

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Septiembre 9 de 2015

Parsimonia y Eufemismos: peligroso coctel macroeconómico

Por estos días de dificultades macroeconómicas a nivel global, los mensajes eufemísticos de los gobernantes se han puesto a la orden del día. Por ejemplo, frente a la consolidación del tercer paquete de salvataje financiero para Grecia, y violando la votación del referendo, las autoridades del Banco Central Europeo hablaban de “una verdadera voluntad de acuerdo fiscal”. Sin embargo, el mundo financiero bien sabe que sin la condonación de otro 30%-40% en el valor del principal de la deuda, ahora bordeando el 180% del PIB, Grecia no será viable. De hecho, hasta el FMI ha expresado sus dudas sobre la sostenibilidad fiscal de Grecia y sobre la posibilidad de retomar pronto tasas de crecimiento de su PIB-real a ritmos del 2%-3% anual, tras haberse contraído el PIB de Grecia cerca de un 30% real, en el acumulado 2007-2015.

En Colombia, los eufemismos también abundan. Por ejemplo, el MHCP nos habla de un “ajuste presupuestal inteligente”, reduciendo la relación gasto (sin servicio de la deuda)/PIB del 20.1% en 2015 hacia el 19.3% en 2016. Pero los ciudadanos de a pie se preguntan, y con razón: ¿Qué tan inteligente es estar recortando el gasto de inversión, el verdaderamente productivo, del 5.6% del PIB en 2015 hacia el 4.7% del PIB en 2016? Este reparo es pertinente debido a que es bien sabido que el talón de Aquiles de nuestra baja productividad, especialmente exportadora, radica en la carencia de infraestructura, la cual no podrá ser financiada en su totalidad a través de concesiones viales. También se nos dice que la confianza inversionista dependerá de la “credibilidad de la Regla Fiscal”, pero lo que no explica en detalle el MHCP es cómo piensa cerrar los faltantes para honrar dicha regla.

De tiempo atrás, el gobierno viene dilatando la presentación ante el Congreso de una reforma tributaria estructural que logre incrementar el recaudo en al menos 2% del PIB, tal como lo ha sugerido recientemente la Comisión de Expertos Tributarios (ver *Informe Semanal* No. 1276 de julio de 2015). Así, en este frente fiscal lo que tenemos es una peligrosa parsimonia, dando a entender que la devaluación peso-dólar, ahora al galopante ritmo del 60% anual, se encargaría, por sí sola, de solucionar los problemas tributarios, pensionales y de elevada informalidad laboral.

Hasta nuestro Banco de la República (BR) está recurriendo a los eufemismos económicos, mezclándolos de forma algo preocupante con la parsimonia fiscal. Por ejemplo, los mensajes recientes del BR nos hablan de una “desaceleración ordenada”, en línea con su revisión a la baja del pronóstico de crecimiento del 4.3% que se tenía un año atrás al 2.8% (o menos) para 2015, según sus pronunciamientos más recientes. El BR hace bien en no batallar una desaceleración global a través de pensar en bajar sus tasas de interés. Es claro que

Continúa

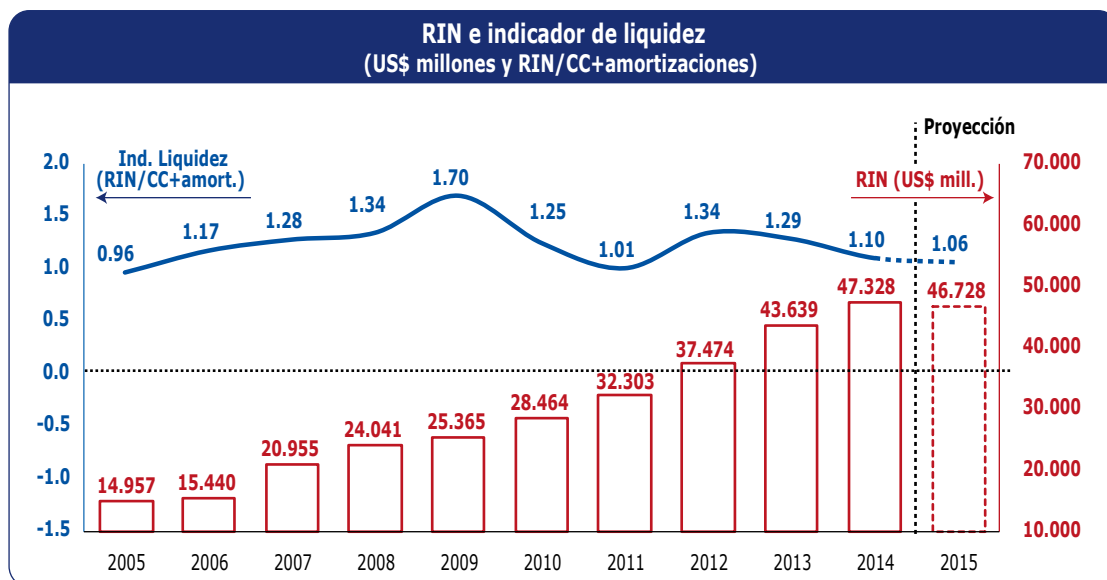
Director: Sergio Clavijo

tal desaceleración es el resultado de una marcada reversión en los términos de intercambio respecto de un súper-ciclo de altos precios de *commodities*. Como Colombia se atrasó una década en llevar a cabo la llamada “agenda interna”, dicha reversión terminará reduciendo nuestro potencial de crecimiento del 4.5% anual hacia el rango 3.5%-4% anual.

Pero el BR podría estarse equivocando en su adjetivo de desaceleración “ordenada”, pues no necesariamente la flotación cambiaria implica “inacción” en el frente monetario. Esto quiere decir que el BR dejó pasar la oportunidad de calmar las expectativas de devaluación, hace unos cuatro meses, cuando el ritmo de depreciación era del 25% anual. En ese entonces, Anif sugirió explorar los esquemas *put/call*, sabiéndose el estrecho margen que ofrecían las RIN, para moderar la transmisión sobre la inflación del costo de los importados (ver gráfico adjunto). Decíamos en abril de este año que “el hecho de no haber usado las opciones para contener la volatilidad cambiaria indudablemente le estaría restando campo de acción, antes de quedarse el BR detrás de la curva de rendimientos” (ver *Comentario Económico del Día* 14 de abril de 2015).

Ahora, con devaluaciones del 60% anual y con riesgos de que el precio del petróleo continúe cayendo hacia el rango de US\$45-50/barril en el Brent, no parece quedar otra alternativa que recurrir a elevar la tasa repo en unos 50pbs antes de finalizar 2015, o de lo contrario estaríamos comprando un tercer problema para Colombia: el inflacionario, además del fiscal y del cambiario (ya comentados).

Quienes hemos participado de las Juntas del BR sabemos que existe una regla tácita que revela la importancia de contar con un Banco Central independiente: *frente a la parsimonia fiscal, el antídoto es el activismo monetario para contener los desbordes presupuestales y/o la postergación tributaria.* Si, además, las RIN lucen insuficientes para financiar el faltante de la cuenta externa, deficitaria en 6.5% del PIB en 2015, entonces el entendido es que le corresponde al gobierno y a sus entidades (incluyendo Ecopetrol) usar su colchón de endeudamiento para monetizar los faltantes que habrán de evitar el “*over-shooting*” que hoy muestra la tasa de cambio de Colombia. La marcada devaluación frente al dólar, al igual que en Brasil, nos ha hecho ingresar ya al “club de los más frágiles”, sin que aún merezcamos entrar al “club de las buenas prácticas macro-fiscales”.



Fuente: cálculos Anif con base en Banrep.