

COLOMBIA: DE LA CERTIDUMBRE A LA INCERTIDUMBRE CAMBIARIA

Ramiro Restrepo Uribe*

RESUMEN

La economía colombiana pasó de un régimen cambiario de estabilidad a uno de inestabilidad en el que priman las fuerzas de demanda en el mercado cambiario en el contexto de una alta velocidad de los flujos internacionales de capital financiero.

La banda cambiaria no se pudo sostener debido al deterioro de los indicadores de solvencia internacional, a las dificultades para el ajuste fiscal, a los abruptos cambios adoptados por el Banco de la República en pos de sostenerla.

ABSTRACT

The Colombian economy went from an exchange regime of stability to one of instability in which the demand forces of the exchange market are first in the context of a high speed of the international financial capital flowing.

* Profesor de la Universidad Nacional de Colombia, Sede Medellín. Facultad de Ciencias Humanas y Económicas, Departamento de Economía.

The exchange stripe didn't stay because of the damage of international solvency index, the difficulties in the fiscal adjustment and the abrupt damages made by the Banco de la República to keep the stripe exchange.

Colombia gozó de un régimen cambiario sin incertidumbre (por lo menos bastante previsible) desde 1967 hasta 1990. El sistema de devaluación "gota a gota" acordado con el F.M.I. en 1967 proporcionó una guía para los exportadores e importadores, para el manejo de la deuda pública internacional, el manejo de las Reservas Internacionales del país y para el manejo del tipo de cambio real sin traumatismos para la economía colombiana. Pero vinieron tiempos de cambio y la modificación del régimen cambiario introdujo las incertidumbres propias de la franja cambiaria y de la libre flotación en las que entró el país en la década de los noventas. (Krugman, 1991, 1997; Requeijo, 1997; Gámez y Torres, 1997).

La Ley 9ª de 1991 flexibilizó las transacciones externas, dio inicio al desmonte del control cambiario y autorizó la apertura de cuentas corrientes en moneda extranjera para el manejo de los flujos monetarios provenientes de las operaciones económicas internacionales. Se operativizó el mercado como mecanismo de fijación del tipo de cambio. En una economía internacionalmente débil como lo es la economía colombiana, se introdujo la inestabilidad cambiaria.

El crecimiento de las Reservas Internacionales, que se produjo como consecuencia de las bajas tasas de interés internacionales, la amnistía a la repatriación de capitales, la flexibilización al endeudamiento privado internacional y el retardo de las importaciones ante las expectativas de una apertura comercial más radical, obligó a reforzar los certificados de cambio como instrumentos de contracción monetaria y como instrumento regulador de la tasa de cambio nominal.

Desde 1991 el Banco de la República como autoridad monetaria quedó investido de autonomía para intervenir el mercado cambiario y para modificar el régimen de cambios que había sido tan positivo para la economía colombiana desde 1967⁽¹⁾.

FRANJA CAMBIARIA Y FLEXIBILIDAD MONETARIA

En 1994 (Resolución externa 2/94) se implementó la “franja cambiaria” con el fin de sostener el tipo de cambio real de acuerdo con las metas de inflación y tener flexibilidad monetaria con base en corredores monetarios también compatibles con las metas de inflación acordadas por el Banco de la República.

El manejo de la banda cambiaria antepuso la política antiinflacionaria al tipo de cambio real y condujo a la revaluación real del peso colombiano, tal como se muestra en el siguiente cuadro.

CUADRO 1. Índice de tasa real del peso colombiano. Comercio total. (Base promedio geométrico: 1994 = 100)

	(1)	(2)
1995	101,95	99,07
1996	91,99	91,02
1997	87,31	86,31
1998	94,54	92,68
1999	104,74	102,76

(1) Deflactado con Índice de Precios al Productor.

(2) Deflactado con base en Índice de Precios al Consumidor.

Fuente: *Revista Banco de la República*. Enero del 2000.

Aunque los objetivos de una banda cambiaria son fijar límites a la volatilidad de los tipos de cambio y directrices para el sostenimiento del tipo de cambio real, los cuales no se cumplieron, podemos plantear de todas maneras que la banda funcionó adecuadamente hasta 1998 gracias a las siguientes razones⁽²⁾:

1. El crecimiento de la inversión extranjera directa.
2. El gran auge del endeudamiento internacional público y privado.

3. Las limitaciones (encajes) impuestas al flujo de capitales internacionales de corto plazo hacia el país.
4. La credibilidad en la defensa de la banda por el Banco de la República.

El cuadro 2 proporciona información clara al respecto.

CUADRO 2. Colombia: Capital de corto plazo, capital de largo plazo, variación de reservas internacionales y saldo de reservas internacionales 1993-1998. (Millones de US\$)

	(1)	(2)	(3)	(4)
1993	—			
1994	1.295	3.494	194	8.104
1995	1.192	3.032	(4)	8.447
1996	870	7.503	1727	9938
1997*	398	9.214	2774	9.908
1998**	(407)	5.024	(1390)	8.740

(1) Pasivos de corto plazo.

(2) Pasivos de largo plazo.

(3) Variación de reservas internacionales netas.

(4) Saldo de reservas internacionales netas.

* Provisional.

** Estimado.

Fuente: *Revista Banco de la República*. Enero 2000.

Según los datos anteriores, 1998 marca un punto de inflexión en el panorama financiero internacional de Colombia que es determinante para inestabilidad cambiaria.

Aunque la crisis política que vivía el país en su momento es una variable clave en la formación de expectativas sobre el funcionamiento cambiario, no podemos considerarla como la fundamental para analizar el derrumbe de la franja cambiaria en Colombia. Un clima político malsano es un telón de fondo, pero los

indicadores económicos son más fundamentales en las decisiones de los agentes sobre todo en un contexto internacionalmente tan interdependiente como el actual y donde la inestabilidad financiera se transmite a velocidades asombrosas como lo mostraron las crisis de las economías asiáticas en el ocaso del Siglo XX⁽⁴⁾.

MÁS ALLÁ DE LA CRISIS POLÍTICA

Como ya lo advertimos no vamos a excluir el escenario político vivido por el país en la administración Samper, pero insistimos en que lo fundamental para la evolución del tipo de cambio en Colombia desde 1998 y el derrumbe del sistema de banda cambiaria es el escenario económico.

El mercado cambiario en Colombia experimentó una presión devaluacionista desde abril de 1999. Tal presión no fue un acontecimiento fortuito. Veamos algunos elementos que la explican:

- Como se muestra en el cuadro 2, algunos indicadores de solvencia internacional se deterioran fuertemente en 1998.
- El país fue deteriorado en las calificaciones de riesgo internacional, lo cual le implicó aumentos de los spread sobre los bonos del Tesoro Norteamericano y elevación del costo del financiamiento internacional tanto para el sector público como para el sector privado, además de las dificultades para la obtención.
- Las crisis de las economías asiáticas, y su repercusión en Rusia y Brasil, mermaron la confianza de los inversionistas internacionales en las "economías emergentes". Fue así como Colombia vio disminuidos los fondos de inversión de capitales extranjeros, quienes migraron en pos de alternativas de menor riesgo.
- El alto déficit fiscal y sus dificultades de financiación retroalimentaron las expectativas sobre disminución de las reservas internacionales y minaron la confianza sobre la defensa de la banda cambiaria⁽⁵⁾.
- La aguda recesión de la economía colombiana y la extraordinaria elevación de las tasas internas de interés para defen-

der la banda cambiaria a costa del empleo y el crecimiento económico dieron otra señal de alarma al mercado cambiario sobre la insostenibilidad del sistema de banda cambiaria.

- Los estímulos a la devaluación dados desde el Ministerio de Hacienda alimentaron la presión sobre la demanda de dólares y retardaron el reintegro de las exportaciones.

EL MERCADO CAMBIARIO: MERCADO COMPLEJO

El cuadro 3 ilustra que en el mercado cambiario en Colombia predominan las fuentes de demanda de dólares y ello explica la presión devaluacionista aunque con ocasionales caídas marginales.

CUADRO 3. Colombia: Tasa Representativa de Mercado (\$/US\$) 2000-2001

FIN DE MES	AÑO	
	2000	2001
Mayo	2084,92	
Junio	2139,11	
Julio	2208,21	
Agosto	2212,26	
Octubre	2158,36	
Noviembre	2172,84	
Diciembre	2229,18	
Enero		2240,80
Febrero		2247,26
Marzo		2310,57
Abril		2346,73

Fuente: Banco de la República

Las fuentes de demanda que predominan son:

1. Los importadores que se anticipan a la devaluación.
2. Los deudores en moneda extranjera que prepagan obligaciones para amortiguar los costos financieros de la devaluación.

3. El sistema financiero que rota posiciones en el mercado de divisas ante la parálisis crediticia.
4. La alta emigración de colombianos.
5. La remisión de utilidades al exterior.
6. Los inversionistas internacionales en cartera que se enfrentan a un deterioro de su rentabilidad de acuerdo con la devaluación.
7. El servicio de la deuda internacional.

Para la economía colombiana el predominio de fuerzas económicas devaluacionistas tiene consecuencias complicadas sobre el manejo macroeconómico. Veamos:

1. Aún con disminución internacional de las tasas de interés se dificulta la baja de interés interna por el temor a una fuerte corrida de capitales internacionales.
2. Aunque la flexibilidad cambiaria da mayor autonomía para el manejo monetario, la presión devaluacionista dificulta la generación de liquidez puesto que ésta se puede utilizar para atacar el peso colombiano en vez de irrigarse productivamente.
3. El cumplimiento de las metas de inflación se deteriora por la transmisión de la devaluación a los costos de producción de los sectores que transforman materia prima importada.
4. Obliga a la Tesorería General de la Nación a intervenir en el mercado cambiario para monetizar anticipadamente reservas internacionales. Los anuncios del Ministerio de Hacienda le imprimen volatilidad al mercado cambiario en Colombia, contradiciendo así uno de los propósitos de la Junta Directiva del Banco de la República: "el control de los excesos de volatilidad de la tasa de cambio"⁽⁶⁾.

Por una concesión al formalismo, propongo la demanda de divisas en Colombia como:

$$D = aM + bS.D.I. + cL + dR + elc$$

M = Importaciones

S.D.I. = Saldo deuda internacional

L = Liquidez del sistema financiero

R = Remisión de utilidades al exterior

I_c = Saldo de Inversión de cartera

a, b, c, d, e son las respectivas elasticidades, que son dependientes del tipo de cambio esperado. De ello se deriva la complejidad de cualquier pronóstico sobre el tipo de cambio. Lo único garantizable es su volatilidad.

BIBLIOGRAFÍA

- BANCO DE LA REPÚBLICA. *Veinte años del Estatuto Cambiario*.
Revista *Banco de la República*. Enero del 2000.
- CÁRDENAS, Mauricio. *La tasa de cambio en Colombia*. Fedesarrollo, 1997.
- GÁMEZ, Consuelo y TORRES, José Luis. *Teoría Monetaria Internacional*. McGraw Hill, 1997.
- KRUGMAN, Paul. *De vuelta a la economía de la gran depresión*. Norma, 1999.
- KRUGMAN, Paul. *Inestabilidad de la tasa de cambio*. Norma, 1991.
- REQUEIJO, Jaime. *Estructura Económica Mundial*. McGraw Hill, 1997.

NOTAS

1. BANCO DE LA REPÚBLICA. *20 años del Estatuto Cambiario*.
2. Un planteamiento contrario se encuentra en Cárdenas (1997).
3. PERRY, Guillermo. "Los peligros de los consensos en el diseño de la política económica". En: *Inflación, Estabilización y Política Cambiaria en América Latina: Lecciones de los años Noventa*. Fedesarrollo, National Bureau Economics Research, Colciencias, Tercer Mundo. Enero, 1997.
4. KRUGMAN, Paul. *De vuelta a la Economía de la Gran Depresión*. Norma, 1999.
5. Los altos déficits primarios (Ingresos tributarios menos gastos netos de intereses) son señales que alimentan las expectativas de insolvencia para cubrir la deuda internacional y encarecen y dificultan el acceso al crédito. Por ello el gobierno y el Banco de la República recurrieron al acuerdo "extendido" con el Fondo Monetario Internacional para buscar reestablecer la confianza de los inversionistas financieros internacionales en la economía colombiana.
6. BANCO DE LA REPÚBLICA. Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República. Marzo de 2001. Para una verificación de la volatilidad ver en el mismo informe los gráficos 48 y 49, página 56.