan los impuestos *a-la* Tobin y se ordena la estadía del principal de esas inversiones a un horizonte de por lo menos de un año.

Este experimento de “en cuerpo ajeno” (el fisco haciendo la política del BR) nos recuerda el estruendoso fracaso que tuvo una política similar bajo la Administración JFK (1962) en Estados Unidos. En aquella época también se pensó que los costos de la política fiscal podrían alterarse a través de emitir títulos del Tesoro a corto plazo, desplazando el trabajo del Fed hacia el fisco, pero la curva no cambió y, por el contrario, se introdujo ruido a la política monetaria. Por lo general, estas estrategias son riesgosas, así en el corto plazo luzcan excitantes.



Fuente: elaboración Anif.