

# La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano<sup>1</sup>

---

Miguel Urrutia M.<sup>2</sup>  
Cristina Fernández M.<sup>3</sup>

## I. INTRODUCCIÓN

La relación entre la opinión pública y la política cambiaria se puede analizar desde dos perspectivas diferentes. La primera es la posición de los grupos de presión, los analistas especializados, los medios de comunicación y los académicos frente a los movimientos en la tasa de cambio y cambios de régimen. La segunda es el efecto de la opinión pública sobre la política cambiaria, que puede darse a través de mecanismos de presión sobre la Junta Directiva del Banco de la República<sup>4</sup> o a través de procesos de expectativas.

Este documento analiza la posición que toma la opinión pública alrededor de las decisiones del Banco en materia cambiaria y se concentra en tres episodios. Para tal fin, se recurrió a casi 400 archivos de prensa y boletines de información correspondientes a algunos meses antes y después de tres episodios específicos: la creación de la banda cambiaria y la revaluación de 1994, las defensas de la banda de 1998 y 1999, las devaluaciones de 1998 y 1999, y la eliminación del sistema de bandas en 1999.

En términos generales, éste trabajo ilustra la gran volatilidad en las apreciaciones de la opinión pública acerca del régimen cambiario. En efecto, este tipo de opiniones son bastante cambiantes a través de los episodios estudiados y por lo tanto, es indispen-

---

<sup>1</sup> Este trabajo es un ejercicio académico y no compromete la opinión del Banco de la República ni de la Junta Directiva de esta entidad. No se hubiese podido realizar sin la colaboración de Juanita Cardona en la recolección y clasificación del material de prensa. Se agradecen la asesoría de Catalina Crane y Alberto de Brigard y los comentarios de José Dario Uribe, Salomón Kalmanovitz, Jorge Toro, Leonardo Villar, Javier Gómez, Joaquín Bernal y Mauricio Cárdenas.

<sup>2</sup> Gerente General, Banco de la República.

<sup>3</sup> Investigadora, Banco de la República.

---

<sup>4</sup> Si bien la Junta Directiva del Banco de la República ha sido diseñada para tener independencia ante estos grupos de presión, existen canales que pueden influir sobre la Junta tales como: la participación del gobierno en sus decisiones (Kane 1980), las opiniones del Congreso, las opiniones de operadores del mercado cambiario y las agencias de calificación, y las opiniones de los organismos multilaterales y los fallos del poder judicial sobre decisiones tradicionalmente adoptadas por el Banco Central.

sable que el Banco de la República siga unas políticas de largo plazo que no se vean afectadas por los vaivenes de las opiniones.

El trabajo se estructura en cinco capítulos de los cuáles el primero contiene la introducción y el quinto las conclusiones. El Capítulo II analiza la posición de la opinión pública ante el régimen cambiario y contiene las reacciones que teóricamente debería presentar la opinión pública ante cambios en el régimen y las opiniones que efectivamente presentaron los diferentes grupos<sup>5</sup>. Adicionalmente, se narran los hechos ocurridos en los episodios de 1994 y 1998-1999 a la luz de las opiniones de prensa. Después de analizar la literatura, puede afirmarse que no existe un consenso sobre la conveniencia que tiene para un país adoptar determinado régimen cambiario y menos aún, sobre la conveniencia que tiene para un determinado grupo económico esta decisión. Este hecho, y los intereses ocultos acerca del nivel de la tasa de cambio parecen ser la causa de las cambiantes opiniones que se observaron en los dos episodios analizados.

El Capítulo III analiza la posición de la opinión pública ante el nivel de la tasa de cambio y también utiliza el esquema de presentar las opiniones teóricas, las posiciones observadas y la narración de los hechos a partir de las reacciones de los medios. De esta sección se concluye que si bien no existen razones teóricas para sustentarlo, es muy marcada la aceptación que tienen las políticas devaluacionistas en la historia reciente del país. También es posible concluir que el nivel de endeudamiento de los afiliados y el objetivo económico de cada gremio

---

<sup>5</sup> En el episodio de creación de la banda cambiaria (1994) la discusión se concentró en el nivel óptimo de la tasa de cambio más que en las ventajas o desventajas del régimen, salvo marcadas excepciones. Por lo tanto, sólo se sistematizaron las opiniones acerca del episodio 1998-1999.

afectan el sentido de las críticas al nivel de tasa de cambio.

El Capítulo IV estudia el efecto de la opinión pública sobre la política cambiaria. Este análisis se concentra en las posiciones de los medios de comunicación y cómo esas posiciones afectan la política cambiaria a través del mecanismo de expectativas. Los mecanismos de presión directa (que no operan a través de expectativas) que recibió el Banco en la formulación de la política cambiaria, sólo se tratan de forma tangencial. De este capítulo se concluye que más que las noticias en sí mismas, son las expectativas de devaluación las que pueden afectar gravemente el régimen cambiario.

## II. POSICIÓN DE LA OPINIÓN PÚBLICA ANTE EL RÉGIMEN CAMBIARIO

En este capítulo, se analiza la posición que en teoría deberían tener los diferentes agentes frente a cambios en el régimen cambiario o en las características del mismo (por ejemplo: movimientos de la banda). Para lograr este objetivo, primero se realiza una revisión de la bibliografía y luego se complementa este trabajo con algunas inferencias lógicas. Posteriormente se presentan algunas estadísticas sobre la posición que efectivamente presentaron los medios y por último, se narran los hechos cambiarios observados en 1994 y 1998-1999 a la luz de las opiniones que surgieron en ese momento.

### A. Posición teórica de la opinión pública sobre el régimen cambiario, según la literatura

La literatura que se refiere a la posición de la opinión pública sobre el régimen cambiario es prácticamente inexistente. La poca bibliografía disponible relaciona la opinión pública con modificaciones en el nivel de la tasa de cambio, pero no hace refe-

rencia al régimen cambiario. La razón de esta deficiencia en la literatura parece estar en que no existe un consenso sobre los beneficios en términos de economía política de los diferentes regímenes cambiarios, tal como señala Krugman (1991) "La pregunta estándar de la política en la economía monetaria internacional es sobre el régimen de tasa de cambio correcto: fijo, flotante o algo que se ubique entre los dos. Contrario a lo que es usual para los economistas, ésta no es una pregunta que divida la opinión entre las posiciones izquierda/derecha, mercado perfecto/mercado imperfecto, agua salada/agua dulce, (Harvard / MIT, Chicago). Entre los partidarios de las tasas flexibles pueden estar los keynesianos que desean cambiar los precios relativos sin cambiar los salarios nominales, o los monetaristas que desean mantener el control sobre los agregados monetarios. Defensores de las tasas fijas pueden ser los nuevos economistas clásicos que creen que los precios son perfectamente flexibles y desean un nuevo marco monetario, o los intervencionistas que temen la especulación desestabilizadora"<sup>6</sup>.

Pero si bien no existen artículos que establezcan el efecto de diferentes regímenes cambiarios sobre la opinión pública, sí existen varios que señalan las ventajas de cada régimen en entornos macroeconómicos diferentes y que pueden contribuir a deducir las reacciones que genera una modificación en el régimen de tasa de cambio. Uno de estos artículos es el de Shantayanan y Rodrik (1991), quienes encuentran que la tasa de cambio fija es más efectiva en la lucha contra la inflación (porque impide a las autoridades realizar devaluaciones), mientras que la tasa de cambio flexible reduce los efectos de los choques de términos de intercambio sobre el producto. Por lo tanto, los países que presentan una

política económica altamente politizada, un banco central no independiente, una inflación crónica, y poca sensibilidad a choques en los términos de intercambio, deberían adoptar tipos de cambio fijos.

Edwards (1996) presenta un modelo similar al de Shantayanan y Rodrik (1991) pero asume que la tasa de cambio fija es ajustable en caso de que el país enfrente situaciones inesperadas. Los resultados generales son muy similares a los de Shantayanan y Rodrik (1991), pero además Edwards encuentra que una mayor inestabilidad política aumenta el costo de abandonar la tasa de cambio fija y por lo tanto, sólo los gobiernos fuertes que están en capacidad de enfrentar una crisis cambiaria, pueden asumir el costo de una tasa de cambio fija<sup>7</sup>. Adicionalmente, según este trabajo, los países con bajo nivel de ingreso per cápita tienden a adoptar tipos de cambio fijos, debido a que el tipo de cambio flexible exige cierto nivel de desarrollo de las instituciones.

Un artículo de Frankel (1995) afirma que la principal ventaja de un tipo de cambio flexible es que la política monetaria puede responder independientemente a los diferentes choques y esta ventaja es particularmente importante cuando un país abre su cuenta de capitales. La importancia de contar con este canal depende del grado de exposición del país a choques externos diferentes a los de sus socios y de la existencia de otras variables de ajuste para solucionar los desequilibrios. Sin embargo, el autor anota que también existen ventajas de implementar una tasa de cambio fija como ancla nominal:

---

<sup>7</sup> La inestabilidad política también obra en el sentido contrario. En efecto, la inestabilidad política aumenta la tasa de descuento de las autoridades, reduce la importancia del futuro en el proceso de toma de decisiones, y aumenta la probabilidad de escoger un tipo de cambio flexible. Sin embargo, empíricamente este efecto es opacado por el anterior.

---

<sup>6</sup> Krugman (1991). Página 83.

se reduce la inflación, se estabiliza la moneda y se reduce la prima de riesgo que imponen los inversionistas extranjeros al país.

Dados estos análisis teóricos, tenía alguna lógica que el Banco de la República se moviera hacia una tasa de cambio flexible, pues en Colombia en los noventa había un entorno de inflación moderada, política económica no muy politizada, banco central independiente, alta exposición y sensibilidad a choques en términos de intercambio, existencia de rigideces en el mercado laboral, inflexibilidad fiscal y aceptable desarrollo de las instituciones económicas.

Como se mencionó anteriormente, estos artículos se refieren únicamente a las condiciones políticas y macroeconómicas que benefician la escogencia de un determinado régimen y no analizan específicamente los efectos sustitución que benefician a un grupo por encima de otro. Sin embargo, las conclusiones obtenidas sobre estas condiciones, permiten realizar algunas inferencias sobre la actitud esperada de los diferentes grupos de presión. Este es el tema de la próxima sección.

## **B. Posición teórica de la opinión pública sobre el régimen cambiario, según inferencias realizadas al respecto**

De la sección anterior, es posible inferir que el régimen de tasa de cambio flexible es superior cuando se trata de reducir el efecto de los términos de intercambio sobre la economía, mientras que el régimen de tasa de cambio fija es superior cuando se trata de reducir la inflación.

Sin embargo, en el sentido de Krugman (1991) no es posible predeterminar la reacción de la opinión pública sobre el régimen, debido a que no son claros los efectos sustitución que pueden producir estas características al interior de la economía. Por

ejemplo, si el precio del café sube y la tasa de cambio se revalúa en un régimen flexible, los exportadores de productos tradicionales preferirían un régimen de tasa de cambio fija. Sin embargo, al bajar el precio del café, si la tasa de cambio se devalúa, los exportadores estarían de acuerdo con el régimen de tasa de cambio flexible. La misma situación ocurre con un sistema de tasa de cambio fija: los desalineamientos temporales de esta tasa con respecto a la tasa real sólo convienen a los exportadores cuando se producen en un sentido determinado.

En cuanto a los efectos sobre el sector financiero, las preferencias tampoco son claras. La tasa de cambio flexible permite una cierta diversificación del portafolio, ya que amortigua las fluctuaciones en el producto y de esta manera, equipara los rendimientos de los portafolios en pesos y en dólares. Por otra parte, la tasa de cambio fija podría disminuir el riesgo cambiario de los intermediarios financieros y sus clientes, si hace parte de un programa macroeconómico sostenible.

Otra de las conclusiones obtenidas de la sección anterior es que la tasa de cambio flexible tiene el riesgo de ser más inflacionaria que la fija (ya que esta última permite "atarle las manos" a las autoridades), y que la tasa de cambio fija está asociada a un nivel de incertidumbre menor, siempre y cuando sea sostenible. Los agentes escogerán entre estos regímenes de acuerdo con el efecto que produzca en ellos la inflación y el grado de aversión a los riesgos cambiarios y a los riesgos de variación en el producto.

Para concluir, es posible afirmar que las razones para que determinado grupo abogue por cierto régimen cambiario no son contundentes y que varían según la sensibilidad de cada uno al nivel de precios y a la inestabilidad cambiaria. Otra conclusión es que es muy probable que la discusión alrededor del



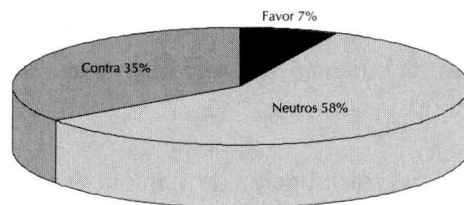
régimen cambiario solamente esconda las preferencias por una devaluación o una revaluación en un momento dado. Por último, es importante recalcar que el tipo de cambio fijo tiene grandes ventajas siempre y cuando sea sostenible. De lo contrario, crea inestabilidad y en caso de quebrarse puede generar altos costos a las autoridades especialmente en términos de credibilidad. La siguiente sección busca argumentar estas hipótesis a partir de algunas estadísticas extraídas de la recopilación de archivos de prensa.

### C. Posición observada de la opinión pública acerca del régimen cambiario en el episodio de 1998-1999

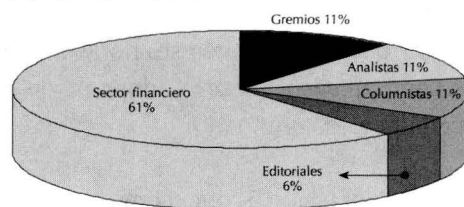
Para realizar este ejercicio, se organizaron las opiniones en contra y a favor del régimen cambiario (o de sus características) en seis grupos diferentes (congreso; analistas especializados; otros columnistas; editoriales de prensa; sector financiero y gremios del sector real) entre noviembre de 1998 y diciembre de 1999. Las opiniones acerca de la banda en el episodio de 1994 son muy esporádicas y por esta razón, no fue posible procesarlas. También, es importante aclarar que en este capítulo no se consideran las posiciones relativas al nivel de la tasa de cambio (Capítulo 3). Sin embargo, esta precaución no asegura que las opiniones no oculten estas preferencias.

En términos generales, se encontró que de 250 artículos que se referían a la banda cambiaria, 87 abogaban por su eliminación, 18 la defendían y 145 no tomaban una posición específica (Gráfico 1). En cuanto a su distribución se tiene que los gremios del sector real y financiero defendieron más el sistema de bandas, mientras que los editoriales, los analistas especializados y los columnistas se mostraron en contra del sistema de bandas (Gráficos 2 y 3, y Cuadro 1). Este resultado, parece indicar que el

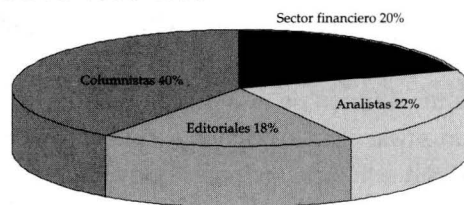
**Gráfico 1. OPINIONES ACERCA DE LA BANDA EPISODIO 1998-1999**



**Gráfico 2. OPINIONES A FAVOR DE LA BANDA EPISODIO 1998-1999**



**Gráfico 3. OPINIONES EN CONTRA DE LA BANDA EPISODIO 1998-1999**



Fuentes: Archivos de Prensa, cálculos de los autores.

**Cuadro 1. OPINIONES AL INTERIOR DE CADA SECTOR CON RESPECTO A LA BANDA CAMBIARIA 1998-1999 (%)**

	Analistas	Columnistas	Editoriales	Sector financiero
Favor	10	5	6	39
Contra	90	95	94	61

Fuente: Archivos de prensa, cálculos de los autores.

sector privado valora más la estabilidad cambiaria que los editorialistas, analistas y columnistas. El módulo de Inversión de la Encuesta de Opinión Em-

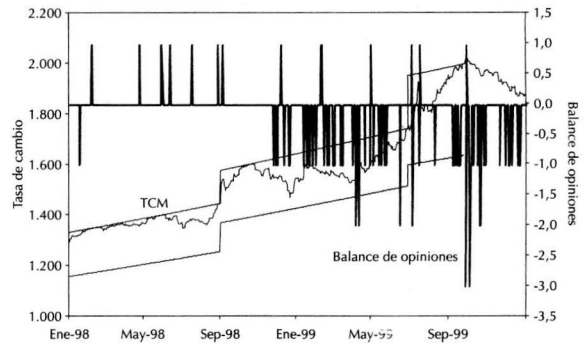
presarial de Fedesarrollo, confirma esta apreciación. En efecto, el principal factor de incertidumbre que los empresarios enfrentan al realizar inversiones, después de la demanda agregada, es la tasa de cambio futura<sup>8</sup>.

Respecto a la distribución de opiniones a través del tiempo es posible obtener dos conclusiones. La primera es que la alta temporalidad de las opiniones sugiere que las preferencias por el régimen cambiario dependen de las condiciones económicas del momento y que ocultan intereses por el nivel de la tasa de cambio más que por la adopción de un sistema cambiario determinado.

La segunda conclusión es que, como indica el Gráfico 4, la mayoría de las opiniones en contra del sistema de bandas (barras negativas) surgen después de la eliminación de este régimen por parte del Banco de la República. Este último hallazgo, confirma la apreciación de Edwards (1996) según la cuál, el paso a un régimen de tasa de cambio flexible conlleva un altísimo costo político para el banco central. Otra posible interpretación es que al aumentar las opiniones negativas sobre las bandas en 1998 y 1999, se dificultó el mantenimiento del régimen. Si todos los días en los periódicos se ataca la banda, la gente deja de creer en ella, y el aumento en la incertidumbre requiere cada vez mayores recursos del banco central para mantener el sistema y, de esta manera, la opinión afecta el régimen (este punto será tratado con mayor detenimiento en la sección IV).

<sup>8</sup> Como anota el Análisis Coyuntural de Coyuntura Económica de junio del 2000, "no es claro si lo que preocupa a los empresarios es el nivel del tipo de cambio o su estabilidad, pero los datos muestran que la preocupación fue alta en períodos de gran inestabilidad de la tasa de cambio (19% en 1998), aunque también en épocas de revaluación real como sucedió en casi toda la década. Y es precisamente en los períodos en los que se produjo una devaluación y una mayor estabilidad del tipo de cambio cuando esta preocupación perdió importancia".

## Gráfico 4. BANDAS Y OPINIÓN



Fuente: Archivos de Prensa, cálculos de los autores.

Como conclusión puede decirse que los sectores real y financiero valoran más la estabilidad cambiaria que los grupos de opinión, que parecería que las preferencias por régimen cambiario reflejan preferencias por el nivel de la tasa de cambio y que el abandono del sistema de bandas afecta la credibilidad del Banco de la República ya que rompe un compromiso establecido con anterioridad. A continuación, se presenta una crónica sobre lo ocurrido en el episodio de 1994 (período en el que se presentaron expectativas de revaluación) y en el episodio de 1998 - 1999 (período en el que se presentaron expectativas de devaluación) a la luz de las opiniones de los medios. Esta crónica refuerza las conclusiones obtenidas anteriormente.

### D. El episodio de 1994

A principios de 1994, el sistema de Certificados de Cambio que se adoptó desde 1991 había perdido efectividad como instrumento para posponer la monetización de divisas y quitaba flexibilidad al manejo monetario. En efecto, los agregados monetarios estaban creciendo muy por encima de las metas del Banco, debido a la monetización masiva generada por la compra de reservas en un régimen

de devaluación fija. Por esta razón, el 21 de enero de 1994 las autoridades monetarias eliminaron los certificados de cambio y adoptaron un sistema de bandas de flotación de la tasa de cambio con el objeto de recuperar el control monetario e introducir elementos de mercado en la determinación del valor del dólar.

En general, la adopción del sistema de bandas fue bien recibida por la opinión pública, "Se garantiza así el cumplimiento de la meta de inflación... se tranquiliza a los exportadores, al desaparecer el espectro de una revaluación como acción compensatoria del desajuste fiscal y se imprime a la política económica una credibilidad que le estaba haciendo falta"<sup>9</sup>. Sin embargo, instituciones como Fedesarrollo aseguraron que "el sistema de bandas no era un sistema inherentemente estable" y que "difícilmente pueden evitarse importantes fluctuaciones en la tasa de cambio dentro de las bandas preestablecidas, a menos que la tasa de cambio se mantenga pegada a los límites de la banda, exigiendo así la intervención del Banco Central"<sup>10</sup>.

Aní, por su parte tomó una posición incongruente. Indicaba que si bien la banda cambiaría disciplinaba al gobierno a la hora de utilizar recursos externos y mejoraba las posibilidades de control monetario y de estabilización, aumentaba el riesgo de una revaluación real. La institución también opinaba que hubiera preferido una banda más angosta para darle así un poco más de credibilidad a la política de sustentación de la tasa de cambio real: "Al fin y al cabo si uno va a sustentar el tipo de cambio real, y está dispuesto a intervenir para garantizar eso ¿por qué no se adoptó un rango más estrecho, para darle

así un poco más de credibilidad a la política de sustentación?"<sup>11</sup>.

En marzo de 1994, la abundancia de divisas y el crecimiento sin precedentes en la demanda agregada constituyeron fuertes presiones revaluacionistas, que generaron una discusión sobre el papel del Banco en el caso de que la tasa de cambio llegara al extremo de la banda. Al respecto, instituciones como Fedesarrollo aseguraban que la opción de eliminar el sistema de bandas no era deseable y apoyaron la decisión del Banco de la República de imponer controles al crecimiento de la cartera del sistema financiero. Aní, por el contrario, consideraba oportuno dejar revaluar un poco la moneda dentro de los límites de la banda. Sin embargo, en abril cuando las posibilidades de revaluación estaban agotadas, la institución reconoció que esta vía tendría que ser reforzada por medidas de austeridad fiscal.

A pesar de los enormes esfuerzos del Banco de la República por no dejar revaluar la tasa de cambio, en noviembre la tasa representativa de mercado tocó por primera vez el límite inferior de la banda. Sin embargo, Fedesarrollo continuaba apoyando el sistema de bandas. "Modificar el sistema de bandas perjudicaría seriamente la credibilidad del actual sistema de bandas cambiarias, abriendo paso a una mayor revaluación del tipo de cambio"<sup>12</sup>.

De acuerdo con el Banco de la República "las opciones eran tres: o bien se pasaba a un sistema de ancla cambiaria y se permitía la expansión monetaria consecuente con ello; o se permitía una flotación total de la tasa de cambio, o bien se intentaba

---

<sup>9</sup> El Tiempo, enero 25 de 1994.

<sup>10</sup> Coyuntura Económica, marzo de 1994.

---

<sup>11</sup> Informe Semanal Aní No. 202, enero 24 de 1994.

<sup>12</sup> Coyuntura Económica, diciembre 1994.

recuperar el control monetario otorgando un grado adicional de flexibilidad al tipo de cambio nominal. La decisión tomada fue la tercera<sup>13</sup>. En efecto, el Banco de la República optó por reevaluar en 7 % la banda cambiaria en diciembre de 1994

Como era de esperar los gremios del sector real se manifestaron en contra de la medida del Banco de la República<sup>14</sup>. Adicionalmente, columnistas como Fabio Echeverri Correa afirmaron que al bajar el piso de la banda, el Banco dejaba la tasa de cambio flexible, con gran injerencia por parte de los dólares del narcotráfico<sup>15</sup>. Sin embargo, en esta ocasión, el movimiento de la banda fue aplaudido por instituciones como Anif: "Si uno quiere tener un sistema de franja cambiaria no puede dejar que el piso o el techo coincidan con el nivel del mercado excepto en forma transitoria. Porque cuando eso ocurre se le ofrecen en bandeja de plata las oportunidades a los especuladores. Por ello, el descenso del piso de la franja -salvo que se optara por eliminarla de raíz -era indispensable<sup>16</sup>. En otras palabras, Anif prefería un sistema de bandas más estrecho, pero más flexible. Sin embargo, en declaraciones a Colprensa, Javier Fernández se mostraba menos entusiasta con la medida: "se trata de la medida más desagradable que se haya podido tomar, especialmente contra los exportadores, pero se trata de un mal necesario porque, entre otras cosas, la banda anterior no estaba funcionando<sup>17</sup>.

---

<sup>13</sup> Miguel Urrutia (1995) Revista de Banco de la República. No. 807. Nota Editorial, enero.

<sup>14</sup> Véase las opiniones de Asocolflores, Asociación Bancaria, Ascoltex, Cornical, la Confederación Colombiana de Algodoneros, la Sac, Fedegán y el sector bananero. La República, diciembre 14 de 1994.

<sup>15</sup> El Tiempo, diciembre 26 de 1994

<sup>16</sup> Informe Semanal Anif No. 249, diciembre 12 de 1994.

Anif, también señaló los efectos benéficos que tendría la menor presión sobre la banda en términos del bienestar económico: "Los exportadores también se perjudicarán pero mucho menos de lo que se cree. La medida mejora las probabilidades de que en 1995 el dólar pueda aumentar a un ritmo de 10% o más, al tiempo que, como dice la Junta, se asegura virtualmente el logro de la meta de inflación de 18% en 1995... y los exportadores como todos los demás empresarios van a beneficiarse de una reducción en las tasas de interés en el primer semestre de 1995, que se hace cada vez más viable en la medida en que las cuentas terminen en orden en 1994<sup>18</sup>. Aunque también, anotó que la modificación en la banda pondría en aprietos al sector financiero: "Los mayores perjudicados con la medida serán los banqueros obligados por las mismas autoridades a mantener parte de sus activos en algo que no es rentable y que ni siquiera es seguro: tener dólares como posición propia<sup>19</sup>.

Por su parte, el gobierno consideró prematura la decisión del Banco porque consideraba que mantener la banda durante un tiempo más largo habría podido suavizar el choque: "De acuerdo con el Ministro de Hacienda la decisión de modificar la banda cambiaria debió adoptarse a principios del próximo año, pero la Junta se adelantó en una decisión, que no fue compartida por el equipo económico del gobierno<sup>20</sup>. En contra de la posición del gobierno, instituciones como Anif objetaron que el aplazamiento de la medida habría significado también asegurar unas ganancias adicionales a los especuladores a costa de un aumento en la emisión mone-

---

<sup>17</sup> La República, diciembre 14 de 1994.

<sup>18</sup> Informe Semanal Anif No. 249, diciembre 12 de 1994.

<sup>19</sup> Informe Semanal Anif No. 249, diciembre 12 de 1994.

<sup>20</sup> La República, diciembre 14 de 1994.

taria, "nuestra impresión es que la oportuna reducción del piso de la banda mejora las perspectivas de mediano plazo"<sup>21</sup>. También, el columnista Samuel Hoyos Arango defendió la decisión del Banco: "no fue ni innecesaria ni prematura. Al contrario, fue oportuna. Posponerla como lo quería el poder ejecutivo sería un fraude a la democracia, disfrazando una situación económica que no se desea dejar conocer del público"<sup>22</sup>.

### E. El episodio de 1998-1999

A principios del mes de septiembre de 1998, el Banco de la República aumentó la posibilidad de devaluación al desplazar la banda nueve puntos y la discusión sobre el sistema cambiario se intensificó en el país.

Como consecuencia de los esfuerzos realizados por el Banco para mantener la banda cambiaria, se publicaron múltiples artículos que abogaban por un cambio de régimen. En efecto, Javier Fernández desde principios de enero sostuvo la necesidad de eliminar la banda cambiaria cuando se presentara la coyuntura adecuada: "También está demostrado que la supuesta estabilidad ofrecida por la banda cambiaria no vale un pepino. Ahora que el dólar está en el punto medio de la banda y que no hay peligro inmediato de disparo en la cotización ¿no sería una oportunidad excelente para quitarse esa camisa de fuerza y adoptar de una vez, una política más racional y menos peligrosa?"<sup>23</sup>.

Sin embargo, en esos momentos una posición más generalizada abogaba por la flotación de la tasa de

cambio, pero con volatilidad controlada por intervención del Banco, es decir una banda cambiaria pero no anunciada. Un ejemplo de esta posición, es la declaración del presidente de la Asobancaria Jorge Humberto Botero en diciembre de 1998: "Considero que tan pronto como encontremos una coyuntura propicia se debería modificar la banda cambiaria, eliminando la banda de oscilación del precio de la divisa como lo hizo México, pero manteniendo el precio del dólar dentro de unos linderos adecuados mediante la compra o la venta de reservas"<sup>24</sup>.

Finalmente, también se destacan opiniones como la expresada por Armando Montenegro (Presidente de Anif) que defendía el sistema de bandas: "no la eliminaría porque el control sobre el dólar es, a mi manera de ver, el instrumento fundamental para el manejo de la inflación y el que se quede sin ningún tope puede ser contrario a los objetivos y la obligación del Banco de mantener el control del índice de precios al consumidor"<sup>25</sup>.

A comienzos de 1999, el mercado revaluó la tasa de cambio y ésta se situó en la mitad de la banda. Este hecho creó dos tipos de reacciones, una que defendía la banda, para impedir una revaluación como la observada a principios de la década, y otra que afirmaba que era el momento adecuado para adoptar un sistema de cambio flexible.

Como exponentes de la primera corriente se encontraban: el Presidente de la Cámara Intergremial, Omar Botero Páramo, que afirmaba en La República: "En un período como el actual -con alta recesión y baja inflación- el sistema de bandas es muy positivo para propiciar una expansión monetaria que acom-

---

<sup>21</sup> Informe Semanal Anif No. 249, diciembre 12 de 1994.

<sup>22</sup> El Tiempo, diciembre 18 de 1994.

<sup>23</sup> Prospectiva Económica #139, enero 12 de 1999.

---

<sup>24</sup> El Tiempo, diciembre 21 de 1998.

<sup>25</sup> La República, enero 18 de 1999.

pañada de un plan de grandes proyectos en las tres ciudades y una flexibilización en las leyes laborales nos traiga la tan esperada reactivación<sup>126</sup>; Carlos Caballero que anotaba en *El Tiempo*: "No deja de sorprender que algunos economistas sugieran eliminarla en estos momentos (la banda), cuando la evolución de la tasa de cambio no indica que ello sea necesario<sup>127</sup>; y Corredores Asociados quienes aseguraban en *Portafolio*: "Para esto no hace falta modificar la banda cambiaria, como tercamente han seguido insistiendo algunas personas<sup>128</sup>.

Entre los exponentes que argumentaron que era el momento adecuado para cambiar el sistema de bandas se encontraban Anif y Fedesarrollo. En efecto, en *Coyuntura Económica* de marzo de 1999 se afirmaba que: "el actual momento de calma en el mercado cambiario y de ausencia de ataques especulativos es el apropiado para analizar un tipo de cambio más flexible que permita, si así lo determina el mercado y los flujos de capitales hacia el país, tener una devaluación mayor que facilite un tipo de cambio real más competitivo y que apoye el sector exportador<sup>129</sup> (En este caso, sin embargo, es posible observar que se aboga por el tipo de cambio flexible, pero con la esperanza de que esto lleve a una devaluación mayor en el largo plazo.) Incluso, el momento se prestó para que analistas como Eduardo Sarmiento abogaran por un tipo de cambio fijo: "quierase o no, la adopción de un sistema de cambio fijo aparece como una de las contrarreformas centrales de modelo económico para recuperar el crecimiento y la estabilidad financiera y cambiaria<sup>130</sup>.

En el segundo trimestre, la tasa de cambio volvió a situarse cerca al techo de la banda y en junio de ese año el Banco tuvo que desplazarla de nuevo. Después del movimiento de la banda, algunas opiniones como la de William Jaramillo Gómez se manifestaron en contra de decisión del Banco: "De ahí, sus precarias alternativas (las del Banco de la República): o dejar flotar el dólar, modificar la banda o persistir en el error de mantener la anterior. Lo último habría sido Troya (implica perder reservas o subir la tasa de interés). Al desestimar la libre flotación del dólar, el testarudo Banco optó por modificar la anterior banda cambiaria. ¿Cuánto durará esta?<sup>131</sup>. Con esta apreciación el columnista da a entender que dejar libre la tasa de cambio era la única opción. Sin embargo doce días más tarde escribe: "Otra opción, ya extemporánea, habría sido abandonar el régimen de bandas y permitir la flotación del cambio. Sin embargo, de frente a la total desconfianza internacional, el dólar hubiese alcanzado las nubes<sup>132</sup>.

De otra parte, organismos como Fedesarrollo afirmaban que el Banco debía haber eliminado el sistema de bandas en los meses anteriores: "Las autoridades monetarias deberían haber acabado con el esquema de bandas en marzo, cuando la tasa de cambio se encontraba cerca del centro, pero no lo hicieron y el error será costoso<sup>133</sup>.

En septiembre las apreciaciones de quienes afirmaban que no era necesario modificar la banda cambiaria como Corredores Asociados parecían haberse modificado en forma radical. En un artículo de *Por-*

---

<sup>26</sup> La República, abril 29 de 1999.

<sup>27</sup> El Tiempo, febrero 10 de 1999.

<sup>28</sup> Portafolio, abril 12 de 1999.

<sup>29</sup> Coyuntura Económica. Análisis Coyuntural, marzo de 1999.

---

<sup>30</sup> El Espectador, febrero 21 de 1999.

<sup>31</sup> El Espectador, julio 4 de 1999.

<sup>32</sup> El Espectador, julio 18 de 1999.

<sup>33</sup> Coyuntura Económica, junio 1999.



tafolio esta institución afirmaba: "Las bandas cambiarias son una especie en vía de extinción en el mundo, debido a que reducen el margen de maniobra de la política monetaria y la capacidad de las autoridades para estimular la economía mediante una reducción de las tasas de interés"<sup>34</sup>.

El 24 de septiembre, se liberó la banda cambiaria sin mayores traumatismos en la economía y fue precisamente esta tranquilidad en el mercado lo que produjo un fuerte rechazo al manejo cambiario. En efecto, la opinión pública castigó al Banco de la República por no haber soltado la banda con anterioridad, en vez de aplaudirlo por haber realizado el cambio de régimen en el momento adecuado, de manera tal que no se generara el tan esperado sobreajuste cambiario ("overshooting"). En efecto, algunos columnistas como Ramón Meira - Serantes, Luis Prieto Ocampo, Gabriel Rosas y Arrnando Pu- yana criticaron fuertemente el largo mantenimiento de la banda cambiaria<sup>35</sup>. María Mercedes Cuellar también apoyó este razonamiento y además afirmó que la banda no era adecuada para países en recesión<sup>36</sup>.

De cualquier forma, se generó un fuerte consenso en contra del sistema de bandas (entidades como Fedesarrollo anotaban: "la banda cambiaria fue un mal mecanismo pues no cumplió con los objetivos esperados en la literatura económica e invitaba a la

---

<sup>34</sup> Portafolio, septiembre 6 de 1999.

<sup>35</sup> El Siglo de octubre 20 de 1999, El Espectador de octubre 25 de 1999. El Espectador de septiembre 15 de 1999, La República de octubre 18 de 1999, El Espectador de octubre 2 de 1999.

<sup>36</sup> Presidenta ICAVI. El Espectador, septiembre 24, octubre 1 y octubre 15 de 1999.

<sup>37</sup> Coyuntura Económica, septiembre de 1999.

especulación en Colombia"<sup>37</sup>); y un gran optimismo sobre el futuro económico del país enmarcado en el nuevo régimen cambiario: (Guillermo Perry, en un artículo de periódico afirma: "Si Colombia hace el ajuste fiscal, si el Congreso aprueba las reformas de seguridad social y del régimen de transferencias intergubernamentales y si el banco de la República deja flotar la moneda y no abusa de las tasas de interés cuando se den presiones de devaluación, la economía volverá a una senda de crecimiento razonable"<sup>38</sup>.

Sin embargo, la discusión está aún lejos de terminar. Algunos analistas como Alberto Carrasquilla<sup>39</sup> y Eduardo Sarmiento han puesto sobre el tapete la opción de dolarizar la economía. Otros, que antes abogaban por la liberación del sistema de bandas, sugieren que en el nuevo régimen hay excesiva flexibilidad de la tasa de cambio y buscan un mecanismo para impedir una posible revaluación del peso (véase por ejemplo los artículos de Corredores Asociados en Portafolio de septiembre 6 y noviembre 29 de 1999.)

Para concluir este Capítulo es posible afirmar, con la ayuda de un análisis lógico y de evidencia empírica, que no existen razones para que un determinado grupo abogue por un determinado régimen cambiario, que las opiniones con frecuencia reflejan preferencias por el nivel de la tasa de cambio, que el sector real valora la estabilidad cambiaria aún más que los generadores de opinión y que el paso a un régimen de tasa de cambio flexible tuvo un costo para el Banco de la República en términos de opinión.

---

<sup>38</sup> El Tiempo, octubre 18 de 1999.

<sup>39</sup> El Espectador, diciembre 4 de 1999 y El Espectador, junio 9 de 1999.

### III. POSICION DE LA OPINION PÚBLICA ANTE EL NIVEL DE LA TASA DE CAMBIO

Este capítulo realiza un ejercicio similar al anterior pero estudia la posición de la opinión pública frente a la tasa de cambio y no frente al régimen cambiario. De igual forma que en el capítulo anterior, se presentan las posiciones teóricas y las observadas y se narran los hechos a partir de los comentarios de prensa.

#### A. Posición teórica de la opinión pública acerca del nivel de tasa de cambio

Uno de los enfoques más claros para enmarcar el análisis de las preferencias de los agentes por devaluaciones y revaluaciones de la tasa de cambio es el realizado por Dornbusch (1996). Según este autor, la tasa de cambio es un precio y como tal, su movimiento genera un efecto sustitución y un efecto ingreso. El efecto sustitución beneficia a unos grupos a expensas de otros (por ejemplo exportadores versus importadores, tenedores de depósitos en dólares versus deudores en dólares) independientemente de las condiciones de la economía. Este efecto tiende a ser de corto y mediano plazo. En el corto plazo la devaluación crea unas ganancias extraordinarias para las empresas que ya se encuentran exportando y para los tenedores de dólares. En el mediano plazo, algunas empresas no exportadoras pueden orientarse hacia el mercado externo.

El efecto ingreso genera más controversia que el efecto sustitución. Según algunos autores (Dornbusch, 1987 y Díaz Alejandro, 1966) las revaluaciones son populares en el corto plazo, en el sentido de que aumentan el poder de compra de los individuos y reducen la inflación, y de esta forma generan una bonanza temporal. Pero en el mediano plazo, si los precios no reaccionan a la baja, se puede deteriorar la competitividad del país. En un sentido similar,

Edwards (1986) encuentra que las devaluaciones son recesivas en el corto plazo (debido al incremento en la inflación) y neutras en el largo plazo. Según otros autores (basados en el modelo de Mundell - Fleming) la devaluación aumenta la demanda en el corto plazo y de esta manera reactiva la economía, a pesar de que en el mediano plazo se incrementa la inflación. La duración de este efecto dependerá de la velocidad con que la devaluación se convierta en inflación. Los trabajos empíricos que relacionan el tipo de cambio con el nivel de popularidad tampoco son contundentes<sup>40</sup>.

En otro artículo de Dornbusch y Edwards (1990), el problema se aborda desde una perspectiva diferente: una apreciación de la moneda aumenta los salarios reales a expensas de un deterioro en la cuenta corriente. Así mismo, la depreciación de la moneda aumenta el empleo<sup>41</sup>, pero incrementa la inflación. Por lo tanto, la decisión de devaluar o revaluar la moneda crea efectos distributivos entre trabajadores y desempleados.

De acuerdo con estas apreciaciones es posible afirmar que, en condiciones normales de la economía, los exportadores, los tenedores de dólares y los desempleados<sup>42</sup> abogarían por una devaluación; y los importadores, los sindicatos<sup>43</sup>, los comerciantes, los productores de bienes no transables y los deudo-

---

<sup>40</sup> En el caso de países desarrollados como Estados Unidos, Gran Bretaña y Alemania, Blomerg y Hess (1997) encuentran una relación positiva entre la depreciación de la tasa de cambio y los índices de aprobación del gobierno, resultado que indica que los presidentes populares tienden a devaluar la moneda. Sin embargo, los autores no encuentran que elevar la tasa de cambio aumente los niveles de popularidad.

<sup>41</sup> Sin embargo, según Edwards (1986) una devaluación en el corto plazo es recesiva y en el largo plazo es neutra, lo que indica que ni siquiera en el corto plazo la devaluación logra impulsar el crecimiento y por lo tanto el empleo.

<sup>42</sup> Con la salvedad hecha en la cita anterior.

res en dólares abogarían por una revaluación. Sin embargo, la situación económica del momento juega un importante papel en las preferencias de tasa de cambio. Si el país se encuentra en una crisis de demanda es más probable que surjan posiciones en favor de la devaluación, pero si el país tiene problemas de inflación, es probable que la opinión pública apoye una revaluación.

La evidencia en el caso colombiano, (Steiner, Jaramillo y Salazar (1999)) indica que antes de las reformas de los noventa, los grupos que se beneficiaban con la devaluación preferían interceder por políticas correctivas de la tasa de cambio (como los subsidios o el precio interno del café) antes de involucrarse en la discusión cambiaria<sup>44</sup>. Sin embargo, esta dinámica cambió radicalmente con la eliminación de las políticas sectoriales, momento en el cuál, estos grupos se convirtieron en un fuerte factor de presión a favor de la devaluación.

Tal vez por la influencia de estos grupos, la indiferencia hacia la estabilidad de precios que producen

---

<sup>43</sup> Sin embargo, en Colombia los sindicatos prefieren las políticas de devaluación porque aumentan la demanda de trabajo y con ésta el número de afiliados. Adicionalmente, el aumento en la demanda de trabajo incrementa el salario real. Las pérdidas ocasionadas por el aumento en la inflación no son consideradas importantes porque existen mecanismos preestablecidos para defenderse de este efecto.

<sup>44</sup> Este artículo analiza por separado la posición de los sectores manufacturero, cafetero, agrícola y financiero ante la devaluación de la tasa de cambio. Así mismo, realizan un análisis en el cuál se desagregan los actores por partidos políticos y encuentran que la tasa nominal de devaluación fue menor durante las administraciones del frente nacional y mayor durante los gobiernos conservadores. Adicionalmente, encuentran que la tasa nominal de devaluación depende de la naturaleza del Banco de la República, y en particular, la independencia de la junta del Banco ha determinado el uso de la política cambiaria para reducir la inflación. Miguel Urrutia el Gerente del Banco de la República no comparte esta opinión porque el resultado obtenido se debe a que los primeros años del Banco independiente coincidieron con un período de revaluación por ingresos de capital.

décadas de inflación inercial y/o la importancia que ha tenido en nuestro país la exportación de café<sup>45</sup> es que parece existir en los últimos años una preferencia marcada por la devaluación en Colombia. (Concepto al que hace alusión Carrasquilla cuando se refiere a "nuestra historia inflacionaria y nuestro apego a la devaluación")<sup>46</sup>. Por el contrario, en los años sesenta la devaluación era muy impopular.

Lo que es indiscutible es que en la opinión de muchos colombianos la devaluación se asocia con la prosperidad y son frecuentes afirmaciones como: "no veo la reactivación pues no hay devaluación"<sup>47</sup> en la prensa colombiana. Sin embargo, la relación entre tasa de cambio y producto en Colombia no es clara, como indica la literatura<sup>48</sup> y el Gráfico 5 que

---

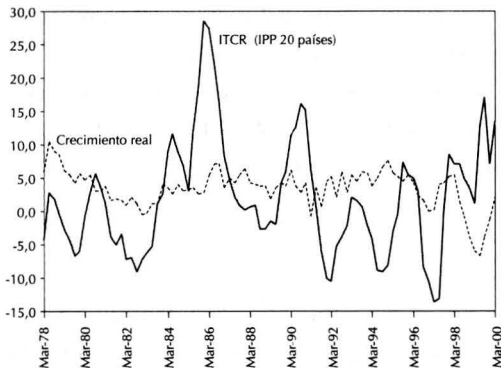
<sup>45</sup> Otra explicación puede ser que "las autoridades colombianas han mantenido al tipo de cambio muy cerca de sus niveles de equilibrio y no han tratado de usarlo para fines de redistribución." Urrutia (1992).

<sup>46</sup> El Espectador, Diciembre 4 de 1999.

<sup>47</sup> Horacio Jaramillo. La República, abril 16 de 1999.

<sup>48</sup> La existencia de una relación positiva entre tasa de cambio nominal y producto requiere de dos condiciones: la primera es que la devaluación nominal tenga efectos reales, la segunda es que la tasa de cambio real afecte el producto. Sobre la primera observación no existe consenso. En efecto, Herrera (1989), Echavarría y Gaviria (1992) y Langebaek (1993) señalan que una devaluación nominal tiene efectos permanentes en la tasa de cambio real. Otros autores como Carrasquilla, Galindo y Patrón (1994), Calderón (1995, 1997), Herrera (1997) Gómez y Ocampo (1997), Joyce y Kamas (1997) y Misas y Arias (1998) encuentran que no existe una relación de largo plazo entre las variables nominales y la tasa de cambio real, pero existe discrepancia acerca de la duración de los efectos de corto plazo (según Misas y Arias el efecto significativo dura tres meses, mientras que para Joyce y Kamas el efecto dura 10 años). La segunda relación tampoco parece significativa: "Lo que es más interesante de los resultados disponibles es que diversas especificaciones de la tasa de cambio real no permiten identificar que ésta tenga una clara relación con el crecimiento" Carrasquilla y Junguito (1993). Igualmente, Gómez (2000) encuentra que la tasa de cambio real no tiene efectos significativos sobre la brecha del producto.

**Gráfico 5. ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL Y PIB REAL (Variaciones anuales de trimestres)**



Fuente: Banco de la República.

presenta la relación entre el ritmo de devaluación real y el crecimiento del PIB. Más aún, las altas devaluaciones de 1989-1990, y de 1999 están relacionadas con caídas en el crecimiento del PIB. Es por lo tanto algo sorprendente la popularidad de la devaluación.

En conclusión puede afirmarse que, si bien no es necesariamente lógico<sup>49</sup>, hay razones para que exista un apego por la devaluación en Colombia, que sería predecible que estas preferencias se mostraran más fuertes en épocas de crisis de demanda y baja inflación y que es de esperar que las condiciones específicas de cada empresa (como por ejemplo su nivel de endeudamiento en dólares y su razón económica) determinen en cierto grado su preferencia por el nivel de tasa de cambio. En la siguiente sección se busca argumentar estas hipótesis con alguna evidencia empírica.

<sup>49</sup> En palabras de un editorial de Portafolio: "Es como una paradoja. Mientras los países adelantados quieren poseer una moneda fuerte y tenerla ha sido sinónimo de progreso y solidez económica, en nuestro país se está pensando que solo con un peso devaluado y débil, puede crecer la economía y lograr un mayor bienestar". Portafolio. Octubre 5 de 1999.

**B. Posición observada de la opinión pública colombiana ante el nivel de la tasa de cambio.**

Cómo se anotó en la sección anterior es enorme la acogida que tiene la devaluación en nuestro país en la actualidad. Entre los artículos analizados en 1994<sup>50</sup> una gran parte eran neutrales, pero del resto, el 93% de los artículos defendían la devaluación y sólo 7% estaban en contra (Gráfico 6). Así mismo, durante el período 1998-1999 y dejando de lado los artículos neutrales, el 90% de los artículos analizados abogaban por una devaluación y sólo el 10% señalaban los problemas de la misma (Gráfico 7). Estos resultados confirman que en Colombia es popular devaluar<sup>51</sup> y esta tendencia es tan fuerte que los grupos que se beneficiarían con una revaluación no se atreven a reconocerlo públicamente<sup>52</sup>.

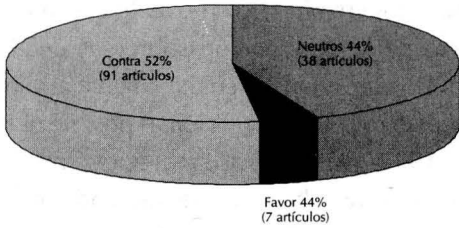
Respecto a la hipótesis de que en Colombia se valora más la revaluación en épocas de crisis que en épocas de auge, el comportamiento de la opinión pública en el tiempo, en el episodio 1998-1999, genera alguna evidencia al respecto. En efecto, la opinión a favor de la devaluación crece al deteriorarse la situación económica (Gráfico 8). La eviden-

<sup>50</sup> La mayoría de artículos de 1994 que se consultaron se publicaron en los tres primeros y tres últimos meses del año, período en el cuál se registraron un mayor número de hechos relevantes para la tasa de cambio.

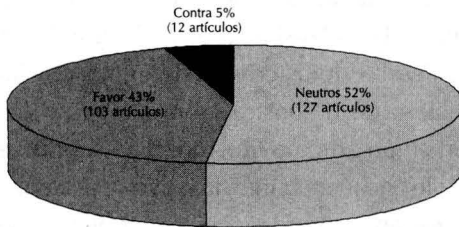
<sup>51</sup> Para comprobar la apreciación de que la devaluación es popular se pretendió comparar el nivel de la tasa de cambio con las encuestas de popularidad de los tres últimos presidentes. Sin embargo, los resultados no muestran ninguna relación.

<sup>52</sup> Como señala Portafolio, en su edición del 5 de octubre de 1994: "Los amigos de la revaluación han tenido que esconderse, algo así como le tocó a los monetaristas durante el reinado del CEPAL o a los cepalinos durante el reinado de los neoliberales..." y más adelante en el mismo artículo se cita a Sabas Pretelt, Presidente de Fenalco: "En Colombia, nadie puede hablar en favor de la revaluación, pese a que son muchos los colombianos que se han beneficiado de ella en los últimos años. Ha hecho carrera la idea de que es mala porque sí".

**Gráfico 6. OPINIÓN ACERCA DE LA REVALUACIÓN EPISODIO 1994**

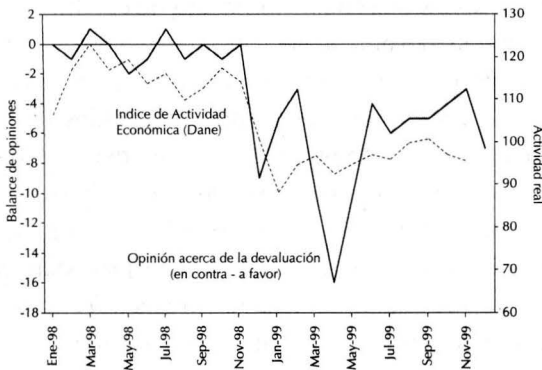


**Gráfico 7. OPINIÓN ACERCA DE LA DEVALUACIÓN EPISODIO 1998-1999**



Fuentes: Archivos de Prensa, cálculos de los autores.

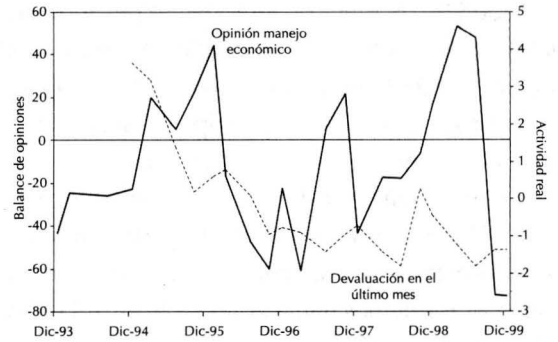
**Gráfico 8. ÍNDICE DE ACTIVIDAD REAL**



Fuentes: Dane y artículos de prensa, cálculos de los autores.

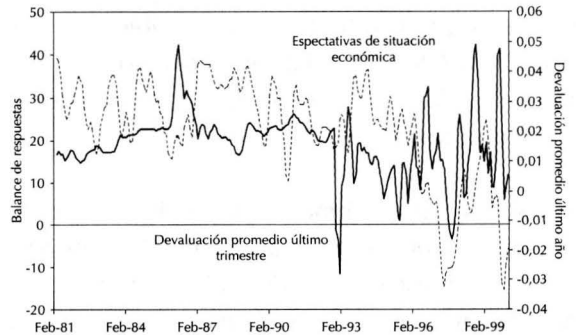
cia que se presenta en los Gráficos 9 y 10 sobre las relaciones entre devaluación y la opinión sobre el manejo económico y las expectativas de situación económica, contradicen esta afirmación, pero esto se explica por el hecho de que el tema cambiario es

**Gráfico 9. DEVALUACIÓN Y OPINIÓN SOBRE EL MANEJO ECONÓMICO**



Fuentes: Banco de la República y encuestas Gallup.

**Gráfico 10. DEVALUACIÓN Y EXPECTATIVAS DE SITUACIÓN ECONÓMICA (Último trimestre)**



Fuentes: Banco de la República y Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

sólo uno de los factores, y no el más importante, que definen las opiniones sobre la calidad del manejo económico y las perspectivas de situación económica de los empresarios.

Para probar la hipótesis de que el nivel de endeudamiento en dólares determina las preferencias por la revaluación se analizó el nivel de endeudamiento del sector real y del sector financiero en los dos períodos considerados, y se comparó con las preferencias observadas por el nivel de la tasa de cambio.

Respecto al nivel de endeudamiento (Cuadro 2) en 1994, es posible afirmar que el sector real tenía una deuda de \$8.709 miles de millones de pesos, de los cuáles, el 18,6% estaba constituido en moneda extranjera. En 1998, utilizando solo la información de las empresas vigiladas por la Superintendencia de Sociedades<sup>53</sup>, el 31% de las obligaciones del sector financiero estaban constituidas en moneda extranjera (un 55% más que en 1996). El Cuadro 3 muestra la deuda de las empresas inscritas en la Bolsa de Bogotá. Estos resultados hacían previsible que el sector real de la economía se mostrara menos enfático en apoyar la devaluación en 1998 y 1999, que en 1994. Respecto al sector financiero, la deuda externa privada en 1994 era de US\$1.924 millones, en 1998 el endeudamiento en dólares era de US\$3.102 y en 1999 US\$1.910<sup>54</sup> (lo cuál puede indicar que los agentes se prepararon para una posible devaluación). Estas estadísticas hacen predecir que para el sector financiero en este período también era costosa una devaluación.

Las estadísticas confirman la hipótesis establecida. En efecto, es posible afirmar que en 1994 los analistas, columnistas y los editoriales fueron los que más abogaron por una devaluación (97%, 100% y 88%) respectivamente mientras que el 17% de los artículos publicados por los gremios defendían la revaluación. De igual forma, las estadísticas de 1998 (Gráficos 11 y 12, y Cuadro 4), indican que los columnistas y los editoriales son los que más defienden la devaluación, mientras que los gremios del sector real y financiero y los analistas especia-

lizados reconocen que la devaluación puede tener importantes costos para la economía. Este hecho revela que los gremios, quienes realmente *divisaban* el efecto de la devaluación sobre sus deudas en dólares, no apoyaban tan enfáticamente el aumento en el precio del dólar. También es posible observar que en 1998-1999 el sector real apoyó menos enfáticamente la devaluación. Este resultado se explica por el menor endeudamiento relativo en dólares en 1994.

Respecto al hecho de que el objetivo económico determine el nivel de las críticas a la tasa de cambio sorprenden las duras críticas de Camacol (Cámara Colombiana de la Construcción) al proceso de revaluación en un artículo titulado: "La Recesión es insostenible"<sup>55</sup>. Sin embargo, la mayoría de las opiniones muestran concordancia con el objetivo económico de los diferentes sectores, es decir, los gremios de exportadores defienden la devaluación mientras que los gremios de comerciantes y constructores defienden la revaluación. En particular, sobresalen las opiniones de Fenalco: "una tasa de cambio artificialmente devaluada tiene efectos perversos en el aumento del nivel de los precios, lo que a la vez perjudica a los sectores menos favorecidos de la población"<sup>56</sup> o "con el fortalecimiento del peso los colombianos están ganando poder adquisitivo frente al mundo y han tenido la oportunidad de traer maquinaria a precios más baratos"<sup>57</sup>; las de Juan Manuel Ruiseco, presidente del Grupo Cementos del Caribe "La revaluación no es tan mala para el país y por el contrario, tiene efectos benéficos como el fortalecimiento de la moneda, que facilita el endeuda-

---

<sup>53</sup> Estas empresas tenían una deuda de 23.194 miles de millones de pesos. La deuda externa privada registrada en el Banco de la República era de US\$7.122 millones en 1994, US\$15.468 millones en 1998 y US\$14.770 millones en 1999.

<sup>54</sup> Banco de la República. Deuda Externa de Colombia 1970-2000, junio 2000.

---

<sup>55</sup> El Tiempo, marzo 16 de 1994.

<sup>56</sup> El Tiempo, julio 12 de 1994

<sup>57</sup> El Tiempo, diciembre 31 de 1994.



**Cuadro 2. OBLIGACIONES FINANCIERAS DE LAS EMPRESAS PRIVADAS VIGILADAS POR LA SUPERINTENDENCIA DE SOCIEDADES<sup>a</sup> (Miles de millones de pesos)**

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Corto plazo</b>							
Interna <sup>a</sup>	3.123	3.222	4.514	6.723	6.556	8.091	9.214
(%)	85	84	88	91	90	87	87
Externa <sup>b</sup>	572	600	632	672	758	1.180	1.386
(%)	15	16	12	9	10	13	13
Total	3.694	3.823	5.145	7.395	7.314	9.271	10.600
<b>Largo plazo</b>							
Interna <sup>a</sup>	1.134	1.762	2.575	4.542	4632	6.459	6.681
(%)	70	79	72	82	69	57	53
Externa <sup>b</sup>	489	466	989	986	2.067	4.795	5.913
(%)	30	21	28	18	31	43	47
Total	1.623	2.228	3.564	5.528	6.699	11.255	12.594
<b>Total</b>							
Interna <sup>a</sup>	3.694	3.823	5.145	7.395	7.314	14.550	15.895
(%)	69	63	59	57	52	71	69
Externa <sup>b</sup>	1.060	1.066	1.620	1.657	2.826	5.975	7.299
(%)	20	18	19	13	20	29	31
Total	5.317	6.050	8.709	12.923	14.014	20.525	23.194

<sup>a</sup> 9119 empresas.

<sup>b</sup> Créditos otorgados por el sistema financiero y otras entidades nacionales.

<sup>c</sup> Créditos otorgados por bancos y entidades en el exterior.

Fuente: Cálculos de Ferney Niño Rodríguez. Banco de la República.

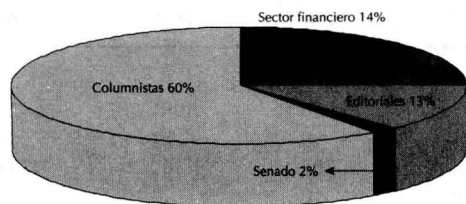
**Cuadro 3. DEUDA DE LAS EMPRESAS INSCRITAS EN LA BOLSA DE BOGOTÁ<sup>a</sup> (Miles de millones de pesos)**

	Interna	(%)	Externa	(%)	Total
<b>Deuda corto plazo</b>					
1998	1471	82	321	18	1791
1999	1614	65	856	35	2470
<b>Deuda largo plazo</b>					
1998	1612	41	2331	59	3944
1999	2192	48	2394	52	4586
<b>Total deuda</b>					
1998	3083	54	2652	46	5735
1999	3806	54	3250	46	7056

<sup>a</sup> Muestra de 150 empresas.

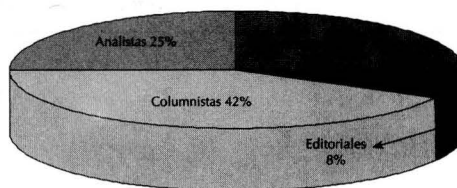
Fuente: Bolsa de Bogota.

**Gráfico 11. OPINIONES A FAVOR DE LA DEVALUACIÓN 1998-1999**



Fuentes: Archivos de Prensa, cálculos de los autores.

**Gráfico 12. OPINIONES EN CONTRA DE LA DEVALUACIÓN 1998-1999**



Fuentes: Archivos de Prensa, cálculos de los autores.

**Cuadro 4. OPINIONES ACERCA DE LA DEVALUACIÓN EN 1998-1999 (%)**

	Analistas	Columnistas	Editoriales	Sector financiero	Total
Favor	79	93	93	82	90
Contra	21	7	7	18	10

Fuente: Archivos de prensa, cálculos de los autores.

miento externo de las empresas<sup>58</sup> y las de Analdex: "Nos está atacando el virus de la enfermedad holandesa... los sectores que compiten internacionalmente en los mercados de exportación o en el doméstico, están estancados y han visto deteriorada su rentabilidad a consecuencia de la revaluación del peso que no se puede neutralizar con aumentos de productividad, en el corto plazo... estamos sustituyendo empleo calificado y bien remunerado por puestos de trabajo que pagan salario mínimo y exigen bajos niveles educativos".

En general, puede afirmarse que se cumplen las hipótesis de la existencia de preferencias marcadas por la devaluación en el país y del endeudamiento y el objetivo económico como determinantes de las críticas de los agentes al nivel de tasa de cambio

y en menor grado, la hipótesis de aumento de las críticas al nivel de la tasa de cambio en épocas de depresión. Estos resultados se confirman a través de los episodios de revaluación de 1994 y de devaluación de 1998-1999 que se narran a continuación.

### C. El episodio de 1994

Cuando en enero de 1994 se adoptó el sistema de banda cambiaria, el panorama que se respiraba en el país era prácticamente el opuesto al que se observa hoy en día: la actividad económica se encontraba en auge y por lo tanto, la opinión pública tendería a apoyar la revaluación del dólar (según las apreciaciones teóricas de la sección 3a). En eso coinciden las voces que resaltaron la importancia de la revaluación para disminuir la inflación y para aumentar el poder adquisitivo de la moneda. Sin embargo, el argumento de impedir la revaluación para evitar la enfermedad holandesa fue ampliamente citado en ese momento. Por ejemplo, el Ban-

<sup>58</sup> Portafolio, octubre 18 de 1994.

co de la República y Planeación Nacional organizaron dos seminarios internacionales sobre el tema. En ellos se enfatizó la necesidad de reducir el déficit fiscal para evitar la revaluación y la enfermedad holandesa.

Teniendo más en cuenta la coyuntura, tanto Anif como Fedesarrollo resaltaban la relación que existe entre la tasa de cambio y el comportamiento de los precios (Anif señala en su boletín semanal: "No cabe duda que la revaluación ha hecho maravillas para frenar los precios domésticos"<sup>59</sup> y Fedesarrollo anotaba en Coyuntura Económica: "En estas circunstancias es difícil pensar que un manejo de la tasa de cambio concertado con el sector privado hubiera evitado la revaluación. Posiblemente, se habrían mantenido ritmos mayores de devaluación nominal, con una revaluación real semejante, pero mayor inflación". El entonces, candidato a la presidencia, Andrés Pastrana, también fue bastante enfático en este sentido: "Nada sacamos con aumentar nominalmente la devaluación si la inflación también aumenta. Esto sería como acomodarnos a la pobreza. Sería como aceptar ser Haití, porque no podemos ser Singapur... Nuestro desafío no es el de ajustar la devaluación nominal a una creciente y descontrolada inflación. La vía no es apretar el pedal de la devaluación nominal. Este camino, de manipular la devaluación nominal en una economía abierta, es echarle leña a la hoguera inflacionaria borrando con el codo lo que se hace con la mano"<sup>60</sup>. Igualmente, el profesor A. Harberger en una asamblea de Analdex opinaba que no puede ser por la vía de la tasa de cambio nominal como se soluciona el problema de los exportadores colombianos, por que esta sólo se puede manejar con instrumentos

reales<sup>61</sup>. Finalmente, un editorial de Portafolio anotaba: "Estos factores han inducido a un abaratamiento de los costos de la industria, que en parte se ha trasladado al consumidor final a través de menores precios o por lo menos se ha evitado que sean mayores. Para nadie es un secreto que la baja de la inflación -así haya sido pequeña- es buena parte producto de la revaluación. En 1990, el costo de vida fue de 32,3 por ciento. Cuatro años después es diez puntos menos"<sup>62</sup>.

Sin embargo, representantes del sector exportador como Ronald Bacalarz aseguraban que no existe relación entre la tasa de cambio y la inflación "Se acusó al sector exportador de ser causante de la inflación por insistir en una devaluación equivalente a ésta y se dijo que estábamos en un mundo de devaluación inflacionaria. Pues bien, el año de 1985, que ha sido el de mayor devaluación, fue precisamente uno de los de menores índices de inflación y hoy estamos en el extraño mundo de una revaluación inflacionaria. El cuatrienio agosto de 1986 a agosto de 1990 sumado, tuvo una inflación inferior al cuatrienio 1990-1994, a pesar de que durante el primero la devaluación fue compatible con el nivel de inflación y durante el segundo se ha revaluado. Entonces la causa de la inflación no es la devaluación".

Respecto al aumento en el poder adquisitivo de la moneda y la reducción en el precio de las importaciones, además de las opiniones de Fenalco y del entonces Presidente de Cementos del Caribe anteriormente señaladas, Portafolio señalaba: "En uno y en otro caso, la industria nacional se ha beneficiado, al punto que buena parte de la modernización del

---

<sup>59</sup> Boletín semanal Anif No. 212. Abril 4 de 1994.

<sup>60</sup> Discurso en la X Congreso Anual de Exportadores.

---

<sup>61</sup> Presentación de Arnold Harberger en la XXIII Asamblea Ordinaria de Analdex.

<sup>62</sup> Portafolio, octubre 5 de 1994.

aparato productivo se ha logrado con el estímulo de la revaluación del peso... Pero también quienes contraen deudas en el exterior han sido beneficiados con la apreciación del peso, por dos razones: porque les ha resultado más barato recurrir al endeudamiento externo frente al mercado doméstico y porque al cancelar deudas contraídas con anterioridad, se pagan con pesos fuertes... Los viajeros colombianos que salen al exterior también han sentido los beneficios de la revaluación, pues les ha rendido más sus pesos al comprar los dólares... El Estado también se ha beneficiado con la revaluación. Los pagos por servicio de la deuda le ha permitido al presupuesto nacional ahorrar una cifra cercana a los 200.000 millones de pesos. Hay que tener en cuenta que cuando el gobierno recibe desembolsos de crédito, le ingresan también pesos revaluados<sup>63</sup>.

De otra parte, Fedesarrollo, no parecía estar de acuerdo con la revaluación real, con un argumento de enfermedad holandesa: "La abundancia de divisas y los elevados niveles de gasto público conforman un cuadro típico de enfermedad holandesa que puede tener consecuencias muy negativas para el desarrollo económico en el mediano y largo plazo. Las presiones inflacionarias y la revaluación de la tasa de cambio debilitan los sectores de bienes comerciables, reduciendo con el tiempo la capacidad competitiva del país y aumentando su vulnerabilidad frente a cambios en la situación económica externa"<sup>64</sup>. De igual forma, la Andi anotaba: "se configura un escenario hacia la revaluación, lo que dificulta aún más la situación de los exportadores, ya que dicha revaluación no se origina en una mayor productividad. Al respecto, es necesario señalar que se trata de una situación menos deseable"<sup>65</sup>.

---

<sup>63</sup> Portafolio, octubre 18 de 1994.

<sup>64</sup> Coyuntura Económica, junio de 1994.

Roberto Steiner también señalaba que "es necesario tener una tasa más competitiva porque ya se están viendo los efectos negativos en la cuenta corriente"<sup>66</sup>. El Presidente Samper también afirmó, en un polémico discurso, que "Los amigos de la revaluación son los mayores enemigos de la apertura"<sup>67</sup>. De igual forma, el Presidente Alfonso López Michelsen comentaba: "El caso del café es típico: suben los salarios, suben los fertilizantes, suben los servicios públicos, suben los costos de construcción; pero el precio internacional del grano, traducido a pesos, no alcanza para compensar la diferencia en la rentabilidad del productor"<sup>68</sup>. Finalmente, el Ministro de Comercio Exterior, Juan Manuel Santos, también comentó, "Soy enemigo de la revaluación... porque realmente creo que en una economía como la colombiana, a diferencia de otros países donde los bienes transables no son tan importantes en la creación de empleo y en el crecimiento económico, la revaluación daría al traste, precisamente con los objetivos que busca nuestra política de apertura e internacionalización de la economía, la de crecer más rápido para generar más empleo. Como bien lo he dicho estaríamos borrando con el codo lo que hacemos con la mano"<sup>69</sup>.

A lo anterior, Anif respondió que la enfermedad holandesa apenas corrige los años de proteccionismo a ultranza 1983-1986, "la caída de los precios

---

<sup>65</sup> Revista Andi. Enero, febrero de 1994.

<sup>66</sup> El Tiempo 28 de enero de 1994.

<sup>67</sup> XXIII Asamblea Anual de Exportadores.

<sup>68</sup> Discurso del Expresidente Alfonso López Michelsen en el lanzamiento del libro de Roberto Junguito y Diego Pizano sobre la Comercialización del Café. Publicado en Exponotas, febrero de 1994.

<sup>69</sup> Discurso en la XXIII Asamblea Nacional Ordinaria de Analdex.

relativos de los bienes transables durante los tres últimos años apenas corrige parcialmente la tremenda distorsión creada durante los años de proteccionismo a ultranza 1983-1986. Y hay razones para creer que los productores colombianos de bienes transables pueden, mediante aumentos razonables en productividad, absorber la moderada caída en los precios relativos de los bienes transables, que siguen siendo superiores a los observados antes de que aumentaran en forma escandalosa durante la época de represión de importaciones<sup>170</sup>.

El Presidente Cesar Gaviria, también parece relativizar los planteamientos de su Ministro de Comercio Exterior: "Cuando las economías empiezan a ser exitosas, ocurre que siempre hay una revaluación, no hay casos de economías exitosas sin revaluación. Uno hasta puede sostener que en las etapas iniciales de la apertura hay que devaluar, pero casos de economías exitosas y de procesos exportadores exitosos sin revaluación no hay. Yo creo que la tasa de cambio es fundamental para el proceso exportador, lo que hay que preguntarse es qué tanto se puede hacer y qué tanto se pueden violentar las realidades económicas... En una economía donde la industria crece el 6% no hay enfermedad holandesa, todavía... Yo quiero decir que no podemos exagerar el tema de la enfermedad holandesa, porque tampoco es que estén dados allí todos los indicadores de que eso es lo que está ocurriendo en la economía colombiana<sup>171</sup>.

En términos generales puede afirmarse que en 1994 se discutieron la creación de la banda y su movimiento en diciembre, por permitir una revaluación

nominal. Nadie proponía flotar en esa época, pues eso aceleraría la revaluación.

#### D. El episodio 1998-1999

Los argumentos para defender la devaluación durante el episodio 1998-1999 fueron de dos tipos: unos afirmaban que el nivel de la tasa de cambio real estaba mal calculado y otros, como Anif, defendían la existencia de efectos de corto plazo de la devaluación nominal ("Quienes siguen hablando de la imposibilidad de devaluar en términos reales "porque la devaluación será inevitablemente devorada por la inflación" revelan un gran desprecio por la evidencia empírica<sup>172</sup>).

Pero también existen algunas opiniones que no son tan optimistas con respecto a la política devaluacionista. En efecto, columnistas como Hernando Santos, Jorge Pinilla y Carlos Caballero e instituciones como ANIF anotan: "Devaluar es minar la moneda, encarecer el costo de la vida por los incrementos que se ven forzados en los productores y en consecuencia causar descontento en el pueblo<sup>173</sup>, "No nos podemos llamar a engaño... la devaluación trae como resultado un deterioro en los salarios reales porque se pierde la capacidad adquisitiva de los sueldos y salarios reales, y se presenta una depreciación generalizada de los activos productivos y no productivos... de otra parte se encarecen las importaciones... Otra consecuencia es el aumento del servicio de la deuda externa<sup>174</sup>; "la devaluación es una señal de debilidad y de falta de confianza en el país debido a la ausencia de disciplina política y de auste-

<sup>70</sup> Informe Semanal Anif # 209, marzo 14 de 1994.

<sup>71</sup> Discurso en la XXIII Asamblea Nacional Ordinaria de Analdex.

<sup>72</sup> Prospectiva. Informe 156, mayo 16 de 1999.

<sup>73</sup> Hernando Santos. El Tiempo, enero 16 de 1999.

<sup>74</sup> Jorge Pinilla, julio 8 de 1999. La República.

ridad en el gasto público"; y "la solución no es impulsar de nuevo la devaluación nominal pues ella sólo causa más inflación"<sup>75</sup>.

A manera de conclusión puede afirmarse que en Colombia existen preferencias reveladas por la devaluación pero, aislando este hecho, es posible afirmar que el nivel de endeudamiento, la actividad y la situación económica en general determinan las reacciones al nivel de la tasa de cambio. El siguiente capítulo estudia la manera como los agentes pueden afectar el nivel de la tasa de cambio y no la reacción de los agentes ante el nivel de la tasa de cambio.

#### **IV. EFECTOS DE LA OPINION PUBLICA SOBRE EL REGIMEN CAMBIARIO**

El segundo tema del artículo es la influencia de la opinión pública en la política cambiaria. Esta influencia puede presentarse de manera directa a través de: la participación del gobierno en las decisiones; las opiniones del Congreso (Kane 1980), y los fallos del poder judicial en decisiones tradicionalmente adoptadas por el Banco Central; o de manera indirecta a través de los mecanismos de expectativas. El presente capítulo realiza una breve reseña sobre los efectos directos, pero se concentra en la relación indirecta entre opinión pública y tasa de cambio.

##### **A. Efectos directos de la opinión pública sobre el régimen cambiario**

Respecto a las influencias más directas sobre la Junta en materia de política cambiaria, la más fuerte es la del gobierno, dada la presencia del Ministro de Hacienda en la Junta. Las opiniones de otros ministros, por ejemplo, el de Comercio Exterior, no pesan tanto, pues no se dan dentro de la discusión general

de la política macroeconómica. Pero un desacuerdo público con el Ministro de Hacienda sobre política cambiaria tiene altos costos para la Junta, pues pone en duda ante la opinión la coherencia de la coordinación en materia de política macroeconómica. Más aún, si la posición del Ministro de Hacienda coincide con la posición mayoritaria de las comisiones económicas del Congreso, la Junta corre el riesgo de que se cambie la organización institucional vigente del Banco Central. También cuenta la opinión de las Comisiones Económicas del Congreso, particularmente si se percibe una posición de consenso. Las opiniones de las agencias multilaterales y las agencias de calificación también afectan en la medida en que influyen en los flujos de capital hacia el país. Una política cambiaria que no encuentre apoyo en estas entidades puede llevar a disminuir los flujos de capital al país, y volverse costosa en ese sentido.

Sin embargo, la adopción del sistema de bancos centrales independientes ha reducido el efecto directo de la opinión pública sobre la política cambiaria (para una descripción detallada de este punto ver Kane (1980)). Recientemente, la opinión pública afecta la política cambiaria más indirectamente a través del mecanismo de expectativas, que es el objeto de la próxima sección.

##### **B. Efectos directos de la opinión pública sobre el régimen cambiario. Aspectos teóricos**

El efecto de la opinión pública sobre las crisis cambiarias es ampliamente abordado por Kaminsky y Schmukler (1998) y Edwards (1997). En su artículo, Kaminsky y Schmulker (1998) analizan qué tipo de noticias afectan los mercados en los días de extremo nerviosismo y encuentran que los acuerdos con los organismos internacionales y las agencias de calificación de crédito son las noticias de mayor peso.

---

<sup>75</sup> ANIF, marzo 9 de 1998.



Sin embargo, anotan que algunos cambios importantes no pueden ser explicados por noticias sustanciales. Por último, también encuentran que en promedio, los aumentos de un día en el mercado se mantienen mientras que las caídas se recuperan rápidamente. Esta evidencia sugiere que los inversionistas sobrereaccionan a las malas noticias. Por su parte, Edwards (1997) argumenta que el llamado milagro mejicano fue creado artificialmente por la opinión pública.

En cuanto al efecto de la opinión pública sobre el nivel de la tasa de cambio a través del mecanismo de expectativas, el artículo más relevante es el realizado por Bachman (1992) quien afirma que las elecciones (una clase de noticias políticas) afectan el nivel de la tasa de cambio, dependiendo del tipo de gobierno que tenga más probabilidad de ganar las elecciones.

En conclusión puede afirmarse que existe alguna evidencia teórica de que las expectativas creadas por las noticias afectan los mercados y en particular, la tasa de cambio.

### C. Evidencia empírica del efecto de la opinión pública sobre la tasa de cambio a través del mecanismo de expectativas

Esta sección se divide en tres partes. Cada una de ellas analiza las expectativas de revaluación o devaluación y su relación con la tasa de cambio desde tres puntos de vista diferentes: la primera analiza la serie de contratos a futuro; la segunda, las expectativas creadas por la opinión pública y la tercera las expectativas creadas por las noticias de prensa.

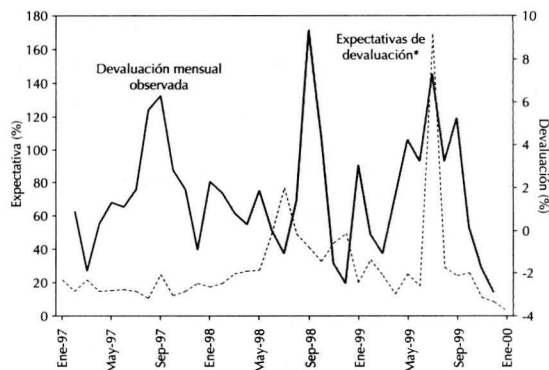
#### 1. Las expectativas de devaluación calculadas con contratos a futuro

Existen varias formas de medir las expectativas de devaluación. Sin embargo, una de las fuentes más confiables es la que ofrecen los contratos a futuro<sup>76</sup>.

Estos contratos se realizan a diferentes plazos. Los de plazos más cortos (menos de 15 días) son los que más reflejan el "nerviosismo del mercado" y por lo tanto, son los que más reaccionan a los artículos de prensa y las noticias. Según esta información, los momentos de mayor nerviosismo en el comportamiento de dólar fueron julio de 1998 y julio de 1999<sup>77</sup>. Como puede observarse en el Gráfico 13 las altas expectativas de devaluación en julio de 1999 coinciden con un ataque cambiario.

De acuerdo con este indicador, las expectativas de devaluación calculadas con este tipo de contratos alcanzaron un 34% anual el día en que se cambió la banda y 32% anual en la semana inmediatamente

**Gráfico 13. EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN A CORTO PLAZO ANUALIZADAS Y DEVALUACIÓN MENSUAL**



\* Anualizadas según contratos entre 3 y 15 días.  
Fuente: Banco de la República, cálculos de los autores.

<sup>76</sup> Los contratos a futuro que pueden expresar las expectativas de devaluación son los de compra, porque por regulación interna del país los intermediarios no pueden cubrirse en estos papeles con operaciones en el exterior y por lo tanto, deben realizar todas las operaciones con movimientos internos. Las operaciones de venta pueden cubrirse con operaciones en el exterior y por esta razón, sólo reflejan el diferencial de tasas de interés.

<sup>77</sup> El coeficiente de correlación entre las expectativas entre 3 y 14 días y la devaluación es de 0,3.

te anterior, cifra considerable pero inferior a la observada en julio de 1999. Posteriormente, debido a los anuncios de un acuerdo con el FMI, las expectativas de devaluación se redujeron significativamente.

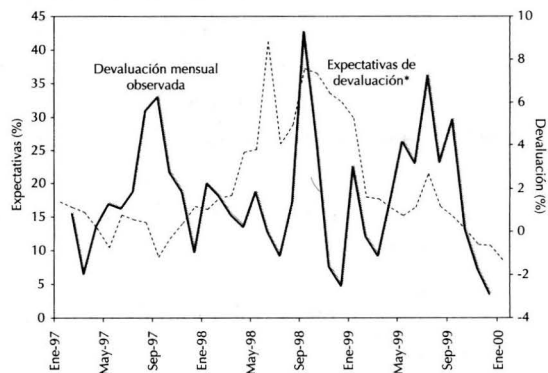
Las expectativas de devaluación a mediano plazo se calcularon con las operaciones realizadas a plazos entre 61 y 90 días (Gráfico 14). Estas expectativas explican principalmente los movimientos en la tasa de cambio en septiembre de 1998. Las expectativas de devaluación a mediano plazo eran altas en septiembre, mientras que en esa época los comentarios a favor de la devaluación no fueron particularmente fuertes.

En conclusión puede afirmarse que en 1998 fueron más importantes las expectativas (medidas con contratos de futuros) a mediano plazo y en 1999 las expectativas a corto plazo. También es interesante que cuando se cambió de régimen en 1999 el nivel de nerviosismo era alto pero inferior al de julio del mismo año, mes en el que se debió haber realizado el cambio de régimen según algunos analistas.

## 2. Expectativas de devaluación creadas por los medios de comunicación y las observadas en las transacciones cambiarias

En esta parte del trabajo se analizaron las expectativas de devaluación que se presentan en los artículos de prensa analizados para los períodos 1994 y 1998-1999. En 1994, los momentos en que se presentaron más expectativas de devaluación en los artículos fueron enero, febrero y diciembre (mes en el que también se presentaron más artículos con expectativas de devaluación). Este nerviosismo coincide con las modificaciones en el régimen y sus características, pero no permite establecer una clara relación entre expectativas y nivel de tasa de cambio. Como es posible observar en el Gráfico 15, el momento de mayores expectativas de devaluación

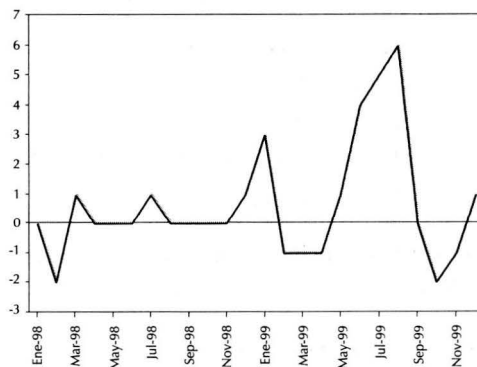
## Gráfico 14. EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN A MEDIANO PLAZO ANUALIZADAS Y DEVALUACIÓN MENSUAL



\* Anualizadas según contratos entre 61 y 90 días.  
Fuente: Banco de la República, cálculos de los autores.

creadas por los medios fue a mediados de 1999 (junio, julio y agosto). Mientras que los mismos meses de 1998, muestran altas expectativas de devaluación en los contratos a futuro, pero un nivel moderado de artículos de prensa a favor de la devaluación. Este hecho permite afirmar que las expectativas de devaluación a mediados de 1998 no estuvieron tan alimentadas por los medios de comunicación como lo estuvieron a mediados de 1999.

## Gráfico 15. EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN (Balance de opiniones)



Fuente: Archivos de Prensa, cálculos de los autores.

Igualmente, es importante anotar que la opinión pública en septiembre de 1999 no esperaba particularmente una devaluación (el balance de opiniones es cero para este mes.) Este hecho reitera que el haber movido la banda en julio de 1999 en vez de septiembre podría haber generado un sobreajuste cambiario debido a las altas expectativas de devaluación que se reflejaron tanto en los contratos a futuro como en los artículos de prensa, a mitad de año.

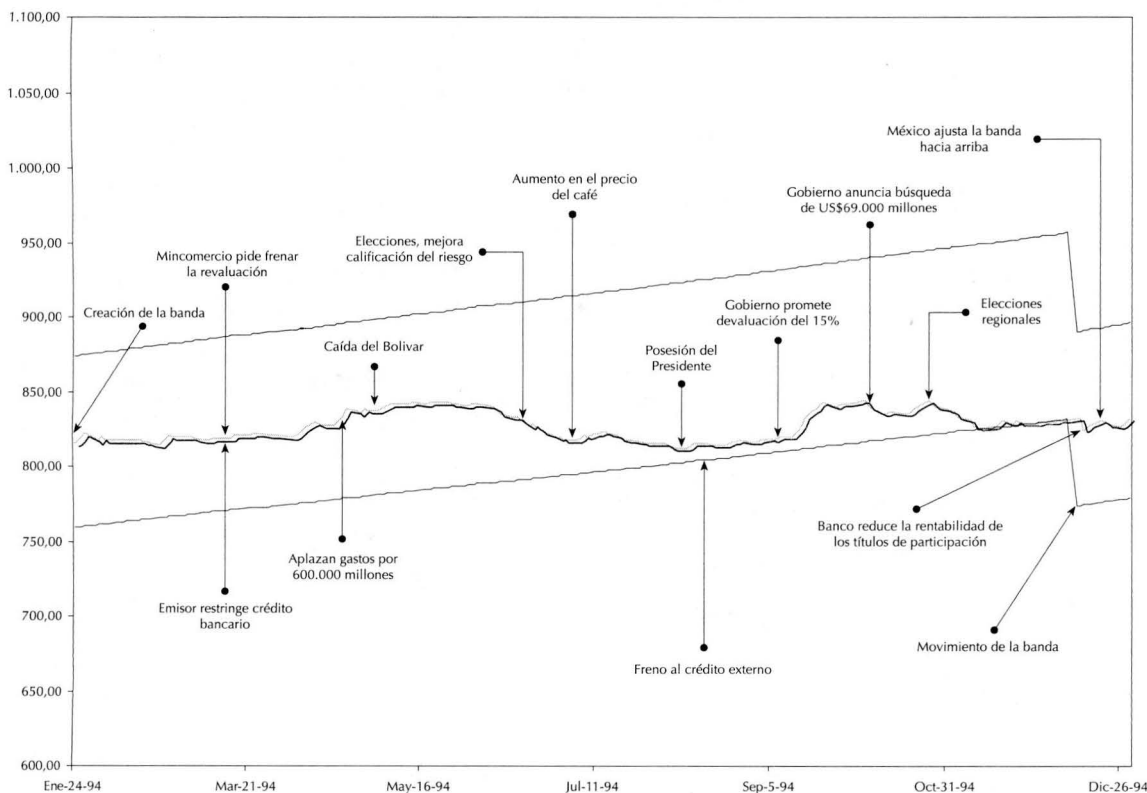
### 3. Expectativas de devaluación creadas por noticias de prensa

En esta sección se analizan las noticias de prensa (no los artículos de opinión) que pudieran haber

afectado el nivel de la tasa de cambio, durante los años 1994, 1998 y 1999.

En el Gráfico 16 se presentan los principales hechos que teóricamente habrían podido modificar la tasa de cambio en 1994. En este caso, podrían haber sido devaluacionistas las noticias que anuncian: voluntad del gobierno de devaluar (por ejemplo cuando el Ministerio de Comercio pidió frenar la revaluación o cuando el gobierno prometió una devaluación del 15%). Así mismo, aparecen como revaluacionistas las noticias sobre la mejora en la calificación del riesgo. Adicionalmente, en este caso en particular, las elecciones se mostraron revaluacionistas. El Gráfico muestra el poco efecto de

**Gráfico 16. TASA DE CAMBIO Y NOTICIAS 1994**



Fuente: Banco de la República. Elaborado por la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República.

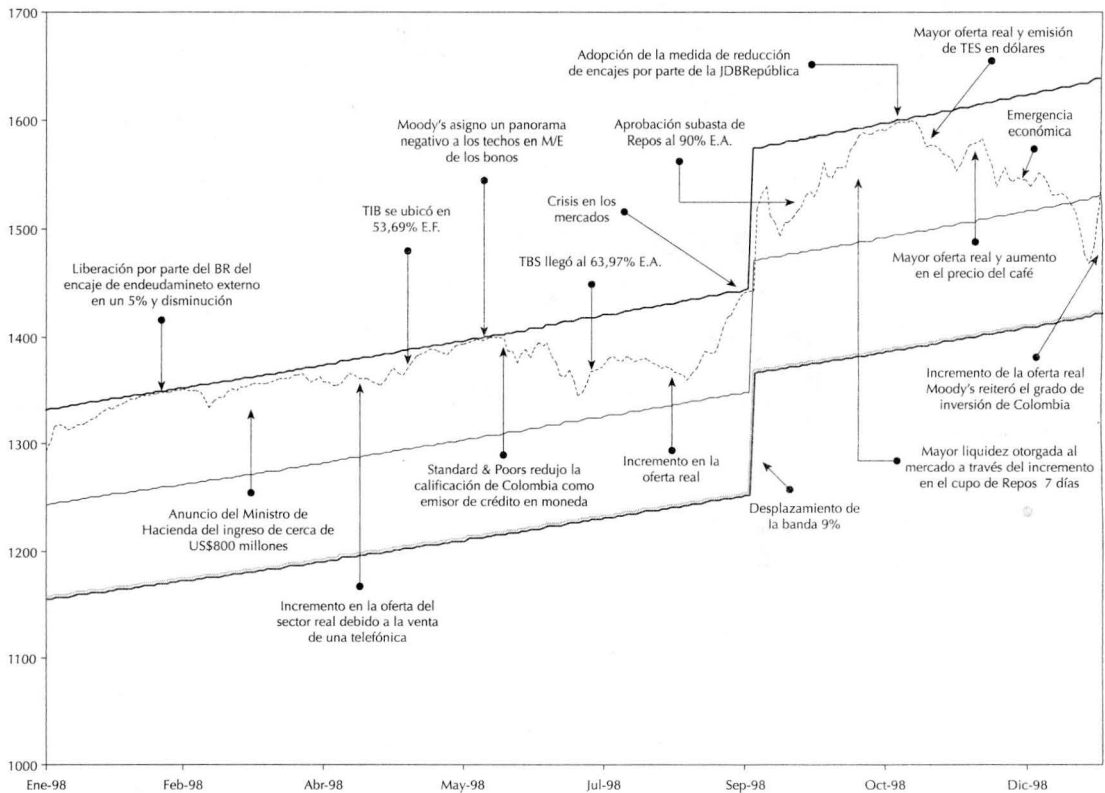
las declaraciones sobre la política cambiaria de voceros del gobierno. Curiosamente las medidas tomadas por el Banco de la República para devaluar la moneda como la rentabilidad de los títulos de participación, tampoco producen grandes cambios en el nivel de la tasa de cambio. Algo similar ocurre con la restricción al crédito bancario, aunque el propósito específico de esta medida no era devaluar la moneda.

La relación entre las noticias de prensa y la tasa de cambio en 1998, puede observarse en el Gráfico 17. No es clara la relación entre las noticias identificadas y la tasa de cambio. Tal vez lo único notable es que la tasa de cambio llegó al techo cuando

las agencias calificadoras redujeron la calificación de la deuda colombiana. Tienen poco efecto el anuncio del Ministro de Hacienda del ingreso de US\$800 millones, la reiteración del grado de inversión de Colombia y el aumento en el precio del café. El ataque cambiario sí está claramente relacionado con la crisis en los mercados internacionales.

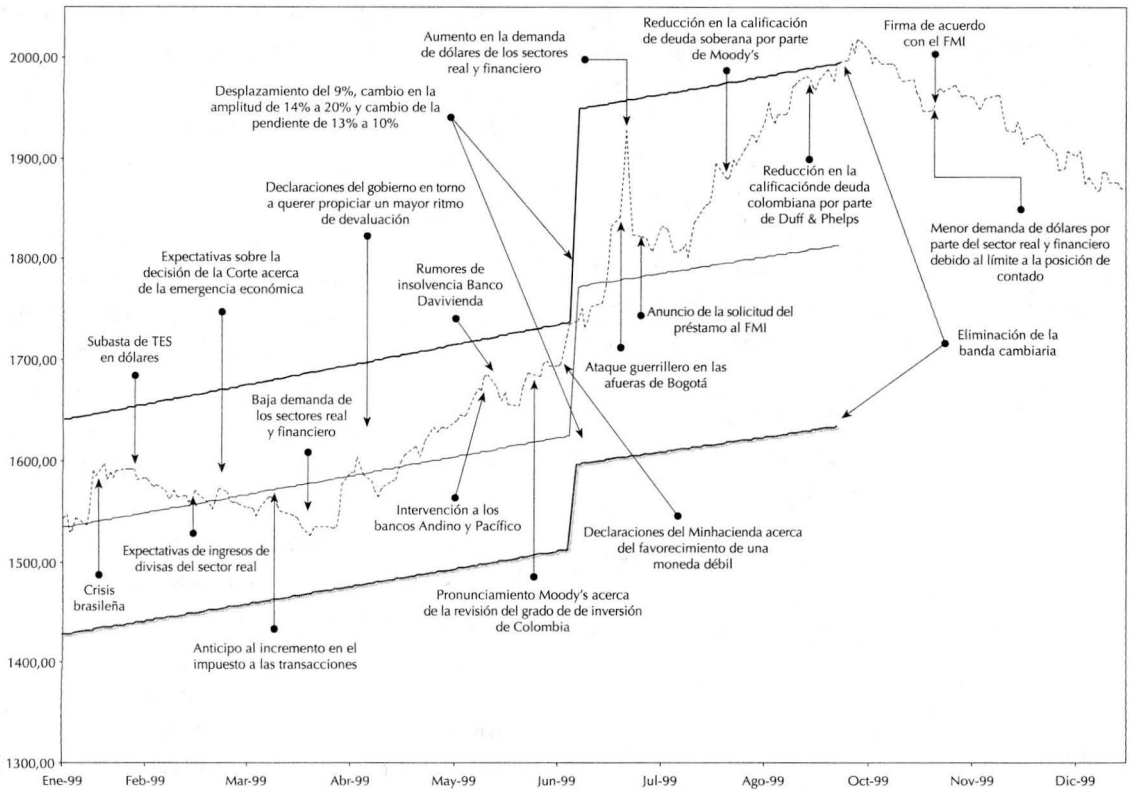
La comparación para 1999 se presenta en el Gráfico 18. Nuevamente no es clara la relación entre las noticias y los movimientos cambiarios. Esta apreciación confirma la decisión acertada del Banco de hacer coincidir la eliminación de la banda cambiaria con el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, porque de esta manera, el sobreajuste devalua-

**Gráfico 17. TRM ENTRE BANDAS 1998**



Fuente: Banco de la República. Elaborado por la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República.

**Gráfico 18. EVOLUCIÓN DE LA TRM ENTRE LAS BANDAS CAMBIARIAS 1999**



Fuente: Banco de la República. Elaborado por la Subgerencia Monetaria y de Reservas del Banco de la República.

cionista que generalmente acompaña al cambio de régimen se vió contrarrestado por las expectativas de revaluación que crea un acuerdo de esta naturaleza.

Para concluir este capítulo puede afirmarse que los movimientos de la tasa de cambio estuvieron más afectados en 1994 por las noticias y en 1999 por expectativas de un carácter un poco más especulativo (aunque este hecho no indica que carecieran de fundamento real). Es también importante resaltar que tanto los contratos a futuro como las noticias de prensa reflejan un gran nerviosismo en los mercados en julio de 1999 y por lo tanto, hubiese sido

riesgoso realizar cambios o modificaciones en la banda como sugerían los artículos de prensa.

## V. CONCLUSIONES

La conclusión más importante de este trabajo es que en materia cambiaria la opinión pública es volátil y presenta contradicciones. Parece entonces lógico que el Banco Central se trace una política de largo plazo y trate de darle estabilidad a esa política.

En cuanto al efecto de la adopción del régimen cambiario sobre la opinión pública se presentan las siguientes conclusiones:

- El régimen cambiario no genera un apoyo predecible por parte de los diferentes grupos de presión. Por el contrario, existe evidencia que sugiere que la reacción de la opinión pública a determinado régimen cambiario está relacionada con las condiciones coyunturales de la economía del país. Respecto al régimen más ajustado a la situación del país, la literatura académica sugiere que la adopción de un sistema de tasa de cambio flexible es adecuada para un país con inflación moderada, política económica no muy politizada, banco central independiente, alta exposición y sensibilidad a choques en términos de intercambio, y aceptable desarrollo de las instituciones económicas.
- Empíricamente se observa que, cuando la opinión pública protesta en contra del régimen cambiario por lo general está buscando modificar el nivel de la tasa de cambio, más que el régimen, y que en las últimas décadas Colombia ha tenido un sesgo a favor de la devaluación. Otro resultado interesante es que en el episodio 1998-99, los gremios del sector real y financiero defendieron más el sistema de bandas, mientras que los editoriales, los analistas especializados y los columnistas se mostraron en contra del sistema de bandas. Este resultado, parece indicar que el sector privado valora más la estabilidad cambiaria que los editorialistas, analistas y columnistas. Finalmente la evidencia confirma que el cambio de régimen tuvo un costo para el Banco de la República en términos de opinión pública y la evidencia recogida en los artículos de prensa.

Respecto a la opinión pública acerca del nivel de la tasa de cambio es posible realizar las siguientes observaciones:

- A pesar de la particular acogida que tiene la devaluación en nuestro país, es posible dilucidar

una preferencia por la devaluación por parte de exportadores y tenedores de dólares y una preferencia por la revaluación por parte de importadores constructores, comerciantes y deudores en dólares, como teóricamente era de esperar. La importancia de la composición del portafolio de los agentes explica porque en el episodio 1998-1999 los industriales y el sector financiero no apoyaron tan enfáticamente la devaluación como los analistas. La evidencia también sugiere cierto nivel de concordancia entre la situación económica del momento y las preferencias por un nivel determinado de la tasa de cambio, pero los resultados son menos contundentes.

Finalmente, el análisis del efecto de la opinión pública sobre la política cambiaria permite generar las siguientes apreciaciones:

- Las expectativas de devaluación creadas por los medios en un momento dado, pueden afectar gravemente el régimen cambiario. Sin embargo, las noticias en general tienen poco efecto sobre la tasa de cambio. En particular, es importante anotar que septiembre de 1999 era un momento adecuado para tomar la decisión de mover la banda cambiaria: el nerviosismo de los medios y las expectativas de devaluación eran menores que en Junio.
- El nerviosismo en el mercado que se observó a mediados de 1999, estuvo acompañado de altas expectativas de devaluación, en gran parte ocasionadas por los medios de comunicación. En particular, en esta época los medios atribuyeron opiniones sobre la necesidad de devaluar a agentes del gobierno y esto tuvo un efecto considerable sobre el mercado. Al contrario, en los movimientos fuertes en la tasa de cambio en 1998, pesaron mucho las expectativas políticas, y la



reducción en los flujos de divisas por la crisis internacional.

- El Banco de la República acertó al hacer coincidir el cambio en el régimen cambiario con el acuerdo con el FMI, porque de esta manera las expectativas creadas por las dos medidas consiguieron

contrarrestarse. Además, septiembre de 1999 no fue un mes que presentara expectativas de devaluación particularmente altas (medidas por contratos a futuro de corto plazo y por expectativas de devaluación expresadas con opiniones de prensa) que habían podido facilitar el conocido "overshooting".

## BIBLIOGRAFÍA

- Blomerg y Hess (1997), Politics and Exchange Rate Forecast. *Journal of International Economics*. Agosto 1997.
- Calderón (1995), La Tasa de Cambio Real en Colombia. Mitos y Realidades. *Coyuntura Económica*, junio.
- Calderón (1997), "La Tasa de Cambio Real: 1960:1990, ¿Porque se devaluó? 1990-1996: Porqué se revaluó" en Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia. Universidad de los Andes.
- Calvo Reinhart y Vegh (1995), "Targeting the real Exchange Rate: Theory and Evidence". *Journal of Development Economics* 47(1) June.
- Carrasquilla, Galindo y Patrón (1994), "Devaluación Nominal, Tasa de Cambio Real e Inflación: Un enfoque estructural" en Mercado de Capitales XIV Simposio. Asobancaria.
- Carrasquilla y Junguito (1993), "Manejo Cambiario, Inflación y Crecimiento: El Caso Colombiano 1990-1993. Desarrollo y Sociedad No. 2.
- Cuckierman y Webb (1995), Political Influence on the Central Bank: International Evidence. *The World Bank Economic Review*. Septiembre.
- Dornbusch R.(1986) Exchange Rate Economics. The Economic Journal. March
- Dornbusch R. y Edwards S. (1990). Macroeconomic Populism. *Journal of Development Economics*. Vol32 No. 2. April.
- Echavarría y Gaviria (1992), "Los Determinantes de la Tasa de Cambio y la Coyuntura Actual en Colombia". *Coyuntura Económica*. Diciembre.
- Edwards (1986), Are Devaluations Contractionary?. *The Review of Economics and Statistics* August 1986.
- Edwards (1996), The Determinants of the Choice between Fixed and Flexible Exchange Rates. NBER. *Working paper* 5756.
- Frankel (1995), Monetary Regime Choice for a Semi-open Country. In "Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy". Edwards 1995.
- Frankel y Rose (1995), "A Panel Project on Purchasing Power Parity: Mean Revision Within and Between Countries" *NBER Working Paper*. Febrero # 5006.
- Gómez y Ocampo (1997), "La Tasa de Cambio Nominal Importa en los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia".
- Gómez (2000), "Transmission Mechanism an Inflation Targeting: the Case of Colombia's Disinflation" September. Mimeo Banco de la República.
- Kane, E. (1980), Politics and Fed Policy-Making: The more Things Change, the More they Remain the Same. *Journal of Monetary Economics*.
- Herrera (1989), "Determinantes de la Trayectoria del Tipo de Cambio Real en Colombia" ESPE Junio.
- Herrera (1997), El Tipo de Cambio Real Y la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Largo Plazo en Colombia" *Coyuntura Económica*. Vol 27 No. 1. Marzo.
- Joyce y Kamas (1997), "Real and Nominal Determinants of Real Exchange Rate in Latin America: Short Run Dynamics and Long Run Equilibrium" Wellesley College Department of Economics. *Working Paper* 97-05. Julio.
- Kaminsky G. Y Schmulker S. (1998), "What Triggers Market Jitters". A Chronicle of the Asian Crisis. Mimeo. July.
- Krugman, P. (1991), Inestabilidad de la Tasa de Cambio. Editorial Norma.
- Langebaek (1993). "Tasa de Cambio Real y Tasa de Cambio de Equilibrio" *Archivos de Macroeconomía*. Octubre.
- Misas y Arias (1998), Monetary Neutrality in the Colombian Real Exchange Rate. *Borradores de Economía* No. 85.
- Shantarayan y Rodrik (1991), *NBER Working Paper* 3727. June.
- Steiner, Jaramillo y Salazar (1999), The Political Economy of Exchange Rate in Colombia. *Working Paper Series* No.11. Fedesarrollo.
- Urrutia M. (1992), Acerca de la Ausencia de Populismo Económico en Colombia. En *Macroeconomía del Populismo en América Latina*. Dornbusch y Edwards.