

# NOTA EDITORIAL

## VENTAJAS DEL REGIMEN CAMBIARIO ACTUAL

**D**esde principios de 1994 el régimen cambiario empleado en Colombia ha sido el de bandas de flotación. Este mecanismo combina algunas de las ventajas de los sistemas de tasa de cambio fija y flotante: contribuye a imponer disciplina a la política monetaria y provee flexibilidad para responder a choques externos a la economía. No obstante, en el pasado reciente el sistema de banda cambiaria ha sido objeto de críticas por parte de analistas nacionales. Algunos afirman que el sistema debe ser abandonado de inmediato y proponen la adopción de un régimen de tasa de cambio flotante; otros, por el contrario, promueven la idea de un sistema de tasa de cambio fija.

Este tipo de debate no es nuevo en economía. En el último año ha sido intenso luego de las crisis financieras y cambiarias de algunos países del sudeste asiático y Rusia. Si bien la profesión probablemente no llegará a un acuerdo sobre este tema (al menos en el futuro cercano) no creemos que tenga gran dificultad en aceptar tres ideas simples y relacionadas (pero algunas veces olvidadas en el debate nacional). La primera, que no hay sistema cambiario perfecto, -lo que es mejor para un país depende de las características particulares de la economía y puede variar en el tiempo, según cambios en sus condiciones internas o externas-.

La segunda, que los países no escogen un régimen cambiario *per se*. Cada sistema produce un resultado diferente en términos de la credibilidad de

la política anti-inflacionaria, la estabilidad de la tasa de cambio nominal y la flexibilidad para responder a choques reales en la economía. Además no hay régimen cambiario que simultáneamente supere al resto de alternativas en credibilidad, estabilidad y flexibilidad.

La tercera, que la clave del éxito de todo sistema cambiario es el diseño y ejecución de una política macroeconómica (monetaria y fiscal) compatible con él.

## *I. TEORIA*

Entre las características de la economía identificadas en la literatura como importantes en la decisión del régimen cambiario, las más relevantes para la economía colombiana son, probablemente, las siguientes:

1. *La tasa de inflación.* Con inflaciones altas y persistentes, posiblemente resulta superior un sistema de tasa de cambio flexible. En condiciones inflacionarias, la apreciación real que acompaña a la tasa de cambio fija puede llevar a pérdidas significativas de competitividad del sector productor de bienes comerciables y al deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En contraste, países con inflaciones extremadamente altas o hiperinflación tienen en el sistema de tasa de cambio fija un ancla para las expectativas de inflación y un instrumento importante para aumentar la credibilidad de la política anti-inflacionaria.
2. *El tamaño y grado de apertura de la economía.* Si el comercio exterior es una proporción alta del producto, los países tienden a adoptar regímenes cambiarios de tasa de cambio fija. Con este sistema se reducen los costos potenciales de variaciones bruscas en la tasa de cambio nominal para las transacciones internacionales. Las devaluaciones nominales no cambian la competitividad en economías muy abiertas.
3. *La credibilidad del banco central.* Mientras menor sea la credibilidad de la política anti-inflacionaria del banco central mayor es el incentivo para adoptar un sistema de tasa de cambio fija. Esta última, mientras sea creíble, es un ancla efectiva del sistema económico y de las expectativas de inflación. En un sistema de tasa de cambio flexible, la discrecionalidad con que cuenta el banco central para el manejo de la política monetaria hace más difícil identificar si efectivamente está siguiendo la política correcta de control de la inflación.

4. *La naturaleza y fuente de los choques que recibe la economía.* Si los choques que recibe la economía son principalmente de naturaleza monetaria y por lo tanto afectan el nivel de precios, posiblemente es superior el sistema de tasa de cambio fija. Por el contrario, la flexibilidad cambiaria puede ser más apropiada si la economía está dominada por choques de naturaleza real o de origen externo.
5. *La flexibilidad del mercado laboral y de la política fiscal.* A mayor rigidez de los salarios mayor es la necesidad de contar con una tasa de cambio flexible para responder a los choques externos. De igual manera, a mayor rigidez del gasto público o de los impuestos, mayor la necesidad de flexibilidad cambiaria para enfrentar situaciones de fuertes entradas o salidas de capital externo. Con tasa de cambio fija y fuerte movilidad de capitales, el banco central tiene poco control sobre la cantidad de dinero y las tasas de interés, por lo cual el peso del ajuste a cambios en las condiciones económicas recae principalmente en la política fiscal.

La economía colombiana tiene características que favorecen a un tiempo la idea de tasa de cambio fija y de tasa de cambio flexible. El ser un país con inflación moderadamente alta y con un banco central que necesita fortalecer la credibilidad de la política anti-inflacionaria apoya la existencia de una tasa de cambio fija. En contraste, las rigideces del mercado laboral, la alta proporción de bienes no transables en el producto, la poca flexibilidad de la política fiscal (en especial para reducir el gasto público en períodos cortos de tiempo), los fuertes choques externos que recibe, el componente inercial de la inflación y lo relativamente abierta que tiene su cuenta de capitales favorecen la idea de una tasa de cambio flexible.

El sistema de banda cambiaria responde así a las características de la economía colombiana. Este es un sistema intermedio entre tasa de cambio fija y flotante, que busca compartir las ganancias de credibilidad y estabilidad de un régimen de tasa de cambio fija, con la flexibilidad de la política monetaria para reaccionar frente a choques externos y evitar pérdidas temporales de competitividad por inflexibilidades en la tasa de cambio nominal.

## *II. EJEMPLOS*

La contribución del sistema de banda cambiaria al manejo macroeconómico reciente ha sido de gran importancia. Algunos ejem-

plos son ilustrativos. El primero es su contribución al manejo de las entradas de capital extranjero que recibió el país entre 1992 y 1996. Estas generaron una fuerte presión a la revaluación de la tasa de cambio real, que, con el sistema cambiario vigente en ese momento, llevaba a la acumulación de reservas internacionales y a la expansión excesiva de la cantidad de dinero. Como esto último atentaba contra el objetivo de reducir la inflación, se esterilizó buena parte de las entradas de capital. Sin embargo, como es bien conocido en la literatura económica, a partir de la experiencia de muchos países, las intervenciones esterilizadas pierden efectividad con el tiempo, generan grandes costos cuasi-fiscales y no logran evitar de manera permanente la apreciación de la tasa de cambio real.

En las anteriores condiciones la alternativa más aconsejable para realizar el ajuste es una política fiscal contraccionista (ya que la política monetaria y la tasa de interés están con las manos atadas por la existencia de la tasa de cambio fija o semi-fija). En caso que el gobierno no pueda, o no desee, reducir el gasto público o aumentar los impuestos, se requiere entonces cierto grado de flexibilidad cambiaria para acomodar gradualmente las presiones a la revaluación de la tasa de cambio real y posibilitar el control monetario. Este papel lo cumplió la banda cambiaria a partir de enero de 1994. La fluctuación dentro de la banda hizo posible un grado limitado de revaluación, al combinar la política cambiaria con una política de esterilización de la emisión por aumentos en reservas. La apreciación real fue menor y menos abrupta que en otros países del continente.

Otro ejemplo en que el sistema de banda cambiaria hizo una contribución positiva al manejo macroeconómico se encuentra en el control de la devaluación durante la crisis política.

También es ilustrativo lo ocurrido en el último año. En este período los precios internacionales del café y del petróleo han caído cerca de 30% y el acervo de inversión extranjera en la forma de portafolio ha pasado de más de US\$1,500 millones en diciembre del año pasado a menos de US\$700 millones en la actualidad. Además, con el deterioro del entorno económico internacional luego de la crisis de algunos países del sudeste asiático y Rusia, se ha dificultado el acceso de los colombianos a los mercados externos de crédito.

Frente a estos choques externos los sistemas cambiarios extremos muy probablemente no habrían tenido éxito en el país. Mientras una tasa de cambio totalmente fija no habría sido creíble y la especulación que ello genera podría haber causado el colapso del sistema, una tasa de cambio

flotante habría corrido el riesgo de sobre-reaccionar y generar una devaluación superior a la que corregiría el atraso cambiario que pudiese tener la economía en el momento.

Al igual que lo ocurrido en los países asiáticos en crisis cuando pasaron de tener sistemas de tasa de cambio fija a flotante, con la sobre-reacción de la tasa de cambio nominal se habría corrido el doble riesgo de crear serios problemas de solvencia en las personas y entidades endeudadas en el exterior y de generar sucesivas devaluaciones. Aun con la flexibilidad que da el sistema de bandas, el Banco de la República debió, de todas formas, apretar la política monetaria para evitar una cadena de devaluaciones que atentara contra la estabilidad de todo el sistema económico. Si no se hubiera endurecido la política monetaria los mercados tendrían ahora un mayor nivel de dificultad para establecer cuál es el nivel apropiado de la tasa de cambio nominal. En contraste, con el sistema de banda cambiaria, la tasa de cambio real se devaluó en los últimos 16 meses más de 20 puntos porcentuales, sin generar mayores traumatismos para la economía y sin comprometer la política inflacionaria. Con esta devaluación el índice de tasa de cambio real (108) se sitúa en la actualidad por encima (más devaluado) del nivel observado luego del programa de ajuste de mediados de los años 80.

Es de esperar que la devaluación real del último año actúe como estabilizador de las presiones cambiarias, en el mediano plazo, por su efecto sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos, y en el corto, como señal de su futura recuperación. La estabilidad cambiaria dependerá, sin embargo, de la coherencia de la política macroeconómica y del tamaño y dirección de los choques externos que reciba la economía colombiana en el futuro.

La actual banda cambiaria, definida en septiembre pasado, está determinada por una pendiente de 13% y una amplitud de 7 puntos porcentuales alrededor del punto medio. El ejercicio de programación macroeconómica indica que esta banda es coherente con una meta de inflación del 15%, un crecimiento del agregado M3 más bonos igual al del PIB nominal, la proyección del gobierno de 2% en el crecimiento del PIB y su compromiso de reducir el déficit del sector público no financiero a un nivel igual o inferior a 2% del PIB.

Suponiendo que la tasa de cambio nominal finaliza el próximo año en el punto medio de la banda, se proyecta que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se reducirá de 6,7% del PIB en 1998 a 5,9% en 1999

(US\$ 5.302 millones). Esta cifra, si bien es alta, podría ser financiada con inversión extranjera neta por un monto equivalente a 3,9% del PIB (US\$ 3,494 millones) y un endeudamiento externo neto del sector oficial de 2,5% del PIB (US\$ 2,260 millones). La proyección supone, además, que el sector privado refinancia su deuda de mediano y largo plazo, y que hay una caída en el endeudamiento neto total de corto plazo por una cifra equivalente al 0,2% del PIB.

La proyección de inversión extranjera incorpora ingresos por privatizaciones de US\$2,250 millones, inversiones en el sector petrolero por US\$600 millones, en proyectos de infraestructura por US\$804 millones y en el resto de sectores de la economía por US\$734 millones. Adicionalmente, se contempla una desinversión adicional de la inversión extranjera en forma de portafolio de US\$150 millones y la descapitalización de la EEEB por una cifra cercana a los US\$500 millones.

Por otra parte, la cifra del endeudamiento externo neto del sector público surge de unos desembolsos proyectados de US\$4,107 millones y unas amortizaciones de US\$1,846 millones. Se proyectan desembolsos para el Gobierno Central por US\$2,300 millones, el sector descentralizado por US\$1,063 millones y el sector público financiero por US\$744 millones.

Estas cifras son razonables. La inversión extranjera asociada a las privatizaciones incluye un supuesto de US\$1,000 millones por concepto de la venta de la Empresa de Teléfonos de Bogotá y US\$1,250 millones por la venta a extranjeros de activos del sector de energía, procesos de privatización que van avanzando satisfactoriamente y en los cuales los montos fácilmente podrían ser superiores a los supuestos. De los desembolsos de crédito externo proyectados para el Gobierno Central y el sector público financiero, más del 40% está ya garantizado con la banca multilateral (US\$1,367 millones y US\$525 millones, respectivamente). Para el sector público descentralizado se esperan desembolsos de US\$433 millones provenientes de la banca multilateral y bilateral, y sólo US\$364 millones de la banca comercial. Estos últimos estarían dirigidos a empresas como Ecopetrol e ISA, instituciones que probablemente no tendrán grandes inconvenientes para obtener esos recursos.

El supuesto de cero endeudamiento externo neto de mediano y largo plazo del sector privado tiene implícito desembolsos de US\$1,920 millones, monto inferior en US\$190 millones al que se espera recibir este año. No se cree que estos recursos sean difíciles de obtener, ya que las empresas colombianas que

se endeudan en el exterior son, en su gran mayoría, empresas grandes que emplean colaterales en activos externos. Según información del BIS, los colombianos tienen un saldo de activos en bancos en el exterior, sin incluir bonos y acciones, de US\$6,778 millones, monto sin duda importante para respaldar un aumento en la deuda externa del sector privado.

El resultado final de la proyección de la balanza de pagos con este tipo de supuestos es que durante 1999 se tendría una acumulación de reservas cercana a los US\$250 millones. En un escenario muy pesimista, en el cual no se logra privatizar empresa alguna del sector público, y al sector privado se le cierran la totalidad de los créditos de largo plazo, la caída de reservas internacionales sería de US\$3,900 millones. En este escenario extremo el país finalizaría el próximo año con un nivel de reservas internacionales cercano a los US\$5,000 millones. Sin embargo, como se deriva de las consideraciones anteriores, la probabilidad de que ello ocurra es, sin duda, muy baja.

Lo anterior sugiere que un analista razonablemente pesimista no debería estar proyectando para el próximo año caídas de reservas internacionales superiores a los US\$1,000 millones. Adicionalmente, recuérdese que la proyección presentada supone una tasa de cambio que termina el próximo año en el punto medio de la banda. En caso de presión cambiaria, la tasa de cambio podría devaluarse 7 puntos porcentuales adicionales, sin generar presión alguna sobre las reservas internacionales. Esto podría reducir el tamaño del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y las necesidades de financiamiento.

La conclusión de este análisis es que no hay razones objetivas para pensar que en su decisión de principios de septiembre, la Junta Directiva se quedó corta en la magnitud del desplazamiento hacia arriba de la banda cambiaria, inclusive si se supone un mercado de capitales externos mucho menos generoso que el actual.

No sobra reiterar, sin embargo, que un ajuste externo duradero requiere un esfuerzo permanente en el tiempo por reducir el gasto público, y hacerlo más eficiente.

*Miguel Urrutia Montoya\**  
*Gerente General*

---

Ponencia presentada en el debate de Coyuntura Económica organizado por Fedesarrollo sobre el tema: "Perspectivas de la política cambiaria". Las opiniones del presente editorial no comprometen a la Junta Directiva y son responsabilidad del Gerente General.