

## INTRODUCCIÓN Y RESUMEN

En septiembre 25 de 1999 la Junta Directiva del Banco de la República decidió abandonar su compromiso de defender los límites de la banda cambiaria y escogió un sistema de libre flotación del tipo de cambio nominal. Esta decisión puede caracterizarse como la última fase de un proceso de flexibilización cambiaria que se inició en enero de 1994 cuando se abandonó el esquema de minidevaluaciones diarias y se introdujo el sistema de banda cambiaria deslizante, y continuó con el movimiento de la banda en septiembre de 1998 y el desplazamiento y la mayor amplitud de la misma en junio del presente año.

El paso del sistema de minidevaluaciones diarias al sistema de banda cambiaria se dio en la primera mitad de los años 90 cuando entraron a Colombia y a la mayoría de países latinoamericanos cantidades considerables de capitales en la forma de endeudamiento externo privado, de repatriación de capitales o de inversión extranjera directa. En contraste, los movimientos recientes de la banda cambiaria y su posterior eliminación se dieron en un ambiente de crisis económica internacional, con salidas de capitales y fuertes ataques especulativos y luego de varios años de intenso aumento en el gasto público, de déficit fiscal y de desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. La creciente flexibilidad cambiaria ha sido entonces la forma como el país ha venido acomodándose al aumento en el volumen y la movilidad de los capitales internacionales y a la imposibilidad de mantener un compromiso cambiario estricto en un ambiente de creciente desequilibrio fiscal y de rigideces en el gasto público.

Al igual que en otras economías, el movimiento hacia una mayor flexibilidad cambiaria no ha estado exento de controversia. Cuando se instauró el sistema de flotación dentro de la banda cambiaria, las críticas vinieron de quienes veían en la flexibilidad una fuente de apreciación real y una amenaza para el futuro exportador del país. Sin embargo, los argumentos a favor de la mayor flexibilidad eran claramente dominantes. Con ella se daba margen al Banco de la República para retomar gradualmente el control de los agregados monetarios y moderar así el exceso de demanda y la burbuja especulativa que se venía formando en el sector de bienes raíces. Además, la medida de dejar que la tasa de cambio pudiera moverse 14 puntos porcentuales entre los límites superior e inferior de la banda ayudó a moderar los flujos de capital e incentivó al sistema financiero y productivo a buscar mecanismos de cubrimiento del riesgo cambiario.

Este informe explica las razones que llevaron a la Junta Directiva a seguir una política gradual de liberación cambiaria. La idea central del documento es que la liberación definitiva de la tasa de cambio requería de un conjunto de condiciones previas que garantizaran la estabilidad macroeconómica y la efectividad y buen funcionamiento del nuevo sistema cambiario. En particular,

se argumenta que hasta hace poco la economía colombiana no cumplía con estos requerimientos por los fuertes desequilibrios macroeconómicos que registraba, la situación de incertidumbre asociada a la crisis económica internacional y el riesgo de tener una política monetaria en un ambiente de devaluación incontrolada y dominada por un desequilibrio creciente de las finanzas públicas y por deficiencias en el financiamiento del déficit fiscal. La liberación total de la tasa de cambio en estas condiciones habría llevado a episodios especulativos fuertes, con una presión alcista sobre las tasas de interés mayor que la requerida para mantener la banda cambiaria, efectos recesivos sobre la actividad económica y graves riesgos de un retroceso injustificado en el proceso de control inflacionario. Todo esto habría concentrado buena parte del ajuste en los grupos sociales más débiles y comprometido el crecimiento económico en el largo plazo.

Por su parte, la decisión de abandonar el compromiso de defender los límites de la banda cambiaria se tomó con base en una serie de consideraciones que permitían prever una transición más tranquila al régimen de flotación de la tasa de cambio. Entre estas se destaca la reducción en el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó de cerca de 8% del PIB en el primer trimestre de 1998 a menos de 2% del PIB al finalizar el primer semestre de 1999, los 25 puntos porcentuales de devaluación real registrados en los dos últimos años, el fortalecimiento del sistema financiero mediante los programas de capitalización y de reestructuración de deudas, la reducción de la inflación a tasas de un dígito y el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI). Este acuerdo, al ofrecer garantía a los mercados nacionales e internacionales que el país llevará a cabo las reformas necesarias para situar la economía en una senda de crecimiento sostenible, facilita el acceso a recursos internacionales de crédito y reduce de manera importante los riesgos que en otras condiciones habría tenido la liberación cambiaria.

Sin embargo, en este informe se argumenta que aún faltan algunas condiciones estructurales para que el nuevo régimen cambiario funcione eficientemente, por lo cual es urgente que el Congreso avance en la aprobación de las reformas estructurales a las finanzas públicas. Con la consolidación de estas reformas y el manejo del riesgo cambiario a través de los mecanismos propios del régimen de flotación, será posible fortalecer el papel de la política monetaria para lograr gradualmente que la inflación se estabilice en niveles cercanos a los internacionales. En este sentido, es claro que el país está en una coyuntura económica única que se debe aprovechar para romper, de una vez por todas, las ataduras de la indexación y los niveles de inflación que han impedido que el producto real crezca a tasas más dinámicas.

El resto del informe está dividido en cinco partes. A continuación se presenta una síntesis de las características comunes que exhiben los países antes y después de decidir o verse obligados a liberar la tasa de cambio. La experiencia internacional es útil para entender que la liberación cambiaria, puede tener efectos devastadores cuando la economía no cumple algunos requisitos mínimos de equilibrio y para tener una visión más amplia sobre la política seguida por la Junta Directiva en el pasado reciente.

La sección III analiza la política monetaria y cambiaria en 1998. Se comienza recordando algunas cifras básicas de la economía colombiana y el contexto internacional bajo el cual venía operando y termina comparando la política económica del país con la seguida por naciones que enfrentaron

ese año una situación similar a la nuestra. La sección muestra que Colombia fue, junto con México, el país que respondió a los efectos de la crisis internacional con una mayor flexibilidad cambiaria, sin perjuicio de lo cual en 1998 el país no tenía opción superior a una contracción del gasto agregado. El efecto final sobre la economía privada dependía en buena parte de la contribución del gasto público al ajuste.

La sección IV del documento evalúa lo ocurrido en el presente año hasta el abandono del sistema de banda cambiaria. De nuevo, se parte de una caracterización general de la economía a comienzos de 1999. Se hace énfasis en que la situación del sistema financiero y la evolución de las finanzas públicas llevaba a que una decisión de abandonar la banda cambiaria fuera de alto riesgo. Asimismo, se argumenta que el comportamiento de las tasas de interés en los primeros meses del presente año reflejaba una disminución de las expectativas de devaluación y una normalización de los flujos de liquidez que hacían innecesario asumir los riesgos de un cambio de política. Luego se describe el manejo específico de la política cambiaria, antes y después de la decisión del mes de junio de modificar la banda cambiaria, en el marco de un nuevo programa macroeconómico para lo que restaba de 1999 y para el año 2000. La sección termina con una lista de consideraciones básicas sobre las cuales se decidió el pasado 25 de septiembre abandonar el sistema de banda cambiaria.

La sección V describe los elementos básicos del esquema monetario vigente a partir de la flotación de la tasa de cambio. En ella se argumenta que el abandono de la banda no altera de manera significativa la forma como opera la política monetaria, excepto en que la hace más simple y transparente. Los mercados no deben entonces dudar sobre la existencia de un marco de referencia claro a partir del cual el Banco mueve sus instrumentos para lograr la meta de inflación. Sin embargo, existen algunos riesgos provenientes de eventuales necesidades de financiamiento interno del Gobierno que, de no lograr las metas fiscales acordadas con el FMI o no poder obtener el crédito externo requerido, pondrían en peligro la posibilidad de que las tasas de interés continúen la tendencia descendente que han logrado a lo largo del año. La sección finaliza con un análisis de los retos de la flotación y enfatiza los factores determinantes de la competitividad del país, los cuales dependen esencialmente de acciones del sector privado y de las entidades del Estado.

La sección VI responde a la pregunta de si la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario durante los dos últimos años “le costó al país millones de dólares”. Ella explica por qué la venta de divisas del Banco no significa para el país una pérdida de valor o de riqueza neta.