

Tasa de cambio: evolución, determinantes e impacto

Juan José Echavarría S.¹

I. INTRODUCCIÓN

En un trabajo clásico, Díaz-Alejandro (1970) describe la fuerte aversión de la clase trabajadora argentina a la devaluación de la tasa de cambio. Se trataba en buena medida de inmigrantes europeos con un consumo intensivo en bienes importados (vino, aceite de oliva, etc). En la misma dirección, Cooper (1973) concluye que los Ministros de Hacienda que devalúan en los países emergentes caen por impopulares. Lo contrario parece suceder en Colombia, sin embargo, pues la revaluación de la moneda se considera uno de los principales factores detrás del desempleo y de la falta de crecimiento².

En este documento se presenta un breve resumen de un conjunto de trabajos para Colombia realizados recientemente por el autor, todos ellos relacionados con la tasa de cambio (Echavarría, 2005). Se

describe inicialmente su evolución en el largo plazo, se defiende luego el régimen actual de flotación administrada, se consideran los factores determinantes del nivel de la tasa de cambio real y de los desalineamientos con respecto al "equilibrio", y finalmente se evalúa el impacto de la devaluación sobre las exportaciones y sobre el conjunto de la economía.

II. LA EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL EN COLOMBIA

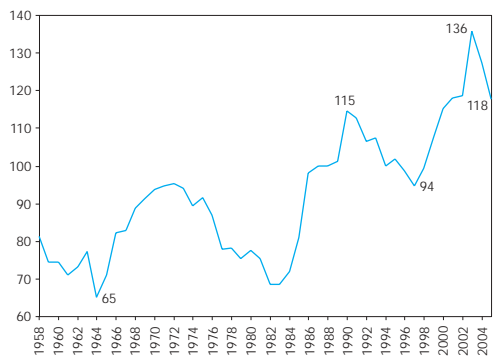
El Gráfico 1 presenta la evolución de la tasa de cambio real en Colombia, utilizando como deflactor el índice de precios al por mayor en el país y en el exterior³. La variable crece en el tiempo, con un nivel en 2005 que dobla el de 1964. Esta tendencia creciente es común para la mayoría de países emergentes y obedece, posiblemente, a que nuestros exportadores innovan menos que los de los países desa-

¹ Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República. Fue Director de Fedesarrollo entre 1998-2003.

² No siempre ha sido así. Se atacaba a Carlos Lleras por "devaluacionista" durante su campaña presidencial antes de 1967.

³ El comportamiento es relativamente similar cuando se utiliza el índice de precios al consumidor, aún cuando las oscilaciones son incluso más pronunciadas en este último caso. Como ponderador se utilizó el peso de los distintos mercados en nuestras exportaciones no tradicionales.

Gráfico 1. TASA DE CAMBIO REAL EN COLOMBIA, 1958-2004 (1994=100)



Fuente: Banco de la República.

rollados (el llamado efecto *Balassa-Samuelson*). Se observa, adicionalmente, una alta volatilidad, con fuertes devaluaciones y fuertes revaluaciones, un fenómeno también común para economías emergentes (y desarrolladas) que ha sorprendido a la mayoría de analistas en el campo. Las revaluaciones han sido fuertes tanto bajo el régimen de "devaluación gota a gota" vigente entre 1967 y 1991 (revaluación de -56% entre 1972 y 1982) como bajo las "bandas cambiarias" adoptadas en 1991-1998 (revaluación de -34,9% entre 1990 y 1997), y bajo la "flocación administrada" reciente (revaluación superior a 40% acumulada en los últimos 2 años, la mayor revaluación *por año* en la historia del país).

III. ¿POR QUÉ ES CONVENIENTE LA FLEXIBILIDAD CAMBIARIA PARA COLOMBIA?

Históricamente los países han logrado implementar solo 2 de 3 objetivos deseables: la libre movilidad de capitales (permite diversificar riesgo y movilizar el ahorro internacional); la política monetaria activa (permite suavizar el ciclo económico); y la estabilidad de la tasa de cambio (permite planear el futuro a los productores de bienes transables, exportadores y productores que compiten con importaciones).

Esta idea de *la trilogía imposible* es útil para pensar en forma esquemática la evolución de la política económica internacional (Obstfeld, 2004). El patrón oro que rigió hasta la Primera Guerra Mundial se caracterizó por una alta movilidad de capitales y por la estabilidad cambiaria (valor de las monedas atadas al precio del oro), pero no se dispuso de una política monetaria activa. La cantidad de dinero solo podía aumentar con los superávit comerciales y con los descubrimientos internacionales de oro. En el período de entre guerras y (principalmente) en 1945-1971 entró a regir el sistema de *Bretton Woods* con una reducción sustancial en los flujos de capital, y en el período 1971-2005 se sacrificó la estabilidad cambiaria. Hoy flotan las monedas de la mayoría de países desarrollados.

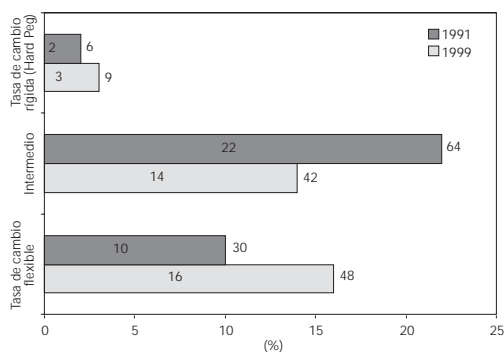
El Gráfico 2 compara el peso de diferentes regímenes cambiarios en 1991 y en 1999, y muestra que los países emergentes⁴ también se han movido hacia la mayor flexibilidad cambiaria. La proporción de países con regímenes cambiarios relativamente flexibles pasó de 30% a 48%, y la de los regímenes intermedios cayó más de 20 puntos. Ha sido mínima la proporción de países con tasas de cambio rígidas⁵, ante las enormes dificultades que generan esquemas como la dolarización. El experimento argentino fue un verdadero desastre, y no se auguran buenos tiempos para El Salvador o Ecuador.

Algo similar ha sucedido en Colombia. El país pasó de un régimen intermedio relativamente rígido, co-

⁴ Fischer incluye 33 países en su definición de economías emergentes, combinando los países incluidos en el EMBI+ (J.P.Morgan) y MSCI (Morgan Stanley). Se trata de economías "intermedias" expuestas a importantes choques potenciales de flujos de capital. La lista incluye buena parte de los países de América Latina.

⁵ Los regímenes "rígidos" incluyen los *currency boards* y la "dolarización". Bajo regímenes intermedios se agrupan los *fixed pegs*, los *crawling pegs*, y las bandas cambiarias.

Gráfico 2. REGÍMENES CAMBIARIOS EN PAÍSES EMERGENTES



Fuente: Fischer (2001).

mo la "devaluación gota a gota" (*crawling peg*), en 1967-1991 a otro régimen intermedio menos rígido, como las bandas cambiarias en 1991-1998. Los ataques "especulativos" en una situación fiscal desordenada obligaron a moverse al actual esquema de flotación administrada (un régimen clasificado como "flexible" en el gráfico anterior). La flexibilidad total no parece deseable ante la enorme e inesperada volatilidad que han presentado las tasas de cambio en la mayoría de países.

Colombia ha sacrificado un esquema cambiario relativamente rígido en aras de mantener una política monetaria activa y de gozar de los beneficios potenciales que brindan los flujos de capital⁶, pero existen razones adicionales que llevan a recomendar una tasa de cambio relativamente flexible, todas ellas discutidas en la literatura sobre zonas cambiarias óptimas⁷.

El país no ha padecido fenómenos de hiperinflación desde finales del Siglo XIX, el Banco Central ha sido

capaz de reducir la inflación a niveles cercanos al 3% - 4% y existe baja dolarización *de facto*. Es poco conveniente, entonces, sustituir nuestra moneda por el dólar, o mantener una tasa de cambio rígida. Son bajos los niveles de *pass-through* y la devaluación de la tasa de cambio tiene efectos expansivos sobre el conjunto de la economía, por lo que es posible y conveniente devaluar cuando la economía padece un choque externo negativo, con alto desempleo en presencia de mercados laborales sumamente rígidos. Se trata de una economía relativamente cerrada al comercio internacional, la inestabilidad cambiaria golpea poco las exportaciones (mucho más las afecta el nivel) y el país no cuenta con mercados financieros desarrollados ni con una política fiscal contra-cíclica exitosa. Los choques externos (y de política) son muy diferentes a los que tienen lugar en los Estados Unidos, lo que hace poco conveniente amarrar nuestra moneda al dólar.

IV. ¿CUÁLES FACTORES DETERMINAN EL NIVEL DE LA TASA DE CAMBIO REAL?

El nivel de la tasa de cambio nominal (y real) no es fijado por las autoridades, y tiene entonces sentido preguntarse por las variables que lo determinan. Echavarría, Vásquez y Villamizar (2005) encuentran que los "fundamentales" que explican la tasa de cambio en el largo plazo son: los niveles de productividad (negativamente, la tasa de cambio se revalúa cuando la productividad en el país crece más que en el exterior), los términos de intercambio (negativamente, una bonanza petrolera revalúa la tasa de cambio real), el nivel de deuda externa del país (con efectos contradictorios en el corto y en el largo pla-

⁶ Beneficios que solo se han materializado para algunas de las modalidades de capital, principalmente para la inversión extranjera directa (ver Prasad, et al. 2003).

⁷ Sobre la importancia de estos factores y su relación con la discusión sobre el régimen cambiario en Colombia ver Echavarría (2005). La discusión internacional aparece en Corden (2002) y en Edwards (2003).

zo) y el gasto público (negativamente, la mayor relación entre el gasto público y el PIB produce revaluación). El gasto público revalúa a través de dos canales diferentes: es intensivo en bienes no transables, y eleva las tasas de interés y atrae nuevos capitales.

De manera consistente con buena parte de la literatura internacional, los autores encuentran que la tasa de cambio nominal tiene un impacto duradero y significativo sobre la tasa de cambio real en Colombia, efecto que sin embargo se desvanece en el muy largo plazo. En ese plazo, la tasa de cambio real solo depende de variables reales.

Los autores también encuentran que durante la vigencia del Decreto 444 la tasa de cambio observada se mantuvo relativamente cerca del nivel determinado por los "fundamentales" de largo plazo, que se sobre-revaluó fuertemente en los años anteriores a 1984 (el ajuste efectuado por el Ministro de Hacienda Junguito logró realinear la tasa de cambio real a su "nivel de equilibrio") y en 1991-1997 bajo el régimen de bandas cambiarias. Las fuertes devaluaciones reales observadas en los años posteriores a 1997 han llevado a una tasa de cambio real más sobre-devaluada que en cualquier otro momento de nuestra historia económica reciente.

Se desprenden dos conclusiones. En primer lugar, la sobre-devaluación actual hace muy difícil que el Banco Central suba la tasa de cambio real por medio de la política monetaria. En segundo lugar, solo con una reducción sustancial del gasto público (principalmente) y de la deuda pública externa, será posible devaluar en términos reales. También puede lograrse una devaluación real disminuyendo la dinámica de innovación del sector productivo, un camino a todas luces inconveniente para el país. Los colombianos se benefician con las bonanzas en los precios de petróleo y de café, aún cuando éstas revalúan la tasa de cambio.

V. IMPACTO SOBRE LAS EXPORTACIONES

Pocos analistas dudan hoy de las bondades de mantener altos niveles de exportaciones y de la relación cercana que existe entre comercio y crecimiento. Para algunos de ellos las exportaciones permiten obtener economías de escala en la producción (el PIB de Colombia es una octava parte del de una ciudad grande en los Estados Unidos), facilitan la copia de nuevos diseños, y llevan a mayor innovación. Para otros, las mayores exportaciones permiten financiar mayores importaciones, con lo que se eleva el consumo y la inversión.

Los estudios empíricos disponibles sugieren que las exportaciones no tradicionales en Colombia dependen de cuatro variables principales (en orden de importancia): la dinámica de los mercados mundiales, la tasa de cambio real, las exportaciones del pasado y la productividad laboral. En cuanto al impacto de la tasa de cambio real sabemos, adicionalmente, que es su nivel, y no su volatilidad, lo que impacta las exportaciones, con una elasticidad cercana a 1 (10% de devaluación real hace crecer las exportaciones 10%) y con un rezago menor a 1 año en su efecto. Se oye con frecuencia la idea de que los exportadores venden en el exterior "a pérdida" para cumplir contratos del pasado. Esto puede suceder, pero no es el fenómeno predominante.

Las exportaciones colombianas no tradicionales crecen hoy a tasas cercanas al 34%, con cifras muy dinámicas para la mayoría de productos y de mercados. Ello se debe, posiblemente, a la dinámica rezagada de los mercados internacionales y a la alta productividad laboral observada en los últimos años en el sector real. Los exportadores se han defendido bien, pero es probable que disminuya la enorme dinámica ante los efectos de la revaluación reciente.

VI. IMPACTO SOBRE EL CONJUNTO DE LA ECONOMÍA

Se acepta generalmente que la tasa de cambio beneficia a los exportadores y a los productores que compiten con importaciones, pero la discusión es mayor cuando se evalúa el impacto de la tasa de cambio sobre el conjunto de la economía. El efecto neto no es claro, para algunos, pues también existen grupos que pierden con la devaluación, como los productores que importan materias primas (principalmente si venden el bien final en el sector de no transables) o aquellos altamente endeudados en dólares.

Es un tema polémico, entre otras razones, por las grandes dificultades para determinar el sentido de causalidad, y para aislar los efectos de terceras variables. Suponga, por ejemplo, que el país se ve inundado por nueva inversión extranjera directa o se beneficia de una bonanza cafetera o petrolera. Ambos efectos revalúan la tasa de cambio y hacen crecer la economía. Quien observe la tasa de cambio y el crecimiento del PIB concluirá erróneamente que la revaluación "causó" el mayor crecimiento.

Las grandes dificultades de medición han llevado a los economistas a analizar la experiencia de la gran recesión de los años 1930s, comparando las experiencias de crecimiento de los países que abandonaron el patrón oro (y devaluaron) con los que no lo hicieron. Se concluye que los primeros crecieron más y salieron más pronto de la recesión que los que no lo hicieron. Esta conclusión es robusta para los países desarrollados, para América Latina y para Colombia⁸.

⁸ Eichengreen y Sachs (1985); Díaz-Alejandro (1984); Echavarría (1999).

Hausmann, Pritchett y Rodrik (2004) se preguntan sobre las características de las economías que lograron acelerar su crecimiento en forma importante durante un período sostenido cercano a 8 años. Entre las variables que preceden las "aceleraciones" se encuentran los mayores niveles de inversión, el crecimiento del comercio internacional, los choques externos favorables (su efecto se desvanece pronto, sin embargo) y las devaluaciones de la tasa de cambio real.

La evidencia para Colombia apunta en la misma dirección. Para el sector agrícola, por ejemplo, los trabajos de Jaramillo (1994) y Balcazar (1996) muestran que en los años noveta la rentabilidad y el crecimiento de la agricultura estuvieron estrecha y positivamente asociados con el nivel de la tasa de cambio real. Según los autores, la revaluación de 1991-1997 podría haber castigado al sector en mayor proporción que la "apertura" de aranceles y para-aranceles.

Velasco y Elberg (2003) encuentran resultados similares para el conjunto de la economía en el caso de Colombia, aún cuando la relación no es tan estrecha, e incluso negativa, para los demás países andinos⁹. Los autores también encuentran un efecto negativo de la devaluación sobre la sostenibilidad fiscal, pero menos fuerte en Colombia y en Venezuela que en los demás países andinos.

Una conclusión similar obtienen Echavarría y Arbeláez (2005) con base en el análisis de la información provista por Super-Valores y Super-Sociedad.

⁹ La respuesta del PIB es positiva en Colombia y en Venezuela, positiva pero de muy corto plazo en Perú, negativa en Bolivia y fuertemente negativa en Ecuador. Otros factores como el crédito bancario y los flujos de capital también ejercen un efecto positivo sobre el crecimiento del PIB.

des para 11.700 firmas entre 1994 y 2002. La tasa de cambio alta favoreció la inversión e incrementó las ventas y las utilidades de las firmas. El efecto de la tasa de cambio sobre la inversión contradice una idea generalizada en Colombia según la cual la revaluación de la tasa de cambio favorece la inversión al disminuir el precio de los bienes de capital. La decisión de expandir planta y equipo toma años y depende de los pronósticos de ventas y de utilidades futuras. Obviamente, una firma que ya decidió invertir se beneficia con la revaluación que tiene lugar en ese momento.

La literatura reciente sobre tasa de cambio y producción agregada enfatiza el nivel de deuda de las firmas y los descalces entre activos y pasivos en dólares y en pesos. La devaluación castigará mucho a aquellas firmas altamente endeudadas en dólares

que además venden en moneda local, pues sus pasivos se incrementan pero no sus activos. Los bancos prestarán menos a firmas y países cuyo colateral potencial se ha reducido.

En Colombia, el incremento de la tasa de cambio beneficia a exportadores y a los productores que compiten con importaciones, pero no eleva de forma importante los costos asociados a la deuda en dólares y a los descalces entre monedas. Por eso, su impacto neto es positivo. Echavarría y Arbeláez (2005) muestran que los niveles de deuda en dólares son muy bajos (y se han ido reduciendo en los últimos 4 o 5 años) en el sector privado colombiano, y que las firmas más endeudadas son las exportadoras y las multinacionales. Por esto, no existen mayores descalces pesos-dólares.

BIBLIOGRAFÍA

- Balcazar, A. (1996), "El crecimiento de la productividad en Colombia", Departamento Nacional de Planeación - Colciencias - Fonade, Bogotá.
- Cooper, R. N. (1973), "Currency Devaluation in Developing Countries", M. Connolly and A. Swodoba, *International Trade and Money*, pp.167-196.
- Corden, W. M. (2002), *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Díaz-Alejandro, C. (1970), *Essays on the Economic History of the Argentine Republic*, Yale U. Press.
- (1984), "Latin America in the 1930's", R. Thorp, *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis*, McMillan, pp.17-49.
- Echavarría, J. J. (1999), *Crisis e industrialización. Las lecciones de los treinta*, TM Editores, Banco de la República, Fedesarrollo, Bogotá.
- (2005), *Tasa de cambio, exportaciones y crecimiento económico*, Fedesarrollo.
- Echavarría, J. J. y M. A. Arbeláez (2005), "Tasa de cambio y crecimiento económico en Colombia durante la última década", *Borradores de Economía*, v.338, Banco de la República.
- Echavarría, J. J., D. Vásquez y M. Villamizar (2005), "La Tasa de Cambio en Colombia. Muy lejos del equilibrio", *Borradores de Economía*, v.337, Banco de la República.
- Edwards, S. (2003), "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", M. S. Feldstein, *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, National Bureau of Economic Research, pp.31-92.
- Eichengreen, B. J. and J. Sachs (1985), "Exchange rates and economic recovery in the 1930s", *The Journal of Economic History*, v.44-4, pp.925-946.
- Hausmann, R., L. Pritchett y D. Rodrik (2004), "Growth Accelerations", *NBER Working Paper*, v.10566.
- Jaramillo, C. F. (1994), *Apertura, Crisis y Recuperación: La Agricultura Colombiana entre 1990 y 1994*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- Obstfeld, M. (2004), "Globalization, Macroeconomic Performance, and the Exchange Rates of Emerging Economies", *NBER Working Paper*, v.10849.
- Prasad, E., K. S. Rogoff, S.-J. Wei and M. A. Kose (2003), "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", (*mimeo*), IMF.
- Velasco, A. y A. Elberg (2003), "Volatilidad macroeconómica en los países andinos. Hechos estilizados y opciones de política", (*mimeo*).