

# LA POLITICA DE ESTABILIZACION Y EL MANEJO CAMBIARIO\*

## I. Introducción

El propósito de mi presentación es analizar el manejo cambiario dentro del marco de la política de estabilización que viene adelantando la Junta Directiva del Banco de la República. Para tal efecto, ésta se divide en dos secciones principales: la primera revisa el marco institucional en que se desenvuelve actualmente la formulación y ejecución de la política macroeconómica colombiana y, en particular, la política cambiaria. La segunda parte toca con el tema de los criterios económicos que han sido tenidos en cuenta en el manejo de la tasa de cambio en el pasado reciente, así como los objetivos previstos para el año en curso.

## II. Aspectos institucionales

La Constitución Nacional estableció al Banco de la República como banco central independiente y consagró a su Junta Directiva como autoridad monetaria, cambiaria y crediticia con el mandato expreso de defender el poder adquisitivo de la moneda, o sea el de controlar la inflación. Estos principios fueron desarrollados en la Ley del Banco de la República reglamentaria de la Constitución y que fue aprobada por el Congreso a finales de 1992. Esta asignación de funciones implica que temas como el manejo de la tasa de cambio y lo relacionado con las tasas de interés recaen en la órbita de la Junta, en tanto que la política fiscal, la salarial y la comercial son ámbito exclusivo del Gobierno.

En cuanto hace al manejo cambiario propiamente dicho cabe destacar que, si bien es cierto que de acuerdo con la ley en referencia le compete a la Junta la determinación de la tasa de cambio, este manejo,

según la ley, debe realizarse "de acuerdo con el Ministro de Hacienda". Esto implica que a pesar de ser la Junta la responsable del manejo cambiario, el Gobierno tiene un gran qué decir no sólo porque el Ministro de Hacienda es miembro y Presidente de la Junta, sino porque los otros miembros de ésta deben buscar el acuerdo con el Ministro. Esto no significa, sin embargo, que vaya a ser en últimas el Ministro de Hacienda quien decida sobre el manejo cambiario. La clave del equilibrio entre la autoridad cambiaria y el Gobierno es el dispositivo previsto en la ley para el caso en que haya un desacuerdo; en tales circunstancias, establece la ley que primará "la responsabilidad constitucional de velar por la capacidad adquisitiva de la moneda".

Este precepto es de gran envergadura, pues no sólo establece una regla explícita para salir de un eventual *impasse*, sino que, implica que la dirección en que se debe manejar la tasa de cambio en caso de conflicto de opinión sería aquella que conduzca más apropiadamente al propósito de reducir la inflación. Este criterio previsto en la ley se aparta del tradicional punto de vista colombiano de manejar la tasa de cambio con el único criterio de evitar crisis en la balanza de pagos y de estimular el crecimiento económico a través de las exportaciones. Al respecto, cabe anotar no sólo que la Junta ha buscado un delicado balance entre los objetivos de balanza de pagos y de estabilización en la orientación de su política cambiaria sino, más destacable aún desde el ámbito de la economía política, que ha existido una plena coincidencia en el seno de la Junta Directiva sobre dicho manejo.

\* Presentación de Roberto Junguito Bonnet, Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República, ante la Asamblea Anual de ANALDEX, abril 15 de 1993.

### III. Sobre el manejo de la tasa de cambio

El análisis de los criterios económicos que han guiado el manejo de la tasa de cambio por parte de la Junta Directiva del Banco de la República, debe ser enfocado con una perspectiva histórica y a la luz del mandato constitucional de controlar la inflación a que se hizo referencia atrás.

Para introducir el tópico cabe destacar que desde 1967 y hasta 1991 se mantuvo un esquema de fijación de la tasa de cambio por parte del Banco de la República, apoyándose para ello en la aplicación de un estricto control de cambios y en la obligación de reintegrar al Emisor la totalidad de las divisas provenientes de las exportaciones de bienes y servicios y de desembolsos de crédito externo. En dicho período, Colombia se caracterizó por mantener un esquema de minidevaluaciones (*crawling-peg*), a lo que se atribuye el éxito de su política de diversificación de exportaciones y a que Colombia, excepcionalmente en el ámbito latinoamericano, no hubiere registrado durante los años ochenta una crisis en la balanza de pagos, al punto que no tuvo que reestructurar su deuda externa.

No obstante el régimen de minidevaluaciones aplicado, con el paso de los años se dio una sobrevaluación de la tasa de cambio que debió ser corregida entre 1984 y 1986, mediante el expediente simple de acelerar el ritmo de minidevaluación, lo que, en conjunto con un severo ajuste fiscal, permitió incrementar el Índice de la Tasa Real de Cambio a niveles que se juzgaban como de equilibrio a largo plazo, y que efectivamente desembocó en un fortalecimiento de las exportaciones y aumento en las reservas internacionales del país. Este ajuste no tuvo un impacto indeseable en la inflación no sólo por la magnitud del ajuste fiscal (se pasó de un déficit público consolidado del 7% en 1984 a un equilibrio en 1986), sino porque la devaluación se llevó a cabo en una situación de significativa sobrevaluación de la tasa de cambio, que según la literatura no debe traducirse negativamente en inflación, circunstancias

estas ambas muy diferentes a las de la coyuntura actual, como se discute enseguida.

La crisis cafetera de 1989 y la iniciación del proceso de apertura comercial en 1990 motivaron al gobierno de turno a acelerar el ritmo de devaluación nominal y elevar, en consecuencia, el Índice de Tasa Real de Cambio. Aunque dicho efecto se consiguió, de hecho, subvaluando la tasa de cambio, sus resultados conocidos fueron la acumulación de reservas internacionales y la gestación de presiones inflacionarias, que implicaron un aumento anual en el Índice de Precios al Consumidor superior al 30%.

Estas circunstancias unidas al mandato constitucional de controlar la inflación, motivaron un replanteamiento de la política macroeconómica en 1991. Después de un intento fallido de esterilizar la monetización de reservas mediante operaciones de mercado abierto, lo cual elevó las tasas de interés y estimuló, al igual que en el resto de América Latina, un flujo de capitales, se procedió a modificar la política. Primero que todo, se introdujo un ajuste de la tasa de cambio mediante el expediente de entregar contra el reintegro de divisas un certificado de cambio con vencimiento a un año. Como se discute adelante, además de esterilizar la monetización de reservas internacionales, este mecanismo tuvo el efecto de rebajar el precio de las divisas. De otro lado, se disminuyeron las tasas de interés internas y, finalmente, se redujo el ritmo de devaluación nominal de la tasa del Banco de la República. Vale la pena en este punto agregar que como consecuencia de las medidas (y a pesar de la baja en la devaluación nominal) se redujo significativamente el diferencial de tasas de interés con el exterior. Este resultado en conjunto con la eliminación de las expectativas de revaluación que primaban en la época, han actuado para frenar los flujos especulativos de capital al país como lo evidencian ya claramente las estadísticas.

Como resultado, se introdujo en la determinación de la tasa de cambio en Colombia un elemento de mercado implícito en el descuento del certificado de cambio. Además, con el ajuste cambiario comentado atrás, que redujo el Índice de Tasa

Real de Cambio, ITCR<sup>1</sup>, de niveles de 117 a 102 (1986=100), se buscó acercarse al equilibrio de mediano plazo de la tasa real de cambio; esto es aquella tasa que permita eliminar la acumulación de reservas originada en la cuenta corriente a mediano plazo. La política seguida durante 1992, condujo a mantener el ITCR alrededor de dicho nivel, situación que ha continuado registrándose a lo largo de 1993. Esta política, no debe olvidarse, se ha logrado sustentando la tasa de cambio mediante la intervención del Banco de la República, como es el caso actual con el compromiso de compra a su maduración de los certificados de cambio.

Ahora bien, cabe preguntarse por qué la Junta Directiva del Banco de la República se ha planteado dicho manejo cambiario. Tal como se explica en el reciente Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República, se estima que para 1993 el propósito de lograr una meta de inflación del 22% resulta coherente con el mantenimiento de la tasa real de cambio alrededor de los niveles vigentes; con un déficit fiscal del 1% y con un rango objetivo con límites entre el 24% y 30% en el crecimiento anual (diciembre-diciembre) en los medios de pago. Mediante dicho manejo cambiario se concibe que se logra mantener una tasa de cambio competitiva que a la vez coadyuva al objetivo de estabilización.

#### IV. Consideraciones finales

Con esta presentación he querido explicar a los exportadores colombianos el esquema institucional en

que se desarrolla actualmente la formulación de la política cambiaria y los fundamentos económicos que están detrás del manejo de la tasa de cambio que se ha venido adoptando. Los resultados de la política macroeconómica están comenzando a dar sus frutos: se está consiguiendo disminuir la inflación; la tasa de crecimiento de la economía va en ascenso; se han rebajado las tasas de interés y consiguientemente los flujos especulativos de capital. La acumulación de las reservas internacionales es significativamente menor y, gracias a esto, y al control fiscal ejercido por el Gobierno, la expansión monetaria está bajo control.

Es cierto que se ha frenado el crecimiento de las exportaciones y presentado aún reducciones, pero todos los estudios indican que ello ha obedecido más a bajas de precios internacionales, que a los volúmenes exportados que son los que influyen, en particular, la política cambiaria. Hay que tener optimismo, sin embargo, que de mantenerse la tasa real de cambio a niveles competitivos, con una menor inflación, con un mayor crecimiento de la economía mundial y con los sostenidos esfuerzos de los exportadores colombianos por mejorar su eficiencia productiva, será posible readquirir el sendero de crecimiento de las exportaciones colombianas.

<sup>1</sup> El ITCR utilizado por el Banco de la República corrige la tasa de cambio nominal por el diferencial de inflaciones, medidos según los índices de precios al por mayor, entre Colombia y sus 18 principales socios comerciales y por movimientos en las tasas de cambio de éstas respecto del dólar. La metodología precisa se presentó en la Revista del Banco de la República, enero de 1988.