

Manejo cambiario, inflación y crecimiento: el caso colombiano 1990-1993*

Alberto Carrasquilla Barrera, Roberto Junguito Bonnet

I. Introducción

Las críticas al manejo de la política que, desde mediados de 1991, viene ejecutando la Junta Directiva del Banco de la República se han centrado en dos frentes que, aunque hasta el momento se han presentado totalmente desvinculados, están en realidad íntimamente relacionados entre sí. El primero es el manejo que se le ha dado a la tasa de cambio nominal y el segundo, el estado de pérdidas y ganancias que está registrando el Emisor en la actualidad.

Se argumenta que al devaluar la tasa de cambio nominal de redención de los certificados de cambio a un ritmo inferior a la inflación observada, se impone una tasa de cambio real sobrevaluada que atenta contra las exportaciones y el crecimiento. De otra parte, se plantea que el Banco Central está obteniendo unas pérdidas cuantiosas poco justificables, las cuales hacen cuestionable su desempeño.

En este trabajo se analizan las dos críticas bajo un marco conceptual común, en el cual resulta claro que para el Banco hay un "tradeoff" o "disyuntiva entre el objetivo" de registrar utilidades, de una parte, y el objetivo de suavizar o eliminar la apreciación real que las fuerzas del mercado están imponiendo, al menos, desde 1990.

En la primera parte, se presenta el marco conceptual global relacionado con el manejo de la tasa de cambio que sirve para entender el dilema central de la política económica colombiana en lo atinente al manejo cambiario. Dicho marco se utiliza como referencia para analizar las diversas críticas efectuadas hasta el momento. La parte final del informe se refiere a los

resultados financieros del Banco y su vínculo con la política económica.

II. Críticas relacionadas con el manejo cambiario

A) Elementos básicos

El primer punto que es fundamental considerar es el hecho que la tasa de cambio real es una variable endógena a la dinámica del sistema económico global y no una variable que la autoridad puede, por períodos indefinidos, regular a su antojo.

El nivel que tiene dicha tasa no es independiente del tamaño y composición del gasto público, de las tasas de interés interna y externa, de los términos de intercambio, del ritmo de desarrollo tecnológico, de la estructura de los aranceles, y de la disponibilidad de crédito externo, entre otros muchos factores que la literatura teórica y empírica ha estudiado¹. De otra parte, quizás en grado igualmente importante, la tasa de cambio real tampoco es independiente de las expectativas que existan en torno de la evolución hacia el futuro de estas variables.

Esto significa que para un mismo ritmo de devaluación nominal, la variable que en un régimen como el

* Documento presentado en el Seminario El Modelo de Desarrollo, la Política Económica y el Manejo Cambiario. Asociación Nacional de Industriales (ANDI) - Uniandes, julio 27 y 28 de 1993.

¹ Para un tratamiento exhaustivo del tema, véase Edwards, S. (1989) *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjuste* (MIT Press).

colombiano las autoridades pueden influenciar, aunque no determinar, pueden existir diversas tasas de cambio reales. El nivel que finalmente prevalece, depende de cómo se comporten el sector público, los precios externos, las tasas de interés, la disponibilidad de materias primas, etc.

Las consideraciones anteriores definen lo que se podría llamar un concepto de tasa de cambio real de equilibrio a mediano plazo, la cual no es fija, sino cambiante en el tiempo, con variaciones que son función de las diversas perturbaciones que ocurren en el contexto macroeconómico y que afectan las variables que se mencionan antes. De otra parte, la tasa de cambio de equilibrio actúa como referencia hacia la cual tenderá a converger, permanentemente, la tasa de cambio real observada, sin que, necesariamente, las dos sean iguales en un momento dado.

Esto plantea la posibilidad, a corto plazo, de afectar la tasa real de cambio a través de la política nominal. Por ejemplo, una aceleración dramática de la devaluación podría elevar la tasa de cambio real. Sin embargo, y este es el segundo punto que se considera, sin modificaciones en los determinantes fundamentales del tipo de cambio real, el tipo de cambio de equilibrio no se habrá modificado y la devaluación habrá implicado un desequilibrio en el tipo de cambio real; la tasa estará subvaluada, es decir, la moneda local resultará más barata, en términos de divisas, de lo que implican sus determinantes. El desequilibrio implicará dos clases de ajustes; en primer lugar, los inversionistas financieros verán como insostenible la tasa real vigente, anticiparán una revaluación y actuarán en consecuencia. Es decir, convertirán una parte de su portafolio de inversión a pesos, aprovechando que son baratos. En segundo término, productores que están en capacidad de escoger entre vender sus productos en el país o en el exterior, escogerán la segunda opción, elevarán las exportaciones y presionarán en grado adicional las reservas internacionales y la emisión monetaria. En estas circunstancias la devaluación real resultará enteramente temporal, y será seguida por un incremento en la oferta monetaria y en el ritmo inflacionario.

Hasta aquí se han planteado dos cosas; primero, la tasa de cambio real es una variable endógena; segundo, aunque a corto plazo es posible devaluar la tasa de cambio real, ello será inflacionario en ausencia de ajustes en los determinantes fundamentales de la tasa de cambio de equilibrio. La inflación es un mecanismo de ajuste a través del cual se revalúa la tasa de cambio real a los niveles dictados por sus determinantes. De hecho, autores como John Williamson han sugerido que en circunstancias que resultan similares a las colombianas, existen fuertes argumentos a favor de una tasa de cambio nominal fija; es un país pequeño que lleva a cabo gran parte de su comercio con el país al que fijaría la tasa, el cual tiene una tasa de inflación sustancialmente más baja. Finalmente, el Banco Central tiene un mandato constitucional de reducir la inflación, punto que sirve de partida para cualquier arreglo institucional².

B) Críticas al manejo cambiario

Las implicaciones de estos dos puntos son importantes para el análisis de la coyuntura; para la discusión de propuestas que se podrían codificar como "aceleracionistas" provenientes de diversos y lúcidos sectores de la opinión y, en fin, para evaluar de manera objetiva las diversas críticas que se vienen haciendo sobre el manejo cambiario. A continuación, pasamos a examinar algunas de las más importantes objeciones planteadas en el debate.

1. Se propone que la tasa de devaluación nominal debería acelerarse

Si en las actuales circunstancias se acelera la devaluación nominal, hay, de acuerdo con el esquema anterior, dos posibles soluciones, las cuales dependen de lo que se suponga es el punto de partida inicial. Si la tasa de cambio real actual refleja una situación de equilibrio, la devaluación implicará, inevitablemente, un rebrote de la inflación, cuya lógica macroeconómica es servir de mecanismo de ajuste ante un desequi-

² Véase su artículo: "Advice on the Choice of an Exchange Rate Policy" en C. M. Claassen (Ed.) *Exchange Rate Policies in Developing and Post-Socialist Countries* (IGI).

librio originado en el manejo nominal. Por supuesto, habría, aún en este caso, una devaluación real inicial, la cual resultará transitoria.

De otra parte, si se llega a la conclusión de que la tasa actual está sobrevaluada, como lo estaba a comienzos de los años ochenta, y hasta 1985, no habrá una aceleración de la inflación. Aun en el caso de una devaluación tendiente a equilibrar una tasa de cambio real sobrevaluada, el peligro inflacionario es evidente y las medidas paralelas, de tipo fiscal, son imperiosas. La dramática aceleración inflacionaria en Colombia en la segunda parte de los ochenta, sin duda, es un ejemplo. Por tanto, la discusión debe pasar a especificar por qué la tasa real está o no en equilibrio.

En opinión de la Junta Directiva del Banco de la República, la tasa actual refleja —en las actuales circunstancias— una situación de equilibrio a mediano plazo. Para algunos economistas del Banco, cabe subrayar, de existir una situación de desequilibrio, la coyuntura actual sugiere más una posición de subvaluación cambiaria que de sobrevaluación³. Por definición, una aceleración de la devaluación implicará, en estas circunstancias, una aceleración de la inflación.

Como se ve, no es que en la Junta haya una posición en el sentido de sugerir que la devaluación nominal siempre y en todo lugar causa inflación; lo que se plantea es que hay circunstancias especiales en las cuales ello ocurre y que en la actualidad la evidencia sugiere que éste es el caso. En un contexto de sobrevaluación, la devaluación del tipo de cambio nominal bien puede contribuir a hacer menos costoso un proceso de ajuste macroeconómico que incluye esfuerzos en el frente fiscal, eso no tiene mucha discusión.

Ahora bien, los factores específicos que llevan a esta conclusión son de diversa índole y se refieren a los determinantes fundamentales de la tasa de cambio. En primer término, la política fiscal no es consistente con una devaluación de la tasa de cambio real; el crecimiento del gasto público en bienes no transables, así como la política de fijación de salarios y precios controlados, haría que una devaluación nominal simplemente validara un mayor ritmo inflacionario.

En segundo término, la amplia disponibilidad de crédito externo a bajas tasas de interés también es inconsistente con una devaluación real, en un contexto en el cual resulta difícil suponer como viable una separación de los flujos comerciales y de capitales. Con apertura en la balanza comercial, los flujos de capital bien pueden hacer permeable la economía, aún con severos controles de capital⁴.

Devaluar para encarecer el crédito externo no es una estrategia sostenible en el tiempo y tiende, más bien, a generar expectativas de revaluación que acaban abaratando, y no encareciendo, el crédito externo y fomentando, consecuentemente, la entrada de capitales.

Tercero, la cuenta corriente, en últimas el reflejo de si la tasa de cambio real es adecuada o no, ha arrojado superávit. Aunque tenderá a producir déficit moderados y enteramente financiados en el futuro inmediato a la actual tasa de cambio real, estos serán puramente transitorios, pues con la explotación de Cusiana la perspectiva es, de nuevo, de superávit para la segunda mitad de la década.

Cabe subrayar, al respecto, que desde mayo el Banco ve con preocupación la aceleración de la entrada de capitales por la vía de la cuenta de servicios de la balanza cambiaria. En efecto, tras caer en ritmo mensual de unos US\$ 270 millones a mediados de 1992 a unos US\$ 160 millones en el primer trimestre de 1993, el indicador ha vuelto a elevarse para alcanzar los US\$ 250 millones en mayo y junio. Una hipótesis que explicaría este influjo la constituyen las perspectivas que la bonanza petrolera implica para la tasa de cambio real; es decir, la percepción que tendrían los inversionistas en el sentido de que con Cusiana la actual tasa de cambio real sería insostenible y que se avecina un período de fortalecimiento cambiario.

³ Herrera, S. ¿Qué tan grande es el desequilibrio cambiario en Colombia? *Ensayos sobre Política Económica*, No. 20, Banco de la República, diciembre de 1991.

⁴ Respecto de las dificultades prácticas de aislar los flujos de capital con una cuenta corriente abierta, véase D. J. Mathieson y L. Rojas-Suárez (1992) "Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues" (IMF Working Paper WP/92/46, June).

2. Se argumenta que el manejo de la tasa de cambio ha tenido como objetivo único el control de la inflación

Ello no es estrictamente cierto. Si la política cambiaria hubiese tenido como objetivo único el control de la inflación es claro que las autoridades habrían establecido una meta de inflación más ambiciosa y, en el caso extremo, habrían fijado en pesos la tasa de cambio nominal, como se hizo en Argentina. El hecho de que no sea el caso, sugiere que se han reconocido rigideces en el proceso de formación de precios en Colombia, y que el ajuste sería excesivamente costoso con tasa de cambio nominal fija.

Más bien, dentro de las grandes limitaciones que tienen las autoridades para modificar la tasa real de cambio, la Junta Directiva del Banco de la República ha establecido como objetivo intermedio de la política buscar cierta estabilidad en la tasa real de cambio, a niveles cercanos a 100 en términos de su base de 1986. Concretamente, la política seguida ha sido devaluar la tasa de redención de los certificados de cambio (TRCC) a un ritmo nominal constante y predecible que, de una parte, compense los diferenciales de inflación y, de otra, que sirva de apoyo al proceso de formación de expectativas inflacionarias. Este nivel se identificó como consistente con una política fiscal muy ligeramente expansiva (déficit consolidado inferior al 1% del PIB) y con un crecimiento de los medios de pago igual al PIB nominal, lo que en conjunto permitiría el logro de una meta de inflación del 22% anual en 1993, y una tendencia a la baja hacia el futuro.

De lo anterior resulta evidente que aunque la tasa de cambio no tuvo como objetivo único un control de la inflación, sí debe reconocerse que en el manejo cambiario reciente se ha buscado que la dinámica del tipo de cambio nominal contribuya en el proceso de estabilización. Tal como se indicó en el marco conceptual, hay un respaldo académico serio sobre la conveniencia de utilizar la tasa de cambio como herramienta de estabilización en países con economías como la colombiana, evidentemente con apoyo en el frente fiscal y con un reconocimiento explícito de diversas rigideces que implican una desinflación solo gradual.

En meses recientes se ha utilizado una regla cambiaria que contrasta con la naturaleza del manejo efectuado en años anteriores. En efecto, desde mediados de los años ochenta, la tasa de cambio en Colombia, dentro del margen en que ésta se pudo afectar, estuvo orientada a equilibrar el sector externo, de una parte, y a servir como mecanismo para estimular el crecimiento de la economía a través de las exportaciones, de otra. Fue sólo a raíz de la reforma constitucional que estableció como prioridad el control de la inflación y que consagró al Banco de la República como autoridad monetaria y cambiaria cuando se planteó formalmente, de manera explícita, la posibilidad de utilizar la tasa de cambio como herramienta anti-inflacionaria. Esta posibilidad quedó consagrada, inclusive, como necesaria en la Ley 31 sobre el Banco de la República, cuando, al discutirse el sentido en que habría de moverse la tasa nominal de cambio en caso de disputa en el seno de la Junta, se ajustaría en el sentido que más contribuyese a defender el poder adquisitivo de la moneda.

3. En vez de la tasa de cambio podrían utilizarse otros mecanismos para controlar la inflación

Como se ha comentado, existen otros mecanismos potencialmente utilizables, además de la tasa de cambio, en el objetivo de reducir la inflación. Estos son, principalmente, la política monetaria, la fiscal, y la de ingresos.

En cuanto a la política monetaria, la evidencia sugiere que la capacidad que tienen las autoridades para dirigirla se debilita en una economía abierta con tasa de cambio controlada. Sucede lo que se ha denominado una situación de oferta monetaria endógena, es decir, los residentes del país están en capacidad de ajustar sus tenencias de saldos monetarios, por la vía de la balanza de pagos, entradas o salidas de capitales, en función de sus necesidades de liquidez. La cantidad de dinero tiende a reflejar la demanda de este recurso, y resulta difícil afectarla por las vías tradicionales. Por supuesto, este es un caso extremo; sin embargo, es ilustrativo. De hecho, en la actualidad el Banco de la República tiene un "stock" de deuda, en gran parte emitida para reducir la cantidad de dinero, equivalente al 5% del PIB aproximadamente.

No se puede argüir que el Banco no intenta, dentro de los límites que impone controlar la tasa de cambio, afectar la cantidad de dinero en apoyo de su objetivo fundamental.

Una ilustración clara de las dificultades que se presentan para controlar los medios de pago fue lo sucedido en 1990-1991. En ese entonces se buscó esterilizar la acumulación de reservas mediante la elevación de las tasas de interés en las Operaciones de Mercado Abierto, lo que propició un flujo de capitales hacia el país estimulado, además, por las expectativas de revaluación entonces vigentes, dado el nivel tan elevado de la tasa de cambio real y el convencimiento por parte de los agentes de que este nivel era insostenible.

Podría decirse que en el período de vigencia de la Junta se han desarrollado dos etapas diferentes para el manejo monetario. En la primera, se hizo énfasis en el objetivo de reducir las tasas de interés de captación a niveles ligeramente superiores a la inflación deseada, y se toleraron expansiones monetarias que muchos analistas calificaron, en su momento, de excesivas. A partir de 1993, la segunda fase, se ha observado una tendencia a la baja en los diversos agregados monetarios y se ha hecho un seguimiento más cuidadoso de las metas cuantitativas, buscando que la expansión de M1 se sitúe entre 24% y 30%. Hay conciencia, sin embargo, de que no existe un campo amplio para esterilizar recursos elevando las tasas de interés por los flujos de capital y que la dirección de éstas es reducirlas gradualmente en consonancia con las bajas de inflación.

Esto lleva a considerar la otra herramienta principal de estabilización disponible que es la política fiscal. A manera de introducción sobre este tema, cabe destacar que la principal explicación que se ha dado en la literatura al éxito relativo de Colombia de haber sido un país característico de "inflación moderada" ha sido, precisamente, su manejo prudente de la política fiscal. Ello se ha debido tanto a que su política de gasto público respecto al PIB (salvo los últimos dos años) se ha mantenido relativamente constante como a que el Congreso colombiano ha legislado repetidamente incrementos en la carga fiscal (1974, 1984-1985, 1981 y 1992).

En los ejercicios de Programación Financiera que realiza periódicamente el Banco para la definición de la política económica, se ha determinado anualmente el déficit público, más estrictamente su financiamiento, compatible con el cumplimiento de la meta de inflación y con el tipo de manejo de la tasa de cambio y de la política monetaria ya reseñados. Al respecto, cabe destacar que el Gobierno ha venido cumpliendo estrictamente con dicha restricción, la cual exige para 1993 un déficit consolidado no mayor al 1% del PIB. En efecto, cifras preliminares sugieren que hubo un superávit de tamaño importante, alrededor de 1% del PIB del año, en el primer trimestre⁵. Tal como ha sido discutido públicamente en semanas recientes, es lo importante que en años venideros se continúe llevando a cabo una política fiscal austera.

Para 1994 es absolutamente imperativo que el Gobierno reduzca su plan de gasto público, pues el déficit potencial previsto podría llegar a representar alrededor del 3% del PIB. En estas circunstancias, la política fiscal no permitiría el cumplimiento de una meta de inflación del 19% anual en un contexto de relativa estabilidad cambiaria. Así mismo, resulta indispensable que entre 1994 y el año 2000 se revisen las prioridades de gasto público a raíz del proyecto de Cusiana, en forma tal que desde el punto de vista macroeconómico, las inversiones requeridas de Cusiana no desborden el déficit público compatible y que los ingresos futuros de su explotación no se traduzcan en gasto público inmediato (o peor, anticipado) por su impacto inflacionario, además de su efecto de apreciación cambiaria.

No obstante que la austeridad en el gasto público y un menor déficit fiscal contribuyen a la estabilización, debe quedar claro que existen límites a las posibilidades de que a través de un superávit fiscal se pueda dar campo para un mayor ritmo de devaluación nominal. Tal como se indicó en el marco conceptual, la tasa de cambio tiene determinantes reales adicionales, siendo nada despreciable el efecto de las expectativas de los agentes en torno de las presiones futuras del mercado cambiario.

⁵ Estas cifras se derivan de tres estimaciones independientes; la del DNP, la de la Contraloría General de la Nación, y la del Banco de la República.

4. Se comenta que el pretender reducir la inflación con una menor devaluación nominal revalúa significativamente la tasa de cambio

Vinculado con el tema de los mecanismos para reducir la inflación se encuentra la crítica relacionada con el impacto de una menor devaluación nominal sobre la tasa real de cambio. Para analizar dicha crítica cabe hacer referencia a la experiencia internacional, a las condiciones económicas que conducen a una eventual apreciación, y a los factores institucionales que podrían reducir dicha tendencia.

La experiencia internacional de aquellos países que han adoptado programas de estabilización para detener inflaciones crónicas, efectivamente muestra que la inflación converge de manera lenta a la tasa de devaluación. Por lo tanto, tiende a presentarse cierto grado de apreciación cambiaria inicial. Así mismo, los datos estilizados de dichas experiencias indican que, en consecuencia, la cuenta corriente y la balanza de pagos tienden a deteriorarse. De otra parte, al existir expectativas de apreciación, cae la tasa de interés real y se reactiva el gasto, sobre todo en bienes durables. Así, la actividad económica se recupera debido a este impacto sobre las tasas de interés⁶.

En el caso colombiano, se ha planteado que dicha apreciación y reducción en tasas de interés reales surge en razón al grado de indización a que está sujeta la economía. Trabajos recientes indican que la inflación está atada, en gran parte, a la inflación pasada. Esto debido a que una proporción importante de los precios de la economía —notablemente los salarios, los servicios públicos, algunos bienes industriales— se ajustan en función de la inflación observada y no con base en las condiciones económicas ni en las propias perspectivas de inflación hacia el futuro.

El aspecto de fondo es si los agentes económicos, incluyendo algunas entidades oficiales, mantienen o no inmodificados los mecanismos de indización históricos, independientemente de los objetivos de la política económica que establezcan las autoridades y de las herramientas económicas e institucionales que se introduzcan para cumplir tales metas. No parece lógico, si la política de estabilización es "creíble", que el grado de inercia inflacionaria en la economía

resulte igual en una economía en la cual se establezca como propósito explícito reducir la inflación y en la cual se adoptan medidas monetarias y cambiarias coherentes para lograrla, que en otra donde se validan pasivamente las expectativas de inflación.

La presencia de factores inerciales explican —como se mencionó antes— por qué en Colombia no se ha optado por fijar completamente la tasa nominal de cambio. Así mismo, estos factores indican los motivos detrás de la preocupación que han tenido las autoridades cambiarias por incorporar el impacto de los ajustes salariales en el cálculo de las presiones inflacionarias y por qué la Junta Directiva del Banco ha procedido a hacer recomendaciones explícitas sobre el incremento de salarios que resulta compatible con el manejo de los instrumentos de política macroeconómica.

5. Se dice que una mayor devaluación nominal no acelera la inflación, como se observó en el período 1984-1986

En el período 1984-1986 se aceleró la devaluación nominal y se consiguió, efectivamente, incrementar el Índice de Tasa Real de Cambio en cerca de 30 puntos, sin acelerar la inflación, la cual inclusive se vio reducida en 1986. Tal como se argumentó anteriormente, esta situación tiene una explicación que se deriva de los modelos más adecuados respecto de la determinación y dinámica de la tasa de cambio. Es decir, fue posible gracias a dos circunstancias especiales:

En primer término, las condiciones iniciales abarcan una significativa sobrevaluación del peso, la cual se reflejaba en un déficit de cuenta corriente del orden del 5% del PIB y en una rápida erosión de las reservas internacionales. Esta caída era apoyada por una fuga de capitales, en la medida en que los agentes veían como insostenible la tasa de cambio real vigente y preveían una devaluación. Así las cosas, la devaluación tuvo como resultado una corrección del desequilibrio externo, y, en consecuencia, un desestímulo a la fuga de capitales. La segunda circunstancia que permitió realizar una devaluación nominal sin

⁶ Vegh C. "Stopping High Inflation: An Analytical Overview", *IMF Staff Papers*, September 1992.

elevant los precios fue el severo ajuste fiscal que precedió la devaluación. Los incrementos de impuestos de 1984-1985 y los recortes de gastos permitieron eliminar para 1986 el déficit fiscal que había alcanzado cerca del 6% del PIB.

Tales características coyunturales de la economía contrastan con la situación externa registrada actualmente y con las perspectivas futuras. La coyuntura reciente se había venido caracterizando por superávit en cuenta corriente y acumulación de reservas internacionales, síntomas muy claros de subvaluación cambiaria. En el futuro inmediato, de manera transitoria, se registrará un déficit corriente que se verá revertido una vez entren en explotación los pozos petrolíferos de Cusiana. Además, la acumulación de reservas internacionales continuará siendo positiva. De otro lado, de una situación de equilibrio en las finanzas públicas, las perspectivas para los años venideros son de incremento sustancial del déficit, entre otros motivos originado en los aumentos de inversión requeridos para ejecutar el proyecto de Cusiana, en la normatividad atinente a las finanzas regionales y en proyectos ambiciosos como la Ley Eléctrica y la reforma de la seguridad social. Todo ello indicaría que una aceleración en la devaluación nominal en las condiciones actuales sí se reflejarían en presiones inflacionarias.

6. Se publica continuamente que la tasa de cambio ha registrado una significativa revaluación y continúa apreciándose

Tal como lo señalan diversos indicadores de tasa de cambio real recientemente publicados en las Notas Editoriales del Banco correspondientes a mayo (véase Gráfico adjunto), en Colombia efectivamente se ha presentado, desde finales de 1990, una apreciación cambiaria. Dicha revaluación, por lo demás, fue acentuada en 1991 y desde comienzos de 1992 la tendencia ha sido hacia su estabilización.

El primer aspecto que se debe tener en cuenta al analizar el proceso de apreciación se dio en 1991-1992 es que éste se originó por factores estrictamente económicos, que se evidencian en la acumulación de reservas internacionales y su monetización, lo que condujo a presionar la inflación interna. También

contribuyó a ello la solución que le pretendieron dar las autoridades al problema inflacionario, al buscar evitarlo mediante la esterilización monetaria a través de la elevación de las tasas de interés internas, lo que estimuló los flujos de capital externo al país.

Las medidas correctivas adoptadas comprendieron la rebaja en las tasas de interés internas; la disminución del ritmo de devaluación nominal; la adopción y extensión del plazo de los certificados de cambio a un año, y la recomendación al Gobierno de efectuar un presupuesto equilibrado. Con esta estrategia se buscó corregir el desequilibrio externo de la economía y las presiones inflacionarias, con el costo, es cierto, de una apreciación cambiaria, pero inferior a la que se hubiese producido con un superávit continuado de la cuenta corriente y con los flujos de capital entonces vigentes.

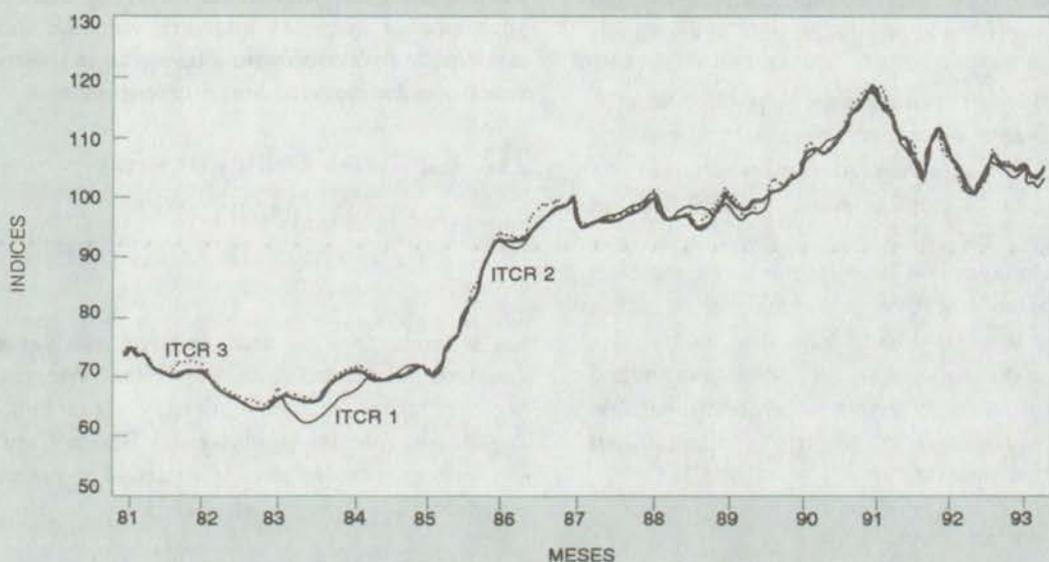
El segundo elemento que se debe tener en cuenta es que con cualquiera de los indicadores de tasa real de cambio que se quieran utilizar, salvo el escogimiento *ad hoc*, de precios en numerador y denominador, se identifica que ésta actualmente permanece a un nivel superior al que rigió entre 1986-1989, período de equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos y de recuperación y crecimiento continuo de las exportaciones colombianas.

Por último, quisiera recalcar que no es cierto que el proceso de apreciación cambiaria continúe dándose de manera significativa, pues, como lo ilustran los diversos indicadores, el ITCR vigente es muy cercano al imperante hace un año.

7. Se establece que el proceso de revaluación ha reducido significativamente las exportaciones colombianas

La evidencia estadística disponible confirma que las exportaciones colombianas son sensibles al comportamiento de la tasa real de cambio. En unos ejercicios recientes realizados por el Banco de la República se identificó que la elasticidad de las exportaciones menores a la tasa de cambio real es alrededor de 0.5 para el corto plazo y de 1.0 para el largo plazo. Esto implica que una reducción del 10% en la tasa real de cambio debe traducirse en bajas del 5% y el

GRAFICO 1
ITCR del peso colombiano (*)
(Base dic. 1986 = 100)



ITCR 1: Cálculo con 18 países. Deflactor el IPP
ITCR 2: Cálculo con 9 países. Deflactor el IPP
ITCR 3: Cálculo con 9 países. Deflactor el IPC.

(*) Cifras provisionales para los últimos dos años.
Datos hasta marzo de 1993

10% en los valores exportados para el mediano y largo plazo, respectivamente.

No obstante que la tasa real de cambio ha registrado una devaluación en los últimos dos años, la información estadística disponible sugiere que las exportaciones no tradicionales no han registrado disminuciones en magnitudes correspondientes a lo sucedido con el ITCR. Lo que sí ocurrió es que el proceso de crecimiento que venían registrando se redujo considerablemente, ya que en 1991 (año atípico que pudo involucrar entradas de capital disimuladas en las exportaciones) estas habían registrado aumentos de 33% y sólo lo hicieron en cerca a 1% en 1992. Más aún, para lo corrido de 1993 (hasta abril) éstas vienen aumentando

al 9.5% anual. Dicho comportamiento, por lo demás es destacable habida cuenta del bajo crecimiento de la economía mundial e indica no sólo que los exportadores han realizado grandes esfuerzos en términos de su productividad, sino, además, que hasta ahora han continuado respondiendo positivamente las inversiones hechas en productos exportables en años anteriores.

Dado el impacto de más largo plazo de la tasa real de cambio descrito atrás y el hecho que el ITCR refleja la evolución promedio para la economía, no resulta descartable pensar que los productos de exportación menos competitivos y, especialmente, aquellos cuyos términos de intercambio se han comportado menos favorables posiblemente encuentran dificultades en su

colocación externa. Si el problema es de falta de competitividad a la tasa real vigente y si una próxima recuperación de la economía mundial no resultare suficiente, estas serían actividades que muy probablemente deberían readecuarse.

8. Se afirma que la política cambiaria y macroeconómica vigente sacrifica el crecimiento de la economía

Una de las críticas más severas a la política macroeconómica vigente y, particularmente, a la política cambiaria es su impacto negativo en el crecimiento de la economía y en el empleo. Aunque esta crítica ha estado dirigida principalmente a destacar la pérdida del efecto "jalonador" de las exportaciones, también cubre el impacto negativo sobre las industrias de sustitución de importaciones. Más aún, en trabajos recientes se ha criticado inclusive, de manera mucho más general, el costo en términos de crecimiento de una política dirigida a controlar la inflación, en especial cuando para tal efecto se utiliza la herramienta cambiaria.

Para analizar el tema, lo primero que resulta pertinente es describir brevemente lo sucedido en los últimos años. En Colombia ha sido posible rebajar la inflación sin desestimular el crecimiento de la economía, mediante una política de estabilización donde el manejo de la tasa de cambio nominal coadyuvó tal esfuerzo, según se explicó atrás. Este resultado para el caso de Colombia coincide con la experiencia internacional anotada para los países que han basado su estabilización en el manejo cambiario y no en la política monetaria.

Lo anterior explicaría entonces por qué a pesar de haberse rebajado el crecimiento de las exportaciones e incrementado sin precedentes las importaciones, como resultado conjunto de la apertura y el manejo cambiario, el crecimiento de la economía no hubiese sufrido en la etapa inicial del proceso. Esto indica que el factor de desestímulo directo a exportadores e importadores fue compensado por el estímulo originado en la inversión dadas las menores tasas de interés.

Más aún, la evidencia disponible sobre los determinantes del crecimiento económico en Colombia indican que el principal de estos es la inversión y que

el déficit fiscal está asociado negativamente con dicho crecimiento. Lo que es más interesante de los resultados disponibles es que diversas especificaciones de la tasa de cambio real no permiten identificar que esta tenga una clara asociación con el crecimiento. Con ello no se quiere indicar que no exista una relación subyacente entre exportaciones y crecimiento, sino simplemente que ésta adquiere vínculos indirectos como es la inversión y no a través de la interrelación sencilla entre devaluación y crecimiento.

III. Críticas relacionadas con las finanzas del Banco de la República

La segunda área de análisis tiene que ver con las finanzas del Banco de la República. Voceros de los sectores políticos, académicos y otros han venido sugiriendo que las pérdidas del Banco Central son demasiado costosas para la sociedad y que urge una solución.

Las pérdidas del Banco de la República se originan, fundamentalmente, en el hecho de que sus pasivos implican egresos superiores a los ingresos implicados por sus activos. En efecto, mientras la principal fuente de ingresos son las reservas internacionales, las cuales se invierten en el exterior a una tasa de aproximadamente el 5% anual en dólares, de otra parte, el pasivo más importante son las OMA, las cuales se manejan con tasas de interés de aproximadamente 25% anual en pesos.

La Ley 31 plantea que la devaluación cambiaria no puede ser considerada un ingreso corriente. Es decir, si el Banco adquiere US\$ 100 a una tasa de cambio de \$ 700 por dólar, totalizando la emisión \$ 70.000, y los guarda un año, al final del período tendrá una suma de US\$ 100 en su activo. Su valoración en pesos se hace a la tasa de mercado del día, que para efectos de la discusión podría ser de \$ 800. El activo, en pesos, vale \$ 80.000, o sea la nueva tasa multiplicada por el "stock" inicial.

La primera parte de la contrapartida contable de los \$ 80.000 son los \$ 70.000 que emitió inicialmente; la segunda, una suma equivalente a la devaluación

cambiaría (\$ 100 por dólar) multiplicada por los US\$ 100, es decir \$ 10.000. Lo que plantea la Ley 31 es que estos \$ 10.000 no son un ingreso del Banco y que se deben llevar a una cuenta patrimonial especial. Por tanto, el activo principal del Banco, en el ejemplo anterior, no tiene rendimiento. Al suponer que las reservas se invierten al 5%, por ejemplo, el caso es idéntico: el rendimiento será de 5% y no de 5% más la devaluación.

Esto significa que mientras el activo está invertido aproximadamente al 5%, el pasivo implica un costo de 25%. Naturalmente, dados los volúmenes involucrados con relación a todos los demás componentes del balance del Banco, esta asimetría es la fuente principal de pérdidas en un contexto en el cual se están emitiendo pasivos costosos.

A manera de ejemplo, supóngase que se acumulan US\$ 1.000 millones de dólares en reservas invertidos al 5% y se emiten pasivos por \$ 700.000 mil millones emitidos al 25% de interés con el fin de esterilizar plenamente su efecto monetario. El activo representaría ingresos por US\$ 50 millones, mientras que el pasivo implicaría egresos por \$ 175.000 millones. Si la tasa de cambio es de \$ 700, las pérdidas del Banco equivalen a \$ 140.000 millones sobre la operación.

Ahora bien, para evitar las pérdidas, habría varios caminos. La primera, sería dejar flotar la tasa de cambio y que el mercado la lleve a un nivel tal que los especuladores ya no perciban expectativas de apreciación futura, en cuyo caso no habría acumulación de reservas, ni la tentación de esterilizar su variación. El punto importante es que siempre que el

Banco Central esté acumulando reservas internacionales, lo hace porque defiende la tasa de cambio contra las tendencias del mercado. Si acumula reservas a los ritmos en que lo ha hecho en estos últimos años, es porque defiende tanto más la tasa de cambio real.

Otra posibilidad, por supuesto, sería mantener la tasa de cambio; no emitir pasivos costosos y permitir la monetización de todas las nuevas reservas. Si la tasa de cambio real está subvaluada, esta salida sencillamente revalúa a través del expediente de inflar la economía.

Se concluye que las pérdidas del Banco se deben a su deseo de defender la paridad real vis a vis al mercado, unido a su convencimiento de que monetizar enteramente la acumulación revaloraría la tasa de cambio real a través del expediente de una inflación acelerada. En este contexto, dada la acumulación de reservas internacionales, la solicitud de eliminar las pérdidas del Emisor, deben ir acompañadas por una solicitud de permitir una revaluación del tipo de cambio real, bien revaluando la tasa nominal, o bien permitiendo un proceso inflacionario. Dado el mandato constitucional que tiene el Banco, el punto importante es que dicha revaluación debe hacerse por medios no inflacionarios.

Cabe subrayar que la racionalización de las tasas de interés que paga el Banco por su deuda, la moderación en el ritmo de acumulación de reservas y un mejor proceso de inversión de las mismas, lleva a que el déficit del Banco se reduzca de niveles de 0.5% del PIB en 1993, a niveles de alrededor de 0.2% del PIB en 1994.