

# La política de estabilización y las exportaciones\*

Con mucho gusto aprovecharé este foro de exportadores para explicar las orientaciones de la política monetaria y cambiaria, así como las razones que llevaron a la Junta del Banco a adoptar las disposiciones del mes pasado, por todos conocidas.

## 1. Antecedentes

Durante los dos últimos años la política económica ha estado guiada por el objetivo de propiciar un mayor grado de internacionalización de la economía colombiana, debido al agotamiento del esquema de desarrollo orientado hacia el mercado doméstico. La mayor exposición de la economía a la competencia externa nace básicamente de una importante reducción en los controles cuantitativos y de una rebaja de los aranceles sobre las importaciones; en el presente año el Gobierno ha adoptado las principales decisiones a este respecto.

Esta profunda reforma estructural, que obliga a las autoridades al establecimiento de un marco de acción determinado por el correcto funcionamiento de los mercados de bienes, factores, crédito, ahorro, cambio exterior, laboral, etc. requiere de unas precisas y consistentes políticas de estabilidad de precios, resultado de un riguroso control monetario; un manejo muy cauteloso de la tasa de cambio; y un adecuado marco de equilibrio fiscal.

La adopción de esta estrategia ha coincidido con un período de apreciable superávit de la balanza de pagos, tanto en la cuenta corriente como por la repatriación de capitales. Entre los factores que contribuyen a este resultado en el frente externo, se destaca la fortaleza de las exportaciones no tradicionales, que se expresa en unos reintegros que crecieron en 1989, 4%, en 1990, 17% y en los 10

primeros meses de 1991, 41%. Por su parte, los manifiestos según el DANE se elevaron para las exportaciones no tradicionales en 16% para 1989; 24% en 1990 y 53% en julio de 1991. Esta evolución, junto con un desarrollo de las importaciones menor al esperado y al impacto del rubro de servicios y repatriación de capitales, condujeron a que durante 1990 se produjera una inesperada acumulación de reservas internacionales, por un monto superior a los US\$ 626 millones. En 1991 se estima que esta cifra se triplicará hasta alcanzar US\$ 2.055 millones <sup>(1)</sup>. El efecto monetario de este incremento en las reservas, junto con el impacto directo que genera la devaluación sobre los precios de los bienes y materias primas importadas, trajo como consecuencia un resurgimiento de presiones inflacionarias graves.

## 2. Inflación

Recapitemos sobre lo que ha pasado con la inflación. El incremento anual en el IPC, que había sido de 26.1% en 1989, se incrementó a 29% en junio de 1990 y terminó dicho año con el inaceptable guarismo de 32.4%. La tendencia a aumentar de la inflación viene ocurriendo desde 1986 y su persistencia es motivo de seria preocupación. Son bien conocidas las consecuencias de una tasa de inflación elevada y creciente: afecta en forma negativa la distribución del ingreso; impide que la flexibilidad en precios relativos opere como mecanismo para una eficiente asignación

\* Discurso pronunciado por Francisco J. Ortega, Gerente General del Banco de la República, en la Asociación Nacional de Exportadores, ANALDEX, Santafé de Bogotá, noviembre de 1991.

(1) En noviembre 12 el saldo de reservas internacionales se sitúa en US\$ 6.447.9 millones con una acumulación en lo corrido del año de US\$ 1.947 millones.

de los recursos; acorta el horizonte de planeación de los agentes económicos y estimula las actividades de tipo especulativo. Reiterar los males que ocasiona la inflación no es un ejercicio innecesariamente repetitivo; es una exigencia para quienes tenemos la responsabilidad de evitar el más grave daño que puede afectar a una economía.

Las autoridades del momento consideraron indispensable dar, por lo tanto, la mayor prioridad al control de la inflación, aun si las medidas necesarias para conseguir dicho empeño podían hacer más lento el crecimiento y la inserción de la economía colombiana a los mercados internacionales. Hoy la Junta Directiva del Banco de la República tiene el mandato constitucional de velar por la conservación del poder adquisitivo del peso y está solidariamente convencida de las bondades que se obtendrán de la política de estabilidad. Con seguridad los beneficios de reducir en forma permanente los índices de inflación serán inmensos, pues no son sólo de tipo económico sino también social. Hago énfasis también en las ventajas que se derivan de la estabilidad de precios, porque si todos los agentes económicos las valoran por igual, y proceden de acuerdo en sus decisiones, se conseguirá una condición necesaria para alcanzar mayor prosperidad y riqueza para todos. Repito, éstos no son slogans del catecismo monetarista; son verdades de a puño con innumerables ejemplos en Colombia y en todo el mundo, que demuestran lo positivo de la lucha contra la inflación.

### 3. Política Monetaria

La ejecución de la política monetaria se ha vuelto particularmente difícil desde la segunda mitad de 1990. La causa es bien conocida: una cuantiosa y sorpresiva acumulación de reservas, cuyo impacto monetario se ha querido compensar con medidas también de tipo monetario. El instrumento utilizado de manera más intensa para este propósito son las OMA, como mecanismo efectivo de control. Estas operaciones tienen el enorme atractivo de ser voluntarias, pero dan lugar a un efecto alcista sobre las tasas de interés. Su saldo se incrementó en \$ 250 mil millones durante 1990; a su vez, la tasa de interés de los Títulos de Participación a 90 días pasó de 29% en marzo de 1990 a 43% al finalizar dicho año.

Si bien la presencia activa del Banco en 1990 evitó un desbordamiento monetario, hacia finales del año la situación era bien preocupante. La inflación superaba el 30%; los medios de pago crecían en promedio anual al 28%; y el ritmo de acumulación de las reservas internacionales rebasaba todos los pronósticos. A ello se sumaba el hecho de que la cartera de los intermediarios financieros aumentaba a tasas anuales superiores al 33% en promedio. Estas cifras explican, por sí solas, por qué las autoridades consideraron que era insuficiente hacer recaer todo el peso de la política monetaria sobre las OMA.

En virtud de lo anterior, entre finales de 1990 y principios de 1991 se adoptaron tres medidas restrictivas adicionales; se impuso un plazo perentorio para el pago de obligaciones con el exterior, se estableció el encaje marginal de 100% sobre gran parte de las exigibilidades de los intermediarios financieros y, temporalmente, mediante el mecanismo del certificado de cambio, se esterilizaron los reintegros por servicios.

Dichas acciones tuvieron un efecto positivo; fue así como en el primer cuatrimestre del año disminuyó ligeramente la acumulación de reservas internacionales y se redujo el multiplicador monetario. De esta manera se logró evitar el agravamiento de las presiones monetarias, al punto que si bien entre enero y junio del presente año las reservas aumentaron US\$660 millones, los medios de pago crecieron a la tasa promedio del 26% durante el mismo período.

Sin embargo, el problema monetario estaba lejos de resolverse. Las perspectivas de aumento de reservas internacionales para el segundo semestre de este año, amenazaban con elevar los medios de pago a cuantías insospechadas. Por esa razón en junio pasado se decidió concentrar el esfuerzo de control monetario directamente en la fuente del problema. No era factible continuar captando ahorro a través de la colocación de papeles del Banco de la República en las cuantías y al ritmo necesarios para esterilizar el efecto de la acumulación creciente de divisas. Se requería un mecanismo como los certificados de cambio a 90 días que forzara a financiar por parte del público el mayor saldo de reservas.

Los certificados evitan la monetización inmediata de las divisas pero tienen implicaciones de revaluación sobre la tasa de cambio. Precisamente para no afectar de manera peligrosa a los exportadores, la norma contempló el establecimiento de un piso de 10% a la cotización que el certificado puede alcanzar en el mercado. El Banco no ha tenido que sustentar la tasa a ese nivel de descuento porque, como se planteó desde un comienzo, el mercado condujo a que el certificado a 90 días no tuviera, en el promedio, descuentos superiores al 3%. Ello en razón al efecto que sobre la rentabilidad del certificado tienen la tasa de interés doméstica y la tasa de devaluación.

La Junta Directiva del Banco desde el puro comienzo de su gestión en el mes de agosto, identificó como uno de los desajustes causantes del problema monetario el amplio diferencial entre tasas de interés interna y externa, al cual se le atribuyen en parte las excesivas reservas. En ese momento las tasas domésticas para el ahorro excedían las externas en niveles cercanos a los 17 puntos ( $1.47 - (1.22 \times 1.07)$ ), creando un fuerte atractivo para los flujos de capital especulativo. La Junta decidió entonces adoptar acciones que eliminaran dicho diferencial y para el efecto redujo las tasas de los papeles del Banco de la República a niveles entre 38% y 40% y aceleró la devaluación. Este efecto combinado comenzó a manifestarse desde el mes de octubre. La permanencia de este objetivo ha sido y continuará siendo esencial para el manejo monetario.

La revisión y confirmación del uso de este mecanismo de los certificados de cambio, por parte ya de la Junta Directiva del Banco de la República en el mes de septiembre, se complementó con la eliminación del encaje marginal. Este instrumento, que siempre se consideró de uso transitorio, al restringir severamente el crédito doméstico propicia la sustitución de crédito interno por externo, contribuyendo a la acumulación de reservas. La Junta ha considerado necesario normalizar el suministro de crédito y por eso adoptó la decisión de suprimir el encaje del 100%, sustituyéndolo por encaje ordinario.

Conviene referirnos un poco más en detalle a la eliminación del encaje marginal y al aumento del ordinario. El primero de ellos es, por definición, un

instrumento de carácter temporal. Su utilidad es limitada y deja de ser efectivo cuando se restringe la generación de crédito más allá de un punto en que la desintermediación financiera se generaliza; desde cuando se puso en vigencia se dijo que sería por un tiempo corto. A mediados del presente año la tasa anual de crecimiento de la cartera bancaria era de 10% y de 18% para la totalidad de los establecimientos de crédito, o sea aumentos negativos en términos reales, aun incluyendo las aceptaciones bancarias. Esta restricción o bien genera una sustitución de crédito interno por externo, fenómeno monetariamente perjudicial, o, lo que es peor, limita a niveles preocupantes las posibilidades de generación de crédito comprometiendo el crecimiento más allá de lo deseado.

El encaje ordinario, es una herramienta eminentemente de control monetario; su aumento en agosto y octubre no tuvo efectos nocivos sobre la generación de crédito, por cuanto esterilizó, en forma estable y permanente, excesos de liquidez que los intermediarios financieros de cualquier forma ya estaban manteniendo en el Banco de la República, bien fuera como sobreencaje o en OMA de corto plazo. Al adoptarse esta medida la Junta tuvo mucho cuidado en que la mayor tasa de encaje cubriera sólo aquellos pasivos financieros que comprometen la estabilidad monetaria, dejando inalterado el encaje correspondiente a los pasivos que constituyen la fuente del crédito de mediano y largo plazo.

Según se desprende de lo que hemos explicado, todas estas decisiones sobre encajes, OMA y certificados son perfectamente armónicas. Siempre se han usado con el mismo fin de controlar la expansión monetaria. Si unas veces se emplea con más intensidad un instrumento que otro, como en el ejemplo del encaje promedio vs. el marginal, es por razones de conveniencia —en este caso aquellas relacionadas con la generación de crédito, que se ve apoyada por la sustitución en favor del encaje promedio— y no por alteraciones súbitas o erráticas de la política económica. Escoger entre distintos instrumentos para obtener siempre igual objetivo es propio de un manejo coherente y estable en la toma de decisiones.

La situación monetaria al finalizar el pasado mes de octubre seguía presentando índices muy preocupantes, con tasas de 45.5% anual para la base y 31.1% para los medios de pago. Además teníamos el peligro de fuertes amortizaciones de los certificados de cambio emitidos a partir de julio. Es decir, había evidencia de que las medidas adoptadas hasta la fecha habían sido exitosas en cuanto a evitar la monetización de divisas, pero seguía siendo grave el fenómeno de acumulación de las mismas. Esto es explicable pues sólo a finales de septiembre se logró reducir el diferencial de intereses.

#### 4. Política cambiaria

Las devaluaciones de 29% y 31% en 1989 y 1990 permitieron que el índice de la tasa de cambio real avanzara de un valor de 97 en junio de 1989 a 117 al finalizar 1990. Esta evolución, a la vez que compensaba parcialmente la baja de aranceles que debía afrontar la industria nacional, representaba un importante estímulo al sector exportador.

La alternativa que está enfrentando la Junta Directiva del Banco de la República en materia cambiaria es común a todos los países con sistemas de regulación sobre los cambios internacionales. Al tiempo que se quiere limitar los medios de pago, o sea que se debería restringir la emisión para comprar divisas, hay que cumplir con la directriz inequívoca de sustentar la tasa de cambio. Esta última acción se ha hecho efectiva con toda claridad de dos maneras: a) El Banco de la República continúa divulgando la tasa diaria a la cual realiza las operaciones de cambio acordadas en las Resoluciones 57 y 3 de dicha corporación. b) Se ha fijado un piso al descuento del certificado de cambio, a un nivel que permite transacciones de mercado para que se vayan dando los efectos deseados del nuevo régimen cambiario. Hacer posible que la tasa de cambio fluctúe, pero con el compromiso explícito de intervención del Banco de la República, equivale a ratificar la política de soporte a la tasa de cambio.

Sin embargo, esta política no pretende ocultar que la abundancia relativa de divisas sugiere la existencia de algún grado de subvaluación de la tasa. Ello fue especialmente válido a finales de 1990 y comienzos

de este año. Recuérdese que el índice de la tasa de cambio real, se ubicaba en 105 al finalizar 1989 y en 117 a diciembre de 1990, señalando así la ocurrencia de una importante devaluación real. En este año el índice bajó por corto tiempo a 102 en agosto, cuando se dio el máximo efecto del certificado de cambio, y volvió a subir al nivel de 110 en octubre. El impacto de las medidas de finales del mes pasado hizo que el índice retornara a la cifra de 106 ó 107, nivel que puede llegar a ser transitoriamente más bajo, pero que con el tiempo ha de oscilar alrededor de dicho valor, que se considera adecuado para nuestras exportaciones. Cabe recordar en este punto que con niveles de tasa de cambio real promedio de 102, durante 1988 y 1989 las exportaciones no tradicionales presentaron aumentos de 14% y 16% en dólares, respectivamente. Como reflejo de este manejo, los reintegros por todo concepto han seguido igualmente dinámicos a todo lo largo de este año. No debe olvidarse que entre diciembre de 1989 y octubre de 1991 las reservas internacionales aumentaron en más de US\$ 2.500 millones.

El otro fenómeno que ha caracterizado la coyuntura económica y al cual nos referimos atrás, tiene que ver con el hecho de que la rentabilidad interna de los instrumentos de ahorro superaba a la externa; los flujos de capital se vieron estimulados y la política monetaria estaba perdiendo efectividad. Resulta que partiendo de un nivel tan alto de tasa de cambio, la aceleración de la devaluación elevaba el índice real de la tasa de cambio a cifras excesivas, postergando más el muy ansiado despegue de las importaciones. La única forma de hacer compatibles los objetivos de aceleración del ritmo de devaluación sin elevar demasiado la tasa de cambio real era mediante la corrección del nivel inicial de la misma.

Una forma expedita de conseguir este efecto consiste en introducir el instrumento del certificado de cambio, que vincula su rendimiento (devaluación más descuento) con la tasa de interés doméstica ya reducida. El empleo del certificado de cambio permite entonces que, sin comprometer al sector productivo de la economía, se logre diferir la monetización de divisas y se pueda acelerar el ritmo de devaluación nominal. Quisiéramos reiterar que este último aspecto, al contribuir a la reducción en los diferenciales de tasas

de interés, permite recuperar la efectividad del control monetario.

La aplicación del certificado de cambio, primero a 90 días y ahora a un año, consigue, pues, sustentar la tasa de cambio. La Junta Directiva ha considerado que otorgar mayor libertad al mercado cambiario sería inconveniente, tanto para la industria exportadora como para la producción doméstica expuesta a la competencia de las importaciones. Gracias a este instrumento idóneo se consigue situar el nivel del ITCR en la trayectoria deseada, alrededor de 106, y, de otra parte, mantener cercanas las tasas de interés externas y domésticas, al tiempo que la tasa de cambio permanece respaldada por el Banco de la República. Sin el certificado de cambio no sería posible alcanzar ambos propósitos.

Dicho de otra manera, la reciente medida cambiaria de los certificados a 360 días permite acomodar una mayor devaluación de la tasa de cambio. En esta forma el certificado asegura una atractiva rentabilidad al tiempo que garantiza su efectividad como mecanismo de esterilización monetaria. El nivel de la tasa de cambio real, una vez corregido por el descuento del certificado de cambio está hoy en un valor de 106, nivel cercano al que se tenía cuando se hicieron las primeras disminuciones de aranceles y se introdujo el certificado por primera vez a partir de julio. Ello permite prever que, sin que se presente desde luego una reversión en el auge de las verdaderas exportaciones, la reducción definitiva de los aranceles finalmente si se traduzca en un aumento de la demanda por importaciones. Esta además de traer evidentes beneficios en cuanto a la eliminación del tradicional sesgo antiexportador, estimulará un adecuado grado de competencia. Todo ello en un marco en el que, repito, al disminuirse los diferenciales de rentabilidad, se recupera en gran medida la efectividad de la política monetaria.

## 5. Resumen

No quiero extenderme más en la explicación de las medidas recientes de política y de su rigurosa coherencia. Mis colegas de la Junta del Banco seguramente completarán y profundizarán en el análisis. Para concluir simplemente quisiera reiterar que el sector exportador ha tenido y sigue teniendo una prioridad definida. Las políticas así lo reflejan, si evaluamos con objetividad lo que ha sido la acción para sustentar la tasa de cambio y el mantenimiento del índice de la tasa real al nivel actual. El hecho de que la tasa pueda ahora fluctuar y no sea una cifra rígida determinada sólo por el Banco de la República, constituye un paso adelante en la dirección de dejar operar los mercados y no puede interpretarse seriamente como retroceso o inestabilidad de las políticas; esta crítica sólo tendría validez si, por ejemplo, se hubiera dejado de sustentar la tasa de cambio.

Volviendo al tema central de esta presentación, debo reiterar que el objetivo primordial de la política de la Junta es la estabilidad de precios y como mecanismo para lograrla el control monetario. Se incumpliría con la obligación constitucional de evitar la inflación, si se emitiera indefinidamente para monetizar el producto de unas reservas excesivas; ello obviamente no va a ocurrir. Para evitarlo hay que exigir unos esfuerzos y sacrificios sobre todos los sectores, inclusive el público, que ha debido reducir su déficit. Esta conducta es inevitable, así cause molestias y dé lugar a interpretaciones inexactas sobre la conducción de la economía. Esta última ha sido absolutamente coherente frente a los objetivos anti-inflacionarios, pues no se puede confundir el uso más o menos intenso de distintos instrumentos de política con alteraciones en su orientación básica. Del análisis se desprende, pues, que debe haber confianza en la posición de la política en favor del sector exportador y en las bondades de la estabilidad de precios.