

EL REGIMEN DE FLOTACION CAMBIARIA EN COLOMBIA

(Resumen)

En esta nota se explica la racionalidad y los mecanismos operativos del régimen de flotación que, desde Septiembre de 1999, adoptó el Banco de la República. La conclusión fundamental es que, gracias a esta creciente flexibilidad cambiaria de finales de los años noventa y al ajuste fiscal adelantado simultáneamente, Colombia ha logrado reducir su inflación a tasas inferiores a un dígito, manteniendo una tasa de cambio real mas competitiva. El déficit del sector público no financiero se redujo de niveles cercanos al 5% a cerca del 2.6% del PIB durante los años 1999-2001(e), al tiempo que la inflación de los últimos 26 meses ha estado por debajo del 10% anual. Bajo estas circunstancias, la flotación cambiaria ha permitido una devaluación real cercana a los 15-20 puntos reales y se ha reducido el déficit externo de 4% del PIB a niveles cercanos al 1% del PIB.

Por: Sergio Clavijo ^{*/}

Junio de 2001

^{*/} Miembro de la Junta Directiva Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no necesariamente son compartidas por la Junta Directiva del Banco de la República. Comentarios expresados en el Foro de Anif-Fedesarrollo sobre “El Futuro de la Moneda”, Bogotá-Colombia, Mayo 24, 2001.

I. Introducción

Los organizadores del Foro Anif-Fedesarrollo han tenido la excelente iniciativa de impulsar el análisis de los diversos regímenes cambiarios de la región, para lo cual invitaron al premio Nobel de Economía del año 1999, el Profesor Robert Mundell. La tarea que me asignaron los organizadores fue la de explicar la racionalidad y los mecanismos operativos del régimen de flotación que, desde Septiembre de 1999, adoptó el Banco de la República.

Obviamente esta tarea quedaría incompleta de no hacer las referencias pertinentes sobre por qué el Banco de la República considera que, bajo las actuales circunstancias, este arreglo cambiario es claramente superior al de las llamadas “cajas de convertibilidad” (como la que opera en Argentina desde 1991) o al régimen de “dolarización” que de tiempo atrás adoptó Panamá o, mas recientemente, El Salvador o el Ecuador. Mis comentarios estarán centrados en tres aspectos:

1. Una breve ilustración de la trayectoria de los desbalances fiscales y externos de Colombia durante las dos ultimas décadas;
2. Una explicación de cómo dichos desbalances se traducían en inflaciones persistentes y los manejos cambiarios que se adoptaron para intentar mantener la competitividad externa, incluyendo el régimen de “minidevaluaciones” de los años ochenta, las “bandas cambiarias reptantes” de los años noventa; y
3. Cómo estos regímenes, a pesar de su creciente flexibilidad, tuvieron que dar paso al régimen de flotación, a partir de septiembre de 1999.

II. El Mensaje

La conclusión fundamental de esta nota es que, gracias a esta creciente flexibilidad cambiaria de finales de los años noventa y al ajuste fiscal que se adelantó simultáneamente, Colombia ha logrado reducir su inflación a tasas inferiores a un dígito, manteniendo una tasa de cambio real mas competitiva. En efecto, el déficit del sector público no financiero se redujo de niveles cercanos al 5% del PIB a cerca del 2.6% del PIB durante los años 1999-2001(e), al tiempo que la inflación de los últimos 26 meses ha estado por debajo del 10% anual. Bajo estas circunstancias, la flotación cambiaria ha permitido una devaluación real cercana a los 15-20 puntos reales, respecto del nivel que se tuvo a mediados de los años

noventa, y se ha logrado reducir el déficit externo del 4% del PIB a niveles cercanos al 1% del PIB en años recientes.

En momentos en que la política monetaria, en un ambiente de flotación cambiaria, ha empezado a dar resultados alentadores para Colombia en materia de control de la inflación, y de superación de los riesgos sistémicos del sector financiero, resultaría necio renunciar a ella por el prurito de adoptar una fórmula de fijación de la tasa de cambio que ha sido el resultado desesperado de países que cayeron en serios problemas de hiperinflación (el caso de Argentina y, mas recientemente, el del Ecuador).

Renunciar al instrumento monetario en épocas de recesión mundial no solo conllevaría serios peligros para la estabilidad financiera interna, sino que por la vía del encarecimiento relativo de sus productos se amenazaría la sostenibilidad de nuestras cuentas externas. Esto es especialmente relevante cuando se tiene el riesgo de caídas abruptas en los precios de los *commodities*, tal como le ha ocurrido a Argentina con sus cereales. Afortunadamente, la experiencia con la flotación de la tasa de cambio (1999-2001) ha sido positiva para Colombia, lo cual me lleva a concluir que si nuestra política cambiaria “no se ha dañado, pues no debemos intentar repararla”.

Como bien lo señalaba el profesor Mundell en el Foro de Anif-Fedesarrollo, los países deben, primero, concentrarse en el ordenamiento de sus finanzas públicas, pues sin ello ningún régimen cambiario funcionará adecuadamente y, segundo, cuando quiera que el comercio internacional consolide grandes bloques de comercio, para lo cual (en mi opinión) faltan varias décadas, Latinoamérica deberá evaluar la conveniencia de girar hacia una única moneda, la cual podría llegar a ser el dólar. Pero mientras ello ocurre, es bueno saber que en Colombia se cuenta con el instrumento de la política monetaria, la cual, bien manejada, arrojará frutos positivos para nuestra estabilidad macroeconómica.

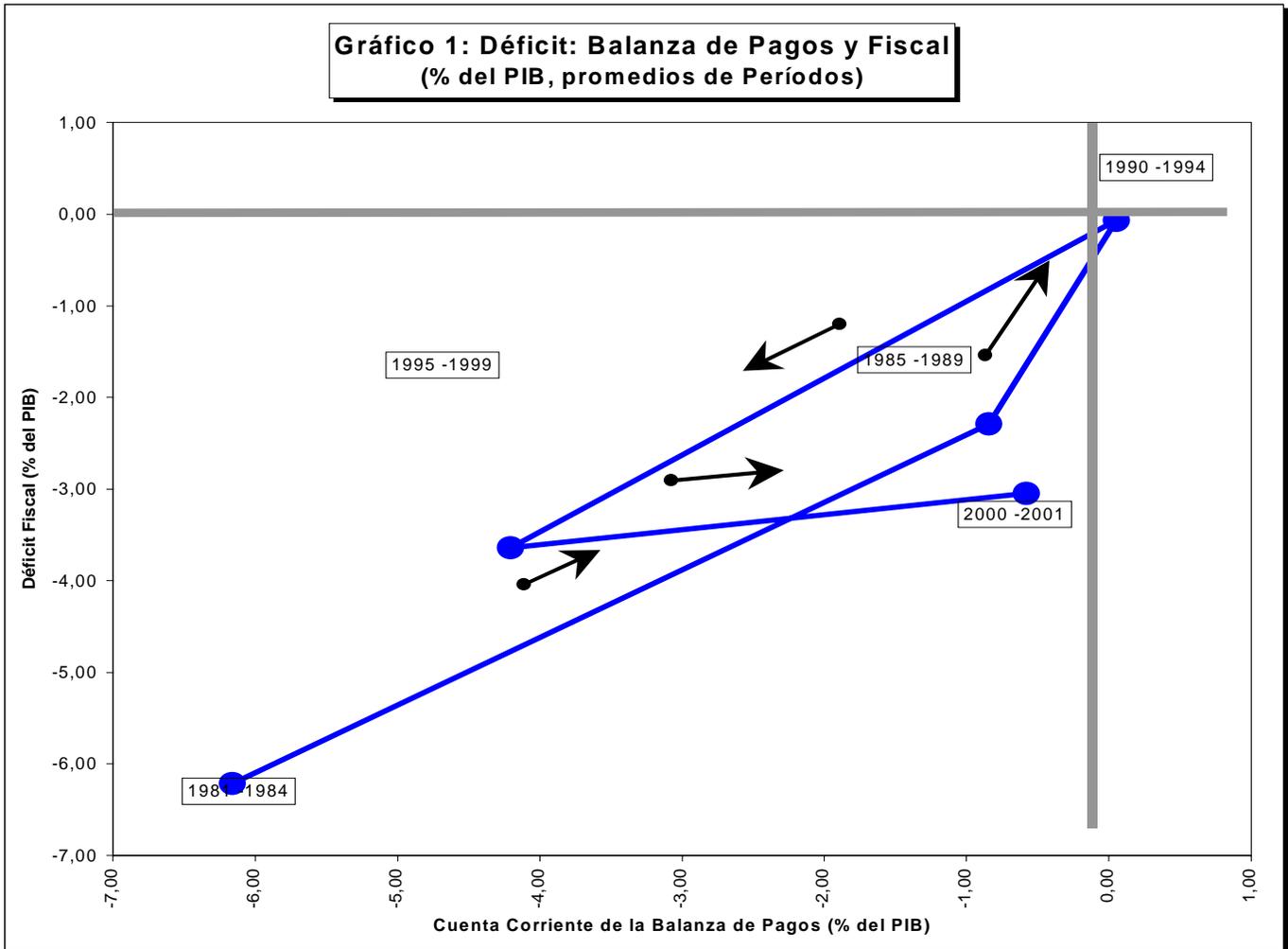
Tal vez el mejor ejemplo de que la fijación de la tasa de cambio no es ninguna panacea la tenemos en los casos de Argentina o el Ecuador. Ambos países saben que deben continuar con sus ajustes estructurales, especialmente en el frente fiscal, y que de ninguna manera la fijación de la tasa de cambio representa, per-se, una ventaja frente a sus vecinos. Por el contrario, tengo la impresión que en las circunstancias actuales Argentina extraña el

instrumento monetario para poder revitalizar la demanda interna. En momentos de clara recesión externa, Argentina ha buscado mecanismos (poco ortodoxos, por cierto) para habilitar la política monetaria “por la puerta de atrás”, reduciendo las exigibilidades del encaje, dándole aire al sistema financiero, al mismo tiempo que intenta ganar competitividad externa recomponiendo sus aranceles y dando alivios tributarios sectoriales.

Pues bien, una tasa de cambio flotante puede interpretarse como un instrumento que de forma flexible internaliza muchos de esos necesarios ajustes, al tiempo que deja abierta la vía de la política monetaria. Sin embargo, no puedo estar mas de acuerdo con los “adalides de la dolarización” sobre sus advertencias acerca de que este instrumento monetario, mal manejado, de puede tornar diabólico, tal como ocurrió en los países antes mencionados. Mientras no cometamos torpezas monetarias y perseveremos en el proceso de des-inflación, no veo la necesidad de “arrojar la llave de la política monetaria al mar” y de paso enfrascarnos en problemas en las cuentas externas, que afortunadamente hemos ido superando.

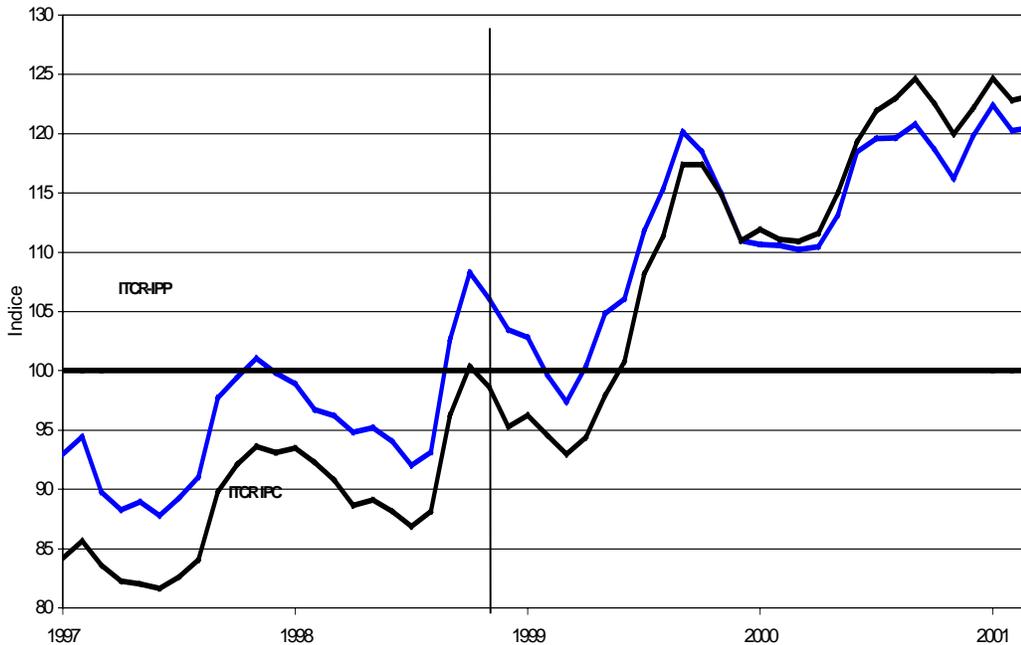
III. Los Desbalances Fiscales y Externos en Colombia: Un Breve Repaso

En el gráfico 1 se puede observar que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos promediará cerca de 0.5% del PIB en los años 2000-01(e), lo cual contrasta positivamente con los déficits externos superiores al 4% del PIB de los años 1995-99. Entre tanto, el sector público no financiero arrojaría un déficit moderado cercano al 3% del PIB en los años 2000-01(e), significativamente inferior al promedio cercano al 4% del PIB que se tuvo en los años 1995-99.



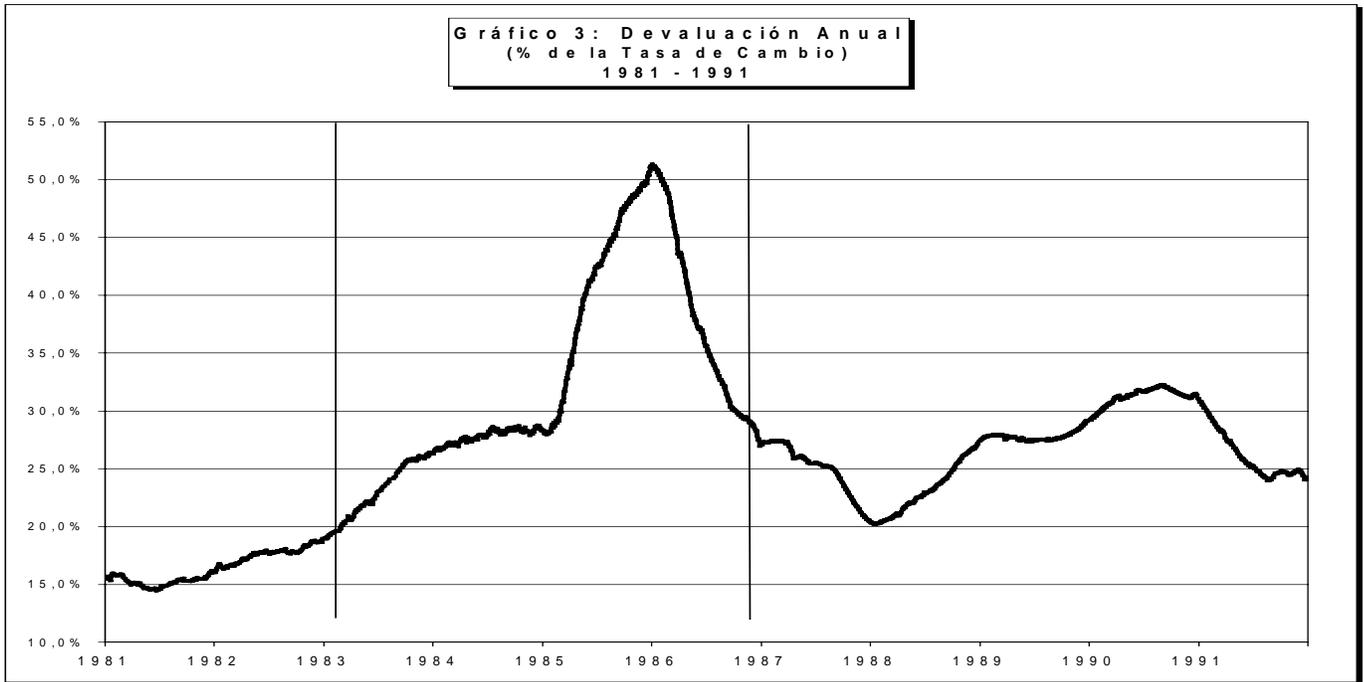
Gracias al proceso de ajuste cambiario de los años 1997 y nuevamente en los años 1998-99, se logró que el índice de la tasa de cambio real se depreciara en cerca del 15%, apoyando así un gran crecimiento de las exportaciones no-tradicionales (ver gráfico 2). Sin embargo, la contracción del producto de -4.3% durante 1999 y el lento crecimiento de los años 2000-01 han mantenido anormalmente bajo dicho déficit externo, el cual bien podría incrementarse a cerca del 2% del PIB sin amenazar la sostenibilidad externa (Clavijo, 2001).

Gráfico 2: Índice de Tasa de Cambio Real : Total (IPP) y Bilateral con EEUU (IPC)
(1994=100)

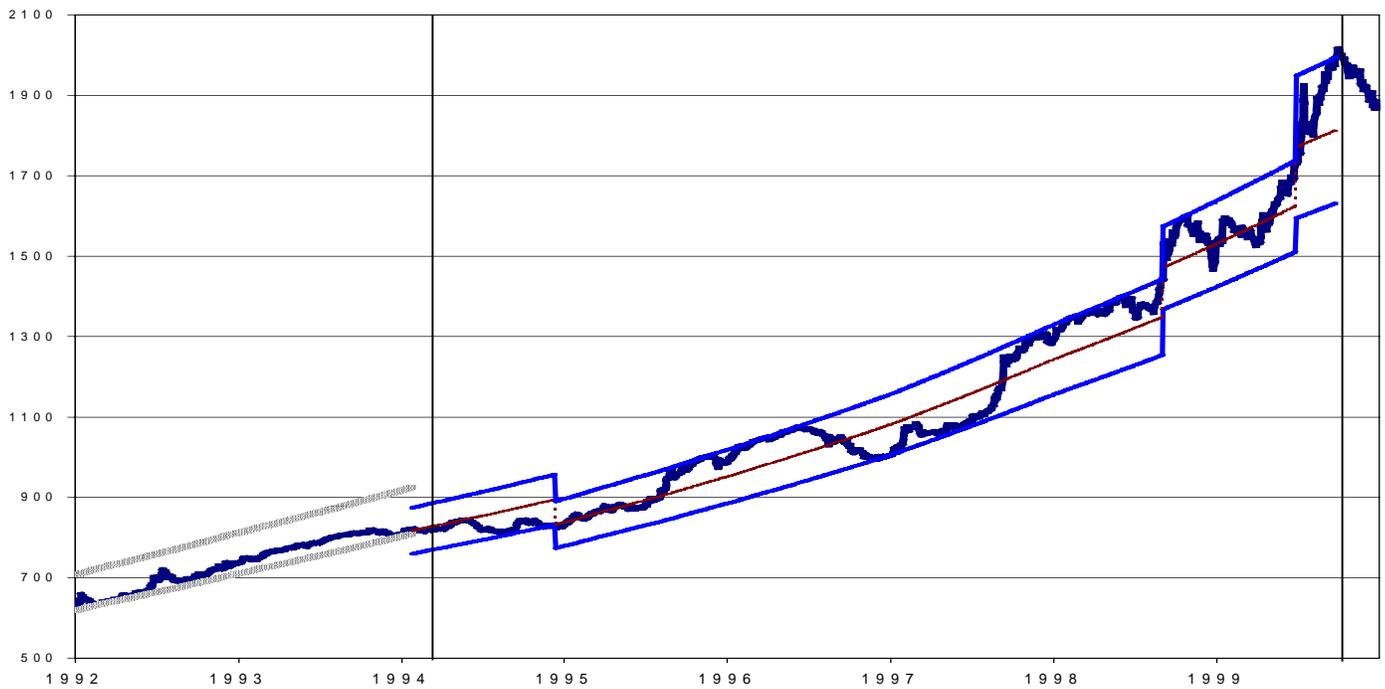


Este comportamiento reciente debe contrastarse con períodos de verdaderos 'déficits mellizos' (*twin deficits*) como los registrados en 1981-84, cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos promedió el monumental déficit de 6.2% del PIB, mientras el déficit fiscal promedió un 6% del PIB. Dado que las entradas en la cuenta de capital promediaron un 5% del PIB en ese período, terminó por generarse una grave crisis cambiaria en los años 1983-1984. Dicha crisis fue superada en el siguiente período gracias a la adopción de un serio programa de ajuste macroeconómico, que redujo el déficit promedio de la cuenta corriente a solo un 1% del PIB, mientras el déficit del sector público se redujo a 2% del PIB durante los años 1985-89.

En la corrección de los desbalances externos ha jugado un papel fundamental la flexibilidad cambiaria que se ha tenido en determinadas coyunturas, particularmente durante los años 1985-86 (ver gráfico3) y 1998-99 (ver gráfico 4). Es evidente que el comportamiento de otros mercados, particularmente el laboral, también ayudan a determinar el resultado final de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Al respecto puede consultarse Blecker (1992, págs. 25ss).



**Gráfico 4: Tasa de cambio Representativa del Mercado
1992 - 1999**



Lo que en mi opinión resulta algo descabellado, es postular que la depreciación nominal (o la real) constituyen una forma de engaño o estafa a los trabajadores, por el hecho de que, convertido a dólares, dicha devaluación necesariamente implica un menor poder adquisitivo medido en dólares. Pues bien, esto es tautológico.

Lo importante desde el punto de vista factual, es que una devaluación sostenible del peso frente al dólar o frente a una canasta de monedas en realidad implica generar mayores fuentes de empleo, gracias a la mejor posibilidad exportadora del país, mientras que el conjunto de los trabajadores bien podrían mantener su poder adquisitivo intacto, pues el grueso de la canasta de consumo está constituida por bienes no transables.

El costo de la vivienda, de los alimentos básicos, de los servicios locales mantienen su valor en presencia de devaluaciones consistentes con una meta de inflación baja, como la que viene cumpliendo el Banco de la República. Obviamente que si la política monetaria se desborda y la devaluación nominal intenta compensarla, se generará una espiral inflacionaria que inclusive afectaría el costo de los bienes no transables (especialmente el de los servicios públicos). Pero esto es bien diferente de la afirmación ligera de que la flotación de la tasa de cambio (o de cualquier sistema que no sea de paridad dura) resta poder adquisitivo a los trabajadores; no necesariamente es la situación si estos gastan en pesos. Las estadísticas disponibles nos indican que el grueso de los trabajadores y de la clase media colombiana no mercan en “Coral Gables”, luego lo que importa para medir su poder adquisitivo es la relación salarios/precios en pesos, relación que, repito, se ha venido comportando de manera estable.

IV. La Flotación Cambiaria: 1998-2001

Durante el segundo semestre de 1998, la crisis internacional, desatada inicialmente en Asia, se extendió a Rusia y Brasil, generando serias turbulencias cambiarias y monetarias sobre toda América Latina. Colombia no fue la excepción. De una parte, se produjo un marcado deterioro de los términos de intercambio con el exterior y una reducción en los flujos de capital hacia la región. De otra parte, y como resultado de este ambiente internacional, se observó un alza pronunciada en las tasas de interés internas, la cual se vio agravada por la estrategia de defensa del sistema de bandas cambiarias.

En Colombia, dichas bandas cambiarias fueron ajustadas en Septiembre de 1998 y nuevamente en Junio de 1999, lo cual, si bien permitió una importante depreciación real del peso frente al dólar, implicó algunas pérdidas de reservas internacionales. El régimen de bandas cambiarias reptantes se abandonó a favor de uno de flotación a partir de Septiembre de 1999 (ver gráfico 4), después de haberlo hecho Brasil en enero y Chile en agosto de este año. Mayores detalles en Banco de la República (1999 y 2000).

Estos factores adversos arrojaron un magro crecimiento del producto real en Colombia durante el año 1998, de tan solo un 0.6%, y una grave contracción del producto en -4.3% real durante 1999. Esta fase de dificultades para América Latina perduró durante 1999, cuando el crecimiento fue nulo. En el 2000, Colombia creció 2.8% real, ligeramente por debajo de la cifra esperada, al tiempo que la región creció dinámicamente, a un ritmo ligeramente superior al 4% real.

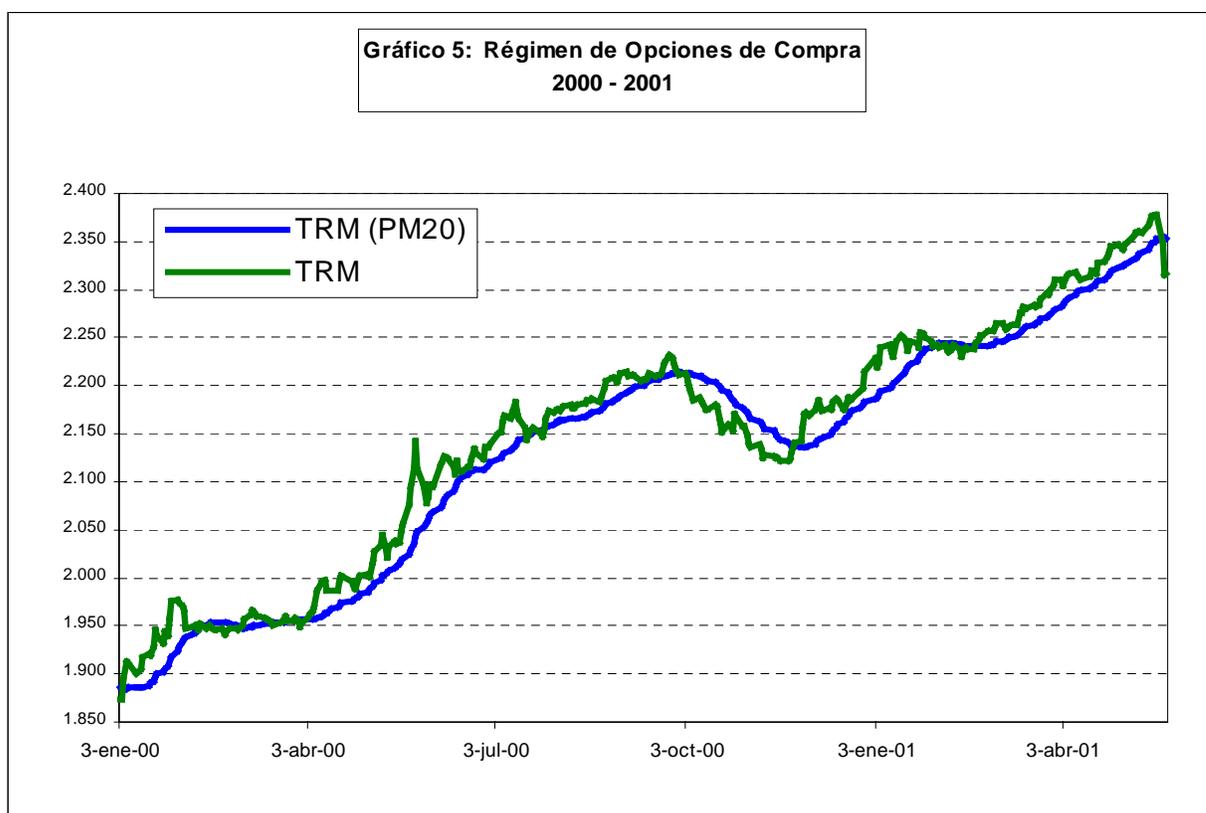
Latinoamérica ha vuelto a experimentar dificultades durante la primera mitad del año 2001, pronosticándose una reducción en el crecimiento cercano a un punto, con lo cual difícilmente se superaría el 2.5% real. Sin embargo, las economías que mejor han sorteado esta desaceleración son las exportadoras, especialmente las de petróleo, gracias al sostenimiento de su precio a nivel internacional, mientras que las mas afectadas han sido aquellas con regímenes de tasa de cambio fija, ya que se les ha transmitido buena parte de la desaceleración de las economías avanzadas.

V. El Régimen de Opciones en Divisas

Como dijimos, un factor que contribuyó de manera decisiva a la consolidación de las cuentas externas ha sido el buen desempeño que ha mostrado el nuevo régimen de flotación cambiaria. A partir del mes de diciembre de 1999 se puso en marcha un sistema de reglas de intervención cambiaria, claras, transparentes y de aplicación general (incluyendo a la Tesorería General de la República y a todas las empresas estatales). Estas reglas operan a través de dos mecanismos:

1. El Régimen de Opciones para Acumular Reservas Internacionales. Si la tasa representativa de mercado (TRM) se ubica por debajo del promedio móvil de 20 días de la

TRM, entonces los bancos que hayan ganado en las subastas de opciones podrán ejercer sus derechos. El Banco de la República está en la obligación de adquirir dichas divisas que ofrecen los bancos, pagando la prima establecida en dicha subasta, en ofertas que han fluctuado entre los US\$30-200 millones por mes, según determinación del Banco de la República. Como se observa en el cuadro 1 y en el gráfico 5, el total de opciones ejercidas ha sido cercano a los US\$700 millones durante el periodo 1999-2001 (Mayo), monto que equivale al 7.6% de la Reservas Internacionales Netas que tiene el país a la fecha (unos US\$9,200 millones). Este valor es significativamente inferior al 35% que ha acumulado México a través de este mecanismo desde que lo instauró en 1995. Aparentemente, en el caso de México este mecanismo ha cumplido su cometido, pues se ha anunciado que se suspenderá a partir del mes de Julio de 2001.



Cuadro 1: Opciones de Divisas
(Millones de Dólares y Porcentajes)

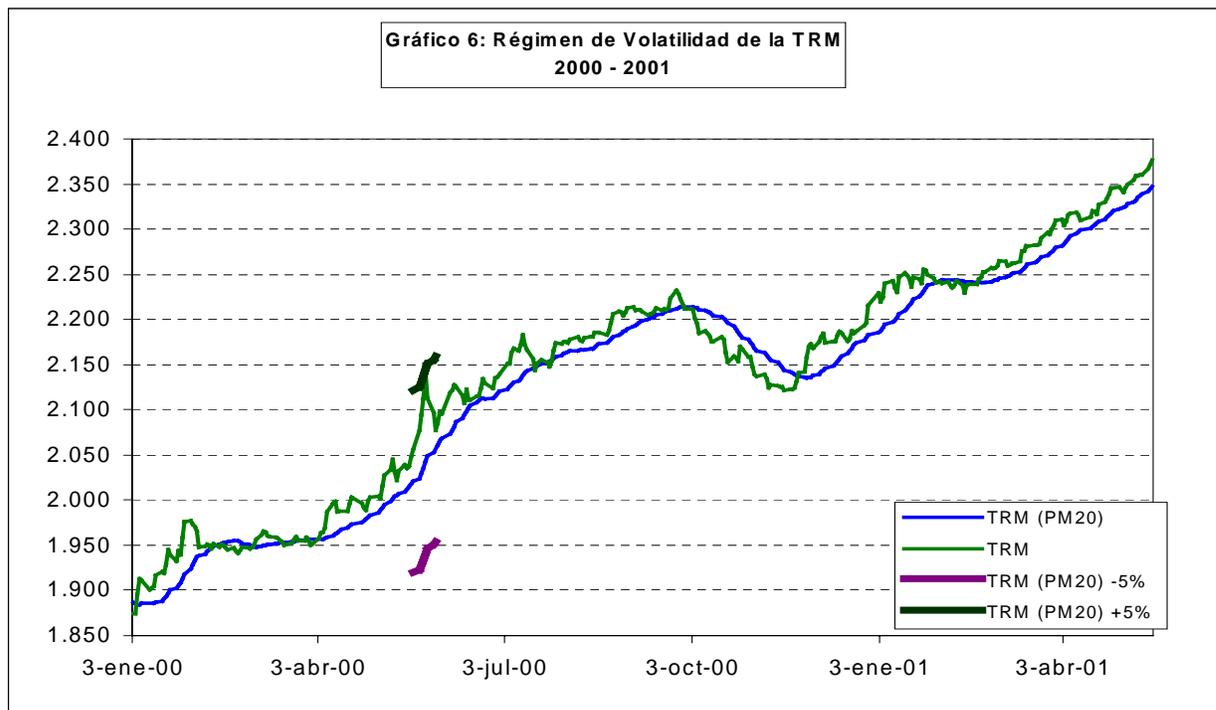
I. Opciones para Acumular Reservas Internacionales

	Colombia (1999-2001)	México (1995-2001)
Regla de Disparo	TRM < PM-20 Días	TRM < PM-20 Días
Monto de Opciones Ofrecidas	US\$ 30 – US\$ 200	US\$ 250
Total de Opciones Ejercidas	US\$ 698	US\$12,000
Reservas Internac. Netas (RIN)	US\$ 9,200	US\$ 34,000
Opciones Ejercidas / RIN	7.6 %	35 %
RIN / Total Amortizaciones	1.0	1.2

II. Opciones para Enfrentar Volatilidad

	Colombia (1999-2001)	México (1995-2001)
Regla de Disparo	TRM \pm 5% PM-20	TRM > 2% TRM_{t-1}
Monto de Opciones Ofrecidas	US\$ 120	US\$ 200
Total Opciones Ejercidas	-----	US\$ 1,950

2. Régimen de Opciones para evitar la volatilidad del tipo de cambio. Si la TRM resultare inferior o superior en más de un 5% respecto al promedio móvil de 20 días de la TRM, el Banco de la República procederá a comprar/ofrecer hasta US\$120 millones en el mercado con el fin de controlar dicha volatilidad (ver cuadro 1). Este mecanismo no se ha utilizado hasta la fecha (ver gráfico 6), mientras que en México implicó ofrecer en el mercado casi US\$1,950 millones durante los años 1995-2001, pero allí la regla es menos fuerte, pues opera con alzas de tan solo el 2% sobre el día anterior.



Como se ve, este es un régimen cambiario de flotación limpia, con reglas claras y transparentes, el cual ha sido bien recibido por el mercado. Estos mecanismos han cumplido bien su cometido de ayudar a acumular reservas internacionales a precios razonables, en presencia de una volatilidad cambiaria moderada.

VI. Conclusiones

En esta nota hemos explicado la racionalidad y los mecanismos operativos del régimen de flotación que, desde Septiembre de 1999, adoptó el Banco de la República. La conclusión fundamental es que, gracias a esta creciente flexibilidad cambiaria de finales de los años

noventa y al ajuste fiscal adelantado simultáneamente, Colombia ha logrado reducir su inflación a tasas inferiores a un dígito, manteniendo una tasa de cambio real mas competitiva.

En momentos en que la política monetaria, en un ambiente de flotación cambiaria, ha empezado a dar resultados alentadores para Colombia en materia de control de la inflación y, de superación de los riesgos sistémicos del sector financiero, resultaría necio renunciar a ella por el prurito de adoptar una formula de fijación de la tasa de cambio que ha sido el resultado desesperado de países que cayeron en serios problemas de hiperinflación.

No obstante, es claro que el manejo monetario requiere extremada prudencia, pues ni este ni el régimen cambiario pueden llegar a sustituir las tareas de ajustes estructurales que se deben continuar adelantando en el frente fiscal. En Colombia, el conjunto de las políticas macroeconómicas se encuentra en una posición ideal para consolidar la sostenibilidad fiscal y externa, en un ambiente de mayor crecimiento, lo cual no implica que el país pueda aislarse de las fluctuaciones propias del ciclo mundial, tal como ha ocurrido en los años 1998-2001.

Referencias

Banco de la República (1999) Informe Adicional al Congreso de la República (Octubre).

Banco de la República (2000) Informe al Congreso de la República (Marzo).

Blecker, R. A. (1992) Beyond the twin Déficits (Economic Policy Institute, M.E. Sharpe,).

Clavijo, S. (2001) “Viabilidad de la Deuda Externa Colombiana” Borradores de Economía (Banco de la República, No. 179, Mayo).