

## EL MANEJO CAMBIARIO Y LA POLÍTICA MONETARIA

Carlos Gustavo Cano\*

### I. LA REVALUACIÓN

Por cuenta de la apreciación del peso, la economía colombiana ha perdido una cuarta parte de su competitividad cambiaria efectiva real durante los dos últimos años y medio.

Es cierto que se trata de un fenómeno generalizado en América Latina, al coincidir la revaluación de sus monedas con la devaluación del dólar frente al euro y al yen, pero Colombia, al lado de Chile y Brasil, sobresale entre todas las demás naciones en dicha materia en el hemisferio. La causa inmediata más protuberante ha sido el sin par exceso neto de oferta de divisas reflejado en la balanza cambiaria, el cual, en buena parte, ha sido absorbido por el Banco de la República a través de sus intervenciones en el mercado de divisas.

A pesar de que la de tasa cambio real (TCR) aún se halla por encima de la de la base de referencia de 1994, como bien se afirma en el primer Informe del Banco de la República al Congreso de este año (2005), “la TCR de equilibrio no es constante en el tiempo, ya que depende de factores que están en permanente proceso de cambio. Por tanto, no es lógico pensar que el nivel de equilibrio de la TCR deba permanecer constante y que necesariamente corresponda al obtenido en algún período en particular.”

¿Cuáles han sido los hechos más relevantes observados en el comportamiento de la economía colombiana que condujeron a esta situación?

Por el lado de la cuenta corriente cabe señalar que el valor de las exportaciones ha crecido de manera notable, en especial a Venezuela y Estados Unidos, y, así mismo, como consecuencia del excepcional incremento de los precios internacionales de nuestros principales productos básicos como petróleo, café, carbón y níquel – aparte de operaciones de sobrefacturación de exportaciones y subfacturación de importaciones que eventualmente hayan podido presentarse -. Dicho crecimiento ha continuado durante el 2005, en cuyo primer semestre, con relación al primero de 2004, alcanzó el 37.2% de su valor en dólares.

Ahora bien, según los pronósticos, se podría esperar que las economías de nuestros principales socios comerciales sigan creciendo durante lo que resta del 2005 y en el 2006, aunque a un menor ritmo que el del 2004; y que los precios de nuestros principales *commodities* en general se mantengan firmes durante el mismo horizonte de tiempo.

Sin embargo, la revaluación no se explica sólo por cambios en la cuenta comercial. Un componente aún más determinante del fenómeno ha obedecido al gran aumento de la demanda externa por activos financieros colombianos, y a la gran caída en la demanda colombiana por activos financieros externos. O sea a cambios sustanciales en la cuenta de capital.

---

\* Codirector del Banco de la República. Opiniones personales que no comprometen al Banco ni a su Junta Directiva.

En efecto, llama la atención, entre todos los rubros de la balanza de pagos, el fuerte crecimiento de la cuenta de capital que tuvo lugar en 2004 - cuyo superávit pasó del 1% en 2003 al 3.5% el año anterior -, en especial de los desembolsos por préstamos, que totalizaron US \$1.650 millones, con un incremento sobre 2003 de US \$1.268 millones, o sea 332%. En tanto que las inversiones colombianas en el exterior se redujeron en US \$882 millones, y las extranjeras (en especial en los sectores de carbón y petróleo) y las de portafolio aumentaron en US \$644 millones y US \$400 millones respectivamente. De otra parte, cabe destacar la significativa disminución de la exposición externa de los fondos de pensiones, que del 16% en 2004 ha caído a la mitad, lo cual ha tenido un efecto equivalente al de una importante repatriación de capital.

Ahora bien, según la balanza cambiaria consolidada, entre enero y julio de 2005 los préstamos del exterior - en su gran mayoría de corto plazo - siguieron aumentando, al haber pasado de US \$4.959 millones en igual período del 2004 a US \$14.136 millones, es decir un incremento del 185%. En tanto que las amortizaciones pasaron de US \$6.079 millones a US \$15.741 millones, o sea un crecimiento del 159%, el cual no debe sorprender precisamente dada la naturaleza del muy reducido término de dichas operaciones. Al tiempo que la inversión extranjera neta - descontando la colombiana en el exterior -, pasó de US \$994 millones a US \$1.396 millones, alcanzando un incremento del 40%.

Igualmente, en el 2004 se destacaron los ingresos por transferencias corrientes desde el exterior por valor de US \$3.935 millones. De este rubro hacen parte las donaciones en especie recibidas por el Gobierno vinculadas al Plan Colombia, donaciones recibidas por ONG's, y recursos para pagos de impuestos de empresas extranjeras. Pero el componente principal fueron las remesas de trabajadores colombianos, que ascendieron en 2004 a US \$3.170 millones, cifra equivalente al 3.3% del PIB, en contraste con el 1.9% en 2000. Al final del primer semestre de 2005 las remesas ya alcanzaban la suma de US \$1.659 millones.

En cuanto se refiere específicamente a las remesas de trabajadores colombianos desde el exterior, cabe destacar su enorme importancia dentro de la balanza de pagos del país. Su volumen en el año anterior fue equivalente al 18.6% del total de los ingresos generados por exportaciones, y 3.3 veces superior a las de café, 1.7 veces a las de carbón, y 1.2 veces a la inversión extranjera directa. Además, en esta materia Colombia ocupa el segundo lugar después de México en América Latina.

Sobre este fenómeno, se debe tener en cuenta las siguientes consideraciones: primero, su principal destinación consiste en el financiamiento por parte de los trabajadores en el exterior de gastos en comida, vivienda, vestuario y salud a favor de sus más próximos familiares, y en el financiamiento de pequeños negocios (Gaviria y Mejía, 2005); y, segundo, el ritmo de las remesas parece ser coherente con el de las salidas netas de colombianos hacia el exterior, el cual ha disminuido a partir del 2003. En efecto, entre 1998 y 2002 salieron del país en forma definitiva un promedio de 221.000 colombianos por año, en tanto que en 2003 y 2004, dicha cifra se redujo a 128.000. Lo cual explica que a partir del 2004 su proporción sobre el PIB haya empezado a descender ligeramente.

Por tanto, lo indicado es, lejos de entorpecer o encarecer dichos flujos, regularlos y vigilarlos con la estrecha cooperación de los mismos agentes formales que proveen esos servicios, a fin de reducir los riesgos de lavado de activos y de financiamiento del terrorismo a través de esas operaciones, como en su momento sucedió en Somalia en beneficio de guerrillas rurales, y aún en Suecia, Canadá y el Reino Unido, en apoyo a ciertos grupos anarquistas y terroristas (Kapur, 2004).

Por otro lado, cabe subrayar las compras netas a cambistas profesionales en 2004 por US \$1.376 millones - US \$644 millones más que el año 2003, o sea un incremento del 88% anual, por lo menos inquietante -, en tanto que entre enero y julio de 2005 alcanzaron la suma de US \$932 millones, con un incremento cercano al 200% en dos años. Y los servicios no financieros por US \$864 millones - US \$315 millones más que en 2003, o sea un crecimiento del 57% -.

Sobre el particular, hay que tener en cuenta que, según el régimen cambiario vigente, en Colombia las divisas originadas en servicios no financieros, en transferencias corrientes y en liquidación de saldos de cuentas en el exterior, no son de obligatoria canalización a través de los intermediarios cambiarios autorizados. De todo este grupo, bien podrían hacer parte recursos provenientes de actividades ilícitas y lavado de dinero. Pero su volumen no ha sido cuantificado, debido a las evidentes dificultades que ese ejercicio tendría inherentes a su naturaleza clandestina e ilegal.

## **II. LA RESPUESTA DEL BANCO**

Una apreciación excesiva y prologada, como la que en el presente experimenta la moneda, podría conducirla hacia una depreciación también excesiva y, además, abrupta, en un futuro próximo, comprometiendo las metas de inflación de la autoridad monetaria. La explicación yace en que la tasa de cambio constituye uno de los más poderosos mecanismos de transmisión de impulsos monetarios hacia la inflación.

Ello, aparte de su impacto negativo, después de cierto tiempo, sobre el desempeño y el empleo del sector de bienes y servicios transables, - es decir de los exportables y los importables -, y, por ende, de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Ya que la revaluación a la postre deprime la demanda de productos nacionales, premia la de productos extranjeros, y, como resultado, termina castigando la ocupación (Cano y Frenkel, 2005).

Así lo corrobora la evidencia empírica en América Latina, donde ha existido una clara correlación inversa entre las tasas de cambio y las de desempleo, de suerte que de persistir la revaluación, el logro de las metas de crecimiento y ocupación del programa económico del país se colocaría en serios aprietos. A manera de ilustración, Frenkel (2004) encontró, para los casos de Argentina, Brasil, México y Chile durante las dos décadas anteriores, que por cada 10 por ciento de apreciación de las monedas locales se provocaba un incremento del 5,6 por ciento en la tasa de desempleo, con dos años de retraso entre la ocurrencia del primer episodio y la del segundo.

Sin duda, de seguir así las cosas, las exportaciones perderían su dinamismo, y el de las importaciones se reforzaría aún más. No es de extrañar, entonces, la creciente y justificada preocupación que la pronunciada apreciación del peso viene despertando entre los exportadores, los industriales, los agricultores, los sindicatos, los analistas

económicos, los miembros del Congreso, el Gobierno y, por supuesto, la Junta Directiva del Banco de la República.

En cuanto al Banco se refiere, su Junta Directiva cuenta con tres herramientas principales, cuya combinación coherente constituye un poderoso instrumento de política, a saber:

- Las tasas de interés nominal de intervención de corto plazo en el llamado mercado de “repos”, por intermedio de sus operaciones destinadas a regular la liquidez primaria de la economía - expansión y contracción –.
- Las intervenciones en el mercado cambiario, a través de la venta y compra de reservas, y su esterilización, las cuales a su vez permiten reducir la variabilidad de las tasas de interés.
- La compra y venta de otros activos en el mercado abierto, en especial de los títulos de Tesorería (TES), herramienta íntimamente atada a la primera.

Naturalmente, de las tres, la herramienta clásica por excelencia de la política monetaria es el manejo de las tasas de interés de intervención del Banco, cuya efectividad depende de su impacto real sobre los precios de otros activos financieros, como las de más largo plazo, los precios de las acciones y los TES, y la tasa de cambio. Y son las expectativas sobre el sendero futuro de las tasas de interés de corto plazo lo que cuenta para la determinación de los precios de esos otros activos, y, a través suyo, de las decisiones sobre consumo e inversión de hogares y empresas. De ahí que no haya nada más importante en la política monetaria que las expectativas (Woodford, 2003).

Todo ello dentro del contexto de la estrategia de inflación objetivo (*inflation targeting*), que caracteriza a la política monetaria de Colombia. Tal esquema parte de la fijación pública de metas cuantitativas específicas, durante horizontes de tiempo definidos, en materia de la evolución del índice de precios al consumidor, las cuales deben guiar el trazado de la política monetaria por parte del Banco.

Ahora bien, el logro y mantenimiento de una tasa baja de inflación, aunque sin duda alguna la prioritaria, no puede ser la única y exclusiva tarea de un banco central, ya que la política monetaria así mismo tiene importantes efectos de corto plazo sobre el sector real. De suerte que dicha política también está llamada a cumplir un papel fundamental en la estabilización de los ciclos económicos. Esto es, en el control de la volatilidad macroeconómica, a través de las tasas de interés y la tasa de cambio. En el caso de la Federal Reserve de Estados Unidos, por mandato legal la tarea de estabilización de precios tiene que estar acompañada por el objetivo de pleno empleo.

Como afirmó Eddie George, anterior Gobernador del Banco de Inglaterra (Financial Times, mayo 7 de 2002), “la gente piensa que sólo se trata de una inflación baja. No es así. La inflación baja es realmente un medio frente al objetivo de un crecimiento estable.” Luego no debe haber conflicto entre un nivel bajo y estable de inflación, y la meta de un crecimiento estable y sostenible del ingreso y el empleo (Woodford, 2003).

Lo cual quiere decir que de lo que se trata es que la política macroeconómica, en últimas, persiga la maximización del bienestar – léase crecimiento y empleo -, bajo

condiciones de equidad, sin sacrificar el poder adquisitivo de la moneda, cuya estabilización es clave para la sostenibilidad del primero (el bienestar), y la viabilidad de la última (la equidad).

Dentro de este orden de ideas, cabe destacar que, tras el cabal cumplimiento de la meta de inflación del 5.5% para 2004, fijada por la autoridad monetaria, los pronósticos indican que la establecida para el fin de 2005 igualmente se cumplirá, probablemente por debajo del punto medio del rango objetivo. Es decir, que sería inferior al 5%. Y que seguirá descendiendo hacia 2006. Así mismo, las expectativas sobre inflación apuntan a su ulterior declinación, lo que refuerza de forma tangible la alta probabilidad de que su actual tendencia prosiga en el mediano plazo.

Por estas razones, la Junta del Banco ha optado por una política monetaria expansiva. Pero, además, por el hecho de que la actual amplitud de la brecha del producto también lo permite sin arriesgar la meta de inflación. En efecto, mientras el crecimiento de la inversión en bienes de capital en los dos últimos años indica una mayor capacidad instalada o PIB potencial, aún se observa una deficiencia de la demanda con respecto a esa misma producción potencial. Adicionalmente, se halla de por medio la urgencia social del crecimiento y de la generación concomitante de empleos permanentes y bien remunerados, ya que la tasa de desempleo, a pesar de su apreciable reducción durante los últimos tres años, es aún muy alta.

Según la balanza cambiaria, en todos los meses del año pasado se presentó un exceso neto de oferta del sector real, hasta alcanzar US \$3.281 millones, de los cuales US \$2.584 millones correspondieron a la cuenta corriente y US \$611 millones a la de capital. De semejante exceso, el Banco de la República adquirió US \$2.905 millones a través de opciones “put” e intervención discrecional en el mercado cambiario, elevando el nivel de las reservas internacionales en 24%; el Gobierno captó US \$904 millones por intermedio de su Tesorería, US \$500 de los cuales provinieron de las reservas el Banco; y el resto se explica por el aumento de la posición propia de contado de los bancos comerciales.

Durante el presente año las intervenciones del Banco han continuado muy activas – US \$2.840 millones hasta el 31 de agosto -, gracias en parte al acuerdo con el Gobierno mediante el cual se le vendieron de sus reservas la suma de US \$1.250 millones adicionales, destinada a cancelar anticipadamente una deuda contraída bajo condiciones de emergencia y alto costo con el BID. Dicha operación se financió a través de la emisión de TES, y responde a una política de sustitución de deuda pública en dólares por deuda pública en pesos, orientada a reducir la vulnerabilidad fiscal en caso de revertirse, como es lo deseable para el conjunto de la economía, el proceso revaluacionista.

En esa misma dirección, la Junta del Banco, en su reunión del pasado 16 de septiembre, tomó la determinación de reducir sus tasas de intervención en 50 puntos básicos – esto es, en medio punto porcentual -, y de proseguir con sus intervenciones en el mercado cambiario. Pero sin tener necesariamente que esterilizarlas en su totalidad si el comportamiento de la inflación así lo permitiere, con el objeto de inducir de modo más eficaz una disminución del resto de las tasas de interés de la economía garantizando el funcionamiento de los mecanismos de transmisión de las primeras hacia las últimas, y

buscando con ello desalentar las entradas de capital, en especial las operaciones de crédito de corto plazo, y sus correspondientes efectos revaluacionistas.

Igualmente, se acordó una nueva operación de venta de reservas no inferior a US \$3.000 millones al Gobierno con el propósito de que este pueda continuar amortizando deuda externa, mediante el empleo de recursos de caja provenientes del buen comportamiento de los ingresos tributarios durante el presente año, y de nuevas emisiones de TES, si ello se juzgare preciso.

### III. FLOTACIÓN ADMINISTRADA

En esta materia, la estrategia a seguir es la de una flotación administrada del tipo de cambio. Se trata de una alternativa diferente a los modelos convencionales extremos de la flotación pura y de los regímenes de tasa fija. En el primero, los bancos centrales no intervienen en el mercado cambiario, de suerte que las reservas tienden a permanecer constantes o con mínima volatilidad. Y en el segundo, las autoridades definen de forma discrecional y directa la tasa de cambio mediante actos meramente administrativos.

En el ámbito de la flotación administrada (Bofinger y Wollmershäuser, 2003), existen, a su vez, dos tipos de tratamiento, según lo aconsejen las circunstancias del mercado en cada momento: el del “suavizamiento” o alisamiento de la tasa, y el de la tasa objetivo, análogo al concepto de la inflación objetivo. De acuerdo con el primero, se trata de intervenciones destinadas apenas a atenuar los movimientos cíclicos en el muy corto plazo, pero sin pretender alterar su tendencia estructural de mediano y largo plazo en el mercado. En el segundo caso, las intervenciones se hacen con el propósito de tratar de establecerle de modo deliberado un sendero a la tasa, mediante operaciones persistentes o sucesivas de compras o ventas de reservas.

Sobre el particular, Bofinger y Wollmershäuser (2003) encontraron que, entre los países que de dientes para afuera se declaran respetuosos de la libre flotación, el 77% en realidad aplica una estrategia de tasa de cambio objetivo, el 10% de “suavizamiento”, y apenas el 13% de genuina flotación. Entre los que se alinean abiertamente del lado de la flotación administrada, el 89% observa el principio de la tasa objetivo, mientras que el resto apenas busca su “suavizamiento”. En tanto que la mayoría ejerce en algún grado disciplinas de esterilización monetaria, así sean parciales, de sus intervenciones cambiarias.

Sin embargo, la efectividad de la política monetaria se haya muy debilitada en Colombia por dos razones principales. De un lado, por las operaciones de crédito e inversión extranjera de corto plazo ya señaladas, atraídas por la notable distancia existente entre las tasas de interés real internas y las externas, incluidas las de los TES y los *treasuries*. Debido a dicha diferencia, la búsqueda de rendimientos superiores incentiva la llamada práctica del *carry trade*, es decir operaciones de endeudamiento barato en dólares para préstamos de corto plazo e inversiones en papeles o títulos en pesos en Colombia, entre ellos TES. Y, del otro, por las operaciones de lavado de activos originadas en el narcotráfico, y materializadas en contrabando, sobrefacturación de exportaciones, subfacturación de importaciones y arbitraje de divisas.

Así las cosas, resulta indispensable contar con la opción de que la estrategia de la flotación administrada pueda ser complementada con otras medidas. Si no fuere así, se

correría el peligro de que a partir de cierto nivel de acumulación de reservas hacia arriba a la autoridad monetaria se le dificulte la correspondiente y suficiente esterilización, cuando a ella hubiere lugar, pudiéndose colocar eventualmente en entredicho el cumplimiento de las metas de inflación. Aparte del hecho de que toda intervención esterilizada tiene su costo en la medida en que las tasas de interés real internas, representadas por las de los TES, sean más altas que las externas, representadas por las que se obtienen de la inversión de las reservas internacionales en poder del Banco.

#### **IV. MEDIDAS COMPLEMENTARIAS**

##### **(a) Ajuste fiscal**

Según la teoría fiscal de precios, el nivel de endeudamiento público juega un papel clave en la determinación del índice de inflación, independientemente de las acciones de la autoridad monetaria (Walsh, 2003). O sea que aún un banco central independiente, comprometido con la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, podría resultar ineficaz frente a sus metas en la medida en que la falta de una adecuada disciplina fiscal contrarreste los objetivos de la política monetaria, ya que el nivel de precios tiende a ajustarse al aseguramiento de la solvencia de las finanzas públicas.

Adicionalmente, el desequilibrio fiscal del Gobierno central ha sido una importante fuente de presión al alza sobre las tasas de interés real internas, a su vez asociadas con percepciones de mayor riesgo por parte de los inversionistas. Tasas que, por tal razón, han terminado atrayendo en gran medida flujos externos de capital de corto plazo, con evidentes efectos revaluacionistas.

Por tanto, el ajuste fiscal es no solamente indispensable sino también apremiante. Sin embargo, a pesar de los esfuerzos del Gobierno, por el lado del gasto no sería realista esperar grandes reducciones adicionales en el corto plazo debido a la relativa inflexibilidad de ciertos rubros por razones constitucionales, legales y contractuales, como es el caso de las transferencias a la regiones, los pagos al sistema de seguridad social para el cubrimiento de las pensiones de jubilación, y el servicio de la deuda pública. Además de la atención adicional de índole presupuestal que exigen frentes altamente prioritarios como son la defensa nacional y la llamada agenda interna de cara a los procesos de internacionalización de la economía.

Luego, sin perjuicio de acoger con todo el vigor las acertadas recomendaciones de tiempo atrás formuladas sobre racionalización del gasto público (Comisión de Racionalización del Gasto y de las Finanzas Públicas, 1997), se requiere de todas maneras de más ingresos, no obstante el comportamiento tan favorable que durante el corriente año estos han observado, el cual probablemente hará posible una reducción del déficit fiscal del sector público consolidado por debajo de la meta establecida al finalizar el año 2005. Así las cosas, el reto para el país consiste en adoptar una reforma tributaria estable y duradera, que, al tiempo de disminuir las tarifas del impuesto de renta tanto para empleadores como para empleados – unas de las más altas del hemisferio -, suprima exenciones, amplíe de manera significativa la base de los contribuyentes, y logre como resultado final un aumento sustancial de la masa de los impuestos.

##### **(b) Estabilización de los flujos de capital**

La superioridad de las tasas pasivas y activas del mercado interno con relación a las del externo, sumada al mismo proceso de apreciación de la moneda y a las expectativas sobre su prolongación en el tiempo, constituye el factor que mejor explica la evolución pro-cíclica de la cuenta de capital, que, por contera, ha provocado aún más presiones hacia la revaluación.

A pesar de la fuerte reducción que introdujo el Banco en sus tasas de interés nominal de intervención desde la crisis del final del siglo anterior, lo cierto es que las reales, que incluso llegaron a ser negativas a finales de 2002, a partir de entonces han mostrado una leve pero persistente tendencia al alza, arrastrando en la misma dirección a la tasa interbancaria real y a la DTF real, y a la mayoría de las tasas de interés real activas, con excepción de las de consumo. O sea que casi todas las tasas de interés nominal sí han bajado, pero las reales no.

Como si fuera poco, a ello se agrega el nivel tan bajo al que han llegado los rendimientos en Europa, Japón y Estados Unidos, lo cual ha hecho aumentar el apetito por el riesgo en América Latina, cuyos *spreads* han disminuido significativamente, favoreciéndose como resultado la inversión extranjera en títulos de nuestra deuda pública, así como la inversión extranjera directa, y la entrada generalizada de capitales por todo concepto, tanto lícitos como ilícitos. Ello a pesar del aumento de las tasas de interés por parte de la Federal Reserve, que aún no ha tenido efecto sobre los flujos de capital de Estados Unidos hacia nosotros.

En consecuencia, no se debe descartar, como tratamiento excepcional y temporal, la aplicación de una o varias de las alternativas que se han propuesto, o las que se han utilizado en el pasado reciente, en pos de la estabilización de los flujos de capital, con el propósito de prevenir el exacerbamiento de la volatilidad cambiaria provocado por su naturaleza típicamente pro-cíclica. Por tal razón se podría justificar la intervención oficial en pos de su regulación, tal como lo han hecho, con comprobado éxito en su momento, Chile, Malasia, China e India, entre otras naciones (Stiglitz, 2002). Pero no con el objeto de detenerlos, ni mucho menos de darle marcha atrás al grado de liberalización del mercado de capitales hasta ahora alcanzado, sino con el único y exclusivo propósito de privilegiar transitoriamente la inversión extranjera de más larga maduración y el endeudamiento externo a plazos más prolongados, tras una menor volatilidad macroeconómica.

Como sostienen Hoggart y Sterne, del staff técnico del Banco de Inglaterra (1997), “la volatilidad del tipo de cambio puede, en algunas circunstancias, ser más dañina que la interrupción de los mecanismos del mercado por medio de los controles de capital”. Así mismo piensa la mayoría de los integrantes del staff del Fondo Monetario Internacional, a pesar de la ambigüedad de la posición formal de dicha institución sobre el tema, según un informe reciente realizado por su oficina independiente de evaluación de acuerdo al cual está surgiendo un nuevo paradigma en el organismo que reconoce la utilidad de controles de capital bajo ciertas condiciones, en especial los aplicados a sus flujos de entrada (International Monetary Fund, 2005).

Anne Krueger (2000), por su parte, llegó a sugerir la exclusión de la égida de la justicia ordinaria de las economías receptoras las operaciones de endeudamiento en moneda extranjera, de suerte que los riesgos de no pago o *default* se trasladasen en su totalidad a



los acreedores externos. Y, así mismo, que la aprobación de operaciones de endeudamiento externo se debería circunscribir a aquellas denominadas en la moneda propia del país receptor, de suerte que fuesen las instituciones acreedoras del exterior las encargadas de gestionar las coberturas correspondientes contra los riesgos cambiarios.

Chile, con el objeto de desalentar el arbitraje de tasas de interés, contener y prevenir la apreciación de su moneda, y mantener bajo control la política monetaria, durante un lapso prolongado aplicó un encaje equivalente a un impuesto sobre el ingreso de capitales de corto plazo, consistente en la obligatoriedad de depositar un tercio del dinero ingresado al país en el banco central durante un año sin intereses, respondiendo así a una política monetaria contra-cíclica, que luego fue suspendida en septiembre de 1998 (French-Davis y Villar, 2005).

Los créditos comerciales o de proveedores, lo mismo que los ingresos anticipados por cuenta de exportaciones, estaban excluidos del encaje. Igualmente, con el objeto de estimular las inversiones chilenas en el extranjero durante la existencia del encaje, en especial de los fondos de pensiones, su aplicación estaba excluida en el caso de su eventual repatriación. De otra parte, debido a que en Chile pesaba más la deuda externa contratada directamente por las empresas sin intermediación financiera dentro del país, estas pudieron eludir los encajes más fácilmente a través de tales modalidades, en tanto que los bancos comerciales emprendieron el desarrollo vertiginoso del mercado de derivados para cubrir sus posiciones en moneda extranjera y poder así incrementar su papel en los flujos de endeudamiento externo sin necesariamente tener que asumir los riesgos cambiarios correspondientes (Cowan y De Gregorio, 2005).

Otra medida posible sería el establecimiento de un gravamen a la salida o a las re-exportaciones tempranas de capitales, tal como lo ha practicado Malasia, en combinación con una reducción sustancial de sus tasas de interés. Y una tercera, la no deducibilidad de la base gravable de la renta de los intereses originados en deudas de corto plazo denominadas en moneda extranjera (Stiglitz, 2002).

En la práctica, los agentes del mercado en Chile se movieron hacia operaciones de inversión de más larga maduración y de endeudamiento a mayores plazos, con el objeto de amortiguar el impacto de los encajes. De suerte que si bien el supuesto efecto de freno de estos sobre el grueso de las entradas de capital no fue tan significativo como muchos suponían, sus efectos sobre la alteración de su composición reduciendo la proporción de las inversiones y de los créditos de corto plazo, y por tanto asegurando una menor volatilidad macroeconómica, sí fueron mucho más notorios (Cowan y De Gregorio, 2005).

Brasil, por su parte, también adoptó medidas restrictivas de naturaleza transitoria entre 1993 y 1996, con el objeto de desincentivar las entradas de capital, atraídas por el amplio diferencial entre las tasas internas y las externas de interés, que constituían una enorme presión sobre la tasa de cambio. Entre los instrumentos utilizados cabe señalar impuestos a las transacciones financieras provenientes del exterior, en particular las operaciones de más corto plazo; la fijación de requisitos mínimos de maduración para los capitales extranjeros que ingresaran al país; y restricciones cuantitativas adicionales a varios instrumentos de inversiones de portafolio. Tales medidas en realidad no reversaron el proceso de liberalización del mercado de capitales, pero sí apuntaron hacia la estabilización de sus ciclos coyunturales y al control de su volatilidad, sin afectar su

tendencia estructural. Aparte de que excluyeron de forma taxativa las inversiones extranjeras directas, cuyos flujos suelen ser invariablemente mucho más estables y menos volátiles que los de endeudamiento a plazos cortos y que los de inversiones de portafolio provenientes del exterior (Goldfajn y Minilla, 2005).

Inspirado en la experiencia chilena, el Gobierno de Colombia adoptó en septiembre de 1993 un encaje no remunerado sobre la entrada de capitales y todo tipo de préstamos externos de corto y mediano plazo, el cual, tras varias modificaciones posteriores, fue finalmente suspendido en junio de 2000. Aunque el mecanismo como tal, desde el punto de vista facultativo, sigue disponible para cualquier momento en que las autoridades decidan reactivarlo.

La experiencia muestra que dichos controles fueron eficaces como instrumento de política contra-cíclica en los períodos de masiva afluencia de capitales durante los cuales se aplicó, habiendo podido contrarrestar las consecuentes presiones revaluacionistas sobre el peso (Ocampo, 2003).

Sin embargo, hay que advertir las limitaciones y los riesgos de estas normas. Como el mercado suele saber más que el regulador, las tasas que se pretende bajar podrían terminar subiendo, derrotando, por ende, la bondad de las medidas (Forbes, 2004). Por consiguiente, en caso de tener que adoptarse cualquiera de tales disposiciones, debería ser de manera estrictamente extraordinaria, e indefectiblemente con el acompañamiento de una política monetaria amplia y relajada - en la medida en que lo permita el cumplimiento de las metas de inflación -, y adecuadamente articulada con la banca comercial y sus organismos de control y vigilancia. No obstante, definitivamente no existe camino más sano y eficaz que la reducción sustancial - o en lo posible la eliminación - del notable diferencial que persiste entre las tasas de interés real internas y las externas, ajustadas por las expectativas cambiarias y la prima de riesgo país. Si ello no se lograra, el dilema entonces consistiría en tener que escoger transitoriamente entre dos males el menor, o sea entre tolerar más revaluación, o acudir al expediente de la regulación de los flujos de entrada de capital extranjero de corto plazo.

### **(c) Fondos de pensiones**

En cuanto a los fondos de pensiones se refiere, en el caso de las economías emergentes pequeñas (Zahler, 2005), aquellos ciertamente deberían mantener una mayor proporción de activos externos que en países grandes y autosuficientes. El caso de Chile es elocuente. A partir de 1992 se les autorizó la inversión en moneda extranjera, con un límite sobre sus portafolios que comenzó en el 1.5%, y luego se fue elevando hasta el 20%, al tiempo que se les abría amplio espacio para la inversión en acciones extranjeras. En la actualidad, su inversión en activos externos ocupa el máximo autorizado, o sea el 30% de sus activos totales, que alcanzan US \$50.000 millones - cerca de la mitad del PIB -. En todos los casos, contando como requisito con una cobertura cambiaria no inferior al 80% de sus inversiones en activos externos.

En la medida en que se ha profundizado su exposición externa, su tasa de interés local de largo plazo ha tendido a igualarse con la tasa internacional de largo plazo, más la apreciación esperada de la moneda local en el largo plazo, más la prima por riesgo de largo plazo. La experiencia ha mostrado una determinante influencia de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a cinco años sobre los títulos a ocho años del banco central

de Chile; y, además, que el crecimiento de las inversiones de los fondos en el extranjero contribuyó a contrarrestar con eficacia las presiones hacia la revaluación del peso chileno. Por tanto, convendría incentivar una mayor exposición externa de los fondos de pensiones colombianos que la actual.

Adicionalmente, dado el comportamiento pro-cíclico de los fondos de pensiones, cabría establecer límites a la velocidad con la que estos puedan cambiar sus portafolios de inversión extranjera, de suerte que se sientan inducidos a ser menos activos en transar, y más activos en mantener, sus instrumentos extranjeros.

#### **(d) Regulación prudencial**

Finalmente, en cuanto toca al ámbito de la regulación prudencial, se debe señalar un par de medidas. De un lado, una orientada a apoyar aún más la reducción de la distancia existente entre las tasas de interés real internas frente a las externas, que tan sensiblemente perturba la eficacia de la estrategia cambiaria de flotación administrada (Stiglitz y Greenland, 2003). Sucede que la porción de TES con relación a la cartera neta en poder del sistema financiero viene creciendo a un considerable ritmo, al punto de que ya representa cerca de una tercera parte. Así mismo, las tasas de los TES se hallan en niveles históricamente bajos, y, si se llegaren a reversar, las pérdidas de sus principales tenedores, o sea los bancos y los fondos de pensiones, podrían ser muy significativas. Lo cual sugiere que se podría estar sobreestimando el riesgo crediticio de la cartera bancaria y subestimando el riesgo de mercado de los TES (Rodríguez, 2005). Por consiguiente, se debería medir más apropiadamente los riesgos de tenencia de TES en los balances de la banca comercial para efectos de los requerimientos del patrimonio técnico sobre activos ponderados por aquellos, a fin de velar por la racionalización de sus inversiones en dichos papeles y, en últimas, por su propia solvencia.

Y, del otro, es menester desalentar los descalces cambiarios originados en la contratación de nuevas deudas externas, y en el prepago de obligaciones vigentes en moneda local para sustituirlas por pasivos en moneda extranjera, por parte de personas naturales y jurídicas, esto es hogares y empresas, que no cuenten con suficientes contrapartidas en dólares en sus activos (Goldstein, 2002). Se trata de mitigar los costos de la volatilidad macroeconómica mediante controles sobre las posiciones netas en moneda extranjera de los agentes económicos. Pero no sólo de los intermediarios financieros, sino también de sus deudores (French-Davis y Villar, 2005).

#### **REFERENCIAS**

Banco de la República. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Bogotá, Marzo de 2005.

Bofinger, M. y Wollmershäuser, T. (2003). "Managed Floating as a Monetary Policy Strategy". Documento presentado en el BOFIT Workshop on Transition Economics, Helsinki.

Cano, C.G. y Frenkel, R. (2005). "Tipo de Cambio Real y Empleo". CESA, Bogotá.

Comisión de Racionalización del Gasto y de las Finanzas Públicas (1997). Bogotá. Gabriel Rosas Vega, Coordinador.

Cowan, K. y De Gregorio, J. (2005). "Internacional Borrowing, Capital Controls and the Exchange Rate: Lessons from Chile". Documento preparado para la conferencia NBER sobre "International Capital Flows", Santa Barbara, CA, Diciembre de 2004.

Financial Times, Mayo 7 de 2002.

Forbes, K.J. (2004). "The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch". Documento preparado para la conferencia NBER sobre "International Capital Flows", Santa Bárbara, CA, Diciembre de 2004.

French-Davis, R. y Villar, L. (2005). "Estabilidad Macroeconómica Real y la Cuenta de Capitales en Chile y Colombia". Crecimiento Esquivo y Volatilidad Financiera. CEPAL, 2005.

Frenkel, R. (2004). "Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico". Centro de Estudios de Estado y Sociedad (CEDES), Universidad de Buenos Aires. Borrador.

Gaviria, A. y Mejía, C. (2005) "La otra cara de la diáspora: los nexos de los emigrantes colombianos con su país de origen". Bogotá, CEDE.

Goldfajn, I. y Minilla A. (2005). "Capital flows and controls in Brazil: what have we learned?" Documento preparado para la conferencia NBER sobre "International Capital Flows", Santa Bárbara, CA, Diciembre de 2004.

Goldstein, M. (2002). "Managed Floating Plus". Institute for International Economics, Washington D.C.

Hoggarth, G. y Sterne, G. (1997). "Capital Flows: causes, consequences and policy responses". Handbooks in Central Banking, no. 14, Bank of England. Traducido al español por CEMLA en mayo de 2002.

International Monetary Fund (2005). "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization". Evaluation Report. Washington.

Kapur, D. (2004). "Remittances: The New Development Mantra?" G-24 Discussion Paper No. 29, UN Conference on Trade and Development (Geneva: United Nations). Citado por el FMI en su 2005 World Economic Outlook.

Krueger, A. (2000). "Conflicting Demands on the International Monetary Fund". American Economic Review 90, No.2.

Ocampo, J.A. y Tovar C.E. (2003). "La Experiencia Colombiana con los encajes a los flujos de capital". Revista de la CEPAL No. 81, Santiago, Chile.

Rodríguez, R. (2005) "Colocar menos cartera e invertir en TES: ¿una decisión óptima? Análisis de las inversiones en la banca colombiana, 1995-2003". Documentos CEDE ISSN 1657-5334. Bogotá.

Stiglitz, J. E. (2002) “Capital Market Liberalization and Exchange Rate Regimes: Risk without Reward”. *Annals, Aapss*, 579.

Stiglitz, J. E. y Greenland, B. (2003). “Towards a New Paradigm in Monetary Economics”. Cambridge University Press.

Walsh, C. E. (2003). “Modern Central Banking: an Academic’s Perspective”. Prepared for the Anniversary Celebration of the Central Bank of the Republic of Armenia.

Woodford, M. (2003) “Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy”. Princeton University. Prepared for the Annual Economic Policy Conference, Federal Reserve Bank of St. Louis, October 16-17.

Zahler, R. (2005). “Estabilidad Macroeconómica e Inversiones de los Fondos de Pensiones: el caso de Chile”. *Crecimiento Esquivo y Volatilidad Financiera*. CEPAL, 2005.

**Bogotá, Septiembre de 2005**