

## **Notas para la intervención de José Darío Uribe, Gerente General del Banco de la República, en el informe para el diseño de la regla fiscal**

### **I. Introducción**

- Plan: responder dos preguntas:
  1. ¿Para qué una regla fiscal en Colombia si existe el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP)?
  2. ¿Cómo entra la Regla Fiscal en el marco general de la política macroeconómica?

### **II. ¿Para qué una regla fiscal si existe el MFMP?**

- Recordemos: el MFMP define:
  - i) Una meta de balance primario consolidado del SPNF para el año siguiente;
  - ii) Unas metas indicativas para los 10 años posteriores, de forma tal que permita hacer sostenible la deuda pública.
- El MFMP ha sido, sin duda, un avance institucional importante en Colombia por, al menos, tres razones:
  - i) Centra el diseño y la discusión del Presupuesto Nacional en un marco de sostenibilidad de las finanzas públicas,
  - ii) Obliga a la consideración de los efectos de la política fiscal sobre el tamaño de la deuda pública, y de su senda temporal,
  - iii) Requiere una evaluación de la vulnerabilidad de las finanzas del Estado ante choques macroeconómicos relevantes.
- El MFMP tiene, sin embargo, algunos vacíos, adicional a los relacionados con la transparencia de las metas y procedimientos de la política fiscal. Me concentraré en dos de ellos.
  - i) El primero es que el MFMP no descuenta el efecto que tiene el ciclo económico sobre los ingresos y gastos del gobierno, de manera que se pueda identificar sus componentes permanentes y transitorios para fijar una postura fiscal de largo plazo. Por consiguiente, la política fiscal derivada del MFMP puede terminar estimulando la economía en momentos de “recalentamiento” y “enfriándola” en momentos de desaceleración. Esta prociclicidad de la política fiscal, que por sí mismo es inconveniente, tiene el agravante adicional de recargar el ajuste de la política macroeconómica en la política monetaria, con efectos negativos sobre el desarrollo del sector privado.

La explicación de lo anterior es la siguiente: en la fase ascendente del ciclo económico, los recaudos tributarios tienden a elevarse temporalmente junto con la base de los impuestos. Ayudado por el incremento temporal en los recaudos, los gobiernos tienden a gastar más, sin necesariamente comprometer la sostenibilidad de la deuda. Ese mayor gasto, que tiene el riesgo de volverse permanente, alimenta el período de auge y puede llegar a hacerlo insostenible.

Así mismo, en la fase descendente del ciclo, los tributos crecen lentamente o caen y los gobiernos tienden a recortar el gasto, especialmente si, al mismo tiempo, la disponibilidad de fuentes de financiamiento internas y externas se estrecha. Sin embargo, como se dijo antes, la caída de los ingresos tiene un componente temporal o cíclico que, si no se tiene en cuenta en la definición de la política fiscal, puede terminar acentuando la desaceleración de la economía.

En general, la experiencia de Colombia y muchas otras economías emergentes sugiere que la política fiscal tiende a ser pro-cíclica. Instituciones fiscales como la regla fiscal ayudan a revertir esa tendencia, contribuyendo a un funcionamiento más estable de la economía.

- ii) El segundo tiene que ver con las enormes implicaciones fiscales y macroeconómicas de un sector petrolero en expansión. En primer lugar, los flujos de caja derivados de la actividad petrolera varían fuertemente en el tiempo. Por lo tanto, si todos los ingresos petroleros se gastan al tiempo que van entrando a la economía, se amplían las fluctuaciones del gasto y del producto. Esto tiene las consecuencias negativas anotadas anteriormente.

Segundo, el petróleo es parte de la riqueza de los países que lo poseen. Cuando se extrae del subsuelo o de los mares, ese activo natural se convierte en un activo financiero. Así mismo, esa riqueza nacional pertenece, no solo a la generación actual sino a las futuras generaciones. La política fiscal debe tener en cuenta estos aspectos, asegurando que la riqueza petrolera sea distribuida de manera equitativa entre las generaciones.

Tercero, los ingresos petroleros tienen impacto sobre la competitividad y los costos relativos del país. Tanto en la fase de inversión en exploración y explotación, como en la fase de extracción y venta del petróleo hay un factor tendiente a la apreciación real de la moneda. Esto puede llegar a afectar negativamente el desarrollo del sector transable no petrolero de la economía.

En sus proyecciones, el MFMP incorpora los mayores ingresos fiscales provenientes de la explotación petrolera en la senda de la deuda pública. Sin embargo, a partir de él no es fácil derivar acciones predecibles de política que contrarresten las fluctuaciones económicas asociadas a los choques de precios o cantidades producidas de petróleo. Tampoco contempla políticas

que enfrenten el tema de equidad intergeneracional o que ayuden a moderar la apreciación de la tasa de cambio real.

- Una regla fiscal como la que presenta el Gobierno en el día de hoy tiene elementos que complementan y fortalecen el MFMP en las dos áreas descritas anteriormente:
  - i) La regla reduce el riesgo de adoptar posturas fiscales pro-cíclicas, en la medida que fija una meta de déficit primario corregido por el ciclo económico. Esto significa que, como mínimo, los mayores recaudos debidos a un auge económico se ahorran o son destinados a reducir la deuda pública. Esto facilita que el gobierno pueda generar un mayor déficit en la fase de desaceleración económica, sin comprometer la salud de las finanzas públicas.
  - ii) Por su parte, en relación con los retos macroeconómicos y fiscales de un sector petrolero en expansión, la regla fiscal contribuye a enfrentarlos al tener en cuenta las fluctuaciones de los precios y las cantidades de petróleo alrededor de su tendencia de largo plazo. De esa manera, en las épocas de bonanza petrolera, el Gobierno se ve obligado a ahorrar o reducir los niveles de deuda, distribuyendo sus beneficios en un período largo y entre varias generaciones. En la medida que la regla propuesta contribuye a aislar la economía de las fluctuaciones en los precios y las tasas de extracción del sector petrolero, se reduce el riesgo de fluctuaciones indeseables en el gasto público, los impuestos y la actividad económica.

La experiencia de varios países muestra los peligros de bonanzas de precios o producción de petróleo (u otros productos básicos). Muchas veces, cuando esto ocurre, los gobiernos comienzan a elaborar sus presupuestos basados en fuentes de ingresos futuros que consideran ciertos y permanentes. El resultado es que gastan buena parte de esos ingresos o, incluso, expanden el gasto más rápidamente que los ingresos efectivamente recibidos. Los desequilibrios públicos que resultan durante este proceso son difíciles de corregir cuando las bonanzas desaparecen, la tasa de cambio real se aprecia y el sector transable no petrolero se debilita.

Si bien la regla fiscal no revertirá necesariamente la tendencia a la apreciación de la moneda local que puede originar la expansión del sector petrolero, sí contribuirá a moderar las fluctuaciones de dicha tasa que podrían resultar de políticas fiscales pro-cíclicas. Esto evita que sectores transables competitivos a largo plazo desaparezcan ante un aumento fuerte y transitorio del precio internacional del petróleo.

La regla fiscal también contribuirá a un ajuste macroeconómico balanceado entre la política monetaria y fiscal ante una bonanza petrolera, lo cual redundará en menores riesgos sobre la estabilidad financiera del país. Al ser menores las fluctuaciones de la tasa de cambio, igualmente lo serán las fluctuaciones de

los precios de los bienes transables y de la inflación. Por lo tanto, las tasas de interés, determinadas por la respuesta de política monetaria, podrán tener cambios menos pronunciados por períodos largos, reduciéndose así la probabilidad de que se conformen excesos crediticios o de inversión en proyectos demasiado riesgosos.

### III. ¿Cómo entra la Regla Fiscal en el marco general de la política macroeconómica?

- Paso entonces a analizar el papel de la regla fiscal en el marco general de la política macroeconómica, en particular en una economía con un sector minero energético en expansión.
- El auge minero-energético proyectado tendrá serias implicaciones para la economía colombiana. Entre estas quiero hacer referencia a dos:
  - i) Muy probablemente producirá un abaratamiento relativo de los bienes transables en términos de los no transables, reduciendo la rentabilidad relativa de los sectores productores de los primeros. Esto se debe a que, inicialmente, la inversión requerida para la exploración y explotación de las minas y yacimientos requiere entradas de capital sustanciales por inversión extranjera directa que, todo lo demás constante, apreciarán el peso en términos reales. Posteriormente, el aumento del ingreso nacional derivado de las ventas del sector minero energético se reflejará en una mayor demanda agregada, la cual presionará al alza los precios relativos de los bienes y servicios no transables, cuya oferta está limitada a lo que se produzca localmente, en contraste con la oferta de bienes transables, que pueden ser importados.
  - ii) Muy probablemente elevará la sensibilidad de la economía y las finanzas públicas ante las fluctuaciones de los precios internacionales y las cantidades producidas/exportadas de petróleo, sus derivados, carbón, níquel y oro, alterando el comportamiento macroeconómico a lo largo del ciclo económico. Por ejemplo, dada su importancia creciente, una bonanza de exportación de petróleo puede conducir a excesos de gasto interno, aumento de la inflación y expansión significativa del crédito (si la tasa de cambio nominal no se aprecia). En el extremo, puede comprometerse la estabilidad financiera, si se genera una burbuja de los precios de los activos y un sobre-endeudamiento del sector privado. Estos no son solo riesgos hipotéticos, sino rasgos de nuestra experiencia pasada y de la de otros países de la región.
- En este contexto, los objetivos de la política macroeconómica pueden entenderse en términos de los fenómenos señalados. Por un lado, si no se considera conveniente una reducción significativa de la participación de los sectores transables no mineros en la economía, en ausencia de mejoras sustanciales en la productividad de estos sectores, será necesario un aumento del ahorro nacional que mitigue la apreciación real y el aumento de los precios relativos de los bienes no transables. En el horizonte de una década, la forma más expedita de lograr este objetivo sería a través de incrementos del ahorro

público. Este es un criterio que debe ser incorporado en las metas de deuda pública del MFMP y la regla fiscal.

- Por otro lado, ante fluctuaciones transitorias de los precios/volúmenes de exportación de petróleo y minerales, el marco general de la política macroeconómica debe propugnar por mantener el producto y el gasto de la economía en niveles sostenibles a largo plazo, y garantizar la estabilidad financiera y de precios. Para esto, el marco apropiado de política descansa en varios pilares que garantizan un comportamiento contra-cíclico de la misma.

- i) En primer lugar, la política monetaria debe concentrarse en mantener una inflación baja y estable, y un gasto agregado en niveles sostenibles. Esto requiere evitar asignarle a la política monetaria un objetivo de tasa de cambio real y se facilita si se mantiene un régimen de tasa de cambio flexible. La política monetaria es impotente para mantener un nivel específico de la tasa de cambio real de manera duradera. Si se establece una tasa de cambio nominal fija o semifija en medio de un boom exportador, se requiere eventualmente reducir de manera apreciable las tasas de interés y expandir significativamente el crédito interno. Esto termina generando aumentos del gasto y la inflación, y apreciación real por esta vía. Además, la expansión crediticia eleva la fragilidad financiera de firmas y hogares.

La flexibilidad cambiaria es conveniente también porque induce a los agentes locales a internalizar el riesgo cambiario y evita, por ende, descalces cambiarios excesivos que debiliten la estabilidad financiera. La ausencia de descalces cambiarios grandes es una condición necesaria para evitar apretar la política monetaria cuando la bonanza externa se revierte. En general, la flexibilidad cambiaria permite adoptar una política monetaria contracíclica.

- ii) Un segundo pilar de la política macroeconómica es la preservación de la estabilidad financiera. Como anoté, ante un “boom” exportador, si la política monetaria se orienta a defender una paridad cambiaria, pueden generarse excesos crediticios y de gasto, burbujas de los precios de los activos, descalces cambiarios pronunciados etc., todo lo cual incrementa la vulnerabilidad financiera de la economía. Por ello, es necesario un alto grado de flexibilidad cambiaria. No obstante, la flexibilidad cambiaria es condición necesaria, pero no suficiente para mantener la estabilidad financiera. Medidas complementarias pueden ser indispensables, como por ejemplo, regulación macro-prudencial contracíclica. Esta incluye provisiones o requisitos de capital contracíclicos en el sistema financiero, encajes, regulación cambiaria prudencial y controles temporales de capitales.

Nuestra experiencia de los últimos años demuestra cómo una combinación adecuada de política contracíclica monetaria, cambiaria y macro-prudencial evitó la conformación de desequilibrios reales y financieros importantes en los años de expansión económica y permitió, por tanto, la adopción de políticas contracíclicas ante el deterioro de las condiciones

externas de la economía. Con ello se suavizó el efecto de dicho deterioro sobre la economía local. De hecho, la economía colombiana creció cerca de 1% en medio de la crisis global. Sin embargo, las mediadas macro-prudenciales tienen costos en términos del avance de la profundización financiera, la adopción de productos financieros novedosos y la integración financiera internacional de la economía. Estos costos son menores cuanto menor sea la necesidad de usarlas, su intensidad y su duración.

- iii) El tercer pilar de un marco de política apropiado es la existencia de una política fiscal contracíclica que garantice la sostenibilidad de la deuda pública. La regla fiscal encaja en este punto en el marco general de política. No solo aclara las metas y procedimientos de la política fiscal, haciéndola más predecible, sino que mejora la mezcla de política macroeconómica a lo largo del ciclo, evitando una recarga excesiva sobre la política monetaria. La regla contribuirá a enfriar la economía en períodos de auge y proveerá estímulo en períodos de desaceleración.

En el caso particular de un boom exportador petrolero, el ahorro que la regla minimizará la expansión de gasto interno, toda vez que el principal receptor nacional del ingreso petrolero es el sector público. Dicho ahorro puede destinarse hoy a la reducción de la deuda pública y, más adelante, a la conformación de un fondo de estabilización. Es fundamental complementar la regla hoy propuesta con mecanismos similares de ahorro de las regalías a nivel regional.

La acción contracíclica de la regla fiscal no se restringe al gasto y la actividad económica; por el contrario, también modera las fluctuaciones de la tasa de cambio derivadas de variaciones fuertes temporales del precio del petróleo. El ahorro de las bonanzas evita la monetización de grandes flujos de divisas y la apreciación real excesiva. De la misma forma, el desahorro en una destorcida del precio del petróleo evita una depreciación excesiva del peso.

Al moderar las fluctuaciones del gasto y la tasa de cambio, la regla fiscal reduce la necesidad, intensidad y duración de las medidas macro-prudenciales señaladas y, con ello, los costos asociados.

- En síntesis, con la innovación institucional que propone el Gobierno hoy, los pilares de la política macroeconómica serían los siguientes: i) una política monetaria dirigida a lograr y mantener una inflación baja y estable, y a suavizar el ciclo económico; ii) flexibilidad cambiaria; supervisión y regulación financiera; y iii) una política fiscal organizada, en su aspecto macroeconómico, a partir del MFMP, la regla fiscal y, posteriormente, un fondo de estabilización petrolera.
- Estos pilares se refuerzan mutuamente. El esquema de inflación objetivo y la regla fiscal anclan las expectativas de inflación y de movimientos de la tasa de cambio. Esto facilita el ajuste de la economía a cambios en los términos de

intercambio. La tasa de cambio juega un efecto estabilizador y amortigua los efectos de los choques externos. La regla fiscal reduce la velocidad a la cual se expone el sector transable no minero-energético a los efectos de los movimientos en la tasa de cambio real. El ahorro petrolero contribuye a reducir los niveles de deuda pública y, posteriormente, a alimentar el fondo de estabilización petrolera. Así se reduce el impacto de las fluctuaciones de precios y cantidades de petróleo sobre la demanda interna, contribuyendo así a la estabilidad de precios y de la tasa de cambio.

- No es casual que los pilares descritos sean exactamente los componentes del marco macroeconómico de países como Noruega y Chile, economías que se han beneficiado enormemente de su riqueza minero-energética.