

LA POLITICA CAMBIARIA Y EL AJUSTE ECONOMICO: NOTAS SOBRE LA EXPERIENCIA COLOMBIANA*

* Documento presentado como ponencia a la XLVI Reunión de Bancos Centrales Latinoamericanos y de España en Rio de Janeiro - Brasil del 4 al 7 de mayo de 1988.

I. Introducción

En los últimos quince años, las economías latinoamericanas han experimentado una serie de desajustes traumáticos, estrechamente ligados a desequilibrios en su sector externo; éstos se explican por una conjunción de cambios exógenos en las condiciones económicas del resto del mundo y de manejos errados en ciertas áreas de política económica interna. Lo anterior se reflejó, entre otras cosas, en un deterioro de los indicadores del comercio exterior, de los índices de endeudamiento y servicio de la deuda; en la necesidad de devaluaciones masivas del tipo de cambio y, con frecuencia, en desbordamientos inflacionarios y serios desajustes financieros internos.

Aunque Colombia no logró librarse del todo de experiencias similares, puede ser considerada como caso un tanto excepcional. Dentro de las condiciones particulares que han caracterizado su evolución, ha jugado un papel fundamental el manejo dado a la política cambiaria, tema del que nos ocuparemos en estas notas.

Tres factores de tipo institucional y operativo son importantes para entender el caso colombiano: 1) el

sistema cambiario del "Crawling Peg", 2) el control de las operaciones de cambio internacional y 3) la estrecha coordinación entre las políticas fiscal, monetaria, salarial y cambiaria dentro de los programas de ajuste. Todos estos elementos se han conjugado en un marco general de política que ha favorecido el gradualismo sobre los cambios bruscos, garantizando la continuidad del régimen cambiario por un período de más de dos décadas.

Antes de analizar el proceso de ajuste durante el período 1985-1987 y sus antecedentes, explicaremos muy brevemente los rasgos más destacados del régimen cambiario y los beneficios que le ha reportado al manejo de la política económica.

II. El régimen de minidevaluaciones con control de cambios

a) Antecedentes

Después de una larga e infructuosa experiencia con sistemas de tasa de cambio fija, en la que periódicamente se experimentaban erosiones en el poder

adquisitivo del peso y pérdidas de competitividad en los mercados externos, ataques especulativos y maxidevaluaciones, en 1967 el Gobierno Colombiano decidió adoptar, dentro de un marco de control de cambios, (reglamentado mediante el Decreto-Ley 444) un sistema más flexible y estable de minidevaluaciones graduales, o sistema de "Crawling Peg".

A partir de dicha norma se cambian radicalmente las características del manejo cambiario en Colombia, creándose temporalmente dos mercados de divisas: el de certificados de cambio y el de capitales. En el primero de ellos se canalizaba la mayoría de las transacciones de la balanza comercial y en el segundo los ingresos y egresos por servicios. Sin embargo, no se especificó claramente los rasgos particulares que tendría el sistema en cuanto al manejo del "Crawling Peg" (1). Ciertamente no se hacía referencia a ninguna regla específica de manejo de la tasa de cambio y, sin lugar a dudas, se contemplaba la posibilidad de que en períodos de abundancia de divisas se presentaran revaluaciones nominales.

De allí en adelante el sistema evolucionó hacia un manejo lo suficientemente flexible y gradual como para ajustarse a las condiciones cambiantes del sector externo. Así, sin perder de vista las señales del mercado, simultáneamente se ha garantizado una relativa estabilidad en el tipo de cambio, reduciendo la incertidumbre para los agentes económicos.

Adicionalmente, el manejo cambiario se pudo encausar dentro de criterios más técnicos, "despolitizando" su determinación, lo cual se ha constituido en una de sus principales ventajas.

b) Importancia del control sobre el tipo de cambio

El sistema adoptado de variación controlada de la tasa de cambio, se puede clasificar entre los casos extremos de un sistema de paridad fija y otro de tasa de cambio libre. Son varias las razones que justifican el escogimiento de un sistema de intervención estatal en materia cambiaria en el caso de una economía como la colombiana.

En primer lugar, la estructura de la producción nacional y del comercio exterior hacen que la economía sea especialmente vulnerable a los acontecimientos del sector externo, los cuales se caracterizan por su gran volatilidad, siendo la principal fuente exógena de desequilibrios en la economía.

Colombia es, y todavía seguirá siéndolo por algunos años, el típico caso de una economía en desarrollo con una estructura de balanza de pagos de carácter "dependiente". Como se puede observar en el Cuadro 1, en los últimos años, aproximadamente el 70% del valor de las exportaciones ha sido representado por productos primarios del sector agrícola (especialmente café) y minero (carbón, petróleo, oro y níquel). No obstante el esfuerzo por parte de los gobiernos recientes para diversificar las exportaciones, el café sigue constituyendo alrededor del 50% del ingreso total de la balanza comercial. Dada esta configuración exportadora, el flujo de divisas hacia el país puede ser altamente inestable.

En materia de otros ingresos corrientes, la cuenta de servicios depende, entre otros, del ingreso neto proveniente del comercio fronterizo, de las remesas de colombianos residentes en el exterior, de los gastos por concepto de turismo y de las transferencias. Tales entradas son altamente vulnerables al manejo cambiario y a la evolución del ingreso del resto del mundo.

Respecto a la composición de la demanda por divisas, se puede apreciar en el Cuadro 1, cómo las importaciones de materias primas y de bienes de capital explican, en promedio, durante los últimos diez años, el 52% y 36%, respectivamente, de los egresos de la balanza comercial.

Podría pensarse que en un régimen de cambio libre, las variaciones en los precios del café o en las tasas de cambio de los países vecinos, tendrían un efecto inmediato sobre la tasa de cambio nominal del peso, la cual operaría como mecanismo de ajuste del sector externo. Dada la magnitud y frecuencia de estas perturbaciones, dicha tasa sería altamente inestable e impredecible, constituyéndose en un elemento desestabilizador.

La pregunta que surge es si el ajuste cambiario determinado por las fuerzas del mercado es preferible a un sistema de ajuste con intervención, en

(1) En el texto mismo del Estatuto, la única referencia que se hace a cómo debería manejarse la cotización de la divisa en el mercado de certificados de cambio, aparece en el artículo 21, que dice: "Con el fin de regular el mercado de certificados de cambio, la Junta Monetaria podrá autorizar al Banco de la República para expedir y negociar certificados contra divisas que formen parte de las reservas internacionales o para intervenir como comprador en dicho mercado. En el ejercicio de esta función, la Junta tendrá en cuenta los presupuestos de ingresos y egresos de divisas y la necesidad de lograr y mantener un adecuado nivel de reservas internacionales".

CUADRO 1

Balanza de pagos

(Millones de dólares)

| | Exportaciones | Importaciones | Balanza comercial | Ingresos ctes. | Egresos ctes. | Cuenta cte. | Cuenta capital | Variación reservas netas |
|------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|---------------|-------------|----------------|--------------------------|
| 1974 | 1 494 | 1 510 | -16 | 1 981 | 2 332 | -351 | 283 | -83 |
| 1975 | 1 717 | 1 425 | 292 | 2 244 | 2 354 | -110 | 130 | 88 |
| 1976 | 2 243 | 1 666 | 577 | 2 915 | 2 706 | 209 | 195 | 633 |
| 1977 | 2 714 | 1 980 | 734 | 3 548 | 3 107 | 441 | -14 | 667 |
| 1978 | 3 206 | 2 564 | 642 | 4 180 | 3 858 | 322 | 143 | 660 |
| 1979 | 3 151 | 2 843 | 308 | 4 800 | 4 308 | 492 | 909 | 1 611 |
| 1980 | 4 296 | 4 283 | 13 | 6 406 | 6 302 | 104 | 832 | 1 236 |
| 1981 | 3 397 | 4 730 | -1 333 | 5 567 | 7 289 | -1 722 | 2 040 | 242 |
| 1982 | 3 282 | 5 358 | -2 076 | 5 464 | 8 349 | -2 855 | 2 231 | -702 |
| 1983 | 3 147 | 4 464 | -1 317 | 4 494 | 7 320 | -2 826 | 1 436 | -1 723 |
| 1984 | 3 623 | 4 027 | -404 | 5 026 | 7 114 | -2 088 | 944 | -1 261 |
| 1985 | 3 782 | 3 673 | 109 | 5 311 | 6 897 | -1 596 | 2 236 | 285 |
| 1986 | 5 438 | 3 422 | 1 922 | 7 479 | 7 016 | 463 | 1 078 | 1 465 |
| 1987 | 5 298 | 3 881 | 1 417 | 7 745 | 7 844 | -99 | -177 | -28 |

Fuente: Banco de la República

Exportaciones totales, de café, productos básicos y menores

(Millones de dólares)

| | Total FOB | Café | % Particip. | Productos básicos | % Particip. | Exporta. Menores | % Var. |
|-------------|-----------|---------|-------------|-------------------|-------------|------------------|--------|
| 1974 | 1 416.9 | 624.8 | 44.1 | 889.3 | 62.7 | 669.0 | 18.2 |
| 1975 | 1 465.2 | 674.5 | 46.0 | 1 037.3 | 70.8 | 813.0 | 21.5 |
| 1976 | 1 745.1 | 977.3 | 56.0 | 1 263.2 | 72.4 | 639.0 | 3.2 |
| 1977 | 2 443.2 | 1 525.7 | 62.5 | 1 842.2 | 75.4 | 988.0 | 17.7 |
| 1978 | 3 002.7 | 1 993.9 | 66.4 | 2 311.2 | 76.9 | 1 090.0 | 10.3 |
| 1979 | 3 300.4 | 2 024.2 | 61.3 | 2 394.7 | 72.5 | 1 224.0 | 12.3 |
| 1980 | 3 945.0 | 2 375.4 | 60.2 | 2 978.9 | 75.5 | 1 443.8 | 17.9 |
| 1981 | 2 956.4 | 1 458.6 | 49.3 | 1 943.6 | 65.7 | 1 458.5 | 1.0 |
| 1982 | 3 095.0 | 1 576.6 | 50.9 | 2 005.1 | 64.8 | 1 281.7 | -12.1 |
| 1983 | 3 080.9 | 1 536.5 | 49.9 | 1 957.1 | 63.5 | 1 077.2 | -15.9 |
| 1984 | 3 483.1 | 1 798.9 | 51.7 | 2 301.3 | 66.0 | 1 122.9 | 4.2 |
| 1985 | 3 551.9 | 1 784.1 | 50.2 | 2 346.0 | 66.0 | 1 173.9 | 4.5 |
| 1986 | 5 107.9 | 3 046.0 | 59.6 | 3 914.9 | 76.6 | 1 409.8 | 20.1 |
| 1987* | 3 665.0 | 1 713.5 | 46.7 | nd | nd | 1 678.1 | 19.0 |

Fuente: DANE y Banco de la República (*)

| Importaciones | | | | |
|-----------------------|--------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| (Millones de dólares) | | | | |
| | Total CIF | Bienes Consumo % | Materias Primas % | Bienes Capital % |
| 1974 | 1 597.2 | 11.9 | 58.6 | 29.5 |
| 1975 | 1 494.8 | 11.3 | 52.2 | 36.5 |
| 1976 | 1 708.1 | 12.0 | 49.3 | 38.7 |
| 1977 | 2 028.3 | 14.2 | 53.1 | 32.7 |
| 1978 | 3 836.3 | 17.7 | 50.6 | 31.7 |
| 1979 | 3 232.2 | 14.0 | 52.7 | 33.3 |
| 1980 | 4 662.6 | 13.3 | 52.7 | 34.0 |
| 1981 | 5 199.2 | 12.8 | 52.0 | 35.2 |
| 1982 | 5 477.7 | 12.6 | 50.6 | 36.8 |
| 1983 | 4 968.1 | 10.8 | 51.2 | 38.0 |
| 1984 | 4 492.4 | 9.6 | 55.4 | 35.0 |
| 1985 | 4 130.7 | 8.1 | 58.9 | 33.0 |
| 1986 | 3 852.1 | 9.9 | 53.2 | 36.9 |
| 1987 | 5 464.4 | 12.7 | 49.8 | 37.5 |

Fuente: DANE y Banco de la República.

donde el peso de la estabilización se reparte entre diversas políticas, sin recaer exclusivamente en la tasa de cambio. Las dos alternativas tienen sus costos y sus beneficios. Quizá el principal riesgo de un manejo intervenido de la tasa de cambio sea el de inducir una mala asignación de recursos. De otra parte, la inestabilidad derivada de un sistema de tasa de cambio libre puede afectar negativamente las expectativas de inversión en el sector exportador y en sectores con alto componente importado. Por ello, la estabilidad en la tasa de cambio nominal o de sus variaciones y un nivel adecuado de los precios relativos entre los bienes comercializables y no comercializables son elementos decisivos para garantizar un crecimiento sostenido de las exportaciones y una sustitución eficiente de las importaciones.

Así, las autoridades cambiarias, de acuerdo con estos criterios, han optado por garantizar un nivel de la tasa de cambio que proporcione un equilibrio de más largo plazo, a costa de pequeños desequilibrios coyunturales. Por ejemplo, en épocas de alza en los precios del café, como ocurrió en 1986, se procuró mantener una tasa de cambio nominal por encima de aquella que equilibraría la cuenta corriente en un régimen de tipo de cambio libre. El carácter temporal del aumento en las divisas por concepto de exportaciones cafeteras no justificaba

una revaluación nominal de la tasa de cambio que sacrificara la estabilidad de los precios relativos para las demás exportaciones.

c) El papel del Control de Cambios

La política cambiaria no hubiera podido adquirir todo su alcance como política macroeconómica de largo plazo a no ser por el uso continuado de un completo instrumental de control de operaciones en moneda extranjera. Entre otras cosas, estos controles han permitido limitar los flujos especulativos de capital en períodos en que la tasa de cambio ha estado por fuera de equilibrio, y los agentes han tenido expectativas devaluacionistas (o revaluacionistas). De esta manera, se han logrado evitar las crisis cambiarias y los desajustes financieros internos, como aquellos vividos por otros países de la región donde por períodos cortos, existió completa libertad de cambios junto con desajustes en otros parámetros básicos de la economía, particularmente los fiscales.

Por otra parte, el uso del control de cambios impidió que el endeudamiento privado externo aumentara excesivamente en períodos en que esta operación parecía ser muy rentable a nivel microeconómico en razón al atraso cambiario, pero claramente inconveniente a nivel macroeconómico. Gracias a ello, en

lo que respecta a la cuenta de capitales y a los indicadores de endeudamiento externo (véase Cuadro 2), Colombia ha venido presentando una situación bastante aceptable, si se le compara con la de la mayoría de los países latinoamericanos. Hasta 1986, la relación entre la deuda externa total y el PIB nunca superó el 42%.

CUADRO 2
Deuda externa pública y privada
(Millones de dólares)

| | Saldo vigente | | | Servicio deuda pública | |
|------------|---------------|---------|--------|------------------------|-----------|
| | Pública | Privada | Total | Total | Intereses |
| 1974 | 2 220 | 1 038 | 3 258 | 297 | 99 |
| 1975 | 2 470 | 1 102 | 3 572 | 242 | 117 |
| 1976 | 2 562 | 1 184 | 3 746 | 258 | 108 |
| 1977 | 2 779 | 1 053 | 3 832 | 324 | 142 |
| 1978 | 2 896 | 1 164 | 4 060 | 402 | 172 |
| 1979 | 3 456 | 1 847 | 5 303 | 649 | 231 |
| 1980 | 4 179 | 2 278 | 6 457 | 542 | 284 |
| 1981 | 5 644 | 2 874 | 8 518 | 668 | 402 |
| 1982 | 6 819 | 3 450 | 10 269 | 936 | 600 |
| 1983 | 7 862 | 3 596 | 11 458 | 980 | 565 |
| 1984 | 8 829 | 3 521 | 12 350 | 1 182 | 620 |
| 1985 | 10 648 | 3 415 | 14 063 | 1 449 | 795 |
| 1986 | 11 982 | 3 005 | 14 987 | 1 843 | 907 |
| 1987 | 12 518 | 3 112 | 15 651 | 2 411 | 1 156 |

Fuente: Banco de la República.

d) *El manejo de las minidevaluaciones como instrumento de ajuste*

De las características del régimen cambiario colombiano ya descritas, se desprende que la tasa de cambio no se ha utilizado, salvo en los años de la bonanza cafetera de la década pasada, para lograr objetivos sectoriales o de corto plazo. Sin embargo, ante desajustes del sector externo, esta variable ha jugado un papel muy importante en la corrección de los desequilibrios coyunturales, sin que las políticas de estabilización hayan hecho recaer todo el peso sobre ella.

El éxito de la política cambiaria en ajustar la brecha externa depende del manejo de la política económica en otros frentes, particularmente el fiscal y monetario. Ellas pueden llegar a contrarrestar los efectos precio e ingreso positivos que ejerce la tasa

de cambio sobre la balanza de pagos, si las metas trazadas en materia de expansión monetaria o de déficit fiscal no son consistentes con los objetivos cambiarios. Igualmente, un manejo coherente de dichos instrumentos puede contribuir a que la política cambiaria sea más efectiva. Los balances corrientes y financieros de todos los sectores están entrelazados; si no se tiene en cuenta esto en el diseño previo de la política, con seguridad estará destinada al fracaso.

Dada la influencia del tipo de cambio nominal sobre diversas variables macroeconómicas, se podría utilizar como instrumento para lograr objetivos en muchos frentes. Sin embargo, para que haya un manejo de política coherente, debe acogerse el criterio de utilizar cada instrumento para lograr un solo objetivo. Así, la definición clara del papel que debe jugar la política cambiaria en el proceso de estabilización constituye un aspecto central del análisis y diseño de la política económica global. En este sentido, conviene recalcar que no debe perderse de vista que la tasa de cambio es uno de los precios relativos más importantes en la economía.

Lo anterior no quiere decir que la política cambiaria debe ser inflexible. De hecho, como ha sucedido en el caso colombiano, la flexibilidad en el manejo cambiario ha sido muy importante para ajustarse a cambios estructurales en la economía causados por "shocks" de origen externo o interno, sin abandonar los objetivos de largo plazo.

e) *El manejo del "Crawling Peg"*

En Colombia, el sistema de manejo de la tasa de cambio se acerca más a un tipo de "Crawling Peg" pasivo que activo. Las autoridades incorporan nueva información de la economía para hacer (ex-post) ajustes que permitan lograr los objetivos deseados. A lo largo de los veintidós años de vida de este sistema, no se ha seguido una regla única, estricta o predeterminada de manejo cambiario. La variación de la tasa de cambio ha dependido de criterios pragmáticos, tales como el alcanzar o mantener una tasa de cambio real competitiva, a fin de garantizar un nivel adecuado de reservas internacionales, o producir ajustes en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Cuando el manejo cambiario se ha apartado de estos objetivos y se ha utilizado la tasa de cambio como instrumento de política monetaria para ayudar a mantener la inflación dentro de límites razonables, se ha incurrido en considerables costos en el mediano y largo plazo.

Ex-post se pueden identificar claramente distintas etapas en el manejo cambiario, cuyas características están estrechamente ligadas a la evolución de la balanza de pagos. El ciclo del desarrollo del sector externo colombiano en los últimos doce años se podría dividir en tres etapas, a saber: una de auge o bonanza durante el período 1975-1979, una segunda

de dificultades cambiarias en 1980-1983 y finalmente, una fase de ajuste con crecimiento durante 1984-1987 (véase Cuadro 3). Sin pecar por excesiva simplificación, se puede establecer una correspondencia entre estas etapas y tres períodos de manejo cambiario diferente. En el último de ellos concentraremos nuestro análisis.

CUADRO 3
Etapas de manejo cambiario en Colombia
1976 — 1987

| Etapa | Período | Devaluación nominal | Situación cuenta corriente | Reservas | Situación externa | Situación fiscal | Control monetario | Control de cambios |
|-------|---------|---------------------------------------|----------------------------|--------------------------|---|---------------------|-------------------|---|
| 1 | 1976-79 | Desaceleración Revaluación real | Superávit | Acumulación grande | "Shock", bonanza cafetera | Superávit pequeño | Contractivo | Control de ingresos y endeudamiento y liberación de pagos |
| 2 | 1980-83 | Aceleración pero con revaluación real | Déficit creciente | Desacumulación creciente | "Shock": recesión mundial, cierre crédito externo, devaluaciones Venezuela, Ecuador | Déficit explosivo | Expansivo | — |
| 3 | 1984-87 | Aceleración Devaluación real | Déficit decreciente | Acumulación pequeña | Favorable "Shock": bonanza cafetera 1986, caída precio materia prima importada | Déficit decreciente | Contractivo | Control de egresos seguido de liberación gradual |

III. La política cambiaria en el período de ajuste 1984-1987

a) Antecedentes

Durante los primeros años del "crawl", el manejo cambiario se guió por la norma de seguir la inflación interna, deduciendo la inflación externa (básicamente la de los Estados Unidos), a fin de mantener un poder adquisitivo del peso constante y garantizar un adecuado crecimiento de las exportaciones menores con resultados relativamente exitosos.

Sin embargo, a partir de 1975 y hasta 1980, la elevación del precio externo del café y la rápida expansión de los medios de pago con la subsiguiente aceleración de la inflación, llevaron a las autoridades a desacelerar el ritmo de las minidevaluaciones (véase Cuadro 4 y Gráfico 1), lo cual condujo a una rápida revaluación real del peso que desincentivó las exportaciones no tradicionales (véase Cuadro 1 y Gráficos 2 y 3). Al caer el precio del café a comienzos de la década de 1980, la economía se encontró en una posición muy vulnerable en su frente externo.

Durante los tres años siguientes (1980-1983), no obstante que se volvió a acelerar el ritmo de devaluación nominal de la tasa de cambio del peso frente al

CUADRO 4

Inflación, devaluación e índice de la tasa de cambio real del peso

(Porcentajes)

| | Inflación (IPC) | Devaluación nominal | Devaluación real | ITCR (D.86=100) |
|------------|--------------------|------------------------|---------------------|--------------------|
| 1974 | 24.5 | 15.4 | — | — |
| 1975 | 22.6 | 15.1 | — | 87.54 |
| 1976 | 20.3 | 10.1 | -8.0 | 83.51 |
| 1977 | 33.1 | 4.5 | -6.0 | 75.06 |
| 1978 | 17.8 | 8.0 | -0.3 | 74.85 |
| 1979 | 24.6 | 7.3 | -5.8 | 71.53 |
| 1980 | 26.5 | 15.7 | 3.5 | 73.10 |
| 1981 | 27.5 | 16.0 | -3.3 | 71.42 |
| 1982 | 24.5 | 19.0 | -7.2 | 66.21 |
| 1983 | 19.7 | 26.2 | 2.7 | 64.41 |
| 1984 | 16.0 | 28.2 | 6.8 | 69.91 |
| 1985 | 24.0 | 51.1 | 28.5 | 80.01 |
| 1986 | 18.9 | 27.1 | 8.2 | 94.95 |
| 1987 | 24.0 | 20.4 | -0.8 | 97.10 |

Fuente: Banco de la República

dólar de los Estados Unidos, ello no fue suficiente para lograr una devaluación real y mucho menos para corregir los desequilibrios que venían acumulándose desde la bonanza cafetera.

Adicionalmente, el manejo cambiario comenzó a dificultarse aún más en la medida en que el dólar de los Estados Unidos comenzaba a experimentar una acentuada revaluación frente a otras monedas fuertes. Así mismo, la profundización de la crisis de la región llevó a que otros países latinoamericanos devaluaran drásticamente sus monedas. Estos desarrollos mostraron claramente la importancia de examinar la competitividad relativa del peso frente a una canasta de monedas.

El rezago cambiario acumulado durante esta segunda fase se vio agudizado por el creciente desajuste interno en los frentes monetario y fiscal, y por la profundización de la "crisis de la deuda externa"; iniciándose un período de dificultades que se extendería hasta 1984, cuando se adquirió plena conciencia de la gravedad de la situación externa. Para ilustrar los desajustes de este período cabe señalar que en 1983, la caída de las reservas internacionales fue del orden de US\$ 1.700 millones, superior al déficit comercial.

Adicionalmente, el control de cambios jugó un papel crucial en mantener el flujo de crédito externo de corto plazo para financiar importaciones esenciales. Esto se logró impidiendo la aceleración de los pagos por concepto de créditos comerciales incentivada por las expectativas devaluacionistas.

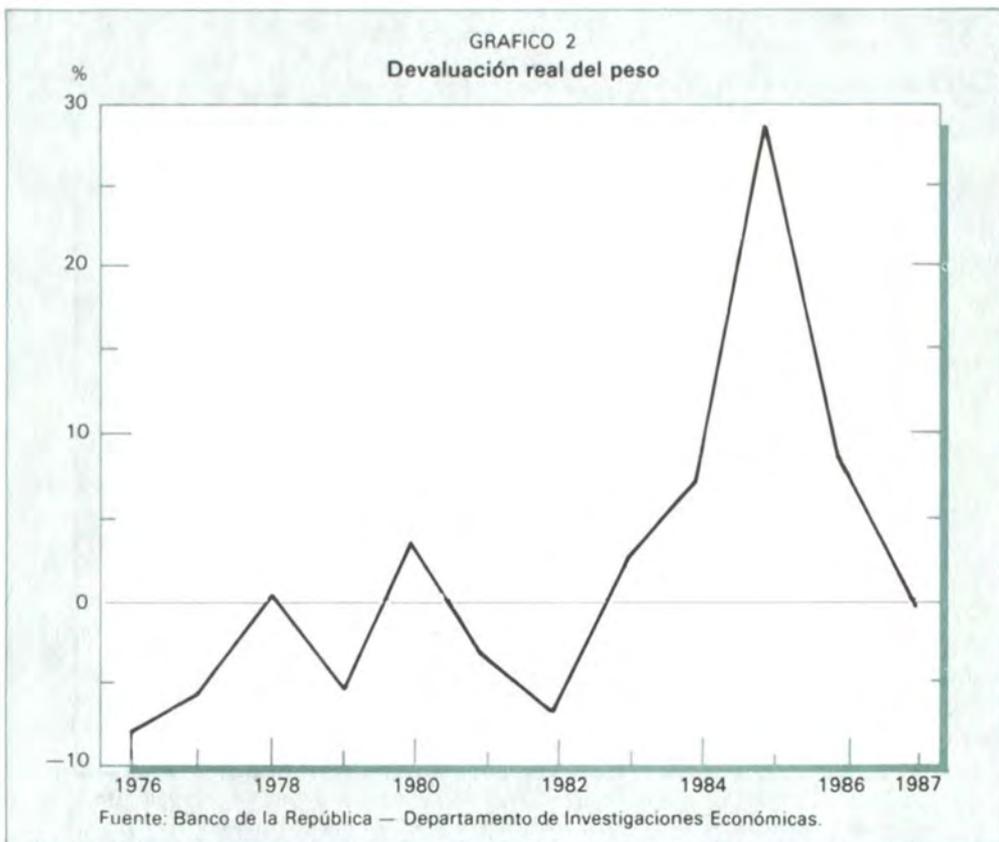
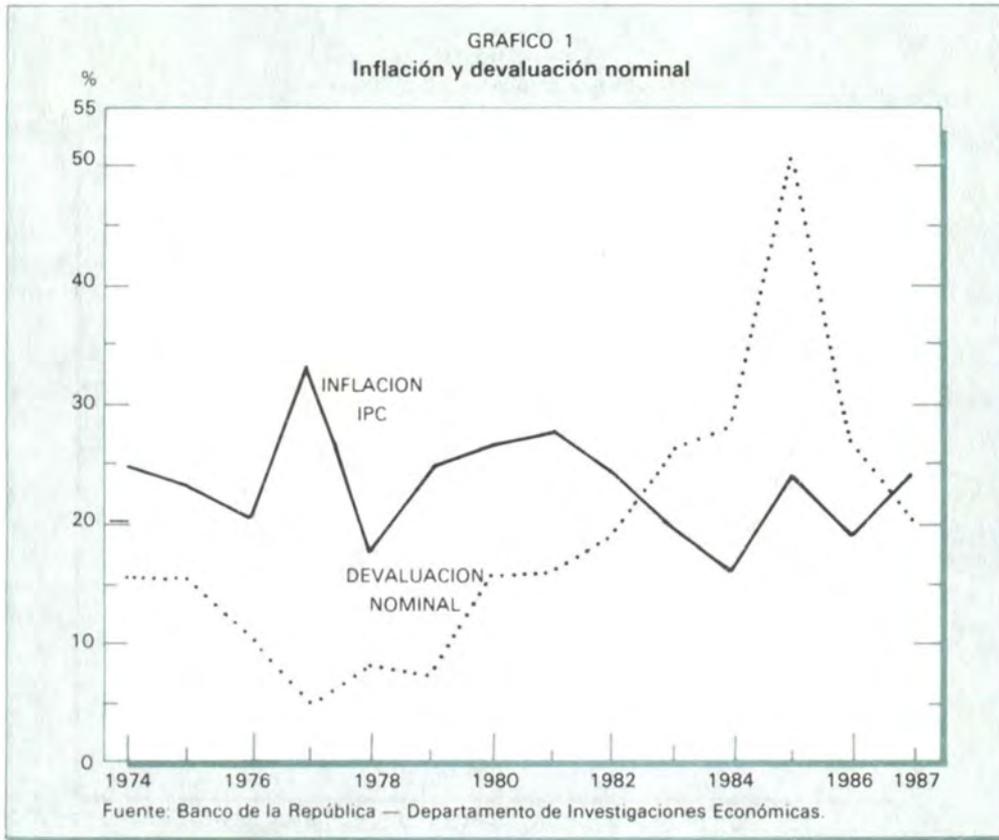
Desde finales de 1984 se tomó la decisión de generar un ajuste rápido en la tasa de cambio real, devaluando aceleradamente la tasa nominal, dándole prioridad al objetivo de corregir el déficit corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, la posibilidad de recuperar el nivel real de la tasa de cambio mediante una devaluación abrupta y masiva fue descartada por el gobierno.

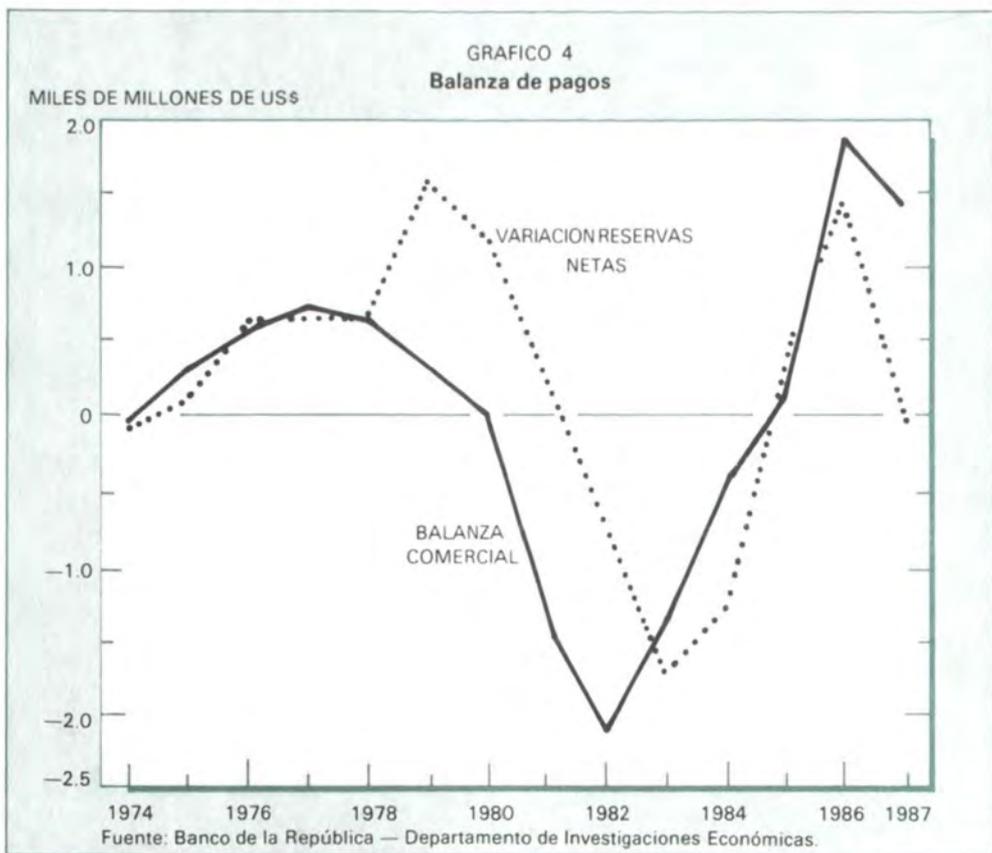
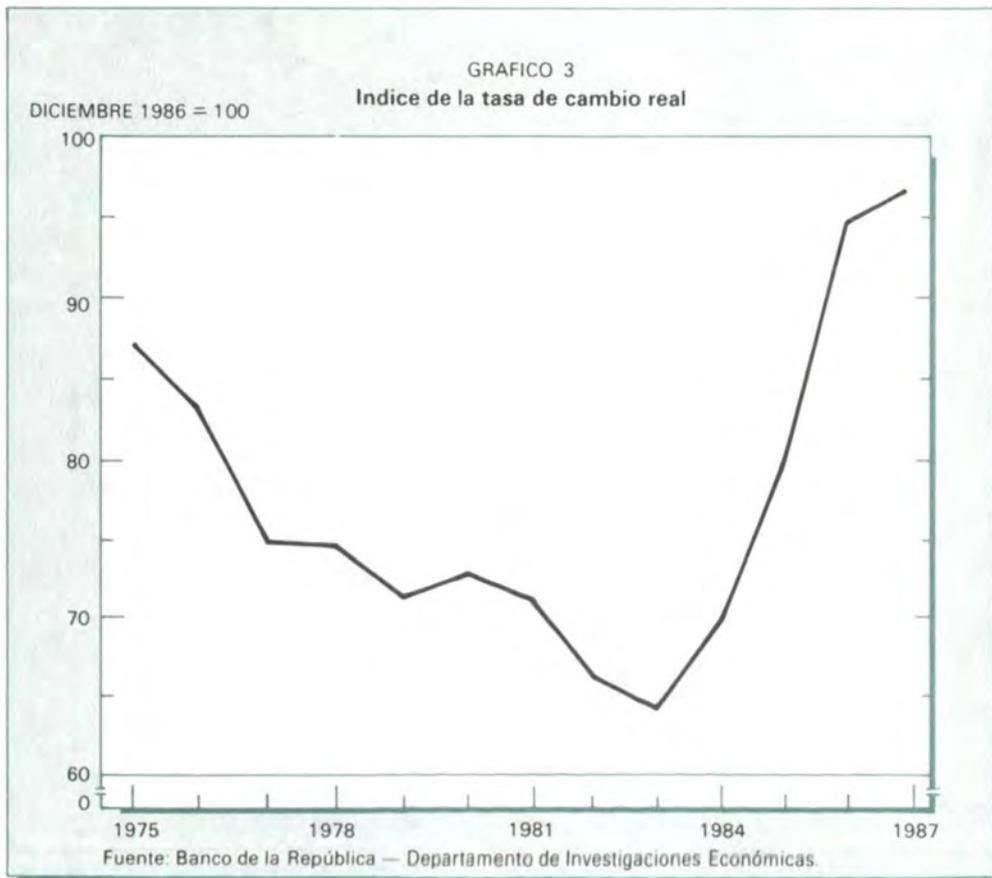
Simultáneamente, surgió la necesidad de construir un índice de la tasa de cambio real que tuviera en cuenta el efecto del movimiento de otras monedas diferentes al dólar, para que dicho indicador sirviera de patrón de referencia para graduar el ritmo de devaluación del peso. De esta manera, a partir de 1984 el Banco de la República ha venido publicando una tasa de cambio real ponderada, con base en una canasta de monedas cuyo peso relativo está determinado por la participación de cada país dentro del total del comercio exterior sin café de Colombia en un año base. Inicialmente, 1975 fue el año base seleccionado.

Veamos ahora cómo las autoridades, guiadas por el comportamiento del índice mencionado, han logrado recuperar y mantener el nivel de equilibrio de la tasa de cambio real, dentro de una programación macroeconómica.

*b) Políticas y resultados del programa de ajuste
1984-1986*

Es así como en 1984, 1985 y 1986 se devaluó el valor nominal del peso frente al dólar americano en un 29%, 51% y 27%, respectivamente (véanse Cuadro 4 y Gráfico 1). Con una tasa de inflación interna del 16% se logra en 1985 una devaluación en términos reales del 30%, tasa sin precedentes en la historia del "Crawling Peg" colombiano (véanse Gráficos 2 y 3). En ese año se consideró que se había alcanzado un nivel de equilibrio en la tasa de cambio real. A partir de allí, el reto permanente de las autoridades cambiarias ha sido mantener dicha tasa relativamente estable en un contexto de marcada volatilidad de las tasas de cambio de las monedas de los países industrializados.

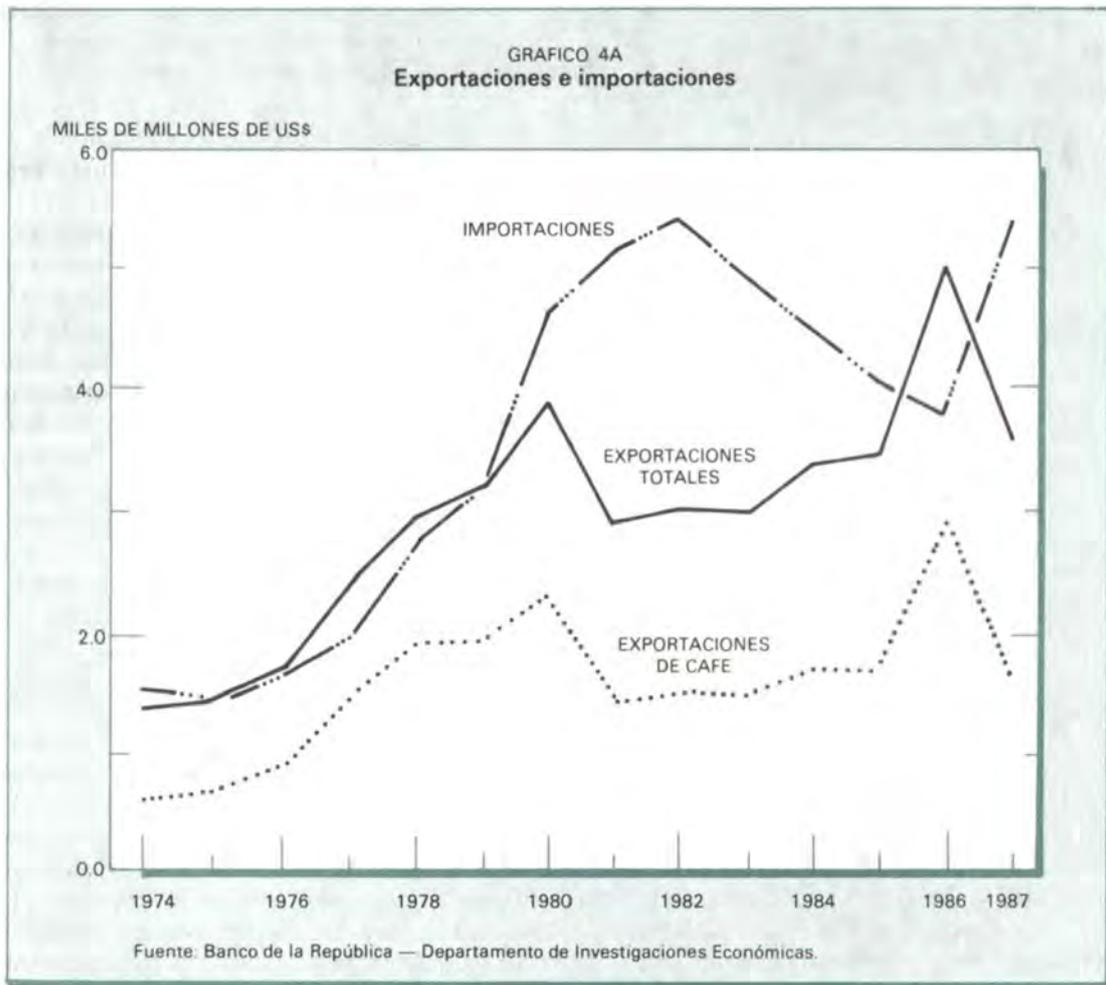




Para que la devaluación nominal se tradujera en ganancias en términos reales, sin que se produjeran salidas de capital especulativo, se requirió del diseño de una estrategia coherente dentro de la cual jugaron un papel decisivo, entre otras, las políticas salarial, fiscal y de control de cambios.

Respecto a la primera, el Estado lideró la moderación de los aumentos salariales anuales, ejemplo que fue seguido por otros sectores en sus convenciones colectivas. En cuanto al control sobre el creciente déficit fiscal, se tomaron numerosas medidas para incrementar el recaudo de impuestos, particularmente mediante una sobretasa a las importaciones,

y se siguió una política de austeridad en el gasto. Así mismo, se adoptaron medidas tendientes a atenuar el impacto inflacionario de la devaluación a través de una reducción gradual de los aranceles, a incrementar el número de posiciones arancelarias en el régimen de libre importación y, en general, a la adopción de una política más flexible en el manejo de las importaciones. Todas estas medidas contribuyeron a disminuir la demanda interna y la presión sobre los precios de los bienes no comercializables. Es necesario mencionar también la contribución de factores exógenos como la caída en el precio externo de las materias primas y otros bienes importados.



El balance de las anteriores medidas en materia de corregir el déficit externo es sumamente favorable. Como se observa en el Cuadro 1, la balanza comercial en 1986 y 1987 arrojó superávit comerciales sin precedentes. A este resultado contribuyeron en forma significativa factores exógenos como el incremento de los precios del café en 1986 y el inicio de las

exportaciones de carbón y de petróleo. No obstante, las exportaciones no tradicionales registraron, por primera vez en muchos años, incrementos en su valor, en términos de dólares, del 5% y del 20% en los años de 1985 y 1986, respectivamente, colaborando tanto al fortalecimiento del sector externo como a la generación de empleo.

Por su parte, las importaciones que habían disminuido durante todo el periodo 1982-1985, afectando negativamente el crecimiento económico, comienzan a recuperarse a partir de 1986. Así mismo, la tasa de crecimiento del PIB se incrementa en dos puntos entre 1985 y 1986, alcanzando para este último año una tasa de crecimiento real superior al 5%, a la vez que las tasas de desempleo registraron reducciones significativas (véase Cuadro 5). Esto indicaría que el control de cambios y la política comercial fueron eficientes en asignar las divisas para los sectores productivos prioritarios y en restaurar la confianza en el manejo macroeconómico.

CUADRO 5
Otros indicadores economía colombiana
(Porcentajes)

| Años | PIB real en pesos % | Tasa de desempleo 4 ciudades (1) | Tasa de interés efectiva CDT-90 días | Variación medios de pago M ₁ |
|------------|---------------------|----------------------------------|--------------------------------------|---|
| 1984 | 3.4 | — | 34.40 | 23.4 |
| 1985 | 3.1 | 13.0 | 35.90 | 28.2 |
| 1986 | 5.1 | 12.5 | 32.70 | 22.8 |
| 1987 | 5.6* | 10.1* | 33.90 | 32.9 |

* Cifras provisionales
(1) Fin de periodo
Fuente: Banco de la República

c) La política cambiaria durante 1987

En 1987, con una devaluación nominal del 27%, nuevamente se logró cumplir con el objetivo de mantener la tasa de cambio real constante, en su nivel de equilibrio como se observa en el Gráfico 3. Esta continuidad en la política cambiaria permitió que el rubro de exportaciones no tradicionales amortiguara en forma significativa tanto la caída de los ingresos corrientes por concepto de ventas externas de café originada en la drástica reducción del precio del grano, como el déficit registrado en la cuenta de servicios (véase Cuadro 1). En efecto, las exportaciones no tradicionales crecieron al 19% en dólares durante el año. De esta manera, a pesar de que los reintegros por concepto de exportaciones de café se redujeron en un 45%, frente al año anterior, el valor de las exportaciones totales tan solo cayó en

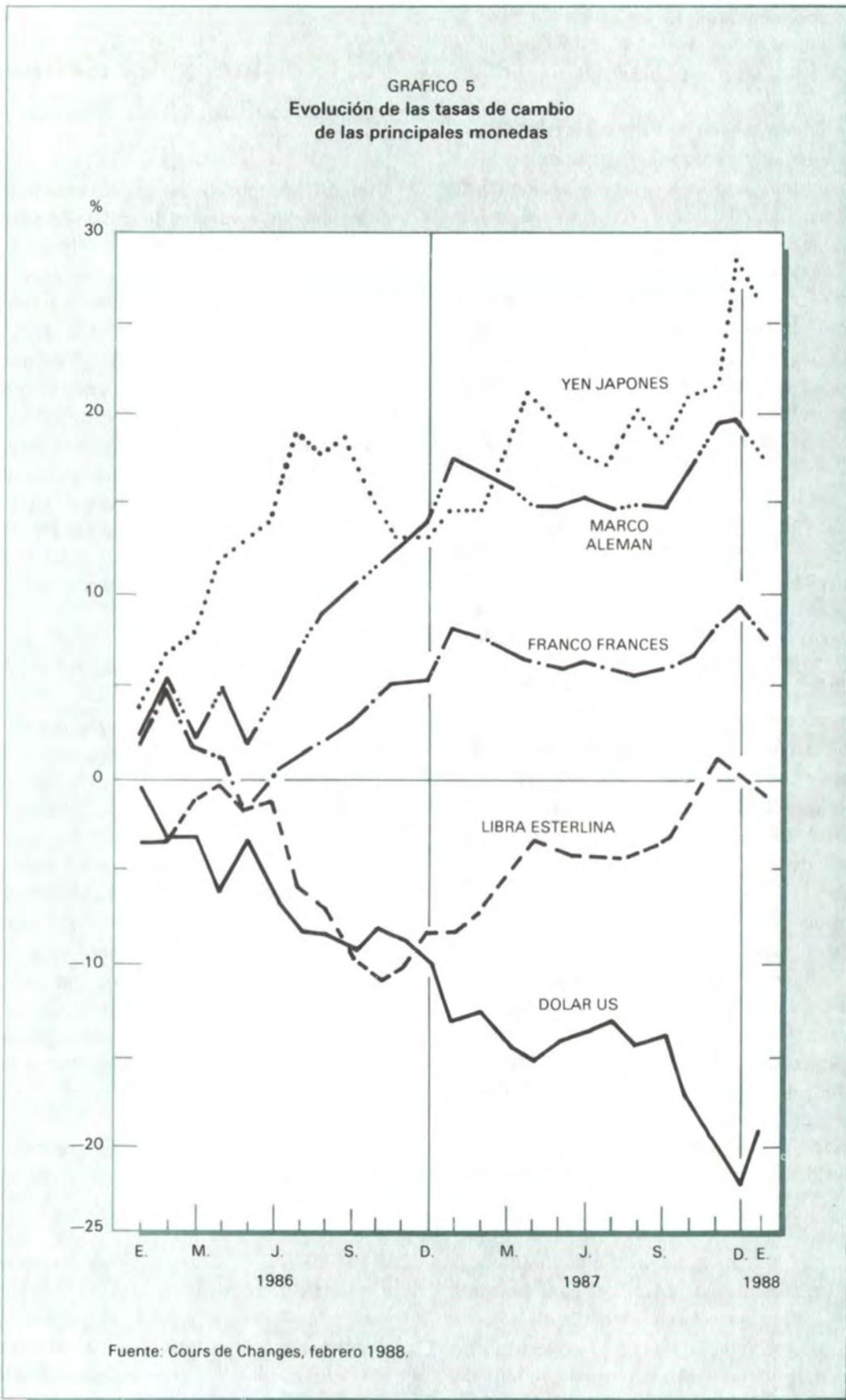
un 3%. Así, el hecho más notorio en lo que concierne a los ingresos corrientes de la balanza de pagos fue el dinamismo y la creciente diversificación de las exportaciones no tradicionales, ante todo las de origen manufacturero.

El buen comportamiento de los ingresos por exportaciones permitió lograr un saldo neto positivo en la cuenta comercial de la balanza de pagos, a pesar de las mayores importaciones (véase Cuadro 1). Este excedente permitió atender parcialmente el resultado negativo de la cuenta de servicios, que se explica principalmente por los crecientes pagos de intereses sobre la deuda externa (véase Cuadro 2). A pesar del incremento de esta última, el servicio de intereses como proporción de las exportaciones muestra una tendencia a la baja, cayendo de 23.4% en 1984 a 18.5% en 1987.

En los frentes fiscal y monetario también se continuaron los esfuerzos de consolidación del proceso de saneamiento y de generación de ahorro interno, compatibles con la meta de disminuir la brecha externa. Sin embargo, vale la pena anotar que, por un lado, la generación de ahorro público no fue suficiente, debido en gran parte al elevado déficit de algunas entidades públicas descentralizadas. Ello obligó al Gobierno Nacional Central a compensar dichos desajustes y a "reciclar" recursos de las entidades superavitarias hacia las deficitarias al interior del sector público. Por otro, durante 1987 se sobrepasaron ligeramente las metas monetarias, como reflejo, en parte, de los desajustes fiscales mencionados y al mayor valor, en pesos, de las reservas internacionales por el ajuste de la tasa de cambio (a pesar de que éstas disminuyeron en términos de dólares).

La continua volatilidad de las tasas de cambio del dólar de los Estados Unidos, particularmente frente al marco alemán y al yen japonés, así como las marcadas devaluaciones de las monedas de los países fronterizos en los últimos años han dificultado para Colombia el manejo cambiario. En efecto, la imposibilidad para establecer unas tendencias de más largo plazo entre las diferentes paridades introduce un mayor grado de incertidumbre sobre la evolución probable de la tasa de cambio real, reduciendo la capacidad de manejo discrecional de las autoridades. Ello, en la práctica, se traduce también en una mayor volatilidad de este indicador, con efectos exógenos difíciles de compensar en el corto plazo.

Por ello, entre otras razones, países como Colombia favorecen un mayor grado de coordinación entre las



políticas macroeconómicas de los países industrializados que tienda a volver menos impredecible la evolución de las tasas de cambio cruzadas.

Además de los cambios en las paridades relativas ya anotadas, en la medida en que la participación de los distintos mercados cambia a lo largo del tiempo, se hace necesaria una continua revisión de las ponderaciones de los países que comercian con Colombia y una actualización de la base de cómputo del Índice de la Tasa de Cambio Real (ITCR). Si bien éste es un factor que se da con cualquier índice y obedece a razones de orden completamente distintas a las mencionadas en el párrafo anterior, dada la importancia de este indicador, el Banco de la República ha ajustado recientemente la metodología para su cálculo.

Los marcados cambios observados en la estructura del comercio exterior colombiano, originados tanto en los elementos internos como externos, experimentados durante esta década, llevaron a la necesidad de una revisión de los factores que entran en el cálculo del ITCR.

Como resultado de esta revisión, se decidió reemplazar las Antillas Holandesas por Argentina, dada la pérdida de participación de las primeras en el comercio bilateral y la creciente importancia de las transacciones con la segunda, especialmente en los últimos dos años.

Mereció especial atención Venezuela, país que recientemente efectuó modificaciones en su régimen cambiario, estableciendo como tasa de cambio más representativa la de Bs. 14.50 por dólar, aplicable a la mayor parte de su comercio registrado. Igualmente, dada la importancia del comercio fronterizo colombo-venezolano, el cual se lleva a cabo a la tasa de cambio libre, se hizo necesario incluir dicho mercado dentro del comercio exterior colombiano y, por lo tanto, recoger estas dos variables en el cálculo del ITCR.

Por otra parte, este mismo país oficializó un nuevo Índice de Precios al por Mayor, el cual presenta diferencias importantes con respecto a la serie anterior y que fue dado a conocer a finales de 1987. Dicho índice se incluye en los nuevos cálculos del ITCR.

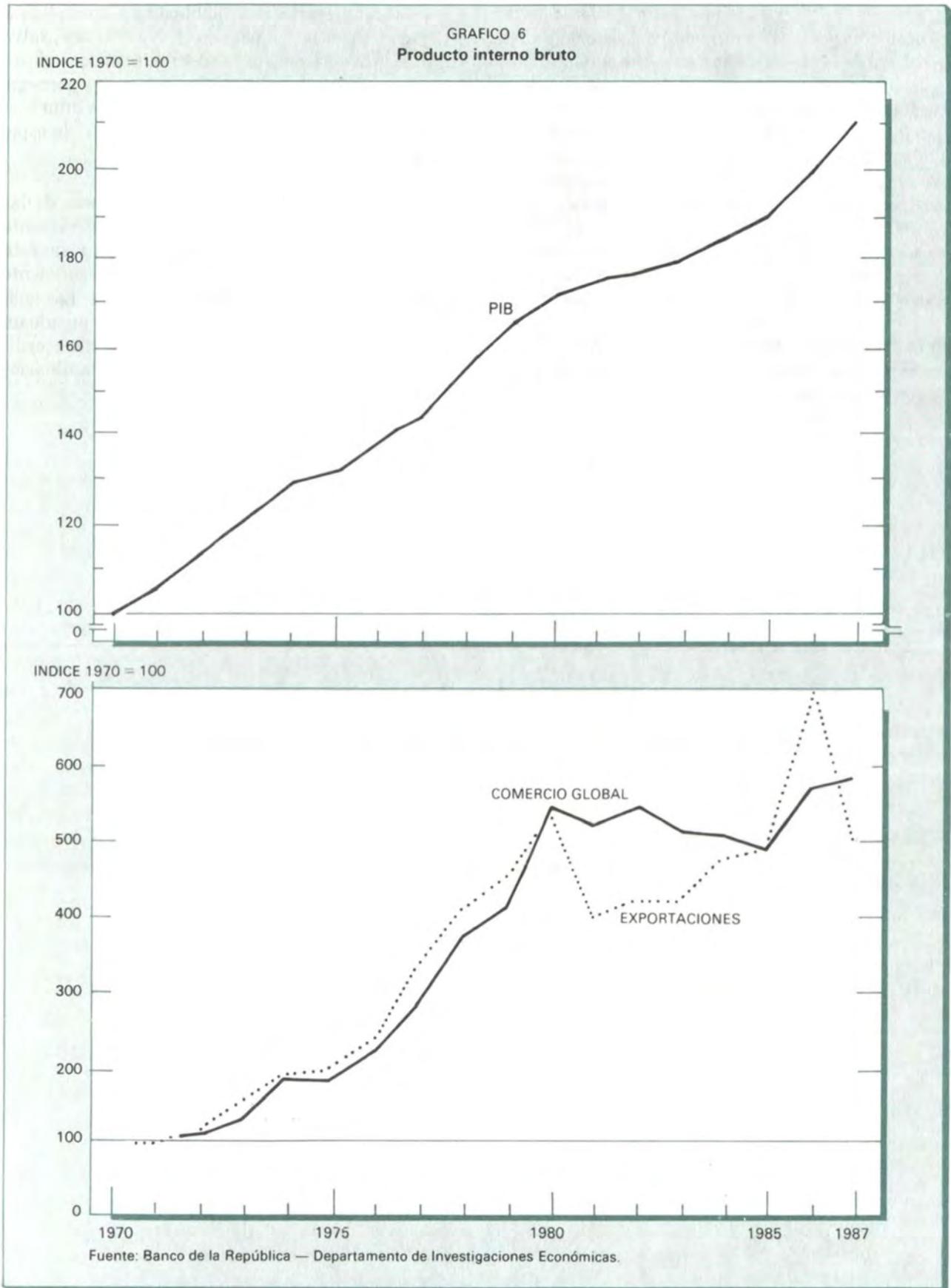
IV. Consideraciones finales

A modo de conclusión, es importante hacer algunas reflexiones que surgen de consideraciones de más largo plazo. La primera de ellas, tiene que ver con la relación entre el crecimiento, el volumen del comercio y la tasa de cambio. Como se observa en el Gráfico 6, durante los últimos años la tendencia de las exportaciones y del volumen del comercio global han guardado una estrecha correlación con el comportamiento del producto interno bruto. Si bien el manejo de la tasa de cambio real no es el único factor, sin duda ha sido esencial para explicar esta asociación. Así, aquellos periodos de continua sobrevaluación de dicha tasa van seguidos de una marcada desaceleración de las exportaciones y de un estancamiento en la tasa de crecimiento de la economía.

La segunda consideración se refiere a la gran importancia que tiene el aumento de la eficiencia tecnológica y la modernización del sector exportador, para garantizar un crecimiento sostenido de las exportaciones y generar un proceso de diversificación dinámica. Mientras no se produzcan cambios en los procesos productivos que mejoren la calidad de los productos y abaraten los costos, la tasa de cambio por sí sola no puede garantizar un desarrollo exportador de largo plazo. Es decir, un adecuado nivel de la tasa de cambio real es una condición necesaria, pero no suficiente, para el auge y la diversificación del sector externo. Como lo demuestra la importancia del sector primario dentro de las exportaciones, en Colombia todavía hay mucho para avanzar en este sentido.

Para concluir estas notas quisiera resaltar los siguientes puntos que pueden servir de lección de la experiencia colombiana:

a) El sistema del "Crawling Peg" ha demostrado ser una herramienta de política eficiente y flexible para lograr ajustes ante "shocks" inesperados del sector externo, en forma gradual, sin sacrificar los objetivos de largo plazo, ni limitar demasiado la acción de la política fiscal y monetaria.



b) El control de cambios ha sido un elemento indispensable para el mantenimiento del sistema y viceversa. Por una parte, dicho control ha evitado que el principal elemento desestabilizador, los flujos de capital especulativo, tome dimensiones que impidan lograr los ajustes deseados. Por otra, ha permitido mantener una estructura adecuada de plazos y de composición por acreedores de la deuda externa. Adicionalmente, proporciona los medios para poder asignar las divisas a sectores considerados prioritarios, con criterios de largo plazo, disminuyendo los costos económicos y sociales de las políticas de ajuste.

c) La "despolitización" y continuidad en el sistema cambiario han sido cruciales para crear un ambiente de menos incertidumbre cambiaria, de tal forma

que los empresarios y el público han aprendido a tomar decisiones con base en él. No obstante, salvo quizás la experiencia de 1980-1983, se ha logrado un nivel de flexibilidad satisfactorio para corregir desajustes de corto plazo, con un grado de impredecibilidad suficiente como para no facilitar la especulación.

d) Finalmente, quiero reiterar que el peso de las políticas de ajuste nunca ha recaído exclusivamente sobre la tasa de cambio. Siempre se ha visto ésta como un instrumento necesario, pero no suficiente para corregir los desequilibrios externos. Las políticas monetaria y fiscal, entre otras, han jugado un papel decisivo en los programas de ajuste, coordinándose a fin de reforzar los efectos cambiarios buscados.