

NOTA EDITORIAL

INFORME ADICIONAL DE LA JUNTA DIRECTIVA AL CONGRESO DE LA REPÚBLICA

I. INTRODUCCIÓN Y RESUMEN

En septiembre 25 de 1999 la Junta Directiva del Banco de la República decidió abandonar su compromiso de defender los límites de la banda cambiaria y escogió un sistema de libre flotación del tipo de cambio nominal. Esta decisión puede caracterizarse como la última fase de un proceso de flexibilización cambiaria que se inició en enero de 1994 cuando se abandonó el esquema de minidevaluaciones diarias y se introdujo el sistema de banda cambiaria deslizante, y continuó con el movimiento de la banda en septiembre de 1998 y el desplazamiento y la mayor amplitud de la misma en junio del presente año.

El paso del sistema de minidevaluaciones diarias al sistema de banda cambiaria se dio en la primera mitad de los años 90 cuando entraron a Colombia y a la mayoría de países latinoamericanos cantidades considerables de capitales en la forma de endeudamiento externo privado, de repatriación de capitales o de inversión extranjera directa. En contraste, los movimientos recientes de la banda cambiaria y su posterior eliminación se dieron en un ambiente de crisis económica internacional, con salidas de capitales y fuertes ataques especulativos y luego de varios años de intenso aumento en el gasto público, de déficit fiscal y de desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. La creciente flexibilidad cambiaria ha sido entonces la forma como el país ha

venido acomodándose al aumento en el volumen y la movilidad de los capitales internacionales y a la imposibilidad de mantener un compromiso cambiario estricto en un ambiente de creciente desequilibrio fiscal y de rigideces en el gasto público.

Al igual que en otras economías, el movimiento hacia una mayor flexibilidad cambiaria no ha estado exento de controversia. Cuando se instauró el sistema de flotación dentro de la banda cambiaria, las críticas vinieron de quienes veían en la flexibilidad una fuente de apreciación real y una amenaza para el futuro exportador del país. Sin embargo, los argumentos a favor de la mayor flexibilidad eran claramente dominantes. Con ella se daba margen al Banco de la República para retomar gradualmente el control de los agregados monetarios y moderar así el exceso de demanda y la burbuja especulativa que se venía formando en el sector de bienes raíces. Además, la medida de dejar que la tasa de cambio pudiera moverse 14 puntos porcentuales entre los límites superior e inferior de la banda ayudó a moderar los flujos de capital e incentivó al sistema financiero y productivo a buscar mecanismos de cubrimiento del riesgo cambiario.

Este informe explica las razones que llevaron a la Junta Directiva a seguir una política gradual de liberación cambiaria. La idea central del documento es que la liberación definitiva de la tasa de cambio requería de un conjunto de condiciones previas que garantizaran la estabilidad macroeconómica y la efectividad y buen funcionamiento del nuevo sistema cambiario. En particular, se argumenta que hasta hace poco la economía colombiana no cumplía con estos requerimientos por los fuertes desequilibrios macroeconómicos que registraba, la situación de incertidumbre asociada a la crisis económica internacional y el riesgo de tener una política monetaria en un ambiente de devaluación incontrolada y dominada por un desequilibrio creciente de las finanzas públicas y por deficiencias en el financiamiento del déficit fiscal. La liberación total de la tasa de cambio en estas condiciones habría llevado a episodios especulativos fuertes, con una presión alcista sobre las tasas de interés mayor que la requerida para mantener la banda cambiaria, efectos recesivos sobre la actividad económica y graves riesgos de un retroceso injustificado en el proceso de control inflacionario. Todo esto habría concentrado buena parte del ajuste en los grupos sociales más débiles y comprometido el crecimiento económico en el largo plazo.

Por su parte, la decisión de abandonar el compromiso de defender los límites de la banda cambiaria se tomó con base en una serie de consideraciones que permitían prever una transición más tranquila al régimen de flotación de la tasa de cambio. Entre estas se destaca la reducción en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó de cerca de 8% del PIB en el primer trimestre de 1998 a menos de 2% del PIB al finalizar el primer semestre de 1999, los 25 puntos porcentuales de devaluación real registrados en los dos últimos años, el fortalecimiento del sistema financiero mediante los programas de capitalización y de reestructuración de deudas, la reducción de la inflación a tasas de un dígito y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este acuerdo, al ofrecer garantía a los mercados nacionales e internacionales que el país llevará a cabo las reformas necesarias para situar la economía en una senda de crecimiento sostenible, facilita el acceso a recursos internacionales de crédito y reduce de manera importante los riesgos que en otras condiciones habría tenido la liberación cambiaria.

Sin embargo, en este informe se argumenta que aún faltan algunas condiciones estructurales para que el nuevo régimen cambiario funcione eficientemente, por lo cual es urgente que el Congreso avance en la aprobación de las reformas estructurales a las finanzas públicas. Con la consolidación de estas reformas y el manejo del riesgo cambiario a través de los mecanismos propios del régimen de flotación, será posible fortalecer el papel de la política monetaria para lograr gradualmente que la inflación se estabilice en niveles cercanos a los internacionales. En este sentido, es claro que el país está en una coyuntura económica única que se debe aprovechar para romper, de una vez por todas, las ataduras de la indexación y los niveles de inflación que han impedido que el producto real crezca a tasas más dinámicas.

El resto del informe está dividido en cinco partes. A continuación se presenta una síntesis de las características comunes que exhiben los países antes y después de decidir o verse obligados a liberar la tasa de cambio. La experiencia internacional es útil para entender que la liberación cambiaria, puede tener efectos devastadores cuando la economía no cumple algunos requisitos mínimos de equilibrio y para tener una visión más amplia sobre la política seguida por la Junta Directiva en el pasado reciente.

La sección III analiza la política monetaria y cambiaria en 1998. Se comienza recordando algunas cifras básicas de la economía colombiana

y el contexto internacional bajo el cual venía operando y termina comparando la política económica del país con la seguida por naciones que enfrentaron ese año una situación similar a la nuestra. La sección muestra que Colombia fue, junto con México, el país que respondió a los efectos de la crisis internacional con una mayor flexibilidad cambiaria, sin perjuicio de lo cual en 1998 el país no tenía opción superior a una contracción del gasto agregado. El efecto final sobre la economía privada dependía en buena parte de la contribución del gasto público al ajuste.

La sección IV del documento evalúa lo ocurrido en el presente año hasta el abandono del sistema de banda cambiaria. De nuevo, se parte de una caracterización general de la economía a comienzos de 1999. Se hace énfasis en que la situación del sistema financiero y la evolución de las finanzas públicas llevaba a que una decisión de abandonar la banda cambiaria fuera de alto riesgo. Asimismo, se argumenta que el comportamiento de las tasas de interés en los primeros meses del presente año reflejaba una disminución de las expectativas de devaluación y una normalización de los flujos de liquidez que hacían innecesario asumir los riesgos de un cambio de política. Luego se describe el manejo específico de la política cambiaria, antes y después de la decisión del mes de junio de modificar la banda cambiaria, en el marco de un nuevo programa macroeconómico para lo que restaba de 1999 y para el año 2000. La sección termina con una lista de consideraciones básicas sobre las cuales se decidió el pasado 25 de septiembre abandonar el sistema de banda cambiaria.

La sección V describe los elementos básicos del esquema monetario vigente a partir de la flotación de la tasa de cambio. En ella se argumenta que el abandono de la banda no altera de manera significativa la forma como opera la política monetaria, excepto en que la hace más simple y transparente. Los mercados no deben entonces dudar sobre la existencia de un marco de referencia claro a partir del cual el Banco mueve sus instrumentos para lograr la meta de inflación. Sin embargo, existen algunos riesgos provenientes de eventuales necesidades de financiamiento interno del Gobierno que, de no lograr las metas fiscales acordadas con el FMI o no poder obtener el crédito externo requerido, pondrían en peligro la posibilidad de que las tasas de interés continúen la tendencia descendente que han logrado a lo largo del año. La sección finaliza con un análisis de los retos de la flotación y enfatiza los factores determinantes de la competitividad del país, los cuales dependen esencialmente de acciones del sector privado y de las entidades del Estado.

La sección VI responde a la pregunta de si la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario durante los dos últimos años “le costó al país millones de dólares”. Ella explica por qué la venta de divisas del Banco no significa para el país una pérdida de valor o de riqueza neta.

II. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL Y SUS LECCIONES PRINCIPALES

El rompimiento de los sistemas de tasas de cambio intermedios o fijos y la adopción de tasas de cambio flexibles ha sido un tema de intenso análisis en la literatura económica reciente. En contraste, existen pocos estudios sobre el problema práctico de cómo hacer sin traumatismos una transición de un régimen cambiario a otro. En este campo, uno de los trabajos más completos es el realizado recientemente por el profesor Barry Eichengreen y un grupo de investigadores del FMI¹, motivado por las recientes crisis de las tasas de cambio fijas del sudeste asiático y Rusia². Los resultados del estudio son interesantes y pueden resumirse en los siguientes puntos:

- El abandono de sistemas cambiarios intermedios o de tasas de cambio fijas y la adopción de tasas de cambio flotantes han estado asociados, *en promedio*, con desempeños macroeconómicos pobres. El crecimiento económico se desacelera en los años previos a la flotación. En el año del evento el crecimiento económico es negativo y muy inferior al de los otros países analizados. Fenómeno similar ocurre con las exportaciones.
- El tamaño del déficit fiscal y del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos era superior, y el nivel de reservas internacionales inferior, en los países que tuvieron que abandonar su sistema de tasa de cambio fija o semi-fija.
- El abandono de sistemas cambiarios intermedios o de tasas de cambio fijas ha estado en general precedido de años de apreciaciones nominales y reales y seguido de fuertes depreciaciones de la moneda. La volatilidad de las tasas de cambio nominales y reales aumenta en el período inmediatamente anterior a la flotación y continúa así en los meses siguientes.

- Los países que abandonan un sistema de tasa de cambio fija tienen inflaciones y crecimientos monetarios superiores a los que conservan su paridad cambiaria pero inferiores al grupo completo de economías en desarrollo.

En general, el estudio comparativo de los autores mencionados muestra que el abandono de tasas de cambio fijas o semi-fijas ha estado, casi siempre, precedido de fuertes desequilibrios macroeconómicos y disminuciones significativas de reservas internacionales. En estos casos la adopción de un sistema de cambio flexible estuvo generalmente acompañado de grandes costos en términos de crecimiento económico. Las lecciones de política son, entonces, inmediatas. Los mayores problemas se presentan cuando el abandono del sistema cambiario vigente se hace en momentos de crisis. El momento más propicio para avanzar en la flexibilidad de la tasa de cambio es cuando hay suficiente disponibilidad de financiamiento externo y están entrando capitales externos.

El sistema financiero, las empresas y las personas deben aprender a cubrirse del riesgo cambiario y adaptarse al marco regulatorio y de supervisión del sistema financiero. Además, en el momento de adoptar definitivamente un sistema de tasa de cambio flexible se necesita contar con un ancla nominal del sistema económico que sea simple, transparente y creíble, la cual puede estar basada en un esquema monetario definido de manera explícita por el logro de la meta de inflación o en una política de control de los agregados monetarios.

Cuando el abandono de la paridad cambiaria se efectúa en un momento de crisis, la transición, sin duda, será más difícil y los requerimientos de éxito más exigentes. En particular se necesita cumplir los lineamientos generales descritos en el párrafo anterior y otros más. De crucial importancia es la salud del sistema financiero y la situación financiera de las empresas con grandes pasivos en moneda extranjera. Además, la credibilidad de la política monetaria y de la política fiscal debe ser reforzada mediante reformas que den confianza a los inversionistas nacionales y extranjeros, modificando la manera en que se diseñan y ejecutan tales políticas para garantizar que la economía se ponga en una senda de gasto y crecimiento sostenible. De igual manera, los autores del estudio mencionado recomiendan que los países defiendan por un buen tiempo su compromiso cambiario, ya que, en su opinión, los gobiernos y los bancos centrales que no lo hacen, *de jure o de facto*, muy probablemente sufrirán pérdida de credibilidad en

sus otros compromisos de política. Su fórmula básica es que el compromiso cambiario no sea abandonado hasta que sea evidente que los beneficios de hacerlo superan los costos, siempre teniendo en cuenta que, en algunas ocasiones, la mejor política para mantener la paridad cambiaria es tomar decisiones que fortalezcan las instituciones monetarias, financieras y fiscales.

III. LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN 1998

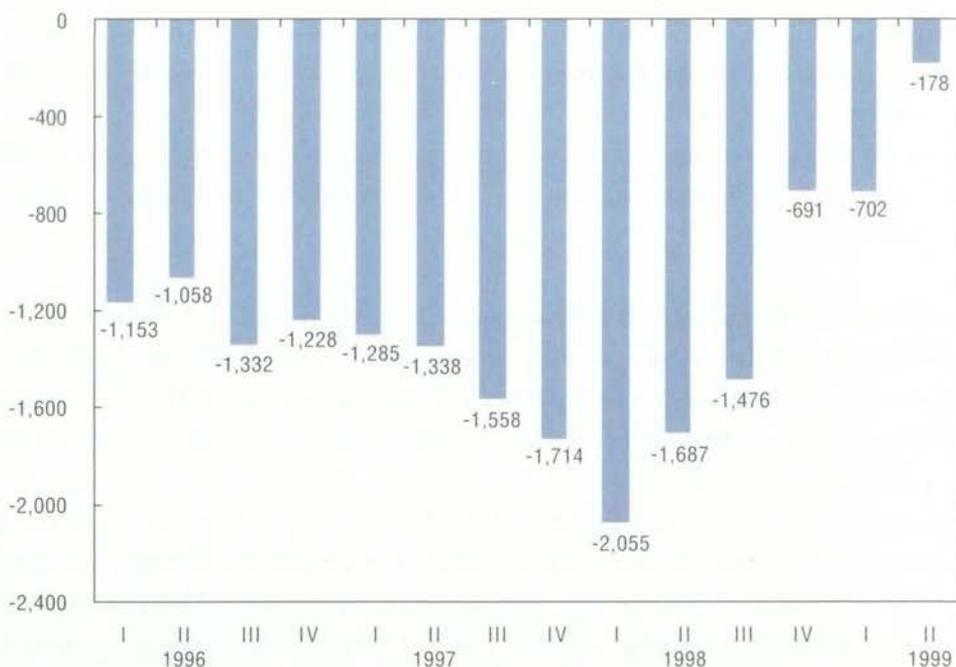
A. El contexto

En diciembre de 1997 la Junta Directiva del Banco de la República estableció las metas de la política monetaria y las características de la banda cambiaria para 1998. El objetivo principal fue lograr una variación de precios al consumidor del 16% al finalizar el año. La banda cambiaria se definió con una pendiente de 13% y una amplitud de 7 puntos porcentuales a partir del punto medio. Adicionalmente, la Junta anunció el seguimiento y la evaluación permanente, a lo largo de 1998, de la base monetaria, del agregado "M3 más bonos", del crédito y de las tendencias de la inflación. Para el agregado "M3 más bonos" se construyó un corredor indicativo suponiendo un comportamiento constante de su velocidad, lo cual significa que crecería al mismo ritmo que el producto interno bruto (PIB) nominal. El corredor de base monetaria se construyó a partir de una estimación del crecimiento del efectivo durante el año y de la reserva coherente con los pasivos sujetos a encaje implícitos en la construcción del corredor del agregado más amplio. El crecimiento del PIB real esperado por el Gobierno y utilizado en estos cálculos fue del 4,5%.

Este marco de política monetaria y cambiaria se diseñó en un contexto de fuertes desequilibrios macroeconómicos de origen interno. El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos era de US\$1,714 millones (m) en el último trimestre de 1997, frente a una cifra de US\$1,285 m en el primer trimestre de ese año (Gráfico 1). Para el primer trimestre de 1998 esta cifra había aumentado a US\$2,055 m, equivalente a cerca de 8 puntos porcentuales del PIB de esos tres primeros meses. El déficit del Gobierno Central, sin privatizaciones, a pesar de las sucesivas reformas tributarias, ascendió en 1997 a 3,7 puntos del PIB, y el consolidado del sector público no financiero llegó a 3,3 puntos porcentua-

les del PIB. Dos años atrás esta última cifra se encontraba cerca del equilibrio (Gráfico 2). Todo esto indicaba un claro exceso de crecimiento del gasto agregado sobre el del ingreso, tanto del sector privado como del público. Adicionalmente, el saldo total de la deuda externa privada al finalizar 1997 era de US\$15,591 m, mientras que a comienzos de la década había sido inferior a los US\$3,000 m (Gráfico 3), y el valor de la cartera neta como proporción del PIB representaba 32%, cuando en 1991 era sólo 21% (Gráfico 4). Así, la economía colombiana no solo se encontraba a comienzos de 1998 gastando muy por encima del crecimiento del ingreso sino que éste era un fenómeno que venía ocurriendo desde comienzos de la década. En condiciones de fuertes desequilibrios externo y fiscal la economía era especialmente vulnerable a los cambios en las percepciones de los inversionistas nacionales e internacionales y a los choques externos adversos, tal y como se advirtió en la mayoría de los *Informes al Congreso* presentados por la Junta Directiva en los últimos años (véase Recuadro 1).

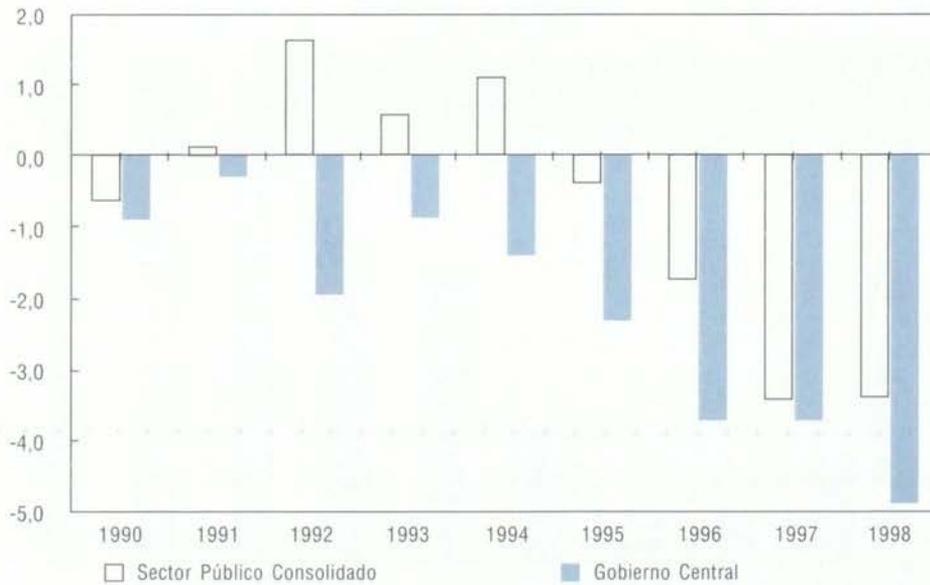
Gráfico 1
Cuenta corriente de la balanza de pagos trimestral
(Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2
**Déficit del sector público consolidado
 y del Gobierno Central, sin privatizaciones**

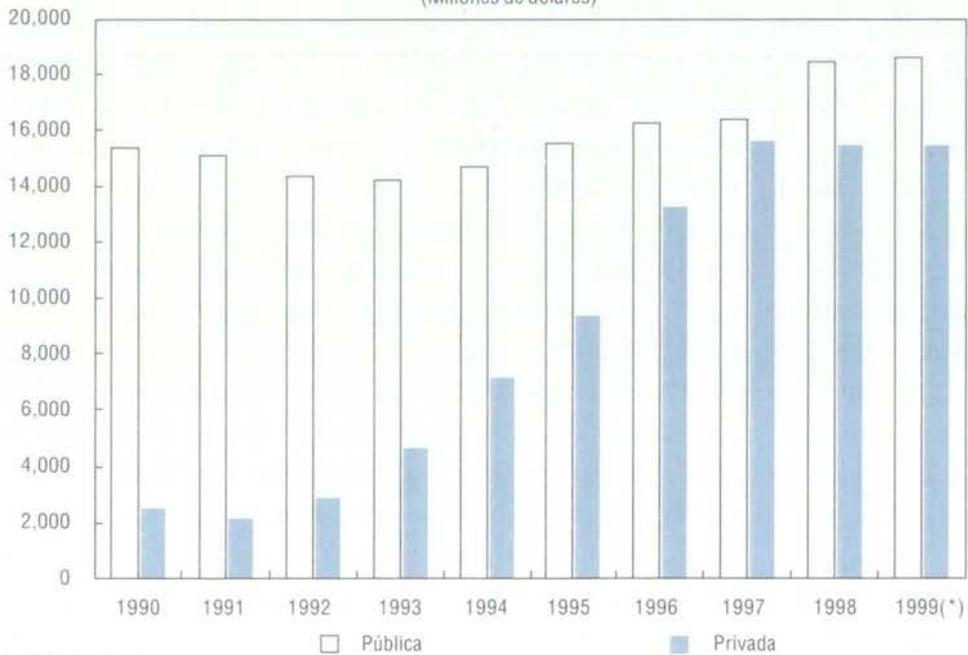
(Déficit como porcentaje del PIB)



Fuente: CONFIS y DNP.

Gráfico 3
Saldo deuda externa pública y privada

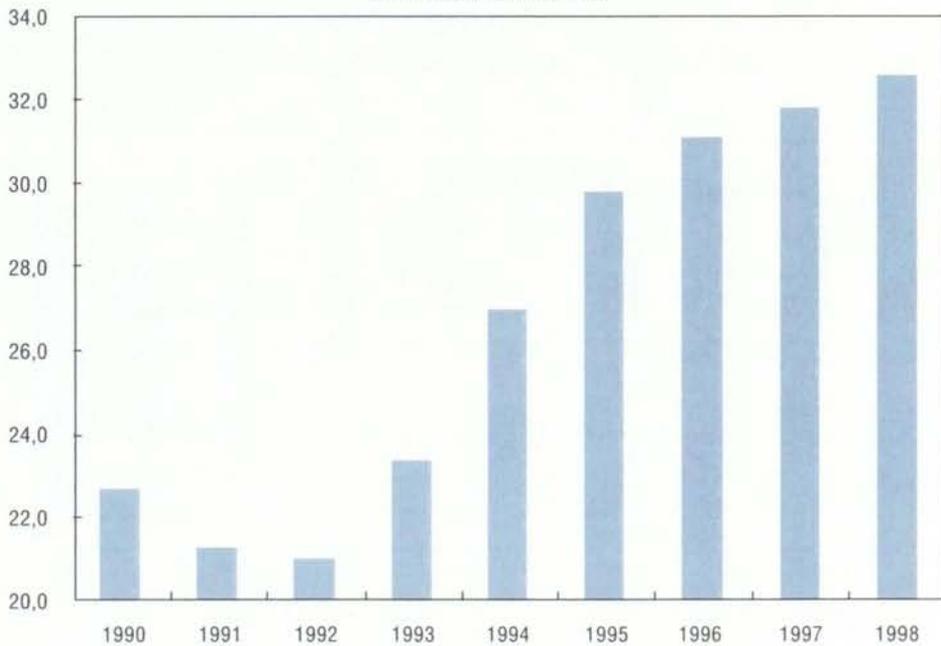
(Millones de dólares)



(*) Cifras a junio.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
Cartera del sistema financiero
(Como proporción del PIB)



Fuente: Banco de la República.

En lo internacional, el país y todas las economías latinoamericanas recibieron durante 1998 los efectos adversos de dos choques externos sucesivos. El primero fue el efecto ingreso negativo derivado del deterioro en los términos de intercambio. Estos cayeron debido al descenso de los precios internacionales de los principales productos básicos como consecuencia de la crisis económica de los países del sudeste asiático. El segundo choque fue la declaración de moratoria de la deuda externa rusa. Esto último tuvo un efecto de contagio financiero que se manifestó en una disminución de los flujos de capital hacia Latinoamérica y en un fuerte aumento del costo de la deuda. Las expectativas de los inversionistas internacionales cambiaron de manera significativa a partir de las pérdidas sufridas en Rusia y en los países del sudeste asiático que tuvieron que abandonar sus compromisos de paridad en sus monedas. Colombia no solo sufría, entonces, una caída del ingreso por las condiciones internacionales adversas sino que también se le hacía más difícil conseguir recursos del exterior, se le encarecía el pago de su deuda externa y los inversionistas extranjeros comenzaban a ser cada vez más exigentes y a retirar sus inversiones de las economías más propensas a sufrir crisis cambiarias o financieras. En un ambiente de fuertes desequilibrios internos, de crisis internacional y de alto nivel de incerti-

dumbre, no solo por lo ocurrido en el exterior sino también por el ambiente político interno, se juzgó necesario el ajuste del gasto y se descartó la alternativa de dejar libre el mercado cambiario, puesto que una abrupta devaluación nominal del peso habría conducido a una fuerte contracción del producto y a una aceleración de la inflación, que de todas formas no habría permitido un aumento en la competitividad de la producción nacional.

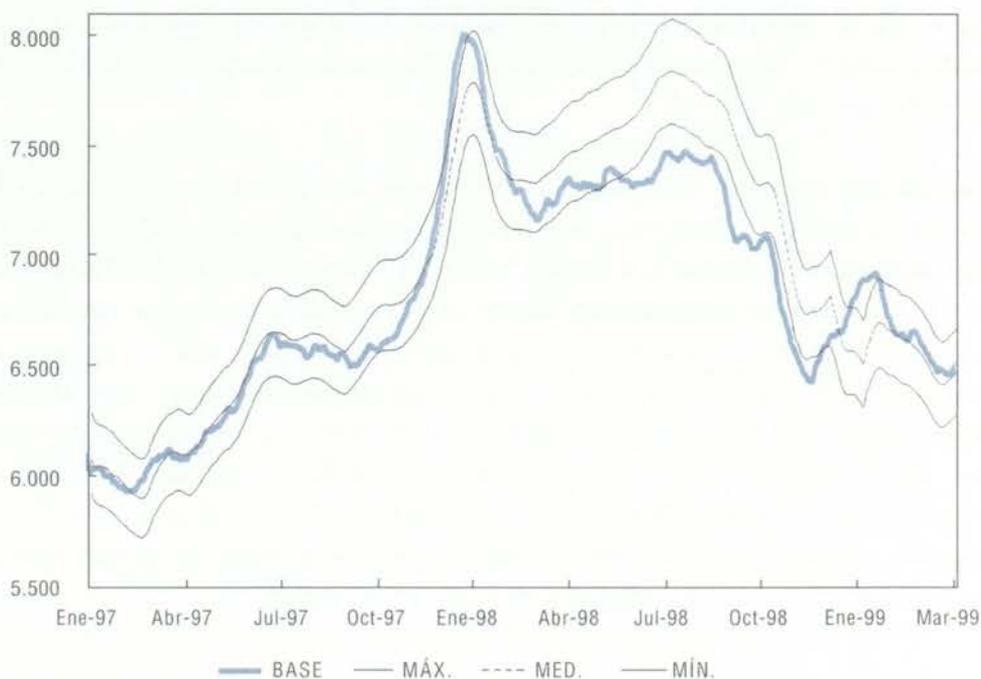
La estrategia general de política fue la de intervenir en el mercado cambiario mediante la venta de divisas, sin compensar todo el efecto monetario de la reducción de las reservas internacionales. Luego se acentuó el deterioro en los términos de intercambio, y los mercados internacionales de capitales se estrecharon para Colombia y otros países emergentes. En este contexto, el 2 de septiembre de ese año se decidió desplazar la banda cambiaria hacia arriba en 9 puntos porcentuales, en el marco del programa macroeconómico adoptado para el resto del año y para 1999. Todo esto implicaba un ajuste del gasto agregado, el cual sería más fuerte para el sector privado cuanto menor fuese el ajuste en el crecimiento del gasto público.

B. El manejo de los instrumentos

Durante la primera mitad de 1998 el Banco de la República defendió la banda cambiaria mediante ventas de divisas, sin compensar totalmente la pérdida de liquidez por dichas ventas. Esto implicó que la base monetaria se situara por debajo del límite inferior de su corredor (Gráfico 5). Como resultado, se produjo un alza de las tasas de interés nominales y reales de la economía. En enero de 1998 la intervención del Banco en el mercado cambiario ascendió a US\$208 m y en febrero a US\$411 m (Cuadro 1). Esta venta de divisas estuvo acompañada de un incremento de la banda de intervención de la tasa de interés interbancaria que situó la tasa anual mínima en 23% y la máxima en 30%. Después de dos meses de relativa tranquilidad cambiaria, durante los cuales el Banco suministró liquidez mediante la compra definitiva de títulos TES en el mercado secundario y flexibilizó el acceso a los cupos de liquidez con pactos de recompra (REPO), en mayo y junio volvieron a presentarse presiones cambiarias.

En un ambiente de incertidumbre generado por la proximidad de las elecciones, el Banco tuvo que intervenir de nuevo en el mercado cambiario por un monto de US\$399 m en los meses de mayo y junio, y

Gráfico 5
Base monetaria
Promedio móvil diario de orden 20
 (Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de la República.

restringir el acceso a la liquidez del Banco por parte de las entidades financieras. Ante esta nueva presión cambiaria, la Junta Directiva decidió suspender temporalmente la compra de TES y no reponer la liquidez que se perdía. Como resultado de estas medidas, la volatilidad y el nivel de la tasa de interés interbancaria se incrementaron. La tasa de interés DTF se elevó, en promedio, de 24,6% en enero a 36,6% en junio (Gráfico 6). Con una inflación anual en junio de 20,7%, la tasa de interés real pasiva ascendió ese mes a 13,1% (Gráfico 7). Pasadas las elecciones, las medidas adoptadas tranquilizaron el mercado cambiario por otro mes y medio, lo que le permitió al Banco restablecer las operaciones de suministro de liquidez mediante la compra definitiva de TES.

A mediados del año se continuaba observando el deterioro de los términos de intercambio y la pérdida de dinamismo de las exportaciones no tradicionales, en tanto que las dificultades de acceso a los mercados internacionales de capitales se prolongaron y profundizaron en el momento de la declaratoria rusa de moratoria parcial del pago de su deuda externa. En este contexto y a partir del compromiso de ajuste fiscal

Cuadro 1
Evolución de los principales indicadores
del mercado monetario y cambiario

| Período: | Intervención Neta 1/ (Millones de dólares) | TRM vs Techo banda 2/ (Pesos) | TIB 3/ | DTF 3/ | Base vs Medio 4/ (Miles de millones de pesos) | |
|-------------|---|-------------------------------------|-----------|-----------|--|-------|
| 1998 | Ene. | (208,0) | 14,5 | 26,6 | 24,6 | 134 |
| | Feb. | (411,0) | (4,4) | 29,2 | 25,0 | (39) |
| | Mar. | (11,7) | (6,7) | 33,1 | 28,0 | (176) |
| | Abr. | (63,2) | (17,7) | 36,5 | 30,7 | (196) |
| | May. | (254,6) | (5,8) | 31,8 | 31,7 | (235) |
| | Jun. | (144,7) | (19,0) | 50,6 | 36,6 | (438) |
| | Jul. | (13,5) | (49,3) | 34,2 | 36,4 | (334) |
| | Ago. | (257,2) | (45,5) | 30,1 | 34,2 | (319) |
| | Sep. | (386,9) | (54,4) | 43,3 | 35,6 | (299) |
| | Oct. | (152,0) | (9,9) | 36,4 | 36,5 | (275) |
| | Nov. | 22,2 | (51,0) | 32,7 | 36,4 | (196) |
| | Dic. | (47,8) | (105,2) | 28,0 | 35,3 | 272 |
| 1999 | Ene. | 13,8 | (77,5) | 25,8 | 33,2 | 70 |
| | Feb. | 3,4 | (95,8) | 22,4 | 30,3 | 69 |
| | Mar. | 72,2 | (129,4) | 21,6 | 25,3 | 17 |
| | Abr. | (13,6) | (123,7) | 19,6 | 22,1 | 19 |
| | May. | (26,7) | (73,4) | 18,3 | 19,0 | (77) |
| | Jun. | (312,4) | (69,8) | 18,2 | 17,9 | (76) |
| | Jul. | (151,5) | (140,0) | 19,2 | 19,2 | 22 |
| | Ago. | (49,8) | (97,3) | 16,4 | 18,8 | (189) |
| | Sep. | (479,1) | (20,1) | 17,0 | 18,0 | (2) |

1/ Compras menos ventas de divisas del Banco de la República en el mercado cambiario.

2/ Diferencia entre la tasa de cambio representativa del mercado y el techo de la banda cambiaria, calculada como promedio mensual sobre cifras diarias.

3/ Tasas de interés promedio mensual, sobre cifras diarias.

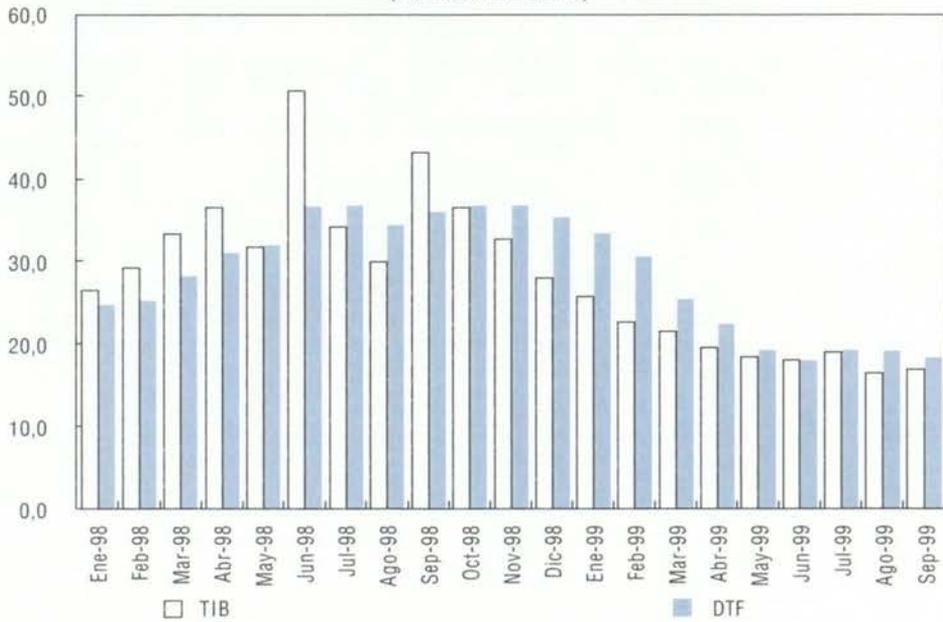
4/ Diferencia entre la base monetaria observada y el valor central de su corredor, calculada como promedio mensual sobre cifras diarias.

Fuente: Banco de la República. Subgerencia de Estudios Económicos.

del nuevo Gobierno, se diseñó el programa macroeconómico del año 1999 que incluyó el desplazamiento de la banda cambiaria con el fin de incorporar los cambios en los determinantes fundamentales de la tasa de cambio real de equilibrio. El 2 de septiembre, la Junta aprobó por mayoría el programa macroeconómico que establecía las metas de la política fiscal, monetaria y cambiaria para lo que restaba de 1998 y para el año 1999. Como parte de este paquete, se decidió desplazar la banda cambiaria nueve puntos hacia arriba, manteniendo su amplitud de 7% a partir del punto medio y su pendiente de 13% (Gráfico 8). Sin embargo, en los primeros cuatro días de septiembre de 1998 el Banco vendió

Gráfico 6

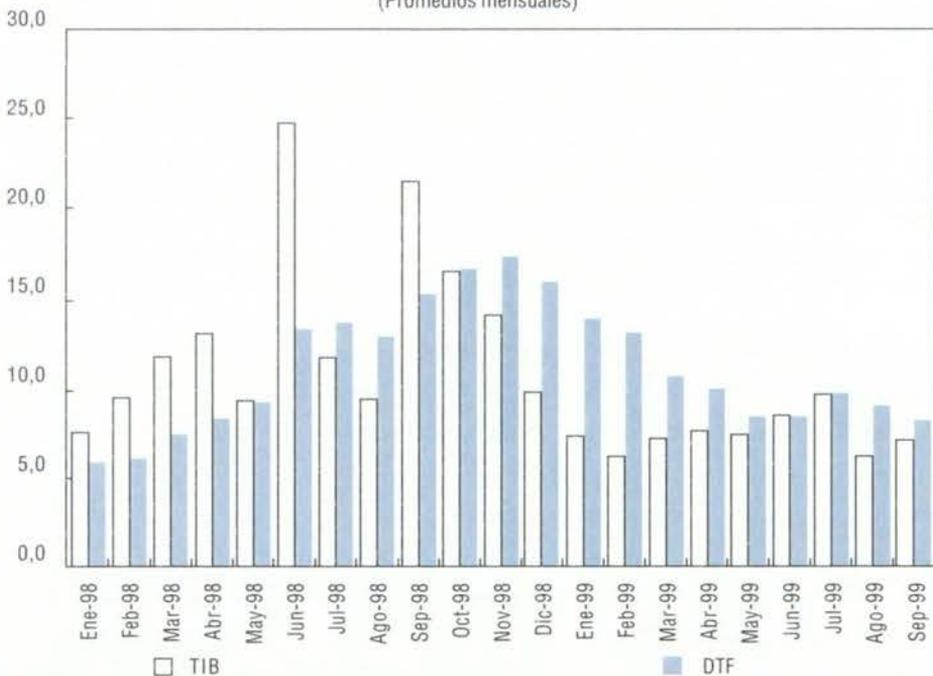
Tasa de interés interbancaria y DTF
(Promedios mensuales)



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Gráfico 7

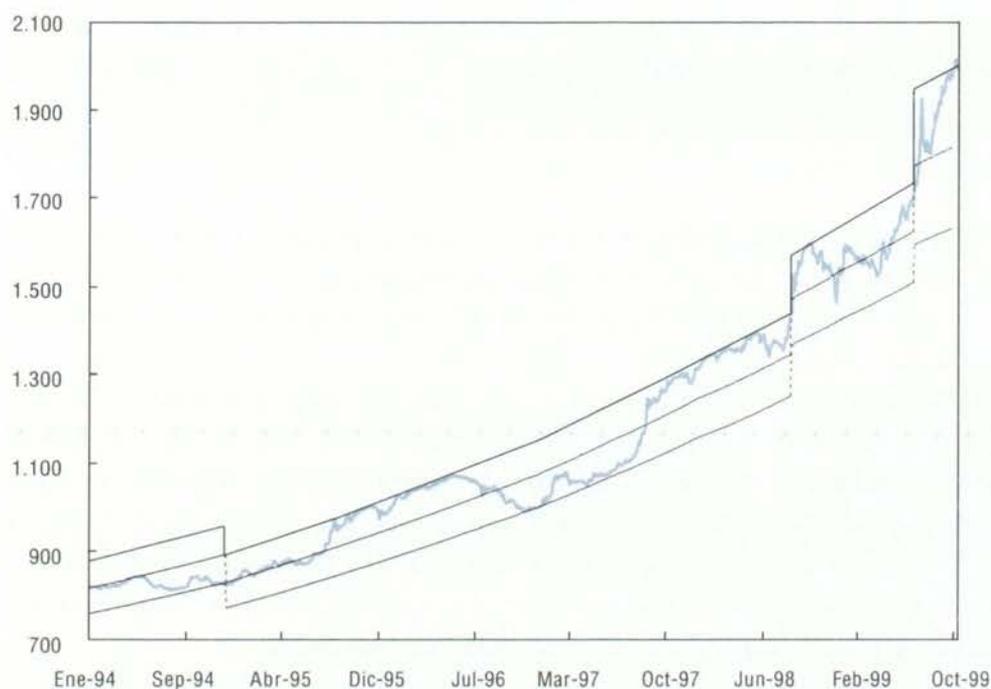
Tasas de interés real: interbancaria y DTF (*)
(Promedios mensuales)



(*) Deflactor IPC.

Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

Gráfico 8
 Evolución de la tasa representativa del mercado
 Enero de 1994-Octubre 12 de 1999
 (Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República.

divisas por US\$262 m, y en todo el mes de septiembre, por US\$387 m³. Como resultado del ataque cambiario contra el peso, de las expectativas de devaluación que lo impulsaron y de las ventas de divisas, a mediados de septiembre la tasa de interés interbancaria se elevó a 66,5% y la tasa DTF continuó aumentando hasta alcanzar en el mes de noviembre un valor real máximo de 17,2%. Esta última cifra superaba 4,5 puntos porcentuales la tasa real de interés vigente en el mes de agosto.

A medida que fue ganando credibilidad el programa macroeconómico, los mercados monetario y cambiario se estabilizaron paulatinamente, lo que le permitió a la Junta incrementar la liquidez de la economía y reducir la volatilidad y el nivel de la tasa de interés interbancaria (TIB). Desde octubre de 1998 se disminuyeron los encajes, se modificaron los procedimientos para acceder a los apoyos ordinarios y especial de liquidez y se decidió remunerar los encajes de los certificados de depósito a término y de cuentas de ahorro. En noviembre comenzó la primera de una serie de reducciones de la franja de intervención de la tasa de interés interbancaria, bajando el techo de 30% a 26% y el piso de 23% a

22%. Igualmente, se estableció una tasa máxima de intervención en 30% a la cual se ofrecía toda la liquidez demandada, que podía ser respaldada con cartera o con TES. Esto determinó un rango de tasas de interés de las operaciones REPO entre 26% y 30%. La TIB y la DTF se redujeron permanentemente, situándose al finalizar el año en 28,0% y 35,3%, respectivamente.

C. Otros países

De la descripción anterior se concluye que la política monetaria de 1998 combinó la venta de reservas internacionales, la devaluación de la tasa de cambio y el aumento en las tasas de interés con el fin de defender la estabilidad macroeconómica y los avances en la reducción de la inflación. Sin embargo, a la Junta se le ha criticado que recurrió en exceso a la restricción monetaria y que debió haber hecho uso de una mayor flexibilidad cambiaria. Es entonces útil comparar la respuesta de la Junta a los efectos de la crisis económica internacional con la política seguida por otros países latinoamericanos, algunos de los cuales funcionan con sistemas de tasa de cambio flotante. La comparación permite tener una idea de qué tan atípica fue la reacción de Colombia.

Este ejercicio comparativo ha sido elaborado recientemente por el investigador M. Gavin⁴ y publicado en un informe reciente del Banco Interamericano de Desarrollo. El autor comparó los cambios en las reservas internacionales, las tasas de cambio y las tasas de interés en 11 países de América Latina, desde mayo de 1997 hasta octubre de 1998. El período se dividió en tres episodios que reflejan i) la respuesta al contagio financiero inicial de la crisis asiática (May-Nov. 97), ii) la fuerte caída de los términos de intercambio (Dic. 97-Jul. 98) y iii) los efectos de la moratoria de la deuda rusa (Jul.-Oct. 98). Los resultados de la comparación son reveladores (Cuadro 2). La mayoría de los países no recurrieron a la flexibilidad que les ofrecía el régimen cambiario. Para citar solo un ejemplo, Perú, que formalmente opera bajo un régimen de tasa de cambio flexible, exhibió una devaluación nominal similar a la tasa de inflación. Todo esto a pesar de que la economía peruana fue afectada de manera intensa por la caída en los términos de intercambio y por el fenómeno de El Niño. Los países que permitieron mayor flotación de la tasa de cambio fueron Colombia y México, en su orden. Lo que sí hicieron todos los países para defender la tasa de cambio, y en forma enérgica, fue permitir que aumentaran las tasas de interés. Colombia, a pesar de exhibir al finalizar 1997 uno de los más fuertes desequilibrios ma-

croeconómicos de la región (Cuadro 3), no fue, ni el único país, ni el que en forma más intensa siguió la política de restricción monetaria.

Cuadro 2
Evolución de las reservas, los tipos de cambio
y las tasas de interés desde la crisis de Asia
 (Variación porcentual)

| | Crisis financiera de Asia | | | Deterioro de la relación de intercambio | | | Crisis de Rusia | | |
|------------|---------------------------|------------|------------|---|------------|------------|-----------------|------------|------------|
| | May. 97-Nov. 97 | | | Dic. 97-Jul. 98 | | | Jul. 98-Oct. 98 | | |
| | ΔR | Δe | Δi | ΔR | Δe | Δi | ΔR | Δe | Δi |
| Argentina | 4,40 | 0,00 | 2,40 | 0,80 | 0,00 | (2,13) | 0,98 | 0,00 | 0,81 |
| Brasil | (12,11) | 3,56 | 18,68 | 33,79 | 4,12 | (15,31) | (40,45) | 2,65 | 17,66 |
| Chile | 10,72 | 3,91 | 6,50 | (16,30) | 5,78 | 8,29 | 3,66 | (0,58) | 2,15 |
| Colombia | (2,38) | 21,06 | 0,26 | (8,57) | 5,96 | 8,76 | (4,60) | 12,87 | 0,89 |
| Costa Rica | 13,27 | 5,12 | (0,75) | (14,16) | 6,13 | 0,76 | (2,79) | 2,78 | 0,00 |
| Ecuador | (5,26) | 10,66 | (0,02) | (2,62) | 21,07 | 9,36 | (21,58) | 25,72 | 2,96 |
| México | 10,25 | 3,69 | 1,26 | 10,01 | 10,32 | 1,16 | (3,17) | 13,90 | 12,94 |
| Panamá | (39,94) | 0,00 | (0,26) | 13,05 | 0,00 | 0,03 | (2,37) | 0,00 | (0,09) (*) |
| Perú | 4,89 | 1,87 | (0,94) | 0,64 | 7,33 | 7,60 | (3,90) | 4,78 | 12,44 |
| Uruguay | 22,08 | 5,82 | (1,77) | 9,47 | 4,94 | (6,42) | (6,00) | 1,40 | 8,82 |
| Venezuela | 22,41 | 3,41 | 2,87 | (20,66) | 11,55 | 19,35 | 1,37 | 1,51 | 2,34 |

ΔR : Variación de las reservas. Δe : Variación de los tipos de cambio. Δi : Variación de las tasas de interés.
 (*) Agosto.

Fuente: Tomado de Gavin, Michael, "Los Bancos Centrales de América Latina: Renuentes a reaccionar", en Políticas Económicas de América Latina, BID, 1999.

Cuadro 3
Déficit fiscal y de la cuenta corriente
de la balanza de pagos en 1997
 (Porcentaje del PIB)

| | Déficit fiscal | Déficit Cta. Cte. Balanza de pagos |
|-----------|----------------|---------------------------------------|
| Argentina | (1,4) | (3,2) |
| Brasil | (4,1) | (4,2) |
| Chile | 2,2 | (5,5) |
| Colombia | (3,4) | (5,5) |
| Ecuador | (2,5) | (4,3) |
| México | (0,7) | (1,9) |
| Perú | 0,8 | (5,6) |
| Uruguay | (1,0) | (1,6) |
| Venezuela | 2,3 | 5,5 |

Fuente: BID y Banco Mundial.

Recuadro 1

ADVERTENCIAS DE LA JUNTA DIRECTIVA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA SOBRE LAS IMPLICACIONES NEGATIVAS DEL EXCESIVO CRECIMIENTO DEL GASTO EN LA ECONOMÍA

En todos los Informes de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República se ha advertido sobre los efectos adversos del excesivo crecimiento del gasto agregado y de la fuerte expansión del endeudamiento interno y externo. A continuación, se presenta una reseña cronológica sobre dichas advertencias:

Informe de marzo de 1994, p. 14:

“Es importante llamar la atención sobre el desarrollo reciente de la economía, dado el extraordinario crecimiento del gasto total, cerca del 8,2% en términos reales durante 1993, proveniente tanto del sector público como del privado, puesto que dicho impulso de la demanda agregada, de mantenerse en el presente año, generará presiones indeseadas sobre la inflación. De ahí la necesidad de vigilar y controlar fuentes de generación de gasto como el endeudamiento privado y público (externo e interno) y la evolución del gasto fiscal. Así mismo, la evolución del gasto total puede comprometer la generación de ahorro doméstico necesaria para el logro, en el mediano y largo plazos, de un crecimiento económico sostenible, fenómeno que ya se está presentando en nuestro país”.

Informe de julio de 1995, p. 6:

“En el contexto de una demanda agregada creciendo a tasas muy por encima de las de crecimiento del PIB, como ha sido el caso en los años recientes en Colombia, y una sustancial caída en el nivel de ahorro doméstico como proporción del PIB, no resulta extraña la situación que se ha presentado en materia de déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la cual resulta necesario controlar a través de una reducción de los niveles de consumo público y privado que dé origen a incrementos sustantivos en el ahorro nacional”.

Informe de marzo de 1996, p. 18:

“Persiste, sin embargo, la preocupación por el reducido nivel de ahorro interno. De hecho, la leve recuperación de este indicador en el año anterior estuvo asociada, en mayor medida, con el desempeño del sector privado. El deterioro de las finanzas públicas, y en particular de las del Gobierno Central, no ha podido ser detenido, a pesar de la reforma tributaria y de los recortes de gasto. Es imperativo abocar el tema de las transferencias a los entes territoriales por parte del Gobierno Nacional. La creación de la Comisión Nacional del Gasto es un paso en esa dirección, que

deberá ser contemplada con las iniciativas del Gobierno para la reforma de las finanzas territoriales”.

Informe de julio de 1996, pp. 7 y 8:

“Para lo que resta de la década, ejercicios preliminares del Banco indican que, en ausencia de medidas de ajuste, se puede presentar un serio deterioro del déficit y el ahorro del sector público, y especialmente del Gobierno Nacional. Una parte importante de este deterioro se origina en los crecientes egresos del Gobierno Nacional por transferencias a otras entidades del sector público, el bajo ahorro de estas últimas y los altos niveles de evasión tributaria aún existentes. Así, por ejemplo, el déficit del Sector Público no Financiero pasaría del 0,6% del PIB en 1996 al 2,1% en 1997, 1,8% en 1998, 3,6% en 1999 y al 4,6% en el año 2000. En los mismos años, el déficit del Gobierno Nacional será del 2,8%, 4,3%, 4,6% y 6,6% del PIB, respectivamente. Por su parte, el ahorro del Sector Público se reduciría del 9,7% del PIB en 1996 al 6,3% en el año 2000. Esto es todavía más alarmante si se considera que estos ejercicios contemplan los ingresos derivados de la explotación y exportación de petróleo. Por sus graves consecuencias en la asignación de recursos, el equilibrio externo y el bienestar general de la población, es indispensable que el Gobierno y el Congreso examinen de manera urgente y cuidadosa la posición de las finanzas públicas de los próximos años e introduzcan reformas que permitan darle mayor flexibilidad y control a la política fiscal.

Para el resto de la década, las proyecciones del Banco apuntan hacia una reducción, mas no eliminación, del déficit en cuenta corriente, a pesar de las entradas por las exportaciones de hidrocarburos. En este sentido, la Junta Directiva del Banco considera de gran importancia el incremento del ahorro interno hoy y en el futuro, como un elemento indispensable para sostener el equilibrio externo y el crecimiento económico de largo plazo. No sobra mencionar que el logro de mayores tasas de ahorro doméstico depende en buena parte de la generación de ahorro público, especialmente en el corto y el mediano plazo. Esto nos lleva a insistir nuevamente en una revisión cuidadosa y urgente de la situación fiscal, con el fin de aliviar la presión sobre el déficit externo y así evitar que se acentúen en Colombia los síntomas nocivos de la “enfermedad holandesa”. Algunos miembros de la Junta Directiva incluso consideran que para corregir este problema sería deseable un superávit fiscal”.

Informe de marzo de 1997, p. 7:

“Proponemos, en el presente Informe, una postura coherente en las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, acompañada de un consenso de mayor disciplina fiscal. El cumplimiento de estos propósitos debe llevar la economía a un proce-

so gradual y sostenido de disminución de la inflación, sin incurrir en costos adicionales para la actividad económica real y para la generación de empleo. No obstante, en ausencia de un reordenamiento estructural en las finanzas del Estado será ilusorio esperar logros sustanciales tanto en el frente inflacionario, como en el cambiario.

Por consiguiente, se reitera la urgencia de que el Gobierno, en todos sus niveles, y el Congreso de la República continúen el análisis de la situación de las finanzas públicas, y promuevan un reordenamiento estructural de aquellos factores que en los últimos años han creado sensibles perturbaciones en la generación de ahorro del sector público. Tal como se describe en las siguientes páginas, las cifras fiscales y los nuevos desarrollos en el frente externo plantean un panorama preocupante para el logro de estabilidad y el crecimiento de largo plazo de la economía, que requerirán esfuerzos fiscales adicionales a los ya efectuados”.

Informe de julio de 1997, p. 38:

“En conclusión, no obstante los esfuerzos que se han hecho para ajustar las finanzas públicas, la realidad es que la tendencia actual es insostenible en el mediano plazo. En ausencia de una corrección oportuna, se transitará por la senda de un precario equilibrio macroeconómico, vulnerable a cambios en las condiciones externas. La sociedad en su conjunto debe ser consciente de que entre más se posponga este ajuste, más alto será su costo en términos de bienestar. Por ello es imperioso lograr un consenso sobre una estrategia que permita corregir los problemas estructurales que aquejan a las finanzas públicas. En su defecto, se pondrá en riesgo la estabilidad macroeconómica a mediano plazo, lo cual tendrá consecuencias adversas sobre la reducción de la inflación, el mejoramiento y la estabilidad de la tasa de cambio real y las posibilidades de crecimiento de largo plazo”.

Informe de marzo de 1998, p. 28:

“Los problemas asociados con el desajuste fiscal pueden ilustrarse a partir del ejercicio de programación financiera. En efecto, de acuerdo con la proyección de la balanza de pagos y de las finanzas públicas, y dados unos supuestos de crecimiento de crédito al sector privado y del ahorro financiero, el déficit proyectado para el sector público consolidado probablemente es superior entre 0,5% y 2% del PIB al que la economía podría financiar sin modificar su crecimiento esperado, la tasa de interés, la tasa de cambio o la meta de inflación. De persistir este desequilibrio, se podrían presentar las siguientes consecuencias:

- a. Si no hay mayor crédito externo, el déficit tendría que financiarse internamente, lo cual presionaría al alza las tasas de interés domésticas. En este caso se desplazaría el gasto del sector privado (consumo e inversión), podría reducirse

el crecimiento económico y aumentaría la fragilidad del sistema financiero al deteriorarse la calidad de su cartera.

- b. Si el déficit se financia con mayor crédito externo, hacia el futuro se produciría un mayor deterioro del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, debido al mayor giro de intereses, comprometiéndose su sostenibilidad hacia el futuro.

Lo anterior pone en evidencia la urgencia de corregir el desequilibrio fiscal. De lo contrario, los efectos descritos anteriormente harían más costoso el cumplimiento del compromiso constitucional de la Junta Directiva de reducir permanentemente la inflación”.

Informe de julio de 1998, p. 3:

“En un escenario pasivo de las finanzas públicas y manteniendo la tendencia actual de los principales sectores, la proyección para 1999 registra un déficit similar al de 1998. Para el próximo año la situación fiscal del Gobierno Central constituye de nuevo el principal factor de desequilibrio de las finanzas públicas. El desajuste fiscal del gobierno está asociado con el excesivo nivel del gasto, el cual es incompatible con la estabilidad macroeconómica de mediano plazo.

Los niveles de endeudamiento requeridos para financiar el déficit del gobierno podrían agravar la situación financiera en los siguientes años. Por lo tanto, es urgente adoptar las medidas necesarias para reducir y racionalizar el gasto del sector público, y reorientarlo hacia fines que tengan una alta rentabilidad económica y social. Finalmente, algunos estudios recientes han llamado la atención sobre la sostenibilidad de la política fiscal en el largo plazo. En particular, se recomienda un cambio en la estrategia actual de gasto del gobierno con el fin de evitar futuros problemas de insolvencia. Por todo lo anterior, se sugiere que el presupuesto para 1999 debe ser ajustado, para lo cual se necesitará la colaboración decidida del Congreso de la República”.

IV. LA POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN 1999 HASTA EL MOMENTO DEL ABANDONO DE LA BANDA CAMBIARIA

A. El contexto

Al comenzar 1999 la economía se encontraba en medio de una profunda recesión. El crecimiento del producto había sido negativo durante

los dos últimos trimestres de 1998 y se esperaba que esa tendencia continuara durante los dos trimestres siguientes. La tasa de desempleo estaba aumentando y al finalizar 1998 ascendía a 15,6%. Los precios reales de los activos también venían cayendo y el acceso a recursos externos e internos era menor y más costoso. Además, el sector privado, empresas y familias, se encontraba altamente endeudado por el exceso de gasto en años anteriores. Todos estos elementos se combinaron para afectar negativamente la capacidad de pago de los deudores, con lo cual se acentuaron las tendencias que se venían registrando desde la segunda mitad de 1997: los indicadores de la cartera vencida sobre la cartera total y de los bienes recibidos en pago en relación con el monto total de los activos de las entidades financieras aumentaron continuamente. La situación entonces era de evidente crisis, con una economía y un sistema financiero golpeados y vulnerables a cambios en las condiciones internacionales. Adicionalmente, se presentaba un deterioro en las percepciones de los agentes nacionales y externos sobre la situación económica y social del país.

En condiciones de crisis económica y fragilidad financiera y en economías relativamente integradas a los mercados internacionales de capitales y bienes, es particularmente difícil el manejo de la política cambiaria. En estos casos, los mercados perciben que la elevación permanente de las tasas de interés tiene efectos sobre el crecimiento económico y el desempleo. Igualmente al existir fragilidad en el sistema financiero puede llevar a situaciones de insolvencia. Por otra parte, también se sabe que la adopción de controles a los capitales implicaban un viraje total de la política económica de pésimo recibo en los mercados internacionales de capitales y, por consiguiente, con efectos potencialmente contrarios a los inicialmente deseados. En estas condiciones, la capacidad del Banco de la República para defender la banda cambiaria estaba, en la práctica, limitada a la intervención en el mercado cambiario. Como fuente complementaria de credibilidad del corredor cambiario se contaba con los recursos externos que el sector público disponía en ese momento, con los que esperaba obtener a través de la emisión de bonos en el exterior y con los recursos de las privatizaciones de algunas empresas. Existía además la posibilidad de que el sector público emitiera títulos TES denominados en dólares, como parte de su estrategia de endeudamiento interno, pero con un efecto cambiario estabilizador.

Por otra parte, en una situación de crisis es particularmente difícil abandonar el compromiso cambiario, como lo muestra la experiencia inter-

nacional reseñada en la sección II de este informe. El riesgo de entrar en un círculo vicioso que vaya de crisis cambiaria a crisis financiera y, de esta a aquella, aumenta. Así, la solvencia del sistema financiero y la situación económica de las empresas requieren especial atención. Es necesario que el sistema financiero se fortalezca antes de adoptar un régimen de cambio flexible. Adicionalmente, se aplica con mayor fuerza todo lo ya escrito sobre la importancia de reforzar la credibilidad de la política monetaria y la política fiscal antes de tomar cualquier decisión cambiaria. En especial, la experiencia internacional enseña que es fundamental que las finanzas públicas se sitúen en una senda considerada como sostenible por los inversionistas nacionales y extranjeros, para lo cual se necesita la aprobación de reformas estructurales por parte del Congreso.

En general, el dilema enfrentado por la política monetaria y cambiaria a lo largo de este año ha sido similar al de todos los países que se han visto forzados a abandonar su compromiso cambiario: las razones por las cuales podría no ser sostenible el régimen cambiario que rigió hasta finales de septiembre son las mismas por las cuales sería peligroso abandonarlo. La alternativa que quedaba entonces era sustituirlo, con algún riesgo, o tratar de mantenerlo temporalmente mientras se encontraban condiciones propicias para su eliminación.

La decisión de la autoridad monetaria fue la de defender la banda cambiaria mientras fuera coherente con la tendencia a la baja que venía mostrando las tasas de interés. Como parte de la estrategia de defensa se contaba con un comportamiento de las finanzas públicas que convenciera a los mercados de su coherencia con la política económica general y con acceso suficiente a los recursos externos para el sector público a través de la emisión de bonos en el mercado internacional de capitales y la privatización de algunas empresas públicas. En el mes de marzo, por ejemplo, el Gobierno colocó a un precio favorable bonos en el exterior por un monto de US\$500 m frente a una demanda de los mismos superior a los US\$2,000 m. Todo esto sugería la inconveniencia de introducir modificaciones a la política cambiaria.

Sin embargo, desde el mes de mayo comenzó a ponerse en duda la sostenibilidad de la política, por la fuerte recesión, los limitados avances en las reformas estructurales de las finanzas públicas, los retrasos en las privatizaciones y el nuevo estrechamiento de los mercados internacionales de capitales, particularmente, en el caso de Colombia, ante

el anuncio de una firma calificadora internacional de una posible revisión a la baja en la calificación de riesgo de inversión. En este contexto, y en el marco de un nuevo programa macroeconómico para el año 2000, el 27 de junio se decidió modificar el corredor cambiario, desplazándolo en 9 puntos porcentuales, disminuyendo su pendiente y haciéndolo más amplio para permitir una mayor flexibilidad de la tasa de cambio nominal. Además, con el fin de garantizar a los mercados que Colombia llevaría a cabo las reformas estructurales, en especial las fiscales, para poner la economía en una senda de crecimiento sostenible, el Gobierno y el Banco acordaron comenzar negociaciones con el FMI para un programa de apoyo a su balanza de pagos. A continuación se ofrece una descripción del manejo de los instrumentos de política del Banco y se enumeran aquellas condiciones que, en el momento de adoptar el sistema de flotación, se juzgaron necesarias para un tránsito exitoso al nuevo sistema.

B. El manejo de los instrumentos

En los primeros cuatro meses de 1999 se presentó una menor presión sobre la tasa de cambio nominal (Gráfico 8) que permitió que las tasas de interés continuaran reduciéndose. La tasa de interés interbancaria y la tasa DTF disminuyeron constantemente y en junio se situaron, en promedio, en 18,2% y 17,9%, respectivamente, mostrando disminuciones de 25,1 y 17,7 puntos porcentuales frente a los niveles medios observados en septiembre de 1998 (Gráfico 6). Con este nivel la tasa de interés pasiva real se situó en 8,2%.

El mercado cambiario colombiano no sufrió alteraciones significativas en el momento en que Brasil liberó la tasa de cambio. No obstante, entre abril y junio se revirtió la tendencia de la tasa de cambio, alcanzando nuevamente el techo de la banda el 26 de junio. En la primera quincena de ese mes el Banco efectuó una intervención mínima en el mercado cambiario, y en los cuatro días previos a la modificación de la banda (28 de junio) vendió divisas por US\$312 m. Detrás de este cambio de tendencia existió una modificación sustancial de las expectativas de inversión en el país al ser considerado de mayor riesgo. La tendencia al aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos, los tropiezos en la negociación del proceso de paz, la incertidumbre sobre el plan de ajuste fiscal, la situación del sistema financiero (en particular, la incertidumbre sobre el costo de su salvamento), una caída en la actividad económica mayor que la esperada y algunos

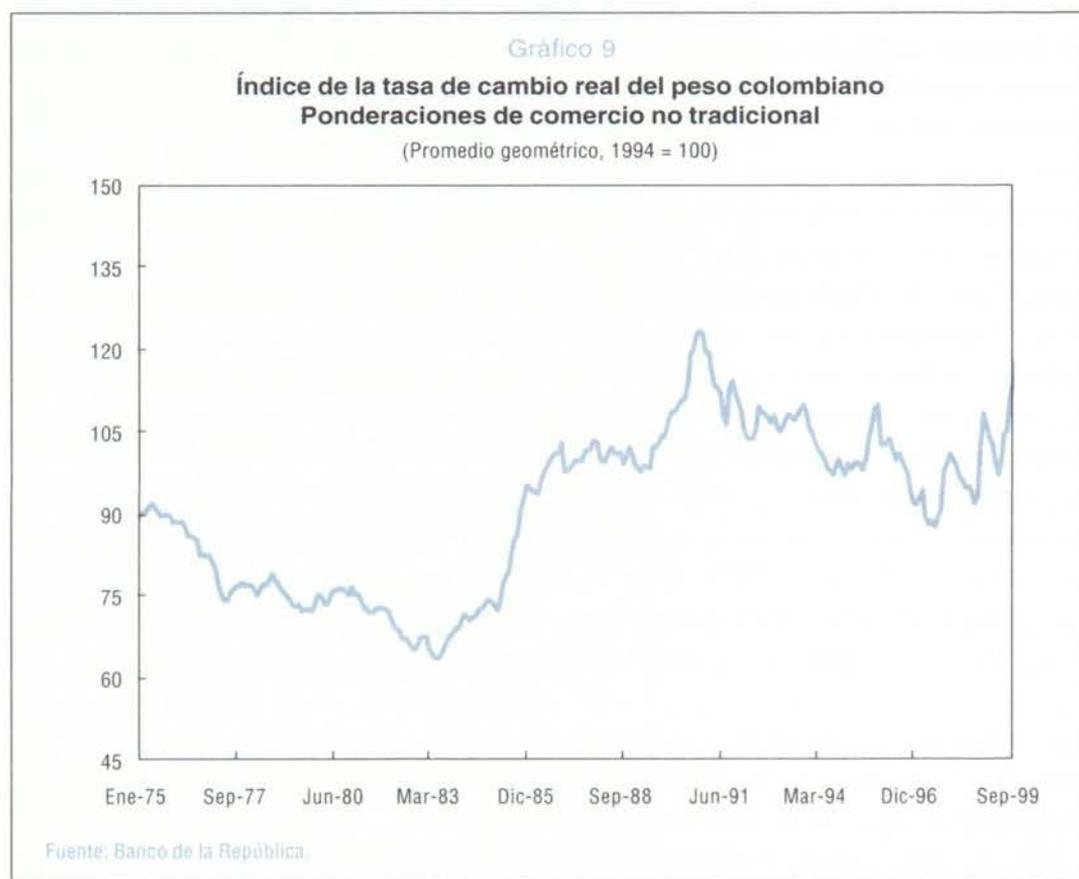
conceptos de las agencias calificadoras de riesgo fueron factores que incidieron negativamente sobre las perspectivas de consolidar la estabilidad macroeconómica. Esto se hizo evidente con la elevación de los márgenes de la deuda colombiana con respecto a los títulos del Tesoro de los Estados Unidos (290 puntos básicos entre el 19 de abril y el 28 de junio).

El 27 de junio de 1999, el Gobierno y la Junta acordaron adelantar el anuncio del programa macroeconómico 1999-2000. Lo anterior tuvo como propósito coordinar la elaboración del Presupuesto General de la Nación para el año 2000, guiar las expectativas en la formación de precios de la economía y mostrar a los agentes nacionales e internacionales las reglas de juego del próximo año. Como consecuencia de la definición del nuevo programa macroeconómico, los parámetros de la banda cambiaria fueron modificados. El punto medio de la banda se incrementó en 9%, lo cual permitió a la tasa de cambio fluctuar alrededor de un nivel mayor, de forma coherente con los planes de ajuste del gasto público. Adicionalmente, se amplió la banda, pasando de 7 a 10 puntos porcentuales por encima y por debajo del nuevo nivel medio, con el fin de darle mayor flexibilidad a la tasa de cambio para permitir que respondiera con más facilidad a los diversos factores que la determinan; reducir la necesidad de intervenciones del Banco y, por lo tanto, aumentar la autonomía de la política monetaria al reforzar el control sobre la base monetaria. Esta última se situó, desde comienzos del año, alrededor del punto medio del corredor (Gráfico 5). Por otra parte, la pendiente de la banda se cambió de 13% a 10% anual, reflejando la meta de inflación del año 2000. Para ese año la inflación objetivo y la inclinación de la banda (10% en ambos casos) permitirían una devaluación real del peso coherente con el programa macroeconómico general.

No obstante, la presión cambiaria continuó después de modificada la banda y durante los primeros 15 días de julio el Banco intervino en el mercado con ventas de divisas por US\$146 m. La presión cedió en la segunda quincena de julio y así se mantuvo hasta mediados de septiembre cuando se inició un nuevo ataque contra el peso, en medio de debates sobre la eventual eliminación de la banda en el marco del programa con el FMI. El Banco de la República se vio entonces obligado a intervenir con ventas de divisas que alcanzaron durante todo el mes de septiembre US\$479 m. Estas ventas reflejaron un exceso de demanda de divisas en el mercado cambiario, resultado tanto de un déficit en la cuenta corriente como de capital de US\$181 m y US\$298 m, respectiva-

mente. En este mes los colombianos realizaron pagos netos de deuda externa por US\$169 m y se registró un flujo neto negativo de inversión extranjera por US\$203 m.

El 25 de septiembre la Junta Directiva del Banco abandonó su compromiso formal de defender los límites de la banda cambiaria y lo sustituyó por uno de libre flotación de la tasa de cambio nominal, en el marco de un acuerdo con el FMI sobre las principales metas macroeconómicas para los próximos tres años, y cuando el índice de la tasa de cambio real (ITCR) registraba un valor de 118, uno de los niveles históricos más altos (Gráfico 9).



C. Recapitulación: consideraciones principales en el momento de abandonar la banda cambiaria

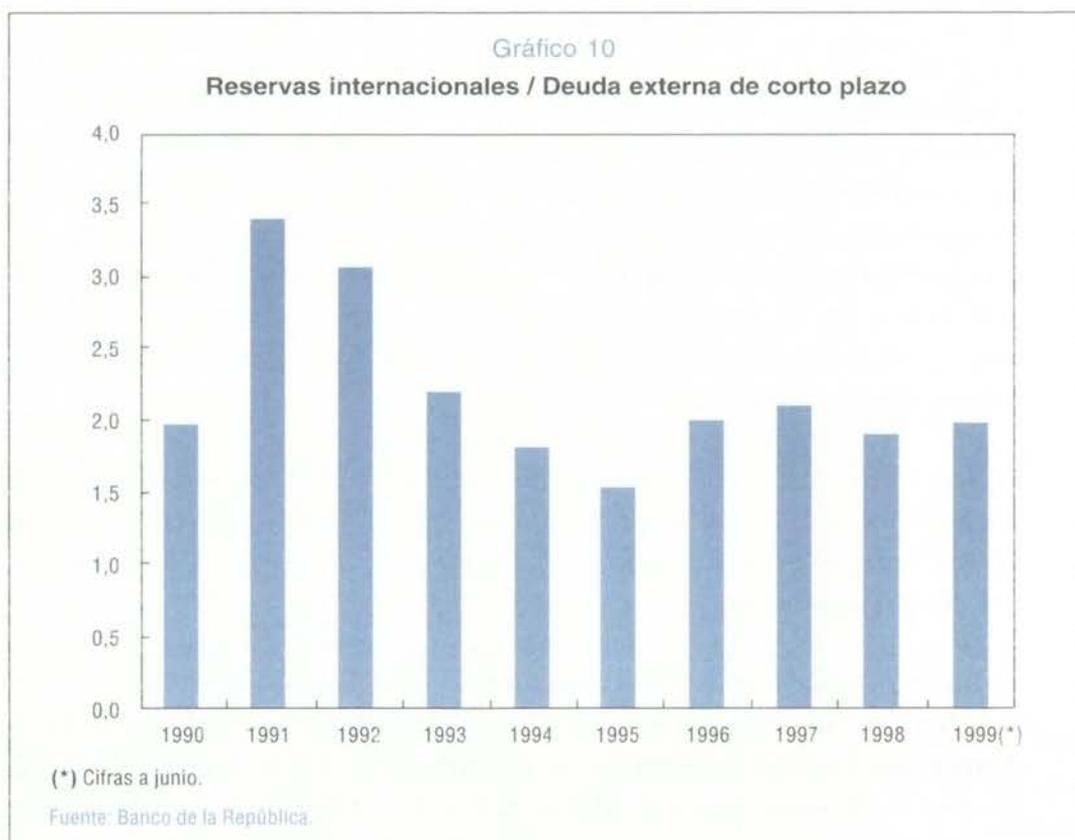
En un entorno macroeconómico en donde la presión devaluacionista proveniente de desequilibrios fiscales, insuficiente financiamiento externo, y la discusión pública, interna y externa, sobre la conveniencia

de mantener el régimen cambiario, debilitaron la credibilidad del sistema cambiario, es evidente que un régimen de tasa de cambio fija o semifija puede volverse insostenible. La Junta Directiva del Banco de la República era consciente de tal situación. Sin embargo, dadas las dificultades de acceso a los mercados internacionales de crédito y la incertidumbre sobre el futuro fiscal, la solución no era simplemente remover la banda; el momento de adoptar tal medida debía ser cuidadosamente estudiado. La decisión de flotar la tasa de cambio se tomó, a pesar de que lo más deseable hubiera sido hacer el cambio en un momento de mayor tranquilidad cambiaria, con base en una serie de consideraciones que permitían prever, con cierto grado de confianza, que no se iba a generar una transición traumática (véase Recuadro 2). Entre estas, merecen destacarse las siguientes:

- El banco central se había movido gradualmente desde enero de 1994 hacia un sistema cambiario relativamente flexible. Luego de los cambios a la banda del último año el régimen vigente se acercaba a uno de flotación administrada. Además, era previsible que las empresas y el sistema financiero hubiesen aprendido a cubrirse del riesgo cambiario, como lo sugiere el fuerte crecimiento del mercado de futuros en el pasado reciente.
- La devaluación real en los dos últimos años, como se deriva del Gráfico 9, ha sido de más de 25%. Con esta devaluación real, según diversos analistas, la tasa de cambio observada se encuentra cerca de su nivel de equilibrio. Si bien las monedas pueden alejarse temporalmente del valor definido por el comportamiento de los determinantes fundamentales, el hecho de que la tasa de cambio real esté cerca de su valor de equilibrio disminuye la probabilidad de que en el momento de abandono de la banda se registre un fuerte rebote de la tasa de cambio nominal.
- En los últimos meses el sistema financiero se ha ido fortaleciendo y preparando mediante el programa de capitalización, la eliminación de los bancos no viables, la intervención de otros y el cubrimiento del riesgo cambiario.
- El Banco de la República ha mantenido su compromiso de reducir la inflación. Esta ha caído a niveles de un dígito y la indexación ha disminuido como consecuencia del aumento en la credibilidad de las metas de inflación y modificaciones en el sistema de fijación de

los precios administrados. Esto reduce la probabilidad de que la economía entre en una espiral devaluacionista a través de la generación de mayores expectativas de inflación y modificaciones en contratos.

- El déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha reducido de manera intensa como se muestra en el Gráfico 1: cayó desde casi 8% del PIB en el primer trimestre de 1998 a una cifra inferior al 1% en el segundo trimestre de 1999. Esto significa menos necesidades de financiamiento externo y refleja el ajuste del gasto que ha realizado el sector privado de la economía. Además, el nivel de reservas internacionales es alto comparado con el acervo de deuda externa de corto plazo del país (Gráfico 10).
- El nivel de las reservas internacionales es suficiente para permitir al banco central eventuales intervenciones capaces de desanimar la especulación contra el peso. Adicionalmente, los términos de intercambio mejoraron 14% entre abril y agosto del presente año como consecuencia del extraordinario aumento del precio internacional del petróleo.



Los puntos anteriores muestran que se acercaba un momento propicio para flexibilizar aún más el mercado cambiario. Concretados los puntos fundamentales del programa con el FMI, contratado un crédito con el Fondo Latinoamericano de Reservas y habiendo obtenido el Gobierno el compromiso de cuantiosos recursos de financiamiento por parte del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, se completó el conjunto de factores necesarios para adoptar un nuevo sistema cambiario.

Recuadro 2

LA ESCOGENCIA DEL RÉGIMEN CAMBIARIO

La decisión de operar con un sistema de tasa de cambio flexible o fija debe considerar múltiples factores. Cada régimen cambiario tiene ventajas y desventajas, que dependen de las características estructurales de la economía. Que un régimen funcione bien en un país no quiere decir que lo haga bien en otro. A continuación se presentan algunas ventajas y desventajas de cada régimen cambiario.

La literatura económica sugiere que el mejor régimen cambiario es aquel que estabiliza el comportamiento de la economía frente a fluctuaciones inesperadas de variables particulares. Dicho de otra manera, el régimen óptimo es aquel que reduce las fluctuaciones en la producción o en el nivel de precios o cualquiera otra variable que despierte el mayor interés de las autoridades, cuando ocurre algún evento sorpresivo (un choque) que altera la demanda de bienes o la de dinero. Se ha demostrado que cuando los choques que experimenta una economía son de origen monetario, por ejemplo, caídas en la demanda de dinero provocadas por un incremento en las expectativas de devaluación de la moneda, las fluctuaciones del producto se minimizan en un sistema de tasa de cambio fija. Si los choques provienen del sector real (cambios en la tecnología, en las preferencias de los agentes frente a su consumo, en los términos de intercambio, en variables relacionadas con las finanzas públicas, etc.) un sistema flexible minimiza su impacto.

Fijar la tasa de cambio tiene efectos importantes sobre la política monetaria. Si el objetivo de las autoridades es estabilizar precios, la teoría sugiere que un sistema de tasa de cambio fija puede resultar más adecuado si hay credibilidad en su permanencia. Al fijar la tasa de cambio, se fija también el crecimiento monetario. Esto no sólo logra estabilizar las tasas de interés, a menos que existan expectativas de devaluación, sino también reducir la inflación mediante dos mecanismos.

Uno, mediante la estabilización de la demanda agregada, y el otro directamente al fijar un conjunto de precios de la economía: al fijar la tasa de cambio el conjunto de precios que se encuentra atado al comportamiento de los precios internacionales (precios de bienes importados, por ejemplo) se fijará también. Al impedir que estos precios suban, la inflación puede reducirse o estabilizarse.

Según estos principios, economías expuestas a grandes movimientos de capitales que buscan reducir su tasa de inflación deberían optar por sistemas de tasa de cambio fija o semi-fija. Si bien esto pareciera no tener discusión, hay que resaltar que estos beneficios solo se alcanzan bajo condiciones particulares de la economía. Una de ellas tiene que ver con el funcionamiento de los mercados laborales. Para que una economía con tasa de cambio fija funcione adecuadamente se requiere una gran flexibilidad en el mercado laboral, ya sea de salarios o de fuerza laboral, y en el de productos. Muchas de las fluctuaciones inesperadas que experimentan las economías con tipo de cambio fijo deben acomodarse a través del mercado laboral. Si la economía experimenta choques, y el mercado laboral no se puede ajustar (mediante una caída de salarios, por ejemplo), se genera desempleo. Una dinámica similar se observa cuando los precios de los bienes y servicios son inflexibles. Esto no sucede en un sistema de tasa de cambio flexible. Bajo tasa de cambio flexible los choques que experimenta la economía se traducen principalmente en fluctuaciones de la tasa de cambio, y no en variaciones de la tasa de desempleo.

Un sistema de tasa de cambio fija también requiere de gran flexibilidad de la política fiscal para poder realizar ajustes que compensen las fluctuaciones inesperadas en diversas variables económicas. En el sistema de tasa de cambio fija la oferta monetaria no es controlable por las autoridades, es decir, no hay posibilidad de contrarrestar los efectos de fluctuaciones inesperadas recurriendo a la política monetaria. La responsabilidad recae fundamentalmente sobre la política fiscal. Si la política fiscal no es flexible, un régimen de tasa de cambio fija deja a la economía sin mecanismos de estabilización frente a choques de origen real.

En los años 90 han surgido nuevos elementos que han enriquecido la discusión sobre la selección del régimen cambiario. En particular, se ha demostrado que las bondades del régimen de tipo de cambio fijo se presentan sólo si goza de credibilidad. Si no es creíble, los efectos estabilizadores mencionados anteriormente pueden perder vigencia o incluso desaparecer.

El sistema de tasa de cambio flexible, si bien evita que muchas de las fluctuaciones en variables económicas fundamentales se trasladen directamente al desempleo,

se puede convertir también en una fuente de incertidumbre para el sector privado e indirectamente puede producir también fluctuaciones en el empleo. En un régimen cambiario flexible los empresarios, al no tener certeza sobre el comportamiento futuro de la tasa de cambio y por ende sobre su flujo de ingresos y gastos en moneda extranjera, pueden tomar decisiones ineficientes en términos de su producción. Esta incertidumbre puede reducirse si acuden a instrumentos financieros de cobertura de riesgo cambiario ("futuros"). Esto, sin embargo, implica mayores costos reflejados en incrementos en sus gastos financieros.

Como se mencionó anteriormente, no cualquier economía puede adoptar cualquier régimen cambiario. Hay condiciones innatas a la estructura económica que hacen que uno u otro régimen sea óptimo para cada economía. Sin embargo, hay también factores comunes al funcionamiento de cualquier régimen. Independiente del régimen cambiario que se seleccione, una economía requiere de disciplina fiscal y de un sistema financiero fuerte para poder explotar sus beneficios. Si estas condiciones no se cumplen, se generarán desequilibrios importantes que se traducirán en mayores expectativas de devaluación y mayores tasas de interés que alterarán el normal desempeño de la economía.

En resumen, cada régimen cambiario tiene ventajas y desventajas. El tipo de cambio fijo, mientras sea perfectamente creíble, provee estabilidad de precios y de empleo cuando la economía está expuesta a choques de origen monetario. Sin embargo, en un marco de gran inestabilidad fiscal e incertidumbre internacional lograr un alto grado de credibilidad no es tarea fácil. Un régimen de tipo de cambio flexible entraña mecanismos de ajuste diferentes al desempleo. Sin embargo, por su naturaleza misma implica elementos adicionales de incertidumbre que pueden entorpecer las labores del sector privado. En última instancia, las ventajas de cualquier régimen están ligadas a la estructura básica de la economía y, de manera particular, a su mercado laboral y a su régimen fiscal.

V. EL MANEJO MONETARIO Y CAMBIARIO FUTURO: OPORTUNIDADES Y RIESGOS

Entre las lecciones importantes de las experiencias de países que han tenido que flotar la tasa de cambio está la necesidad de definir una variable alternativa a la tasa de cambio como punto de referencia de la política monetaria. En la práctica, esto ha significado la adopción de una meta cuantitativa de inflación o de crecimiento monetario como guía para el manejo de los instrumentos del banco central. Sin embar-

go, como la banda cambiaria no se empleó en Colombia como ancla nominal del sistema económico, su abandono no implicará fuertes cambios en el diseño y en la ejecución de la política monetaria. Los elementos centrales de la estrategia monetaria son la meta cuantitativa de inflación, la metodología para producir pronósticos de inflación que utiliza información relevante sobre las presiones inflacionarias, el corredor de la base monetaria y la existencia de un procedimiento operativo mediante el cual el manejo de los instrumentos del Banco depende de la evaluación del comportamiento de la base monetaria en relación con su respectivo corredor, y las tendencias de la inflación respecto a la meta. El esquema seguido contiene los elementos básicos de uno de meta de inflación, tal y como ha sido adoptado por los países que se ven obligados a flotar su tasa de cambio, y un corredor de base monetaria subordinado al cumplimiento del objetivo de inflación que sirve como meta intermedia de la política. El abandono del corredor cambiario mejora entonces el esquema de manejo monetario.

Un manejo monetario como el descrito, con un suministro de liquidez adecuado, el descenso de la inflación y mejoras en la eficiencia y solidez del sistema financiero deben hacer posible la disminución en las tasas de interés de mercado.

Sin embargo, también es importante tener en cuenta que las implicaciones del esquema descrito sobre las tasas de interés dependen, en buena medida, de la forma como se cubren las necesidades financieras del Gobierno y el tamaño de las mismas. En efecto, si el Gobierno intentase obtener financiamiento interno en magnitudes adicionales a las previstas en el programa macroeconómico, dificultaría el descenso de las tasas de interés internas y pondría en peligro la reactivación de la economía.

Además, el Congreso y el país deben ser conscientes de que la flexibilidad cambiaria trae también retos para los mercados y para la autoridad monetaria. La economía colombiana seguirá siendo vulnerable a choques en los mercados financieros, al comportamiento de los términos de intercambio y a la percepción de la gente sobre su entorno político y de seguridad. Es necesario entonces avanzar en el desarrollo de mecanismos sofisticados de cubrimiento del riesgo cambiario. Los operadores del mercado deben mejorar sus herramientas analíticas y aprender a definir de mejor forma la estructura de sus portafolios.

El país debe avanzar en el entendimiento de lo que determina los comportamientos de las tasas de cambio *nominal y real* en un ambiente de flexibilidad cambiaria. Por ejemplo, es importante tener en cuenta el hecho de que es natural que la tasa de cambio nominal fluctúe en un mercado libre. Además, si la economía está operando sin grandes desequilibrios, la tasa de cambio nominal no debe registrar movimientos sostenidos alejados de la diferencia entre la inflación colombiana y la del resto del mundo. Así mismo, los choques que reciba la economía deben provocar movimientos transitorios en la tasa de cambio, y de no ser así es porque existe un desequilibrio sustancial del gasto o del sector externo. Por su parte, los determinantes de largo plazo de la tasa de cambio real son el esfuerzo de ahorro público y privado, los cambios en la productividad de los factores de producción y el progreso técnico. Estos factores determinan la capacidad competitiva de la producción nacional y no son controlables por las autoridades monetarias ni tienen vínculos permanentes con los movimientos de la tasa de cambio nominal.

VI. EFECTOS DE LAS VENTAJAS DE RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO DE LA REPÚBLICA SOBRE LA RIQUEZA DEL PAÍS

Cuando el Banco de la República vende reservas internacionales, no existe una pérdida de riqueza para el Banco. Este último liquida un activo (las reservas) contra la reducción de un pasivo (la base monetaria), por lo cual su patrimonio se mantiene inalterado. Desde el punto de vista del país como un todo, las ventas de reservas del Banco de la República pueden reflejarse en mayores tenencias de bienes o de divisas por parte de colombianos que tratan de cubrirse del riesgo cambiario sustituyendo activos financieros denominados en pesos por activos externos. En este último caso, las divisas cambian de mano (del Banco de la República al comprador local), pero continúan en poder de un residente colombiano, por lo cual la riqueza nacional no se altera. Las ventas de reservas también pueden utilizarse para reducir la deuda externa del país (pública o privada). En este caso la riqueza nacional tampoco cambia puesto que se reduce un activo (las reservas internacionales), pero también un pasivo (la deuda externa).

No obstante, cuando las ventas de reservas del Banco de la República alcanzan niveles considerables, puede percibirse que la habilidad de Colombia para atender sus pagos externos se ha deteriorado excesivamente, y, en este caso, los prestamistas externos pueden exigir mayores tasas de interés con el fin de cubrirse del riesgo de no pago. Este encarecimiento del crédito externo empobrece a los deudores colombianos y termina presionando al alza las tasas de interés domésticas, con los efectos adversos que esto conlleva. Por esta razón, el Banco de la República vela por mantener un nivel adecuado de reservas internacionales, que permita honrar las obligaciones con el exterior, tanto de deuda como de comercio de bienes y servicios. Vale la pena destacar que pese a las ventas de divisas realizadas en los últimos meses, el nivel actual de las reservas internacionales (US\$7,870.5 m) cubre más de cinco meses de pagos de importación de bienes y servicios y es, por lo tanto suficientemente alto en comparación con los estándares internacionales.

NOTAS

- ¹ Eichengreen, Barry y Paul Masson (1998), "Exit strategies: policy options for countries seeking greater exchange rate flexibility", IMF Occasional Paper.
- ² La metodología de la investigación es relativamente simple. El primer paso es hacer una lista de los países que en los últimos 20 años se vieron obligados a abandonar cierto compromiso cambiario y adoptaron un sistema de tasa de cambio flotante. Esto resultó en una muestra de 29 países. Luego comparan el comportamiento de las principales variables macroeconómicas con dos grupos de economías que sirven de control. Uno de ellos está conformado por los que no abandonaron su sistema de tasa de cambio fija. El otro grupo incluye todos los países en desarrollo diferentes de los que tuvieron que abandonar su compromiso cambiario, fijaran o no la tasa de cambio. La idea general es hacer una documentación detallada del tránsito de un sistema de tasa de cambio fija a otro de flotación con el fin de identificar algunas lecciones generales de la forma más apropiada de hacer dicha transición.
- ³ Estas ventas se originaron en un exceso de demanda en el mercado cambiario, como resultado de un déficit corriente de US\$611 m, que no alcanzó a compensarse con entradas de capital de US\$224 m. El déficit corriente se explica por ingresos de exportación de bienes y servicios de US\$623 m y egresos corrientes de US\$1,234 m, explicado en su gran mayoría por el pago de importaciones de bienes.
- ⁴ Gavin, Michael, 1999, "Los Bancos Centrales en América Latina: Renuentes a reaccionar", en Políticas Económicas de América Latina, BID.