

# En defensa del marco actual de política cambiaria

José Darío Uribe E.<sup>1</sup>

## 1. Preliminares

La economía colombiana ha logrado grandes avances en lo que va corrido del siglo XXI. La tasa de inversión en capital físico se ha más que duplicado. La inversión extranjera directa se ha multiplicado por seis y la de los colombianos en el exterior, que en 2000 era casi insignificante, un decenio después superó los US\$ 6000 millones. Las exportaciones e importaciones han crecido de manera acelerada a partir de 2003 y el coeficiente de apertura, medido como la suma de las exportaciones e importaciones como proporción del PIB, ha subido más de cinco puntos porcentuales.

En otras palabras, Colombia es un país que está invirtiendo e insertándose rápidamente en la economía internacional, tanto a través del comercio como de la inversión. Ello ha contribuido a impulsar el crecimiento económico, a la generación de empleo y a reducir los niveles de pobreza. Entre 2002 y 2011, el crecimiento del PIB per cápita anual promedio fue aproximadamente de 3.2%, cifra superior a la observada en las décadas del 90 y 80 y similar a la de los años 70s. Así mismo, la tasa de desempleo, que comenzó la década pasada en casi 20%, terminó 2011 en 10%, y los niveles de pobreza también han caído en años recientes. Estos son, sin duda, logros significativos, producto de acciones de política y el aprovechamiento de condiciones externas favorables.

La mayor integración de la economía colombiana en la economía mundial no solo es fuente de mayor crecimiento del producto y el empleo; también lo es de una mayor volatilidad. Los precios internacionales de las exportaciones son volátiles. Las elasticidades de corto plazo de la oferta y la demanda de los bienes básicos son bajas, con lo cual cambios en cualquiera de estas variables generan fuertes fluctuaciones en sus precios. Lo mismo ocurre con los flujos de capital, que entran a los países en grandes cantidades y posteriormente salen, en algunas oportunidades, de manera súbita. El crecimiento mundial depende cada vez más del comportamiento de las economías emergentes, las cuales, con excepción de lo ocurrido en años recientes, son más volátiles.

La volatilidad de las variables externas afecta, directamente, el ingreso nacional, las exportaciones y las importaciones, las cuentas fiscales y la disponibilidad y el costo del

---

<sup>1</sup> Gerente General del Banco de la República. Documento basado en la presentación del Seminario Debate de Coyuntura Económica, ¿Qué hacer con la apreciación del peso?, organizado por FEDESARROLLO, el 31 de mayo de 2012 en Bogotá.

endeudamiento externo e, indirectamente, el gasto agregado, el PIB, el empleo, la tasa de interés y la tasa de cambio. Dicha volatilidad podría reducirse, o incluso eliminarse, cerrando la economía al resto del mundo. Sin embargo, se perderían los enormes beneficios derivados de la inserción en la economía mundial, por lo cual ésta no es una opción responsable. Después de la Segunda Guerra Mundial, todos los países que han logrado salir de la pobreza, o lo están haciendo de manera acelerada, se han integrado en la economía mundial.

Lo que hay que hacer es diseñar un marco de políticas macro y micro económicas que facilite el ajuste de la economía a los cambios en las condiciones externas. Como veremos a continuación, el país ha hecho enormes avances en el campo macroeconómico y cuenta con un marco de políticas que ha permitido reducir significativamente la volatilidad del producto y la vulnerabilidad externa. Recordemos que, por ejemplo, de las economías grandes de la región, Colombia fue la que mejor respondió a los retos provenientes de la crisis internacional de 2008 y 2009, a pesar de haber recibido un choque externo negativo adicional con el cierre del comercio con Venezuela en 2009. En este marco, la flexibilidad cambiaria juega un papel fundamental.

## **2. Credibilidad, flexibilidad cambiaria y política monetaria contra-cíclica**

El marco de política macroeconómica que ha desarrollado el país en lo corrido de este siglo, y en el que se plasmaron las lecciones de la experiencia de los años 90s, está compuesto, además de la profundización de la inserción internacional (incluyendo los TLCs), de una política fiscal responsable, de una regulación y supervisión financiera eficiente y de una estrategia monetaria de inflación objetivo. En esta estrategia, la política monetaria tiene por objeto mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones económicas a través de acciones contra-cíclicas. Asimismo, busca contribuir a la estabilidad financiera mediante el control de excesos de endeudamiento y toma de riesgo.

La credibilidad del banco central es fundamental en el esquema de inflación objetivo. Si el banco central no es creíble, un choque que genere una devaluación fuerte de la moneda local y una caída del producto probablemente llevará a que, si el banco reduce y mantiene baja la tasa de interés, la devaluación se traslade rápidamente a la inflación y el país entre en una espiral inflacionaria (ej. Ecuador 199). O, por el contrario, si el banco contiene la devaluación vendiendo reservas y restringiendo la oferta monetaria, las tasas de interés aumentarán y acentuarán la desaceleración de la economía. La credibilidad es un elemento central de una política monetaria contra-cíclica y se gana cumpliendo la meta de inflación y actuando oportunamente para corregir desviaciones de la misma.

La flexibilidad cambiaria también es fundamental. Además de dar autonomía al banco central para alcanzar sus objetivos de inflación y suavización del producto, los movimientos de la tasa de cambio contribuyen a amortiguar los choques que recibe la economía. En Colombia, los choques más significativos son de origen externo e involucran los precios internacionales y la demanda de nuestras exportaciones, así como la disponibilidad y el costo del endeudamiento externo. Por ejemplo, puesto que el petróleo es el principal producto de exportación de Colombia, una caída fuerte de su precio internacional (y la misma lógica aplica de manera inversa si sube) baja el ingreso nacional y, con él, el gasto agregado. Además, disminuye el precio de la gasolina. Sin embargo, en la medida en que el peso se deprecia al mismo tiempo, la devaluación modera los efectos negativos iniciales sobre el gasto, el producto y los precios. La tasa de cambio flexible sirve, entonces, de amortiguador.

En resumen, la credibilidad y la flexibilidad cambiaria son pilares fundamentales del marco de política monetaria contra-cíclica. Cuando la economía recibe un choque externo negativo que disminuya el ingreso nacional, el gasto y los precios, el banco central reduce la tasa de interés para impulsar la demanda interna y estimular la actividad productiva y el empleo. La reducción de la tasa de interés, a su vez, viene acompañada de la devaluación real de la moneda local, lo cual favorece la actividad económica de los sectores transables. Asimismo, cuando la economía recibe un choque externo positivo que eleva el ingreso nacional, el gasto agregado y el endeudamiento, el banco central sube la tasa de interés y contribuye a la suavización del ciclo económico. En este caso, el incremento de la tasa de interés es moderado por los efectos de la apreciación de la moneda local sobre la actividad económica y los precios.

Las bondades de este esquema contrastan con las debilidades y vulnerabilidades que surgirían en Colombia de limitar fuertemente la volatilidad de la tasa de cambio con el uso de instrumentos monetarios. La defensa de un nivel específico de tasa de cambio desembocaría, como lo hemos aprendido de experiencias propias y ajenas, en políticas monetarias pro-cíclicas. Esto sería a todas luces inconveniente. Asimismo, la búsqueda de la estabilidad de la tasa de cambio mediante la intervención masiva no esterilizada reduce las tasas de interés e inunda la economía de liquidez, alimentando excesos crediticios y burbujas en precios de activos. Esto, junto con los indeseados descalces de monedas y plazos propios de sistemas de tipo de cambio fijo o semi-fijo, crea tensiones y vulnerabilidades financieras que, de no ser controladas, terminan en profundas crisis. Por último, si la intervención cambiaria masiva es esterilizada, ella viene acompañada de altos costos cuasi fiscales que, más temprano que tarde, hacen insostenible la estrategia.

### **3. Revaluación, sectores transables y competitividad**

La flexibilidad cambiaria es fundamental para el buen funcionamiento de economías como la colombiana, pequeñas, abiertas, productoras de bienes básicos y con fuertes rigideces en su mercado laboral y en sus finanzas públicas. Sin embargo, frente al auge externo que están teniendo en Colombia los sectores minero-energéticos, algunas ramas de la industria manufacturera y el sector agropecuario están perdiendo competitividad por la apreciación real del peso. ¿Qué hacer para que esos sectores transables que no están en “bonanza”, mantengan o incluso aumenten sus niveles de competitividad?

Lo primero es identificar correctamente los orígenes de la apreciación de la moneda. En Colombia, la apreciación real del peso se explica principalmente por dos tipos de factores. Los primeros están asociados a la expansión del sector minero-energético. Colombia cada año produce más petróleo y minerales y los precios internacionales de estos productos han crecido de manera significativa a partir de 2004. Esto aumenta el valor de las exportaciones de dichos bienes y atrae grandes flujos de inversión extranjera para su explotación, elevando la oferta de divisas y apreciando el peso.

Los segundos están asociados a los enormes avances macroeconómicos descritos a comienzos de la presentación. Colombia ha disminuido la vulnerabilidad de sus finanzas públicas al reducir su nivel de deuda como proporción del PIB y cambiar la composición de monedas de la misma. Cuenta, además, con un sistema financiero sano. En contraste, la posición fiscal y el sector financiero de economías avanzadas se han deteriorado fuertemente. En estas circunstancias, el atractivo de los activos colombianos aumenta y su riesgo relativo se reduce y se mantiene bajo por largo tiempo. En consecuencia, el peso se valoriza.

Estos factores no son fenómenos de corto plazo que pueden ser controlados o compensados única, o principalmente, con medidas cambiarias o monetarias. Como lo he dicho en múltiples oportunidades, se requiere acciones decididas y perdurables del sector público y del sector privado que incrementen el ahorro macroeconómico, reduzcan costos (aumenten productividad) y agreguen valor (innovación). Estos son temas profundos, ciertos y perdurables, que contrastan con el énfasis de varios sectores de opinión en temas cambiarios y monetarios, cuyos efectos en este campo son inciertos y transitorios.

Más específicamente, el ahorro macroeconómico debe aumentar y financiar con recursos internos una proporción creciente de la inversión. De esta forma, la necesidad de ahorro externo se reduce y, con ella, la oferta de divisas y la revaluación. Como se espera y conviene que la tasa de inversión se mantenga alta por un período prolongado, también se requiere que el ahorro interno aumente de manera sostenida y significativa.

Adicionalmente, con el fin de moderar la volatilidad de la economía ante choques exógenos, se necesita que el ahorro interno tenga un componente pro-cíclico importante

(aumente en “boom” y viceversa). Así pueden ser moderados los excesos de gasto y crédito que tienden a generarse en fases de expansión económica. El efecto benéfico de esto es una menor variabilidad del producto y el empleo y una menor volatilidad cambiaria. Por ejemplo, en períodos de términos de intercambio altos y fuertes entradas de capitales es usual que la demanda interna y el crédito local crezcan rápidamente y la moneda local se aprecie en términos reales. Un aumento del ahorro en esta situación modera el crecimiento del gasto y reduce las entradas netas de capitales, mitigando la revaluación.

Varias acciones de política fiscal recientes, como la reforma de las regalías y la conformación de fondos de ahorro y estabilización, apuntan en esta dirección. La definición de los parámetros y detalles de la regla fiscal son un paso fundamental en ese sentido.

Asimismo, para compensar la pérdida de competitividad en sectores transables resultante de la apreciación real del peso, son necesarias acciones del sector privado y público que reduzcan los costos de producción (aumenten productividad) y agreguen valor (innovación). En lo que compete al Estado, todo lo que promueva mejoras a la productividad general de la economía a distintos plazos es fundamental. Acciones realizadas por el actual Gobierno Nacional, dirigidas a reducir los aranceles sobre las importaciones de bienes intermedios y de capital, y bajar los sobrecostos en la provisión de energía, disminuyen los costos de producción en el corto plazo y aumentan la competitividad de las empresas. El desarrollo de la infraestructura de transporte tendría efectos positivos a mediano plazo, y la mejora de la calidad de la educación y la salud son indispensables para subir la productividad a largo plazo.

El Estado puede también favorecer la innovación y la adopción de mejoras tecnológicas por parte del sector privado mediante la eliminación de privilegios y barreras a la competencia. En la última década se ha registrado un salto en la inversión y una mejora tecnológica en varios sectores. El reto es profundizar ese proceso.

#### **4. El papel del Banco de la República**

¿Cuál es la contribución del Banco de la República en este contexto? Como se mencionó inicialmente, la principal contribución de la política del Banco consiste en el mantenimiento de una tasa de inflación baja y estable, la suavización de las fluctuaciones económicas a través de una política contra-cíclica y la contribución a la estabilidad financiera mediante el control de descalces y de excesos de apalancamiento.

Esto no implica que el Banco sea indiferente ante los movimientos de la tasa de cambio. Todo lo contrario. Los movimientos de la tasa de cambio afectan el crecimiento del producto y su composición, e inciden sobre la inflación y las cuentas externas. Por

ejemplo, una apreciación sostenida atenúa las presiones inflacionarias, directamente al abaratar los productos importados, e indirectamente a través de su efecto en la demanda de productos locales y la brecha del producto. Estos efectos se incorporan en nuestro marco analítico y en el proceso de toma de decisiones de política monetaria, y tienden a mantener las tasas de interés en niveles más bajos que los que se observarían si se estuviera presentado un fenómeno sostenido de devaluación.

Adicionalmente, el Banco de la República ha intervenido activamente en el mercado cambiario. De hecho, hoy el país cuenta con un nivel de reservas internacionales más de tres veces superior al que tenía hace menos de una década. Actualmente está comprando, con el compromiso de hacerlo en montos diarios mínimos de US\$ 20 millones hasta, al menos, el 2 de noviembre de 2012. Las compras de reservas siempre parten de análisis cuidadosos de costo y beneficios, y de oportunidad, siendo responsables con el país e incorporando el hecho que la esterilización de la acumulación de reservas cuesta (en la actualidad, cerca de \$9000 millones por cada US\$ 100 millones comprados).

Además, nunca se hacen compras de reservas internacionales en magnitudes y formas que erosionen la credibilidad y reputación del banco central, u obstaculicen en exceso el desarrollo de segmentos importantes del sistema financiero. Lo primero, como vimos antes, dificultaría el logro de los objetivos de la política monetaria. Lo segundo se presentaría si la esterilización de grandes compras de reservas se lleva a cabo mediante medidas que repriman al sistema financiero o encarezcan su labor de intermediación, como los encajes, por ejemplo. Esto dificultaría el acceso de una gama amplia de la población a los servicios financieros, con efectos negativos sobre la equidad y la eficiencia, e impediría o retrasaría el desarrollo de un sistema financiero que pueda absorber eficientemente las fluctuaciones en los flujos externos.

El Banco de la República ha intervenido en el mercado cambiario para tener reservas internacionales en niveles que garanticen los pagos internacionales del país y minimicen su vulnerabilidad ante choques externos. Adicionalmente, lo ha hecho para corregir desalineamientos de la tasa de cambio (ésta es el precio de un activo) o moderar episodios de volatilidad cambiaria excesiva (en especial, de turbulencia financiera). El Banco es consciente de que movimientos bruscos o tendencias injustificadas de la tasa de cambio son costosos, y que en esas circunstancias las acciones del Banco suelen ser efectivas. La intervención es esterilizada en una magnitud tal que sea coherente con el logro de las metas de inflación y de suavización del ciclo económico.

Desde junio de 2008, y después de haber empleado diversas formas de intervención, el Banco ha acumulado reservas internacionales cercanas a los US\$10.000 millones mediante la compra preanunciada de montos fijos diarios, hasta el momento de US\$ 20 millones. Anteriormente habíamos aprendido que intervenciones grandes y discrecionales generan

dudas sobre la defensa de un nivel específico de tasa de cambio, y atrae ataques especulativos. Con base en la experiencia nuestra, y de otros países (Israel y Chile), consideramos que, hasta ahora, el esquema de compras diarias preanunciada es el más efectivo y el de menor costo.

Por último, el funcionamiento del esquema monetario y cambiario del Banco de la República se basa en medidas regulatorias permanentes de los descalses de monedas y de liquidez en moneda extranjera de los intermediarios financieros. Esto es fundamental para garantizar un grado de flexibilidad cambiaria tal que permita la operación de una política monetaria contra-cíclica. Igualmente, en algunas ocasiones, cuando se han acumulado riesgos de liquidez, apalancamiento excesivo o descalce de monedas del sector real, el Banco ha recurrido a controles de capitales temporales en la forma de requisitos de depósitos no remunerados sobre el endeudamiento externo.

## **5. Resumen y conclusión**

Colombia se ha beneficiado enormemente de la inserción en la economía mundial, la cual no solo es fuente de crecimiento sino también de mayor volatilidad. Dicha volatilidad no puede eliminarse sin sacrificar los beneficios de la integración a la economía mundial. La opción que tienen economías pequeñas, abiertas y productoras de bienes básicos, como Colombia, es diseñar políticas macro y microeconómicas que mitiguen la volatilidad y faciliten los ajustes a cambios en condiciones externas. Eso es lo que ha hecho el país en lo corrido de este siglo, desarrollando un marco de políticas fiscal, financiera y monetaria que ha dado inmensos frutos.

Para maximizar el crecimiento del PIB y el empleo que sea sostenible es fundamental un Banco Central que pueda ejecutar políticas monetarias contra-cíclicas, lo cual requiere flexibilidad cambiaria y credibilidad. Para enfrentar presiones persistentes a la revaluación es fundamental el aumento del ahorro, tanto público como privado... Así mismo, se requieren acciones microeconómicas que reduzcan costos (aumenten productividad) y agreguen valor (innovación).

El BR incorpora los movimientos de la tasa de cambio en su instrumental de análisis y de acciones de política, interviene en el mercado cambiario, ha establecido una regulación cambiaria permanente que facilita la operación de una política monetaria contra-cíclica y ha impuesto controles temporales a los flujos de capital. La compra pronunciada de dólares en montos fijos diarios ha sido hasta el momento la forma de intervención más efectiva. La intervención debe ser esterilizada y cuesta.

En síntesis, durante lo corrido del siglo hemos sido exitosos en diseñar un marco macroeconómico que ha permitido reducir significativamente la volatilidad del producto y la vulnerabilidad externa. Defendámoslo y perfeccionémoslo en las áreas donde el avance ha sido menor. En el campo de la política monetaria y cambiaria el progreso ha sido enorme.