



Mitos y realidades de la política monetaria

¿Cuáles son las
ventajas de la
flotación cambiaria?



Bibiana Taboada



Mauricio Villamizar

¿Cuáles son las ventajas de la flotación cambiaria?

Escrito por Mauricio Villamizar y Bibiana Taboada

En este capítulo nos enfocamos en describir las ventajas y desventajas de la flotación cambiaria. Es decir, un régimen en el cual la tasa de cambio puede moverse y ajustarse libremente (y sin controles) ante las diferentes fuerzas y restricciones del mercado. Un punto fundamental en este análisis es la importancia del contexto, tanto doméstico como externo, que el país atraviesa. En muchos casos, aun si las ventajas predominan, puede ser insostenible la flotación cambiaria si no se cuenta con la credibilidad suficiente en la moneda (y en el banco central) y si el desarrollo financiero es aún precario.

Iniciamos con un recuento histórico de los diferentes regímenes cambiarios en Colombia. *A grosso modo*, la historia se puede resumir en cuatro grandes periodos:

- **1932-1967 “Sistema de tipos de cambio múltiples”**. El sistema de control de cambios durante esta época definía las restricciones, regulaciones y registros en el mercado de divisas. Este sistema cobró relevancia después de la ruptura mundial del sistema monetario internacional basado en el patrón oro, y para esto se creó la oficina de control de cambios, adscrita al Banco de la República. Este periodo incluye gran parte del acuerdo de *Bretton Woods*, en el cual los países solo podían devaluar sus monedas si había desequilibrios en sus fundamentales. Es decir, un sistema que reemplazaba el patrón oro por otro de paridades fijas pero ajustables.
- **1967-1991 “Crawling Peg”**. Tras el colapso del sistema de Bretton Woods, Colombia adoptó un sistema de pequeñas y controladas *mini*-devaluaciones (que se ajustaba día tras día), combinado con un control de cambios para evitar caídas en las reservas internacionales y evitar crisis cambiarias. De manera general, el *crawling peg* coincidió en su primera etapa con un relajamiento de los controles cambiarios y comerciales típicos de la década de los 60. Según Vargas (2010), este sistema retuvo las características principales de un régimen de tasa de cambio fijo.
- **1991-1999 “Bandas Cambiarias”**. Las bandas cambiarias se instauraron en un periodo de apertura económica, grandes reformas financieras y laborales y consolidación de un banco central autónomo e independiente. Bajo la constitución de 1991, el principal mandato del Banco fue el de preservar el poder adquisitivo de la moneda, y velar por el crecimiento económico sostenible. La motivación de las bandas se basó en reconocer la necesidad de un mayor campo de acción ante los fuertes choques externos del momento y la inviabilidad de la tasa de cambio como ancla principal de la política monetaria. De forma intuitiva, este periodo se puede entender como la transición entre un régimen de tipo de cambio fijo a uno flexible. Para la operación de la política monetaria, se establecieron corredores para los agregados monetarios, se simplificaron los encajes bancarios y se establecieron bandas cambiarias con

amplitud de +/-7% con ajustes en su pendiente dependiendo de cambios en los fundamentales de la economía (incluyendo la inflación). En síntesis, la década de los 90 estuvo caracterizada por una fuerte apreciación real del peso y una reducción marcada de la inflación (bajó de 32% anual en 1990 a 9% en 1999). Este periodo coincidió también con grandes descalces cambiarios del sector privado, y un crecimiento insostenible del crédito, al punto de crear una burbuja inmobiliaria y su posterior crisis de 1999. Sin embargo, problemas muy similares se dieron en países con regímenes cambiarios muy disímiles y, por lo tanto, sin una relación aparente con el régimen cambiario de la época.

- **1999-hoy “Flotación”.** La defensa de las bandas cambiarias, sobre todo en 1998, implicó un deterioro (venta) de las reservas internacionales de cerca del 20%, y peor aún, de grandes aumentos en las tasas de interés --en plena antesala de la peor crisis hipotecaria de la historia (la tasa interbancaria llegó a tocar niveles del 70%). Este tipo de políticas se denominan procíclicas, dado que van en la misma dirección del ciclo económico, acentuando las crisis y los auges. La flotación cambiaria corrige y revierte esta dinámica, de tal forma que la política monetaria pueda ser contra-cíclica, atenuando los ciclos reales de la economía (que, a nuestro juicio, es uno de los objetivos más importantes que tiene el Banco de la República).

Una pregunta que surge luego de este recuento histórico es la siguiente: ¿si la flotación cambiaria conlleva tantas ventajas, entonces, por qué no se instauró antes? Como lo mencionamos al inicio de la nota, la flotación cambiaria requiere de una alta credibilidad en la moneda. En el caso colombiano, además requería de un ancla nominal creíble (luego de 25 años de tener una inflación de dos dígitos), como lo fue la meta de inflación dentro de un esquema de inflación objetivo. Como se menciona en el trabajo de Cepeda et al (2024):

“... mejorar la independencia y la transparencia (de un banco central) podría requerir cambios constitucionales, mientras que el anclaje de las expectativas generalmente requiere un largo proceso en el cual los agentes creen cada vez más, pero gradualmente, que el banco central perseguirá y alcanzará efectivamente su objetivo”.

Además, los autores proveen un estimativo del tiempo que demoraría un banco central en mejorar estas métricas, en una desviación estándar:

“En promedio, los bancos centrales tardan más en obtener o mejorar la independencia (13 años) y la transparencia (12 años) que en anclar las expectativas de inflación a corto, medio y largo plazo (3, 6 y 7 años, respectivamente).”

Ventajas y desventajas de la flotación cambiaria. Procedemos a detallar las ventajas y desventajas de la flotación cambiaria:

Ventajas

- La primera ventaja (ya mencionada anteriormente) tiene que ver con que la política monetaria sea contra-cíclica y no pro-cíclica, y así contribuir a reducir las desviaciones de la economía de sus niveles estructurales o de largo plazo.
- La segunda es la de poder suavizar y absorber el impacto de choques internos y externos a través de la tasa de cambio. Es decir, que los impactos se den más por la vía de precios que por la vía de cantidades. En este sentido, el tipo de cambio acomoda y refleja los precios relativos de la economía. De cierta manera, esto sirve como un termómetro de cómo está la economía y cómo es percibida desde fuera del país. También obliga a aprender sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria y las relaciones entre lo macroeconómico y lo financiero.
- La tercera se relaciona con el famoso *trilemma monetario*. Es decir, entre mayor autonomía monetaria (que es necesaria en un régimen de inflación objetivo) y mayor movilidad de capitales, menor es el control posible sobre la tasa de cambio. Dicho de otra forma, se tiene que sacrificar el manejo cambiario para lograr mayor autonomía monetaria y permitir que entren capitales libremente al país. Al tener autonomía, la política monetaria puede enfrentar otros retos como la inflación y atenuar la toma de riesgo y el endeudamiento excesivo.
- Finalmente, la cuarta ventaja es que la volatilidad cambiaria promueve mercados de cobertura y castiga posiciones especulativas. A diferencia de la primera década de los 2000, donde el mercado de forwards era prácticamente inexistente, hoy en día este mercado triplica el mercado spot, y mueve cerca de 4,000 millones de dólares al día. Esto permite que muchos agentes de mercado, incluyendo tanto importadores como exportadores, valoren en mayor medida los riesgos cambiarios, con la posibilidad de cubrirse.

Desventajas

- La primera desventaja tiene que ver con la volatilidad cambiaria, pero desde un punto de vista negativo. Por un lado, volatilidades grandes pueden desincentivar la inversión extranjera, al aumentar el riesgo sobre las rentabilidades esperadas. Por otro lado, como todos los mercados están estrechamente conectados, si colapsa el mercado cambiario esto seguro tendrá un fuerte impacto sobre el mercado de deuda pública (y viceversa) y a su vez afectará el mercado monetario.
- La segunda está asociada con costos repentinos en sectores transables. En algunos casos, puede que se generen comportamientos especulativos que causen desalineamientos cambiarios prolongados.
- Finalmente, la tercera desventaja surge con los retos asociados a la regulación y control frente a: fuertes entradas o salidas de capital, descalces cambiarios, apalancamientos extremos, riesgos de liquidez y endeudamiento excesivo.

Afortunadamente, la regulación cambiaria se ha desarrollado y refinado a lo largo de más de dos décadas, y hoy contamos con aprendizajes y medidas macro-prudenciales (algunas activas y otras que podrían activarse en caso de ser necesario) que permiten mitigar de manera efectiva los riesgos asociados a la flotación cambiaria. Algunas de estas medidas incluyen los límites al endeudamiento en moneda extranjera del sector bancario, los controles de capitales y la intervención cambiaria, entre muchas otras establecidas por la Superintendencia Financiera y Banco de la República. En balance, la flotación cambiaria ha sido un desarrollo positivo de la política monetaria y, junto con la adopción del régimen de inflación objetivo, ha contribuido a la estabilidad macroeconómica del país en las últimas tres décadas.

Referencias

Cepeda, Valentina & Taboada-Arango Bibiana & Villamizar-Villegas Mauricio, 2023. "Can Central Bank Credibility Improve Monetary Policy? A Meta-Analysis," Borradores de Economía 1239, Banco de la República de Colombia.

Vargas H, (2010). "Regímenes cambiarios en Colombia". Presentación en repositorio del Banco de la Republica.