

Comentarios

Nota del editor:

Esta nueva sección de *Coyuntura Económica* incluye, comentarios libres sobre temas económicos de actualidad y reseñas bibliográficas. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad de quienes firmen las notas y no comprometen en modo alguno la posición de FEDESARROLLO.

Comentario

LA LIBERTAD CAMBIARIA: SOLUCION AL PROBLEMA MONETARIO?

A. Introducción

Finalizado el período de expectativa que se impuso a sí mismo el gobierno ante la posibilidad de una nueva helada de los cafetos brasileños, y cuando el país empieza a prospectar la evolución económica de la próxima década, se ha percibido la necesidad de efectuar algunos cambios en el manejo de la política económica.

El debate se ha centrado recientemente, entonces, alrededor del tipo de modificaciones que deberían introducirse en la conducción de la economía a fin de asegurar el logro de las metas de crecimiento económico con estabilidad de precios en los años ochenta sin causar excesivos traumatismos en la operación del sector público y de los agentes de la producción y de las finanzas.

Por ello no es de sorprender la vigencia de dos temas de discusión. Uno, el de los posibles ajustes en el sistema de control de cambios que viene enmarcando la política cambiaria desde 1967 y que, al decir de muchos, constituye una verdadera "camisa de fuerza" por obligar la compra de las divisas que entran a Colombia, por el Banco de la República, con su consecuente efecto de emisión de pesos y de presión de la demanda agregada de la economía. Otro, el de las Operaciones del Mercado Abierto como mecanismo de control monetario que permitiría —de ponerse en práctica con éxito— devolver el sistema financiero su capacidad de intermediación, eliminando las deformaciones generadas en éste ante la prolongada utilización del encaje marginal del 100% sobre los depósitos en cuenta corriente de los bancos. Los dos temas requieren un tratamiento cuidadoso en vista de su complejidad e importancia. Sólo en la medida en la cual exista un consenso sobre los beneficios y los costos de una u otra opción de política económica para hacer frente a la coyuntura actual, podrían su adopción o rechazo ser asimilados satisfactoriamente tanto por el gobierno como por el sector privado.

B. Las modificaciones cambiarias

La propuesta de revisar el sistema de control de cambios en Colombia no es novedosa. En el editorial del número de julio de 1976 de *Coyuntura Económica*, la revista de FEDESARROLLO comentaba cómo "el control de cambios, al hacer obligatorio para el Banco de la República comprar todas las divisas que ingre-

san al país ha dificultado en la actual coyuntura el manejo de la política monetaria”, planteando la urgencia de ajustar el mecanismo cambiario para “ampliar las opciones de control monetario”¹. Igualmente, desde 1975 se vienen haciendo sugerencias de diversa índole relacionadas con aspectos parciales del manejo cambiario, que se resumen en el trabajo de Mauricio Cabrera y Rodrigo Quintero, investigadores del Departamento Económico de la Asociación Bancaria, que se incluye en el número de septiembre de *Banca y Finanzas*². De su parte, y como es obvio, el gobierno ha utilizado un conjunto de instrumentos de política para controlar el incremento en las reservas internacionales con tres propósitos: “evitar” los ingresos de divisas, “acelerar” pagos al exterior, y “diferir” o “posponer” la monetización de las divisas.

Todo lo anterior en razón de la bonanza externa que ha caracterizado la evolución de la economía colombiana a partir de la famosa helada brasileña de 1975 y que ha llevado a que el país registre creciente superávit en su balanza cambiaria, tal como puede observarse en el cuadro sobre “Evolución de la Balanza Cambiaria 1974-1978”, que aquí se incluye. Este mismo fenómeno conducirá a que, muy posiblemente, en los cinco años comprendidos entre 1976 y 1980 se produzca una acumulación de reservas internacionales del orden de US\$4.200 millones. Es explicable por tanto —y bien conocido de la opinión pública— el tremendo esfuerzo de manejo monetario realizado por las autoridades en vista del aumento espectacular del 184% en el dinero base entre diciembre de 1975 y julio de 1979. Este esfuerzo es el que se ha plasmado en el sinnúmero de medidas de control monetario adoptadas en los últimos años, en especial desde enero de 1977, y de las cuales las mencionadas en el párrafo anterior constituyen sólo el subgrupo que toca en el sector externo.

1. Las propuestas sobre el manejo cambiario

Ahora bien, ¿cuáles son las propuestas recientes? El trabajo ya referido de Cabrera y Quintero las reúne en tres grandes tipos: eliminación del control de cambios, liberación de importaciones, y revaluación con control de cambios. La primera ha sido planteada por una serie de instituciones y de autores, sobresaliendo dentro de estos las formulaciones de Jorge Franco Holguín y de la Federación Nacional de Cafeteros³. La segunda, limitada por las restricciones políticas existentes, ha sido la posición del gobierno y la ya tradicional de los orientadores de la revista “Estrategia” o de FEDESARROLLO, aun cuando esta última institución no estima conveniente una reducción arancelaria por razones coyunturales, ni la eliminación radical de los controles cuantitativos a las importaciones⁴. Finalmente, en el tercer grupo se encontraría Jorge Ospina Sardi, partidario de la libertad cambiaria como sistema pero para quien, ante los crecimientos previstos en los ingresos de divisas, “cualquiera que sea el marco cambiario institucional, se producirá inevitablemente una revaluación para las exportaciones menores”, u otras instituciones o personas —Perry, por ejemplo— que consideran que dentro del

¹ “Introducción y resumen”, *Coyuntura Económica*, FEDESARROLLO (Vol. VI No. 2, julio de 1976) Pág. 6

² Cabrera M. y Quintero R., “La Política Cambiaria y el Superávit en la Balanza de Pagos”, *Banca y Finanzas*, Asociación Bancaria No. 165, septiembre de 1979,

³ Franco Holguín Jorge, *Libre Cambio en Colombia*, conferencia dictada el jueves 2 de agosto de 1979 en el Centro de Estudios Colombianos, Bogotá, FEDECAFE, Documento XXXVIII Congreso. El Tiempo Bogotá, Agosto 19 de 1979.

⁴ “Escenarios para una Nueva Bonanza Cafetera” *Coyuntura Económica*, FEDESARROLLO, Vol. IX, julio 1979 pág. 14

régimen de control de cambios es posible en determinados momentos reevaluar súbitamente para continuar devaluando gradualmente⁵.

¿Cómo evaluar estas propuestas? La respuesta a este interrogante sólo puede darse después de absolver una serie de preguntas. Entre ellas, una bien importante es la de la permanencia del superávit cambiario en la economía. Unida a ésta se encontraría la de su realidad verdadera en vista de la magnitud de los flujos financieros hacia el país motivados por los desequilibrios existentes entre las tasas de interés internas y externas. También relacionadas con los anteriores estaría la del impacto de modificaciones cambiarias, de una revaluación, sobre las exportaciones no tradicionales. Otras tendrían que ver con aspectos teóricos, como puede ser la de la posible incidencia sobre el índice de precios al extenderse el uso del dólar como unidad de transacción de la economía colombiana, o con el efecto sobre los precios internos o el desarrollo industrial del país de seguirse una verdadera estrategia de liberación de importaciones. Y ocurre que ninguna de estas preguntas tiene soluciones fáciles.

2. ¿Es permanente el superávit cambiario?

No cabe duda de que una consideración que ha pesado sustancialmente en la mente de la autoridad monetaria al estudiar cualquier alteración en el control de cambios ha sido la de la transitoriedad de la bonanza externa. Y esta preocupación parece cobrar vigencia al iniciarse la década de los ochenta. De un lado, no era previsible una caída drástica en los precios internacionales del café antes de 1980. En el capítulo sobre sector cafetero incluido en el número de abril de 1978 de *Coyuntura Económica*, se negaba la existencia de "motivos para considerar que el año cafetero 1977-1978 no fuera de bonanza", añadiéndose que los ejercicios realizados para el siguiente (1978-1979) indicaban una producción exportable de café insuficiente para ajustar la demanda y la oferta del grano en el mundo. Además de que se comentaba cómo la fase descendente del ciclo de 25 años detectado en la producción y los precios del café sólo "comenzaría a sentirse a partir de 1979 y, más probablemente, hacia 1980"⁶. Aparentemente, entonces, el haber centrado la atención sobre la evolución de corto plazo en el precio internacional del café obsesionó al país con lo efímero de la bonanza cafetera siendo que se vivía una situación de superávit que si no se podía catalogar de permanente sí podía catalogarse de prolongada. De todas formas, lo que se desea dejar claro es que la extensión de la bonanza más allá de 1980 sería difícil de pronosticar, aun cuando podrían darse factores que así lo determinen (menores resiembras brasileñas, problemas políticos en Centroamérica y en Africa), siendo un tanto arriesgado fundamentar la política económica sobre ellos.

Por otra parte, las proyecciones ya realizadas de la balanza comercial para la década de los ochenta no dan pie para ser optimistas⁷. Algunos modelos sobre comportamiento de la economía mundial arrojan como resultado un deterioro en los precios de los productos básicos para el largo plazo, predicción compatible con

⁵ Ospina Sardi Jorge, *Los Desafíos del Futuro*, (mimeo), julio 1979 pag. 29 Perry, Guillermo, "Política Cambiaria y de Comercio Exterior: Revisión de la Experiencia Histórica y Propuesta para la Próxima Década, en la Economía Colombiana en la Década de los Ochenta, FEDESARROLLO, septiembre de 1979, Pag. 305

⁶ "Sector cafetero", *Coyuntura Económica*, FEDESARROLLO, Vol. VIII. No. 1 Abril 1978, pág. 81 y 82.

⁷ Ver Perry Guillermo, "Política Cambiaria y de Comercio Exterior: Revisión de la Experiencia Histórica y Propuesta para la próxima década", OP. Cit. pag. 263 - 344.

la ya comentada para el caso del café. Es bien sabido, además, que las importaciones de petróleo crudo y gasolina constituirán una pesada carga para la balanza de pagos del país estimándose como posible “una desafortunada coincidencia entre un creciente déficit en la balanza de pagos energética hacia 1984-85 con la parte más baja del ciclo de precios del café” y que “la situación de la balanza cambiaria energética después de 1985 dependerá de los esfuerzos que se hagan en los próximos años para desarrollar el sector minero”⁸. A esta perspectiva poco halagadora podría contraponerse la de aquellos que consideren que gracias a la marihuana, a la cocaína y quien sabe si al opio, Colombia habría resuelto su cuello de botella externo tradicional. Y aunque la importancia de estos ingresos para la balanza de pagos no puede desconocerse, no parece razonable basar la política cambiaria futura en proposición tan deleznable moral y económicamente. Quedaría como recurso para mantener el superávit cambiario, el apelar al endeudamiento externo; entendería, sin embargo, que la deuda externa tiene sentido si se aplica para emprender proyectos de inversión a largo plazo y que, coyunturalmente, puede resultar útil para financiar un déficit en la balanza comercial, pero que no debería contemplarse como medio de prolongación de la bonanza externa. Es sabido, además, que los requisitos de crédito externo para financiar la inversión serán cuantiosos y que, así ellos se traduzcan en contrataciones e ingresos efectivos, es muy posible que las reservas internacionales sean menores a las necesidades de tres meses de importaciones de bienes en 1985⁹.

3. Los flujos financieros

Si puede ponerse en tela de juicio la permanencia del superávit cambiario a partir de 1980 —lo que sí tal vez no ha debido hacerse en los últimos tres años— también cabe interrogar sobre su componente comercial y tratar de estimar la magnitud de los flujos de divisas generadas por la distorsión entre las tasas de interés externas y las domésticas¹⁰.

Si se analiza el comportamiento de los ingresos por exportaciones diferentes al café (ver cuadro) se observará cómo su incremento entre 1975 y 1978 fue tan sólo de 11.1% mientras el de los ingresos originados en la exportación de servicios fue en el mismo lapso de 150%. Sorprendentemente, en lo corrido de 1979 hasta el 21 de septiembre los correspondientes aumentos sobre el mismo período de 1978 son de 46.7% y de 38.3%¹¹, sin que sea evidente que las condiciones para vender al exterior productos distintos del café sean más favorables que en el pasado inmediato, mientras los ingresos por servicios se ven ampliados por un crecimiento de los intereses recibidos por la inversión de las reservas internacionales del 100%. De tal forma que resulta sospechosa esta sobresaliente elevación de los ingresos por exportaciones menores y atractiva la hipótesis de que una parte significativa de los ingresos de divisas tiene su razón de ser en flujos financieros, motivados por los diferenciales de rendimiento y por la estrechez crediticia.

El ingreso de “dinero caliente” al país no es nuevo. El mercado internacional ha sido menos rentable que el nacional durante todo el transcurso de los años

⁸ FEDESARROLLO, *La Economía Colombiana en la Década de los Ochenta*, Ed. Presencia, Bogotá 1979 P. 17.

⁹ Hommes R. y Marfa Mercedes de Martínez, “El sector externo y sus perspectivas entre 1979 y 1985: una voz de alerta”, *Estrategia*, Abril 1979, pag. 27 -36.

¹⁰ Hommes R. y Marfa M. de Martínez estiman el flujo de capitales en forma de servicios en US\$ 600 durante 1977 y en US\$ 1000 para 1979 “El sector Externo y sus perspectivas entre 1979 y 1985: Una Voz de Alerta”, *Estrategia*, Op. Cit.

¹¹ La cifra en el caso del café es sólo de 2.8%.

setenta; únicamente hacia 1973-1974 pudo el primero llegar a ser competitivo, como lo muestran los diferenciales entre las tasas de interés, sumando a la internacional el movimiento en la tasa de cambio del peso colombiano¹². Este diferencial se ha venido agudizando por el lento ritmo de devaluación de la tasa oficial, por el virtual estancamiento de la tasa de cambio en el mercado negro y por el auge del mercado extrabancario. En estas condiciones, como lo afirma el trabajo sobre "La Otra Economía" al que se acaba de hacer referencia, "los importadores han encontrado menos costoso endeudarse externamente, y se ha provocado un sustancial aumento en su endeudamiento a corto plazo, mientras los ahorradores, especialmente aquellos con divisas provenientes de exportaciones ilegales, encuentran mucho más rentable "oficializarlas" convirtiéndolas en pesos e invirtiendo en Colombia, que mantener sus activos en el exterior en forma de fuga de capitales"¹³. Este diagnóstico confirma la permanente preocupación del gobierno para acelerar los giros de importaciones al exterior para reducir el superávit cambiario, explicando también el ingreso disfrazado de divisas, bien declarándolas como exportaciones de bienes (con la ventaja de obtener adicionalmente el CAT), bien escondiéndolas bajo exportación de servicios. Y, según este mismo diagnóstico, una revaluación traería un todavía mayor flujo de dinero hacia el país en el corto plazo, de tal manera que el afecto cambiario de revaluar manteniendo el control de cambios podría ser contraproducente como lo ha sido, desde este punto de vista, el detener la devaluación nominal de la tasa de cambio.

4. *Modificación cambiaria y exportaciones*

Tal vez el impacto más discutido de una modificación cambiaria y sobre el cual existe un general consenso es el que ella tendría sobre las exportaciones de bienes diferentes al café. Aunque no parece estar definitivamente comprobada la incidencia de la devaluación sobre el volumen exportado, sí parece claro que detenerla o revaluar, puede llevar a una pérdida de los mercados conquistados en los últimos diez años gracias al esfuerzo de promoción de exportaciones realizado por el país. Es por ello que el estudio recientemente publicado sobre la economía colombiana en la próxima década llega a la conclusión de que para evitar que el sector externo vuelva a obstaculizar el proceso de desarrollo se "tendría que aplicar una amplia gama de políticas de promoción de exportaciones y asegurar una devaluación del peso del orden del 3 ó 4% anual en términos reales"¹⁴. Esta recomendación es complementada por el comentario de Guillermo Perry, consignada en otro capítulo del estudio citado, cuando explica la inconveniencia de que "ante ciclos en los ingresos de divisas o hechos imprevisibles en el mercado cafetero todo el ajuste esté a cargo de la tasa de cambio", añadiendo que "los movimientos fuertes en el nivel de dicha tasa que esta política podría provocar (mediante, por ejemplo, la liberación del mercado cambiario), traería costos sustanciales en las actividades muy dependientes del sector externo, tanto en las exportaciones como en aquellas intensivas en importaciones y en particular sobre el desarrollo industrial"¹⁵

¹² Ver Junguito R. y Caballero C. "La Otra Economía" *Coyuntura Económica*, vol VIII, No. 4 diciembre 1978, pag. 135 FEDESARROLLO.

¹³ *Ibid*, pag. 135 - 136

¹⁴ Carrizosa Mauricio, "La Balanza Comercial en la Década de los Ochenta", en *La Economía Colombiana en la Década de los Ochenta*, op. cit. pág. 262.

¹⁵ Perry Guillermo, "Política Cambiaria y de Comercio Exterior: Revisión de la Experiencia Histórica y Propuesta para la Próxima Década", en *La Economía Colombiana en la Década de los Ochenta*, op. cit. pag. 305.

5. ¿Se resuelve el problema monetario?

Ahora bien, uno de los argumentos a favor de algún tipo de modificación en el sistema cambiario que se esgrime con mayor frecuencia es el de su efecto monetario favorable que permitiría reactivar la inversión pública y devolver al sistema financiero su capacidad de intermediación de recursos. Al sugerirse que el Banco de la República compre un monto programado de divisas, la libertad cambiaria, o la revaluación con control de cambios, se busca evitar el desmesurado crecimiento de la base monetaria, bien mediante la emisión de un *menor volumen de pesos en razón de menor compra de dólares, bien por la emisión de un número menor de pesos por cada dólar ingresado al Banco de la República.*

Desde el punto de vista monetario parece indiscutible que cualquiera de estas modificaciones generaría una menor masa de pesos. Sin embargo, cabe la pregunta de si se reduciría la presión inflacionaria en razón de una más amplia circulación de dólares por la reducción en la liquidez de la economía y por darse consecuentemente, un ajuste por el lado de la demanda agregada. Pero esto no es evidente. La cantidad de circulante con la cual pueden negociarse bienes y servicios no tiene por qué disminuir, por cuanto pesos y dólares se movilizarían libre y conjuntamente —como lo hacen en la actualidad presionando la demanda de bienes como la finca raíz, por ejemplo. Habría dos ofertas monetarias en vez de una. Así las cosas, el efecto monetario se erosionaría perdiéndose, más bien, un instrumento de manejo para la autoridad económica. Y al no afectarse el nivel de precios interno por una menor liquidez en la economía, no se lograría el propósito buscado, como tampoco se obtendría una baja en la tasa de interés interna que frenara el flujo de divisas hacia el país. En este caso, pues, se viviría en el peor de los mundos: revaluación sin disminución ni en la inflación ni en la tasa de interés doméstica.

Una propuesta alternativa a la anterior consistiría en la expedición de certificados de cambio **sin fecha de maduración** por parte del Banco de la República contra entrega de divisas¹⁶. Existiría en ese caso un mercado “libre de certificados”. Para los partidarios de esta modificación se ganaría en flexibilidad para programar y manejar a largo plazo las políticas monetaria y cambiaria, sin desmontar el control de cambios. Indudablemente el efecto negativo e inmediato de esta opción sería el del golpe contra las exportaciones de bienes distintos al café como consecuencia de la revaluación. Podría pensarse, sin embargo, en que tanto la inflación como la tasa de interés se redujeran en el mediano plazo mejorando así la estructura de costos de los exportadores. De otro lado, siendo más libre el flujo de capitales de corto plazo, tendrían lugar un proceso de “arbitraje” en divisas que conduciría a oscilaciones —que pueden ser bruscas— en la tasa de cambio. Se trata entonces de una opción de política cambiaria imaginativa pero con consecuencias conocidas en el corto plazo e inciertas en el mediano. Su adopción implica, además, un cambio drástico en el manejo de la política económica para el cual ni la autoridad monetaria ni el sector privado parecen estar preparados.

La libertad cambiaria, o una mayor flexibilidad cambiaria, no tendrían sentido sin una mayor libertad comercial y, especialmente, de las importaciones. Pero una revaluación no conduciría inmediatamente a un aumento en las importaciones en el caso colombiano, por cuanto éstas han mostrado no tener una respuesta significativa a bajas en sus precios. La liberación cambiaria pierde así uno de sus atractivos monetarios aunque bien puede ocurrir que se logre ampliar la oferta recogiendo

¹⁶ Ospina Sardi Jorge. *Los Desafíos del Futuro*, op. cit. pag. 27

una cantidad apreciable de pesos afectando la industria nacional por su incapacidad para competir con los productos importados que es, como se sabe, muy precaria y que hay que incrementar. A ello podría procederse, sin embargo, sin necesidad de revaluar, el instrumento que necesita desmonte o radical modificación —con cuidado, posiblemente— es el de la licencia previa, dejándose como herramientas de control de las importaciones al arancel y a la tasa de cambio.

En síntesis, la libertad cambiaria, a pesar de sus atractivos, no parece ser la panacea que resuelva el problema monetario. Digo atractivos porque sin lugar a duda se trata de una alternativa conceptualmente coherente que de escogerse traería consecuencias secundarias deseadas. Como por ejemplo, las de reducir los costos de los insumos importados, o disminuir el valor de la deuda externa pública y privada, a abaratar las importaciones de bienes de capital e intermedios reduciéndose los costos de producción, o integrar la economía ilegal.

En estas circunstancias, dadas las perspectivas cambiarias para la década próxima, la importancia de estimular las exportaciones y el consenso respecto a no destruir la industria nacional eliminándole la protección, resulta necesario explorar formas alternativas de control monetario para poder desahogar la inversión pública y normalizar el funcionamiento del sistema financiero.

C. Las Operaciones de Mercado Abierto

Descartada una modificación cambiaria drástica —siempre pueden efectuarse ajustes— para solucionar el problema monetario originado en la acumulación de reservas, nada más oportuno que la propuesta gubernamental de ejecutar Operaciones de Mercado Abierto, así ellas no están exentas de costos y de interrogantes.

El tema de las Operaciones de Mercado Abierto ha sido, como lo reconoce Francisco Ortega, “trajinado y discutido por muchos años” así se dé un acuerdo —al menos en teoría— respecto a su conveniencia¹⁷. Nunca antes el Banco de la República había estado en capacidad de sufragar los costos incurridos en ella, como lo está en la actualidad. Además, su operación es compleja en un mercado de capitales como el colombiano, regulado y restringido. El gobierno, sin embargo, al expedir la Resolución 60 de 1979 de la Junta Monetaria y reglamentarla, parece decidido a ponerlas en vigencia como instrumento permanente de control monetario.

Como se trata de una alternativa de difícil ejecución, no es de extrañar que quienes lo han solicitado estén temerosos de sus efectos, especialmente en razón de la competencia que introduce un título como el lanzado recientemente en la captación de recursos financieros dentro de un mercado bien limitado. Además, es claro que en el corto plazo el sistema financiero institucional se ve afectado en sus operaciones, lo que viene a sumarse a la restricción y a los sacrificios que ha tenido que realizar —por un tiempo ya demasiado largo— en la lucha contra la inflación, así en el mediano plazo mejore la perspectiva ante la posibilidad de desmontar el encaje marginal y de devolverle su capacidad de operación.

La autoridad monetaria y el Banco de la República tienen la posibilidad de ir ajustando gradualmente el nuevo mecanismo para hacer menos traumática la transición entre la **represión** actual y la **liberación** futura, mediante un proceso de

¹⁷ Ortega Francisco, *Política Monetaria y Sector Financiero*, trabajo presentado ante el simposio sobre Mercado de Capitales, 1979, de la Asociación Bancaria, Cali, septiembre 22 de 1979 pag. 20

ensayo y error. El sector privado, el financiero específicamente, tiene por su parte la responsabilidad de contribuir para que las condiciones monetarias en las cuales inicia el país la década de los ochenta garanticen tanto la estabilidad de precios como el progreso económico.

Carlos Caballero Argáez