
POLÍTICA CAMBIARIA EN UN PROCESO DE AJUSTE ORDENADO

*Por: Leonardo Villar Gómez**

El debate público sobre la política cambiaria de Colombia en el período reciente se oscurece con frecuencia por comentarios superficiales que impiden ver con pragmatismo las disyuntivas que enfrentan las autoridades en este frente. Para algunos analistas de la coyuntura colombiana, el esquema de banda cambiaria que mantuvo el Banco de la República durante varios años se identifica virtualmente con el demonio causante de todos los males de la economía. Para ellos, la banda cambiaria fue la culpable de las altas tasas de interés, de la recesión y del desempleo, mientras la crisis financiera internacional y los propios desajustes macroeconómicos internos y externos tuvieron un papel apenas marginal en la explicación de esos fenómenos. El propósito de este corto artículo es tratar de desvirtuar algunas de esas interpretaciones y resaltar varios aspectos positivos de la política cambiaria que se ha adelantado en los últimos años.

El pasado 25 de septiembre, la Junta Directiva del Banco de la República decidió elimi-

nar la banda cambiaria y permitir la libre flotación del peso, coincidiendo con el anuncio de las bases de un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), en el que se establece un programa de ajuste macroeconómico para los próximos tres años. Los resultados de esa decisión han sido positivos. Con posterioridad a ella, la tasa de cambio nominal ha tenido una notable estabilidad y las tasas de interés han podido continuar el proceso de descenso que en términos generales venían manifestando desde finales de 1998. Así, a diferencia de otros países en los que el tránsito a un régimen de tasa de cambio libre se caracterizó por devaluaciones abruptas y aumentos muy fuertes en las tasas de interés, en Colombia ese tránsito se logró de una manera ordenada y exenta de traumatismos.

Paradójicamente, los resultados exitosos de la decisión de liberar el tipo de cambio en septiembre de 1999 han generado un intenso debate en contra del Banco de la República, en el que se acusa a esta entidad por no

haberla adoptado con anterioridad. Personalmente estoy convencido de que el éxito de la decisión de eliminar la banda cambiaria fue posible, precisamente, por la flexibilidad que se tuvo en el manejo de esa banda en el período anterior y por la coincidencia de su desmonte con el anuncio de un programa macroeconómico consistente, que fortaleció de manera fundamental la credibilidad nacional e internacional en la política económica colombiana, en la medida en que recibió el apoyo explícito del FMI y de otros organismos multilaterales de crédito como el Banco Mundial, el BID y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

El artículo se divide en dos partes. En la primera, se describen las principales características del régimen de bandas cambiarias, tal como ese régimen fue aplicado en Colombia en el período reciente. En la segunda, se resumen las consideraciones que tuvo el autor para apoyar, en el seno de la Junta, la decisión de eliminar la banda cambiaria el pasado 25 de septiembre.

I. CARACTERÍSTICAS DEL RÉGIMEN COLOMBIANO DE BANDAS CAMBIARIAS

A. Flexibilidad

El primer punto que debe resaltarse sobre el régimen de bandas cambiarias que utilizó Colombia en los últimos años es que el comportamiento de la tasa de cambio tuvo un alto grado de flexibilidad para responder a las fuerzas de oferta y demanda en el mercado de divisas.

La banda cambiaria vigente entre febrero de 1994 y el pasado mes de junio tenía una amplitud de 14 puntos porcentuales y la que rigió entre julio y septiembre del presente año tuvo una amplitud de 20 puntos porcentuales. Esto significa que, dentro de ese amplio rango, la tasa de cambio era determinada en lo fundamental por el mercado y el esquema cambiario colombiano se podía caracterizar como un régimen de tasa de cambio libre. A diferencia de otros países, el Banco de la República sólo intervenía en el interior de la banda para moderar la magnitud de las fluctuaciones y evitar de esa manera una volatilidad extrema en el muy corto plazo. Las intervenciones del Banco no se encontraban encaminadas a ubicar la tasa de cambio en una u otra posición específica dentro de la banda, lo cual dependía exclusivamente de las fuerzas del mercado.

Más importante aún, cuando se presentaron alteraciones profundas y sustanciales en las condiciones fundamentales de la economía, de tal forma que se hizo evidente que la tasa de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo se había modificado, el Banco procedió a ajustar la banda. Esto se hizo en diciembre de 1994, cuando la banda se desplazó hacia abajo como consecuencia del incremento en los flujos externos de capitales de largo plazo y de las perspectivas que en ese momento existían de ingresos de divisas por la explotación de los yacimientos petrolíferos de Cusiana y Cupiagua. Más recientemente, en septiembre de 1998 y en junio del presente año, la banda se desplazó hacia arriba como respuesta a la drástica caída de los términos de intercambio para Colombia, la fuerte reducción en la demanda

de nuestros productos en los países vecinos; el deterioro sustancial en las condiciones de acceso a recursos financieros internacionales y a una clara reducción en el gasto agregado en la economía, tanto público como privado. En estas condiciones, era evidente que la tasa de cambio de equilibrio de mediano y largo plazo había aumentado y que una mayor flexibilidad al alza de la tasa de cambio podía ayudar en la recuperación del equilibrio macroeconómico.

B. La tasa de cambio no se usó como ancla anti-inflacionaria

La política anti-inflacionaria que ha adoptado desde hace varios años el Banco de la República se sustenta fundamentalmente en el control de los agregados monetarios. En el diseño de esa política, la tasa de cambio *no* cumple el papel de ancla o de punto de referencia para la fijación del nivel general de precios, como sucede en otras economías. En esto, la política de Colombia se distingue claramente de la de países como Brasil, cuya política anti-inflacionaria, hasta comienzos del presente año, estaba claramente sustentada en una tasa de cambio nominal virtualmente estable. Por esa misma razón, la banda cambiaria de Brasil era mucho más estrecha que la colombiana y podía conducir a procesos de evidente sobrevaluación real de la moneda doméstica.

C. Notable recuperación de la tasa de cambio real

La flexibilidad de la política cambiaria colombiana en un ambiente de reducción acelerada de la inflación y el hecho de que ella no

haya sido el eje de la política anti-inflacionaria permitieron un notable incremento en la tasa de cambio real en los últimos años, con el cual se aumentó la competitividad de la producción nacional frente a la del resto del mundo.

Lo anterior se aprecia claramente en los distintos indicadores que existen sobre la evolución de la tasa de cambio real. En el Cuadro 1 se presentan varios de los indicadores más conocidos. El índice que divulga normalmente el Banco de la República se construye con base en índices de precios del productor y una canasta de monedas de los 20 principales socios comerciales de Colombia. De acuerdo con este indicador, la devaluación real desde el primer semestre de 1997 hasta septiembre del presente año fue de 30,7%, llevando el índice de un nivel de 90,38 a uno de 118,11, con base 1994 = 100. Esto permitió revertir totalmente la revaluación de los años precedentes. Lo anterior se dio a pesar del fortalecimiento del dólar frente a otras monedas, el cual explica que el incremento en la tasa de cambio real bilateral del peso frente al dólar haya sido aún más notorio, alcanzando un 31,5% en el mismo lapso.

Con razones que personalmente comparto, Analdex ha insistido desde hace varios años en que el índice de la tasa de cambio real construido con base en los índices de precios del consumidor tiene ventajas sobre el que usa como referencia los índices de precios del productor. Pues bien, lo cierto es que la devaluación real del período reciente calculada con IPC ha sido aún mayor que la que se calcula con IPP. Para el índice ponderado frente a 20 socios comerciales, la devalua-

Cuadro 1
Tasa de cambio real

(Base 1994 = 100)

(Promedios geométricos semestrales)

Fecha		Ponderado 20 países 1/		Bilateral con EE.UU.	
		IPP	IPC	IPP	IPC
1993	I	106,84	114,13	109,50	115,17
	II	108,08	111,66	110,36	112,59
1994	I	101,64	102,23	103,50	103,22
	II	98,39	97,82	96,62	96,88
1995	I	98,93	96,24	94,09	91,78
	II	105,33	102,27	99,32	95,76
1996	I	102,13	96,08	100,70	94,99
	II	95,77	88,07	94,82	86,92
1997	I	90,38	83,98	90,16	83,22
	II	96,32	90,77	95,80	89,11
1998	I	96,04	92,39	94,77	90,38
	II	100,86	96,73	98,57	94,11
1999	I	101,63	97,31	100,68	95,92
	Jul.	110,84	107,67	112,17	107,95
	Ago.	113,90	111,91	114,09	111,08
	Sep.	118,11	117,44	118,59	116,77

1/ Ponderaciones de comercio global no tradicional.

ción real así medida alcanza un 39,8% entre el primer semestre de 1997 y septiembre de 1999 y para el índice bilateral frente al dólar supera el 40% en el mismo período.

De esta manera, el ajuste de la tasa de cambio real que se hizo a lo largo de los dos últimos años es quizás el más fuerte que se haya realizado en la historia económica reciente de Colombia. Ese ajuste supera ampliamente al que se observó en 1984 y 1985, cuando se crearon las condiciones para el crecimiento económico sostenido que tuvo

este país en la segunda mitad de la década de los ochenta y la primera mitad de los años noventa. Más destacable aún, el gigantesco ajuste cambiario que se hizo entre 1997 y 1999 fue posible en un contexto de reducción sostenida de la inflación, la cual ha vuelto a niveles cercanos al 10% después de casi tres décadas en las que persistentemente rondaba cifras entre 20% y 30% anual.

Unida a una drástica contracción de la demanda doméstica, la corrección de la tasa de cambio real del período reciente ha per-

mitido un ajuste acelerado en la cuenta corriente de la balanza de pagos. De un déficit que superaba el 5,7% del PIB en 1998 se ha bajado a uno que se estima inferior a 1,5% del PIB en 1999, lo cual es particularmente significativo cuando se tiene en cuenta que en este año el valor de las exportaciones de café sigue afectado por niveles de precios históricamente bajos y que las exportaciones no tradicionales se han visto reducidas por la grave crisis económica de los países de la región.

D. Proceso de ajuste ordenado

No obstante su flexibilidad, los límites que imponía la banda cambiaria permitían un proceso de ajuste ordenado frente a cambios en las circunstancias macroeconómicas internas y externas.

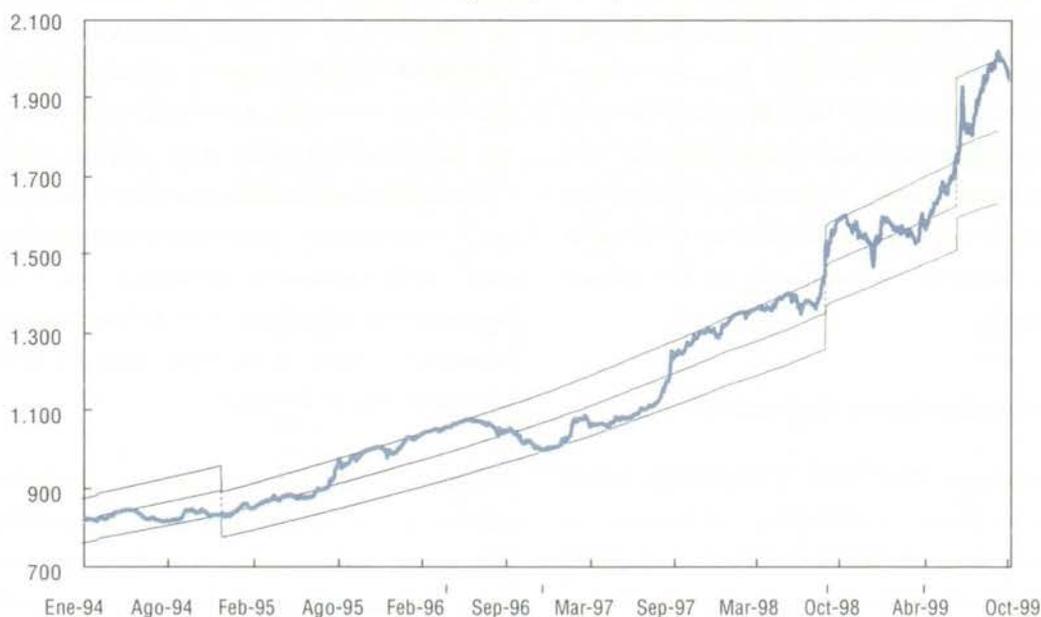
De hecho, la justificación básica para una política de banda cambiaria, *vis-a-vis* la alternativa de una tasa de cambio perfectamente libre, reside en el peligro de que un esquema de flexibilidad total conduzca a procesos de "overshooting" o sobreajuste en la tasa de cambio.

Tanto la teoría económica como muchos análisis empíricos sobre economías en las que existen flujos internacionales de capital han identificado que si el mercado cambiario se deja funcionar en forma totalmente libre, el juego de la oferta y la demanda de divisas puede conducir a que la tasa de cambio se aleje temporalmente de sus niveles de equilibrio de mediano y largo plazo, en lugar de acercarse a ellos. Los argumentos para que esto sea así son de diferente tipo. En ocasio-

nes, el sobreajuste de la tasa de cambio se puede presentar como consecuencia de las expectativas de mayor devaluación que genera el propio proceso de devaluación en un mundo en que los agentes económicos reaccionan con rezago a la información que reciben. A nivel teórico, sin embargo, se ha demostrado que un proceso de "overshooting" cambiario ante alteraciones en el entorno macroeconómico puede generarse incluso si se supone que todos los agentes económicos son perfectamente racionales o aun si son capaces de anticipar plenamente el futuro¹.

Varias experiencias recientes en países de América Latina ilustran la existencia de procesos de sobreajuste cambiario. Un caso muy destacado es el de Brasil, después del abandono de la banda cambiaria en enero del presente año. La devaluación observada en unas pocas semanas en ese país se acercó al 100% pese a que unos meses más tarde la tasa de cambio se pudo estabilizar a niveles que superaban el inicial en cerca de 60%. En el caso colombiano, lo sucedido después de los desplazamientos de la banda cambiaria en septiembre de 1998 y en junio de 1999 fue también ilustrativo de la tendencia que se genera a un sobreajuste. En ambas ocasiones, la tasa de cambio se fue rápidamente al techo de la nueva banda cambiaria, aunque pocas semanas más tarde se devolvió hasta niveles que eran apenas superiores a los consistentes con la banda antigua (Gráfico 1). En estos casos, sin embargo, los procesos de sobreajuste se dieron por períodos muy cortos y en magnitudes limitadas precisamente por los extremos de la banda cambiaria, lo cual

Gráfico 1
Corredor cambiario y tasa de cambio representativa
Enero de 1994-October 25 de 1999
(Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

mostró los beneficios de la existencia de esta última en dichas coyunturas.

Por supuesto, podría argumentarse que incluso un proceso de sobreajuste cambiario agudo, como el que se puede generar en ausencia de bandas cambiarias, carece de costos importantes para la economía en la medida en que tenga un carácter puramente temporal. Personalmente considero, sin embargo, que un sobreajuste de ese tipo habría sido tremendamente peligroso en una economía caracterizada por profundos desequilibrios estructurales y con una política macroeconómica de baja credibilidad en los mercados internacionales, como era el caso de la economía colombiana en el pe-

riodo reciente. Las razones para ello son diversas y se aplican tanto a un proceso de devaluación como a uno de apreciación excesiva del peso.

Creo innecesario abundar en los costos que tendría una sobrevaluación excesiva del peso, aunque fuese temporal. Esos costos son bien conocidos. El deterioro que se genera en la capacidad productiva y comercial de los sectores de exportación, y en general de los sectores que producen bienes comerciables internacionalmente, es algo que no se recupera fácilmente. Los mercados externos se pierden mucho más rápido de lo que es viable recuperarlos y la capacidad productiva que se deteriora en una crisis de un año tar-

da varios años en volverse a construir. Por razones como estas, estoy personalmente convencido, por ejemplo, de los beneficios que conllevó haber sostenido la banda cambiaria colombiana en diciembre de 1996, cuando el Banco de la República se vio obligado a comprar casi US\$2,000 millones en el mercado por defenderla y evitar la tremenda revaluación que de otra forma se habría generado. Esa revaluación habría tenido un carácter evidentemente temporal, pues de haberse presentado, la presión a la devaluación del período más reciente habría sido muy superior a la observada².

Los riesgos de un sobreajuste cambiario en la dirección contraria, esto es, de una devaluación excesiva del peso, son más relevantes para la situación que Colombia ha vivido desde 1998. A mi juicio, esos riesgos tienen que ver al menos con tres tipos de argumentos:

1. En primer lugar, un aumento excesivo de la tasa de cambio puede generar en los agentes económicos del país la percepción de desestabilización macroeconómica generalizada, lo cual no solo refuerza en magnitud y en extensión el proceso de sobreajuste, sino que puede inducir a esos mismos agentes económicos a tomar el dólar como referente para la fijación de sus precios y salarios, tal como sucedió en la década de los ochenta en la mayor parte de los países de América Latina diferentes de Colombia. Por supuesto, las presiones inflacionarias que surgen de esa manera pueden ser controladas con una política monetaria restrictiva, tal como lo hizo Brasil en el primer semes-

tre de este año. Ello, sin embargo, requiere un aumento muy fuerte en las tasas de interés y produce efectos claramente recesivos. En Brasil, por ejemplo, las tasas de interés del Banco Central estuvieron en niveles cercanos a 40% real durante varios meses después de la eliminación de la banda cambiaria y pese a la reducción reciente, aún se encuentran muy por encima de las tasas colombianas.

2. En segundo lugar, incluso sin una aceleración en la inflación ni un aumento en las tasas de interés, una devaluación excesiva tiene efectos que pueden reforzar la recesión económica en el corto plazo a través del encarecimiento en los precios relativos de los insumos y de los bienes de capital importados por el aparato productivo.
3. Más importante que lo anterior, un sobreajuste cambiario genera un encarecimiento muy grande e innecesario de la deuda externa. Esto es particularmente preocupante en el caso de la deuda privada por el grave efecto que en circunstancias como las actuales tendría sobre la viabilidad de muchas empresas endeudadas en moneda extranjera y, a través de ellas, sobre el propio sistema financiero colombiano. La magnitud de este problema se ilustra claramente con ayuda del Cuadro 2. La deuda en moneda extranjera del sector privado colombiano a fines de junio de 1999 asciende a 17,044 millones de dólares, que a la tasa de cambio vigente en ese momento representa cerca de 30 billones de pesos. Por su parte, la deuda total de los hogares y empresas

Cuadro 2
Deuda privada

(Millones de dólares y miles de millones de pesos)

Fin de	Deuda denominada en moneda extranjera 1/		Deuda denominada en pesos	Deuda total en pesos	Deuda total en M/E (Porcentaje)
	Dólares	Pesos 2/			
1996	14.939,0	15.018,6	31.891,8	46.910,4	32,0
1997	17.320,0	22.404,8	40.204,2	62.609,0	35,8
1998	17.247,0	26.596,8	45.854,8	72.451,5	36,7
1999 Mar.	17.324,0	26.566,5	45.743,3	72.309,8	36,7
1999 Jun.	17.044,2	29.522,3	46.317,1	75.839,4	38,9

1/ Incluye la deuda externa de entidades financieras públicas que financian al sector privado colombiano.

2/ Convertida a la tasa representativa de mercado.

Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos

colombianos con el sector financiero, denominada en pesos, asciende para el mismo momento a \$ 46 billones. Esto significa que la deuda en moneda extranjera representa casi un 39% de la deuda total del sector privado y ese alto porcentaje se ve afectado negativamente por un ajuste de la tasa de cambio³. Por supuesto, este no es argumento para frenar o evitar los incrementos en la tasa de cambio que sean necesarios para recuperar el equilibrio macroeconómico, los cuales de hecho se han dado en el período reciente. Pero sí es un argumento muy fuerte en contra de ajustes que vayan más allá de lo necesario y a favor de mecanismos que, como lo hizo la banda cambiaria durante 1998 y los primeros nueve meses de 1999, moderen los procesos especulativos y de sobreajuste que pudieran llevar la tasa de cambio a niveles excesivamente altos.

Dentro de ciertos límites, un aumento en la tasa de cambio real como el que se ha presentado en el período reciente, contribuye

claramente a la recuperación de niveles apropiados de competitividad externa de la producción colombiana, lo cual coadyuva en el proceso de recuperación económica. Más allá de esos límites, sin embargo, los costos de un sobreajuste cambiario pueden ser muy altos para la estabilidad macroeconómica y para las propias posibilidades de reactivación. La banda cambiaria fue precisamente el instrumento que ayudó a preservar esos límites en un proceso ordenado de ajuste de la tasa de cambio real.

E. Transparencia

Algunos analistas aceptan el tipo de argumentos planteados en la sección anterior en contra de un sistema de tasa de cambio totalmente libre en coyunturas como las que tuvo que enfrentar Colombia durante los últimos años. Esos analistas coinciden en que allí se podrían presentar procesos de sobreajuste cambiario agudos e inconvenientes. Plantean, sin embargo, que la magnitud e intensidad de esos procesos se podría con-

trolar con intervenciones “sucias” del Banco de la República en el mercado. En contra de ese planteamiento, creo personalmente que una de las grandes ventajas del esquema de banda cambiaria que operó en Colombia fue precisamente su transparencia. Lo que hizo la banda cambiaria fue decirle de manera explícita a los agentes económicos cuáles eran los niveles de tasa de cambio en los cuales el Banco de la República estaba dispuesto a comprar o a vender montos muy grandes de divisas. Los niveles máximo y mínimo en los cuales se trataba de estabilizar la tasa de cambio por parte del Banco Central eran de esta manera conocidos por toda la sociedad y no quedaban entre los secretos que sólo unos pocos alcanzan a conocer. Por esa misma razón, la eliminación de la banda cambiaria solo fue una decisión aconsejable, a mi juicio, cuando se presentaron las condiciones macroeconómicas y de credibilidad nacional e internacional en la política económica, para que la tasa de cambio pudiera dejarse fluctuar de manera realmente libre; esto es, cuando fue posible una flotación cambiaria sin intervenciones “sucias” del Banco de la República encaminadas a fijar la tasa de cambio en niveles escogidos por un grupo reducido de funcionarios públicos en forma arbitraria y desconocida para el público en general.

II. CONCLUSIONES Y CONSIDERACIONES FINALES PARA LA ELIMINACIÓN DE LA BANDA CAMBIARIA

En resumen, de todos los puntos anteriores puede concluirse que el régimen de banda

cambiaría, tal como fue aplicado en Colombia en los últimos años, se caracterizó por su flexibilidad y transparencia y permitió un ajuste notable en la tasa de cambio real, en un ambiente de corrección de los principales desequilibrios macroeconómicos y de reducción acelerada de la inflación.

Los argumentos según los cuales el aumento en las tasas de interés de 1998, así como la recesión actual, fueron consecuencia del régimen cambiario que tuvimos, responden, a mi juicio, a espejismos comprensibles a primera vista pero falsos cuando los análisis se hacen a profundidad.

Tanto los aumentos de las tasas de interés como la recesión han sido fenómenos generalizados en los países de América Latina en el período reciente pese a que entre esos países los hay con tasa de cambio absolutamente fija, como la Argentina, o con tasa de cambio libre, como México desde 1995, o Ecuador y Brasil desde enero del presente año. Colombia, de manera similar a Chile y a Uruguay, mantuvo una banda cambiaria relativamente flexible y tampoco estuvo inmune a dichos fenómenos.

Tal como lo expuso la Junta Directiva del Banco de la República en su Informe al Congreso del mes de julio y en el Informe Adicional de octubre de este mismo año, el aumento de la tasa de interés de 1998 y la recesión colombiana actual son la consecuencia lógica de un drástico deterioro del entorno internacional (crisis de los países vecinos, desplome de los términos de intercambio y fuerte contracción de la disponibilidad de recursos financieros externos), en

un contexto en que Colombia había acumulado graves desequilibrios del pasado. La política cambiaria reciente no ha sido la culpable de esos deplorables fenómenos. Por el contrario, a mi juicio, ha sido un instrumento apropiado para mitigar sus implicaciones negativas y contribuir, en la medida de sus posibilidades, a los ajustes que requiere la economía nacional.

Después de todo lo dicho en este artículo, la pregunta lógica de cualquier lector es por qué su autor fue partidario del desmonte de la banda cambiaria el pasado 25 de septiembre. Creo que la manera más transparente de responder esa pregunta es transcribiendo textualmente los cinco puntos de comentarios que, como miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, hice en la sesión en la que se adoptó la decisión correspondiente:

1. “Desde mi ingreso a la Junta, en 1997, he sido partidario del proceso de ajuste cambiario que se inició en esa época, después de la fuerte revaluación real del peso que se había presentado en los años precedentes. Personalmente considero que uno de los elementos fundamentales en el ajuste macroeconómico que requería el país es el notable aumento en la tasa de cambio real que se ha presentado entre el primer semestre de 1997 y la actualidad.
2. “El sistema de bandas cambiarias, con la flexibilidad que ha tenido en Colombia, ha sido un instrumento útil para evitar cambios abruptos y desestabilizadores en la tasa de cambio nominal, que habrían

sido claramente indeseables, así como para lograr que el proceso de aumento en la tasa de cambio real se produzca de una manera ordenada y en un ambiente de reducción de la inflación. Además, en los períodos en que el país en general, y el sector público en particular, han contado con financiación externa adecuada, el régimen de bandas cambiarias ha sido consistente con fuertes tendencias a la baja de las tasas de interés. Evidencia de ello fue lo que sucedió en 1997 y, más recientemente, en el primer semestre de 1999.

3. “A pesar de lo anterior, el mantenimiento del régimen de bandas cambiarias requiere no sólo el compromiso del Banco de la República, sino el apoyo decidido del Gobierno y de la comunidad financiera internacional. Recientemente, este apoyo ha dejado de existir. En el caso del Gobierno, la falta de convicción en el esquema de bandas cambiarias ha conducido a comentarios por parte de funcionarios públicos que restan credibilidad a la política y facilitan ataques especulativos como el que se ha presentado en los últimos días. En el caso de la comunidad financiera internacional, la pérdida de confianza y apoyo para el sistema de bandas cambiarias, que hasta hace poco tiempo se defendía fuertemente, se explica en parte por experiencias desafortunadas de otros países que tenían bandas cambiarias mucho menos flexibles y con objetivos muy diferentes a los de la banda colombiana. Así, por ejemplo, en el caso de Brasil, la banda se utilizaba fundamentalmente como

ancla anti-inflacionaria, propósito para el cual no se ha utilizado en Colombia, donde el instrumento de lucha contra la inflación ha sido esencialmente el control de los agregados monetarios. En nuestro país, el propósito fundamental del régimen de bandas ha sido facilitar un ajuste ordenado y evitar lo que en la literatura económica anglosajona se conoce como “overshooting” cambiario; esto es, un proceso desestabilizador de sobreajuste de la tasa de cambio nominal.

4. “En las circunstancias descritas, el esquema de bandas cambiarias se ha hecho insostenible y su mantenimiento sería inconveniente para el país. Además, el logro del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional constituye un momento apropiado para la transición de Colombia a un sistema de flotación libre de la tasa de cambio, razón por la cual soy partidario de que la decisión sea adoptada en el día de hoy.

5. “Hacia el futuro, la responsabilidad de limitar los procesos de sobreajuste en la tasa de cambio recaerá de manera fundamental en la credibilidad del programa macroeconómico acordado con el Fondo Monetario Internacional, en el cual hay dos elementos que cumplen un papel esencial: en primer lugar, para el mediano y largo plazo, el ajuste estructural de las finanzas públicas; y en segundo lugar, para el corto plazo, el apropiado financiamiento externo del alto nivel de déficit fiscal que tiene el gobierno colombiano. En ausencia de una banda cambiaria esta-

blecida por el Banco de la República, el logro de avances sustanciales en los dos frentes mencionados será requisito indispensable para evitar que la normalidad cambiaria se vea amenazada y para continuar avanzando, sin riesgos de desestabilizar la economía, en el relajamiento de la política monetaria que se ha adelantado desde finales de 1998. La reducción adicional de las tasas de interés que con tanta urgencia se requiere para la recuperación de la actividad productiva y el empleo sólo será viable y sostenible si se hacen los enormes ajustes fiscales contemplados en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional y si el Gobierno Nacional consigue los recursos externos que requiere para financiarse”.

Como mencioné en la introducción de este artículo, los resultados de la decisión de eliminar la banda cambiaria el pasado 25 de septiembre han sido positivos. Sin embargo, ello no debe conducir a la conclusión simplista de que se habría podido eliminar en cualquier momento anterior sin grandes costos para la estabilidad macroeconómica del país. Las decisiones de política económica deben ser evaluadas en el contexto de las coyunturas en las cuales son adoptadas. En Colombia, la eliminación del régimen de bandas cambiarias no condujo a una devaluación abrupta del peso ni a procesos desestabilizadores de la situación económica general precisamente porque durante los 30 meses anteriores se había llevado a cabo una devaluación real ordenada con el apoyo de ese régimen y porque el tránsito a un régimen de flotación se hizo en el marco de

un programa de ajuste avalado por la comunidad financiera internacional.

La tasa de cambio real del peso se encuentra hoy cerca del nivel más alto que ha tenido en la historia de Colombia, lo cual favorece la competitividad de la producción nacional; la inflación ha bajado a niveles que no se observaban hace casi 30 años y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se ha corregido a pesar de la persistencia de

enormes desequilibrios en el frente fiscal. Si estos últimos empiezan finalmente a corregirse y si la credibilidad en el programa de ajuste acordado con el Fondo Monetario Internacional permite un financiamiento externo adecuado, tanto para el gobierno como para el sector privado, las tasas de interés podrán continuar su tendencia descendente y la economía podrá entrar en un proceso sostenible de recuperación de la actividad productiva.

NOTAS

- * Co-Director del Banco de la República. Las opiniones expresadas aquí son de responsabilidad exclusiva del autor y no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República. Una versión de este artículo, previa a la eliminación de la banda cambiaria, se publicó en *Exponotas*, la revista institucional de Analdex, en agosto de 1999. Las ideas principales expresadas allí se mantienen en esta versión, en la cual se incluyeron las consideraciones que tuvo el autor para apoyar en el seno de la Junta la eliminación de ese mecanismo y el paso a la libre flotación del peso.
- ¹ Véanse en particular los artículos clásicos de R. Dornbusch ("Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, 1976), J. R. Frenkel y C. A. Rodríguez ("Exchange Rate Dynamics and the overshooting hypothesis", *IMF Staff Papers*, 1982) o M. Obstfeld y K. Rogoff, (Exchange Rate Dynamics with sluggish prices under alternative adjustment rules", *International Economic Review*, 1984).
- ² Algunos analistas plantean el argumento contrario al expresado en el texto y sugieren que la intervención del Banco Central en el piso de la banda cambiaria, frenando la revaluación, puede dificultar el ajuste natural del mercado. Alberto Carrasquilla, ex Gerente Técnico del Banco de la República, resume esta posición de la siguiente manera: "si el cambio hubiese flotado, es posible que se hubiese apreciado nominalmente (e inicialmente en términos reales) y de manera sustancial. Es posible adicionalmente que esa apreciación hubiese sido percibida insostenible en el mediano plazo y que hubiese ayudado a aplacar el ritmo de gasto. La banda cambiaria debe entenderse como un mecanismo que impidió el ajuste más rápido de las expectativas y que pudo haber ayudado a perpetuar el optimismo infundado". Tomado de "La Devaluación y el Crecimiento", *Economía Colombiana y Coyuntura Política*, Revista de la Contraloría General de la República, julio de 1999, p. 22. En contra de esta interpretación, personalmente creo que era precisamente la revaluación que se estaba presentando hasta finales de 1996 la que ayudaba a mantener una situación de auge insostenible del gasto, con productos importados y financiamiento externo artificialmente baratos.
- ³ Nótese que el aumento en el porcentaje que representa la deuda denominada extranjera entre 1997 y la actualidad se presenta a pesar de que su valor absoluto medido en dólares se reduce en forma no despreciable.