

FEDESARROLLO: 50 AÑOS DE INFLUENCIA EN POLÍTICA PÚBLICA

1970 - 2020



FEDESARROLLO

DE INFLUENCIA EN POLÍTICA PÚBLICA

50 AÑOS

“Fedesarrollo había sido concebido originalmente como una entidad recolectora de fondos para las universidades. Manuel Carvajal, uno de los dirigentes empresariales más prominentes del país había sido designado Presidente del Consejo Directivo y tenía la responsabilidad de seleccionar al Director Ejecutivo que pondría en marcha la institución ... Le expuse mi convencimiento de que al país le convendría disponer de un centro de investigación independiente y que para una empresa de esa naturaleza estaría complacido de colaborar con él ... Manuel aceptó la propuesta con entusiasmo si el centro de investigación demostraba su viabilidad y su capacidad de generar recursos. Con ese entendimiento acepté su invitación, y él me ofreció su apoyo.”

Rodrigo Botero, 1995

En “Reflexiones acerca del origen y primeras actividades de Fedesarrollo”

“Por mi parte, tenía los conocimientos, la experiencia gubernamental, los contactos internacionales, la energía y la confianza en mí mismo para asumir el riesgo calculado de demostrar la viabilidad de un centro de investigación económica y social independiente. En cierta forma, estaban alineados los astros para permitir que naciera en Colombia una institución nueva ... Hoy, tanto la tecnocracia, como Fedesarrollo, su cuna, refugio y sede, son reconocidas como partes del ordenamiento institucional colombiano. Dejo a otros la tarea de evaluar la contribución que han hecho a la modernización del país.”

Rodrigo Botero, 2020

En “Orígenes remotos de Fedesarrollo”



CAPÍTULO

9

Colombia: Ventajas y Requisitos de la Flotación Cambiaria

Juan José Echavarría Soto

Director Ejecutivo de Fedesarrollo entre 1998 y 2003. Fue Viceministro de Comercio Exterior, Consultor en el área de Comercio Internacional en la Organización de Estados Americanos (OEA), Decano de Economía en la Universidad Nacional y Codirector del Banco de la República. Actualmente es el Gerente del Banco de la República.

El autor agradece los comentarios de Hernando Vargas, Mauricio Villamizar, Andrés Murcia, Pamela Cardozo, Daniel Osorio, Juan Sebastián Rojas y Adolfo Cobo. Ximena Cadena realizó una labor impecable como editora. Finalmente, varias de las anécdotas que acompañan este episodio surgieron de conversaciones con la periodista Gloria Valencia, y están basadas en Valencia (2019).

I. Introducción

Luego de varios experimentos fallidos con la devaluación “gota a gota” en 1967–1991 y con la banda cambiaria en 1991–1999, el país adoptó el esquema de inflación objetivo en 1999 y comenzó a flotar su tasa de cambio. El nuevo esquema ha permitido que la inflación esté cerca de la meta de mediano plazo de 3% (con un rango entre 2% y 4%), suavizar el ciclo económico y contribuir a la estabilidad del sistema financiero.

Pero la flotación “sostenible” de la tasa de cambio supone algunos requisitos: bajos descalces cambiarios y credibilidad del Banco Central (con traspaso limitado de la tasa de cambio a la inflación). Finalmente, con resultados mixtos, en algunos momentos del pasado se intervino el mercado cambiario con el propósito de reducir la volatilidad de la tasa de cambio.

La Sección II del documento presenta las principales características del mercado cambiario en Colombia y en el exterior, describe la evolución de la tasa de cambio (nivel y volatilidad) en el período 1990-2019, y muestra las fuertes variaciones que tuvieron las tasas nominal y real en el mediano y largo plazo. Se argumenta que la volatilidad de corto plazo es incluso deseable (desincentiva las apuestas de los especuladores), y se muestra que la tasa de cambio nominal en Colombia se ha movido con la de otros países de la región, impulsada posiblemente por movimientos relativamente similares en los términos de intercambio y en los flujos de capital.

Se muestra que para el período 2009-2019 la tasa de cambio de Colombia se apartó de las de otros países de la región cuando variaron el riesgo país (CDS, relativo a los otros países) y los precios relativos de los bienes primarios; en menor medida cuando cambiaron los diferenciales de las tasas de interés y la volatilidad de la tasa de cambio; los diferenciales de inflación jugaron un papel menor.

La Sección III considera las ventajas económicas de la flotación cambiaria, y la IV analiza lo sucedido con los diferentes regímenes cambiarios adoptados por Colombia en el pasado: contrasta las experiencias “fallidas” del régimen de *crawling peg* (Decreto 444 o devaluación “gota a gota”) adoptado entre 1967 y 1991 y de la banda cambiaria entre 1991 y 1999, con la experiencia relativamente exitosa de flotación en 1999-2019.

El régimen de banda cambiaria resultó mucho más flexible que el anterior *crawling peg*, y para algunos permitió una transición “suave” hacia la flotación que finalmente tuvo lugar en 1999. Para otros, debió haberse abandonado mucho antes, pero la economía política de los regímenes cambiarios es compleja: ¿Por qué cambiar algo que está funcionando bien?

Durante la llamada Crisis Asiática (que comenzó con la moratoria de la deuda externa rusa el 17 de agosto de 1998) las tasas de interés reales saltaron a niveles cercanos a 30% en algunos meses y golpearon negativamente una economía que requería tasas de interés bajas para impulsar el consumo y la inversión.

La flotación cambiaria adoptada en 1999, por el contrario, permitió un manejo de tasas de interés contra cíclico para enfrentar la crisis internacional de 2008-2010 y el desplome de nuestros términos de intercambio en 2013-2016, pero no todos los colombianos han estado enteramente satisfechos con el nuevo esquema. En particular, el presidente Uribe, preocupado con la fuerte revaluación nominal y real ocurrida entre 2002 y 2012, trató de quitarle al Banco de la República el manejo cambiario; también el manejo monetario en ausencia de flexibilidad cambiaria.

La Sección V discute los requisitos para la flotación sostenible en Colombia. Los descalces cambiarios son relativamente bajos y el Banco de la República cuenta con amplia credibilidad. Ello permite anclar las expectativas y un traspaso bajo de la tasa de cambio a los precios. La Sección VI concluye y la VII, “Celebrando 50 Años de Fe-

desarrollo” describe algunos de mis recuerdos sobre discusiones en el área cambiaria con mis colegas y ex-colegas de la Entidad.

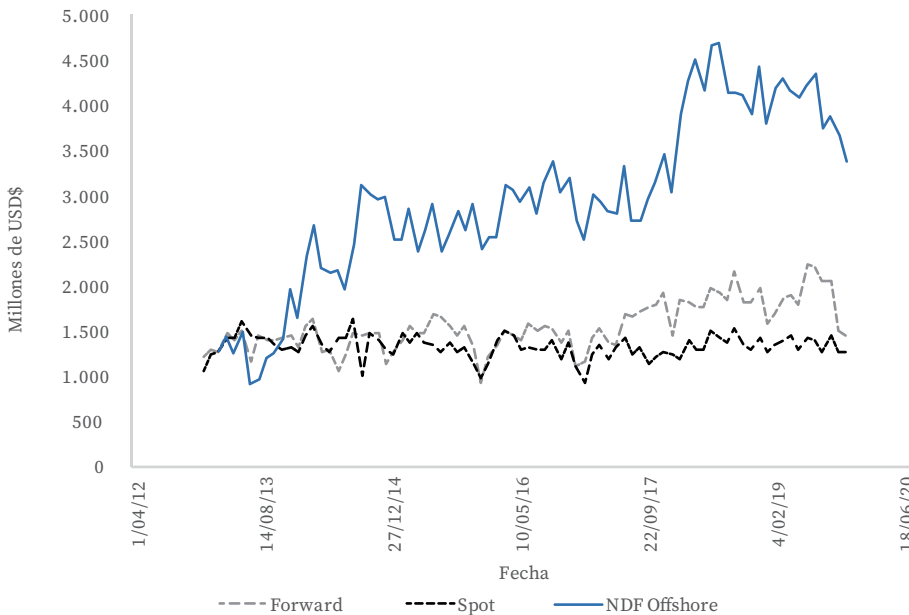
II. Evolución de la Tasa de Cambio Nominal y Real en Colombia

El mercado global de divisas, también conocido como Forex (*Foreign Exchange*) es, de lejos, el mercado financiero más grande del mundo, mayor que todos los mercados bursátiles del planeta combinados, con un valor tranzado cercano a USD\$ 6,6 billones¹. Ha crecido 70% desde 2004, y se ha triplicado desde 1992. Buena parte se debe a compra venta de activos (no de bienes – exportaciones e importaciones) y más de la mitad obedece a operaciones entre firmas en el sector financiero. Los principales centros de negociación son, en su orden, las bolsas de Londres, Nueva York y Tokio y

cerca del 45% de las transacciones se realizan en dólares, el 16% en Euros y el 8% en Yenes japoneses. Las divisas de economías emergentes han ganado importancia y ahora representan cerca del 20% del total, con un peso relativamente bajo para los países de América Latina, liderados por el peso mexicano (0,85%), el real brasileiro (0,55%), el peso chileno (0,15%) y el peso colombiano (0,10%)².

El Gráfico 1 presenta la evolución de las transacciones *spot* y *forward* para el caso de Colombia entre enero de 2013 y octubre de 2019. El volumen tranzado fuera del país (NDF, *non delivery forwards*) supera ampliamente las compras y ventas locales, creció particularmente entre mediados de 2013 y 2014 y entre mediados de 2017 y 2018 pero ha caído en el último año; alcanzó un pico cercano a los \$ 4.700 millones a mediados de 2018, el triple del valor a comienzos de 2013. El mercado local ha sido poco dinámico, con un volumen de transacciones *forward* que prácticamente duplica el *spot* en los meses de mayor diferencia.

Gráfico 1.
Volúmenes en el Mercado de la Divisa (millones de USD\$)



¹ USD\$ 2 billones en transacciones spot, \$ 1 billón en forwards, USD\$ 3,3 billones en swaps de divisas, y USD\$ 294 millardos en opciones y otros productos.

² Ver Banco de Pagos Internacionales BIS (2019).

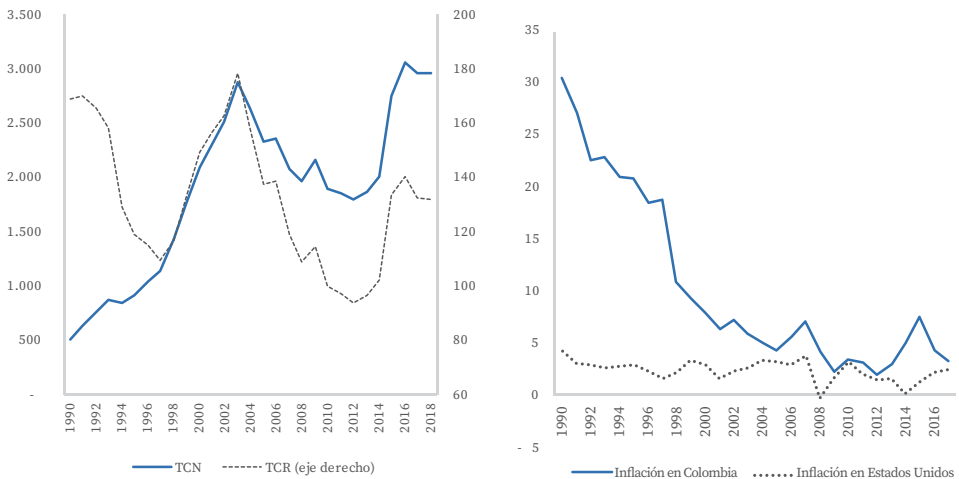
El Gráfico 2 muestra la evolución de la tasa de cambio nominal, *TCN*, y real, *TCR* (2010=100) entre 1990 y 2018 (panel izquierdo) y la inflación en Colombia y en los Estados Unidos (panel derecho). Para el cálculo de la tasa de cambio real se deduce la inflación en Colombia y en los Estados Unidos. Se observa que la *TCR* y la *TCN* se mueven conjuntamente en los períodos recientes, de baja inflación, pero no así entre 1990 y 1997 cuando ésta era superior a 20% en Colombia e inferior a 5% en los Estados Unidos.³ En algunos modelos teóricos la *TCR* aparece como uno de los determinantes de la *TCN*.⁴

La tasa de cambio nominal pasó de \$502 pesos por dólar en 1990 a \$2.878 en 2003; cayó entre 2003 y 2016 (3.054), y se mantuvo relativamente estable hasta 2018; hoy (30 de septiembre de 2019) se encuentra en \$3.478 pesos por dólar. Las apreciaciones y depreciaciones de ambas variables han sido sustanciales, oscilando para la tasa nominal entre 479% (en 1990 - 2003) y -37% (2003-2012) y para la real entre 64% (1996-2003) y

-48% (2003-2012). Como se desprende de la teoría de la paridad del poder adquisitivo, el valor promedio de *TCR* en los primeros y últimos diez años es relativamente similar.⁵

La tasa de cambio real del Gráfico 2 solo considera la relación entre el peso y el dólar de los Estados Unidos, y utiliza como deflactor el índice de precios al consumidor (IPC). El Banco de la República calcula otros indicadores, utilizando como deflactor adicional el índice de precios al productor (IPP), y ponderando por canastas de países según su peso en las exportaciones colombianas no tradicionales o totales; también calcula el denominado índice de competitividad de algunos de nuestros principales productos de exportación (banano, café, flores y textiles) en el mercado de los Estados Unidos.⁶ Se observa una correlación muy alta cuando se utiliza uno u otro ponderador (no tradicionales o totales), pero no tanto para los distintos deflatores. El índice de competitividad está más cercanamente asociado a la tasa de cambio que utiliza el IPC, con valores pico en 1990 y en 2004.

Gráfico 2.
Evolución de la Tasa de Cambio Nominal y Real en Colombia y de la Inflación en los Estados Unidos y en Colombia.



Fuente: Banco de la República y cálculos del autor. La tasa de cambio nominal y real se calculó con respecto al dólar, utilizando como deflatores el índice de precios al consumidor en Colombia y en los Estados Unidos.

³ Formalmente, *TCN*: tasa de cambio nominal (\$/USD\$), promedio anual; *TCR*: tasa de cambio real entre el peso y el dólar (2010=100), calculada como $TCR = \frac{\$/P}{USD\$/P^*} = TCN \frac{P}{P^*}$, donde *P* es el índice de precios al consumidor en Colombia, y *P** el índice de precios al consumidor en los Estados Unidos.

⁴ Ver Krugman y Obstfeld (2002), 8ª Edición, capítulo 15.

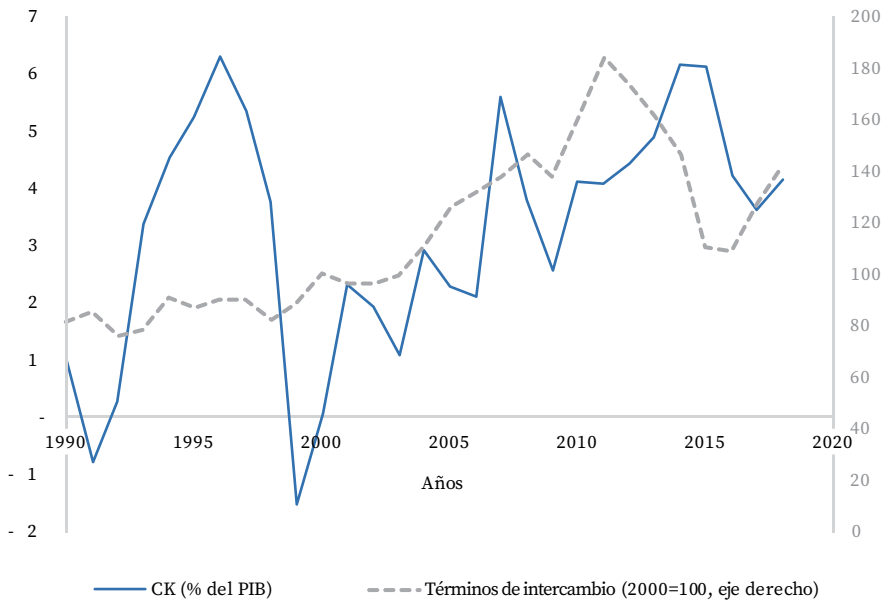
⁵ La tasa de cambio real se revaluó 35% entre 1990 y 1997 y 48% entre 2003 y 2012, y se devaluó 64% entre 1997 y 2003, y 42% entre 2012 y 2018.

⁶ Indicador de competitividad en el mercado de Estados Unidos. Como deflactor se utiliza el IPC. Calculado frente a 24 países competidores en los productos: banano, café, flores y textiles. La metodología se presenta en: Borradores de Economía No 273.

El Gráfico 3 presenta la evolución de dos de las variables que seguramente han tenido una influencia importante sobre las tasas de cambio real (y nominal): los términos de intercambio y los ingresos de capitales (ver también Sección IV.B). Los términos de intercambio fueron relativamente bajos durante los 90s, se elevaron de manera paulatina entre 2000 y 2011, cayeron entre 2011 y 2016, y se recuperaron parcialmente entre ese año y 2019. Por su parte los flujos de capital fueron muy elevados entre 1993 y 1998, cayeron abruptamente en 1999, se elevaron en forma relativamente continua entre 1999 y 2015, para caer en los años

siguientes. En síntesis, la revaluación real de 1990-97 ocurrió en un contexto de bajos términos de intercambio y fuertes entradas de capital internacional, mientras la de 2003-2012 estuvo acompañada por términos de intercambio altos y fuertes entradas de capital. Varios estudios de Fedesarrollo han identificado esas tendencias. Así, Villar (2005) muestra los flujos de capital privado hacia y fuera de Colombia entre 1970 y 2004, y Cárdenas y Barrera (1992) mencionan algunas de las posibles razones para el fuerte ingreso de capitales durante la primera parte de los 1990s.⁷

Gráfico 3.
Flujos de Capital y Términos de Intercambio



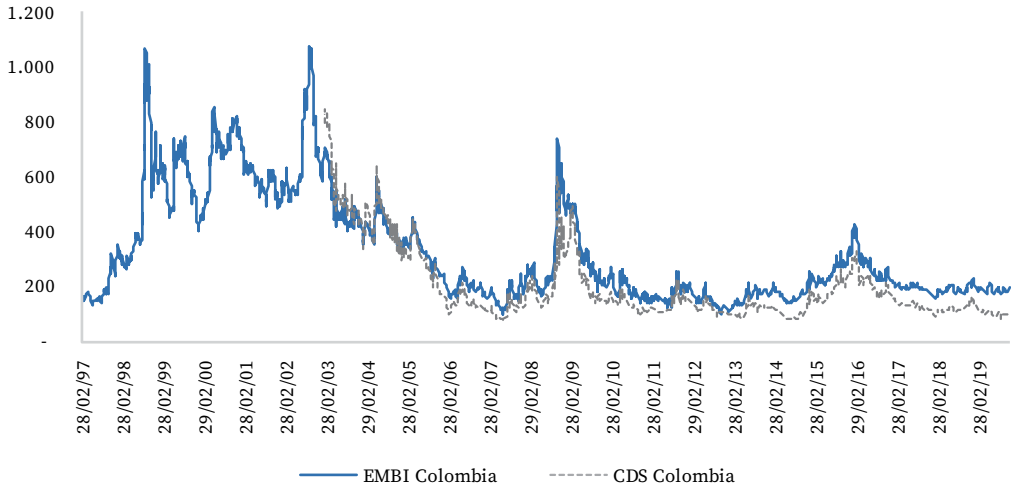
Fuente: Banco de la República. Los flujos de capital hacia el país se calcularon como la variación en reservas internacionales menos la cuenta corriente. Formalmente, $CK = \Delta R - CC$, donde CC, R y CK corresponden a la cuenta corriente, el nivel de reservas internacionales y la cuenta de capitales.

Otro determinante importante es el riesgo. El Gráfico 4 muestra dos indicadores para Colombia, el EMBI y el CDS, desde febrero de 1997 y enero de 2003, respectivamente, con un comportamiento relativamente similar en el tiempo. Los valores máximos del EMBI ocurrieron en noviembre de

1998 (crisis asiática y crisis del régimen de banda cambiaria) y en septiembre de 2002 (elección de Lula en Brasil), más de 5 veces superiores a los actuales; también fueron altos, aun cuando menores, en octubre de 2008 (crisis internacional iniciada con la quiebra de Lehman).

⁷ Villar (2005) muestra que el ingreso promedio relativo al PIB entre 1992 y 1997 fue el más alto en el período 1970-2004. Cárdenas y Barrera (1992) mencionan algunas de las posibles razones. Entre ellas, el posible ingreso de capitales ilegales, los cambios en la regulación en los países desarrollados, la repatriación de capitales de colombianos en el exterior, la liberalización de la cuenta de capitales y el desalineamiento de la tasa de cambio real. Los autores, concluyen, sin embargo, que el factor principal fue el diferencial entre las tasas de interés externas e internas y que éstas últimas se elevaron cuando las autoridades trataron de esterilizar el ingreso de divisas. externas La nueva Junta del Banco comenzó a operar en septiembre de 1991 y cambió dicha política. Ver también Steiner (1996).

Gráfico 4.
EMBI y CDS en Colombia 1995-2019

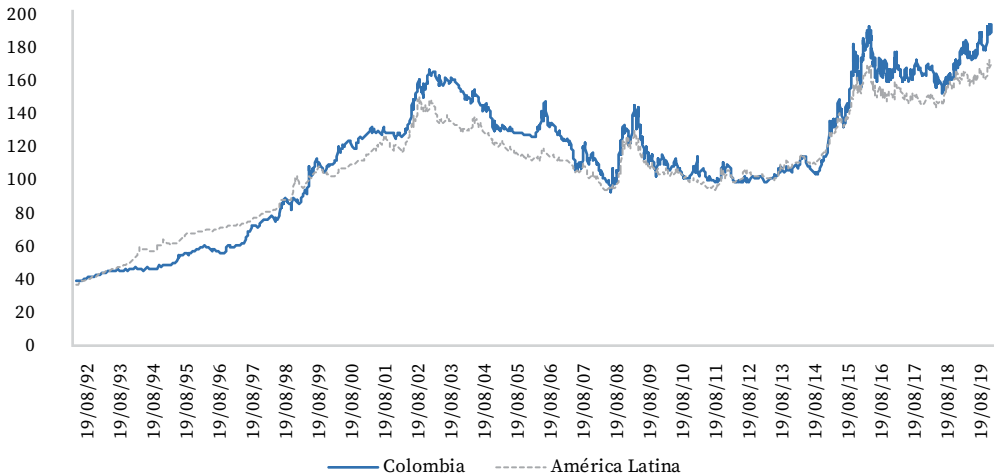


Fuente: Bloomberg.

Los incrementos y caídas en la tasa de cambio nominal y real han sido relativamente similares en los distintos países de América Latina, en parte porque los términos de intercambio, flujos de capital, y el riesgo también presentan tendencias relativamente comunes.

El Gráfico 5 presenta la evolución de la tasa de cambio nominal en Colombia y en América Latina (promedio ponderado para Brasil, Méjico, Perú y Chile) entre 1992 y 2019. El movimiento de ambas tasas es similar, con una correlación simple de 0,99, aun cuando la tasa colombiana se despren-

Gráfico 5.
Tasa de Cambio Nominal en Colombia y en América Latina



Fuente: Bloomberg y cálculos de los autores. El grupo LATAM resulta de un promedio ponderado por nuestras exportaciones para Brasil, Méjico, Perú y Chile.

de del promedio en algunos períodos como 2001-2006 y los meses recientes.⁸

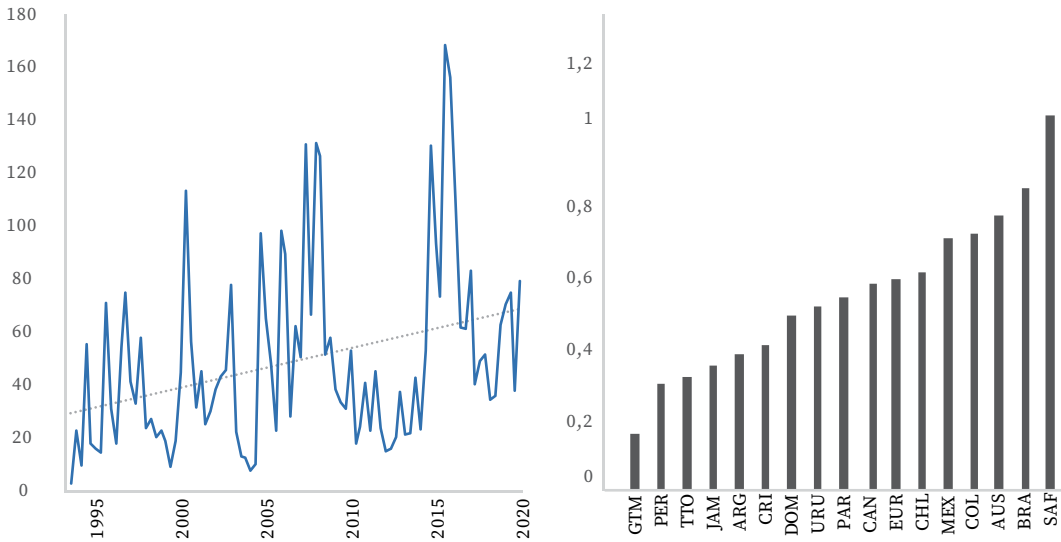
Gamboa y Romero (2019) tratan de explicar el comportamiento del diferencial entre la tasa de cambio en Colombia y en América Latina. Muestran que nuestra tasa de cambio estuvo excesivamente revaluada (i.e. con una diferencia mayor a dos desviaciones estándar) a mediados de 2014, y excesivamente devaluada a comienzos de 2016; hoy estaría un poco sobre devaluada, pero en el rango de dos desviaciones estándar. Además, para el período 2009-2019 sugieren que la tasa de cambio se habría movido, fundamentalmente, con otras monedas de la región. Como factores explicativos adicionales le siguen en importancia los diferenciales de riesgo (CDS) y las variaciones en los precios relativos del petróleo frente a otros bienes primarios en la región; y, en menor medida, los diferenciales entre las tasas de interés en Colombia y el exterior y en las volatilidades de la tasa de cam-

bio; los diferenciales de inflación juegan un papel menor.

El panel izquierdo del Gráfico 6 muestra la volatilidad cambiaria de corto plazo en Colombia en el período 1996-2018. El índice se ha multiplicado por tres, con valores máximos en 2008 (4º trimestre) y 2016 (2º trimestre). El panel derecho muestra una medida relativamente similar para Colombia y otros 16 países, calculada por el FMI a partir de un promedio móvil para la desviación estándar de las variaciones diarias. La tasa de cambio en Colombia es una de las más volátiles, después de Sur África (SAF), Brasil (BRA) y Australia (AUS); en el extremo opuesto aparecen Guatemala (GTM), Perú (PER) y Trinidad-Tobago (TTO).

Otros estudios muestran que la volatilidad de la tasa de cambio en Alemania, los Estados Unidos o Inglaterra (para los países desarrollados en general) es menor a la nuestra, y relativamente similar a la de

Gráfico 6.
Volatilidad de la tasa de cambio nominal en Colombia entre 1998 y 2017, y en distintos países (promedio para 2005-2017)



Fuente: Panel izquierdo: IMF, promedio móvil de 6 meses para la desviación estándar de los cambios diarios). Panel derecho: Cálculos actualizados con base en Vargas (2011). El autor reporta los promedios trimestrales de la desviación estándar con base en cifras diarias de la tasa de cambio nominal.

⁸ De hecho, la mayoría de los países del mundo mostraron una tendencia similar frente al dólar en el último decenio, con diferencias acentuadas entre países petroleros y no petroleros.

Perú, aun cuando por razones diferentes: la alta volatilidad observada en países como Australia, Nueva Zelanda y Canadá, así como la baja volatilidad observada en Alemania o Inglaterra posiblemente se debe a la alta (baja) volatilidad en los fundamentales, mientras que la baja volatilidad en Perú obedece más a las fuertes intervenciones cambiarias en un contexto de bajos flujos de capital. Una hipótesis alternativa, difícil de probar, es que los países con mayor volatilidad cambiaria, como Colombia, son también países con grandes rigideces de precios, y ello produce el llamado *overshooting* en la tasa de cambio nominal (Rogoff, 2002).

Krueger (1984, p.550) distingue dos tipos de volatilidades. Una, de mediano plazo, como la que se observa con la tasa de cambio real en el Gráfico 2, y la volatilidad diaria o de muy corto plazo. La primera crea grandes problemas a los exportadores e importadores, y es difícil de cubrir en los mercados cambiarios,⁹ mientras la segunda puede ser incluso saludable: crea riesgo para los especuladores. Según Vargas (2011), la volatilidad del tipo de cambio ha promovido el desarrollo de mercados de cobertura, ha fortalecido la estabilidad financiera, ha reducido los descalces cambiarios y ha permitido un grado sustancial de flexibilidad en la tasa de cambio. Como veremos, la alta variabilidad del tipo de cambio puede venir acompañada de una inflación estable cuando la credibilidad de la política monetaria es alta y las expectativas de inflación están ancladas.

III. Ventajas Macroeconómicas de la Flotación. Regímenes Cambiarios y Choques

De acuerdo con la experiencia internacional y con los desarrollos teóricos en el área,

parece conveniente mantener una tasa de cambio fija (fijada, el extremo es la moneda única, el dólar) cuando se puede garantizar que los choques, ya sean externos o internos, afecten poco la economía, una condición difícil de lograr en la mayoría de los casos, incluyendo el de Colombia.

Ello sucede, por ejemplo, para los distintos estados en los Estados Unidos: i) reciben choques externos relativamente similares pues su estructura productiva es parecida; ii) esos choques comunes son de todas formas moderados por la política fiscal del gobierno y por un Banco Central que actúa como prestamista de última instancia; iii) tienen alta integración comercial con una tasa fija que facilita exportar e importar; o muestran alta integración laboral, con una mano de obra que sale de los estados que padecen choques negativos.

Parte de los problemas surgidos con el Euro provienen de la carencia de algunas de estas características: i) no hay política fiscal común en Europa; ii) hay baja integración comercial entre los países del norte como Alemania y los del sur como Grecia; iii) la movilidad laboral se ve cada vez más restringida; iv) y no existe un estado central que distribuya recursos hacia los países afectados por choques negativos (sí existe un Banco Central prestamista de última instancia desde 1998 cuando se crea el Euro).

De otra parte, buena parte de las crisis internacionales recientes relacionadas con salidas de capital ocurrieron en países con tasas de cambio relativamente rígidas (México, en 1994, Tailandia, Indonesia y Corea en 1997, Rusia y Brasil en 1998, y Argentina y Turquía en 2000); y no se presentaron en otros países con tasas de cambio más flexibles: ni Sudáfrica, ni Israel, ni México, ni Turquía en 1998 (Fischer, 2001); ni Colombia ni otros países que flotaron durante la crisis internacional iniciada con la caída de la firma Lehman Brothers en 2008-2010 o durante el violento choque de términos de intercambio que tuvo lugar en 2011-2016.

La flotación cambiaria permite devaluar la tasa de cambio (y elevar las exportaciones

⁹ Aparte de las diferencias en el régimen cambiario (fijos vs. flexibles, ver abajo), la variación en la volatilidad observada de la TCR para los países de la muestra puede relacionarse con su grado de apertura comercial. Mientras más cerrada es una economía, mayor es la fracción de precios internos que responden a movimientos de la tasa de cambio nominal y, por tanto, mayor la volatilidad de la TCR. Y Colombia, Argentina y Brasil son las economías más cerradas en la región. Ver Echavarría (2019) y Calvo, Izquierdo, y Talvi (2003).

de otros productos) cuando el precio de los bienes primarios cae. También permite manejar la política monetaria de manera contra cíclica.¹⁰ Como lo menciona la literatura de la llamada trilogía imposible, y como lo sugiere la experiencia colombiana durante el periodo de la banda cambiaria (Sección IV.B) sólo pueden lograrse dos de tres objetivos deseables: i) flujos amplios de capital, ii) tasa de cambio fija(da), y iii) política monetaria contra cíclica. Por ello los tipos de cambio flexibles proporcionan amortiguadores útiles contra los choques reales (i.e. en los términos de intercambio) y también, aun cuando la evidencia es menos sólida, contra los choques financieros externos. La flexibilidad cambiaria también ayuda a reducir las desalineaciones en el tipo de cambio real.

Contamos con un experimento de laboratorio, los años 1930s, para demostrar que la devaluación de la tasa de cambio que acompañó ese enorme choque negativo favoreció la recuperación de la economía. Los trabajos de Eichengreen y Sachs (1985) y Bernanke (2004) muestran, en efecto, que los países que más rápido abandonaron el patrón oro, y devaluaron sus monedas, experimentaron una recuperación más rápida que los demás. Y existe evidencia similar para América Latina (Díaz Alejandro, 1982) y para Colombia (Echavarría, 1982).

Los trabajos más recientes de Broda (2004), Edwards y Levi (2005) y Edwards (2011) muestran el efecto amortiguador de la flotación cambiaria cuando existen choques a los términos de intercambio. En la misma dirección, Céspedes y Velasco (2012) y Aizenman, et al. (2017) encuentran que los tipos de cambio menos flexibles están asociados con una mayor variabilidad del producto.

Los trabajos recientes de Gita Gopinath sugieren, sin embargo, que los precios de buena parte de las exportaciones internacionales se fijan hoy en dólares, y ello reduce la respuesta a la devaluación (no hay más demanda internacional cuando se devalúa, aun cuando las utilidades de los exportadores aumentan). La experiencia colombiana reciente también sugiere que la elasticidad precio de las exportaciones no tradicionales se ha reducido, un tema controversial.¹¹

En cuanto a los choques financieros, Berkmen, et al. (2012) demuestran que la flexibilidad del tipo de cambio estuvo asociada con un menor impacto de la crisis financiera mundial de 2008-2010 sobre la producción¹², y Obstfeld, Ostry, y Qureshi (2017) encuentran que la transmisión de los *shocks* financieros globales se magnifica bajo regímenes de tipo de cambio fijo en relación con los más flexibles (aunque no necesariamente completamente flexibles).

Pero no toda la evidencia es igualmente concluyente.¹³ Kearns y Patel (2016), por ejemplo, sugieren que las propiedades aislantes de la flotación son menores a lo esperado pues las depreciaciones del tipo de cambio a menudo tienen efectos adversos en las condiciones financieras internas cuando existen desajustes monetarios.

Finalmente, Holtemoller y Mallick (2013) encuentran que cuanto mayor es la flexibilidad del régimen monetario, menor es la desalineación de la tasa de cambio real, y Coudert y Couharde (2019) sugieren que las monedas vinculadas a un régimen de tasa de cambio semi - fija o fija tienden a estar significativamente más sobrevaloradas que las flotantes. Este hallazgo es potencialmente importante por la posible relación entre sobrevaluación y menor crecimiento económico.

¹⁰ Feenstra y Taylor (2012) presentan una demostración formal de la llamada trilogía imposible. Existen 3 ecuaciones: una para la tasa de cambio fija ($\frac{e^e - e}{e} = 0$), donde e corresponde a la tasa de cambio nominal presente y e^e a la tasa de cambio nominal esperada en el futuro); una para la libre movilidad de capitales (una aproximación a la llamada paridad no cubierta $R = R^* + \frac{e^e - e}{e}$ donde R y R^* corresponden a las tasa de interés nominal interna y externa); y una tercera para la política monetaria autónoma ($R \neq R^*$). Se puede mostrar que cada par de ecuaciones contradice la tercera. Obstfeld, Shambaugh, y Taylor, (2004) ilustran esa trilogía imposible en la historia desde el período del patrón oro hasta la flotación posterior a *Bretton Woods*.

¹¹ Ver Gopinath, et al. (2016) y Casas, et al. (2017). El trabajo de *International Monetary Fund* (2015) muestra una respuesta sustancial de las exportaciones a la tasa de cambio para una muestra de 60 países (con una variación importante entre países). De otra parte, es difícil explicar la baja respuesta de las exportaciones colombianas a las fuertes devaluaciones ocurridas en el periodo reciente, como si ocurría en el pasado. Echavarría (1982) y Misas, Ramírez, y Silva (2001) encuentran elasticidades precio de las exportaciones cercanas a 1 para los 1960s y 1970, y 1980s. Los resultados de trabajos más recientes son contradictorios. Torres, et al. (2019) encuentra elasticidades promedio cercanas a 0,8, mientras Carranza (2018) no encuentra respuesta alguna.

¹² Una posición relativamente escéptica sobre estos puntos aparece en Gosh, Ostry, y Tsangarides (2010) y en Gosh, Ostry, y Qureshi (2016).

¹³ Rey (2013) e IMF (2017) no encuentran un efecto importante del régimen cambiario sobre la susceptibilidad de los países a los *shocks* financieros externos.

IV. Colombia: Decreto 444, Banda Cambiaria y Flotación

Corden (2002) distingue un número amplio de regímenes cambiarios, desde la dolarización como el más rígido, hasta la libre flotación.¹⁴ Entre 1967 y 1991 Colombia tuvo un régimen de devaluaciones gota a gota, donde se trataba de que la tasa de cambio real no perdiera su nivel (lo que Corden denomina un régimen de *crawling peg* pasivo), pasando por la banda cambiaria adoptada en 1991. En 1999 se comienza a flotar cuando se adopta el régimen de inflación objetivo.

A. *Crawling Peg* (1967-1991) y Banda Cambiaria (1991-1999)

Según las historias del momento, a raíz del Decreto 444 de 1967, el Presidente de Colombia acordada cada día el nivel “deseable” de la tasa de cambio nominal con los gerentes del Banco de la República y de la Federación de Cafeteros, tratando de compensar con minidevaluaciones diarias la mayor inflación local frente a la internacional en presencia de un rígido control a las transacciones en divisas.

No obstante, ello no se logró enteramente y, por ejemplo, a raíz de la llamada bonanza cafetera y de la apreciación del dólar frente a otras monedas la tasa de cambio real se revaluó 42% entre junio de 1975 y junio de 1983 (Banco de la República, 2005).

Como director de Fedesarrollo, Urrutia (1981) mostró que aunque las tasas de inflación fueron modestas para los estándares latinoamericanos, tendieron a ser más altas que las de los países desarrollados, con una presión permanente a la revaluación real del tipo de cambio y altas devaluaciones nominales esporádicas. El autor concluye que el costo político de grandes devaluaciones llevó a posponer los ajustes en el tipo de cambio, produciendo ciclos e incertidumbre en la economía y un impacto negativo sobre las exportaciones no tradicionales. Según Urrutia, el sistema condujo

a crisis cambiarias muy serias en 1958 y en 1967.¹⁵

De todas formas, la excesiva rigidez de la tasa de cambio nominal (y la consecuente ausencia de una política monetaria) llevó a que la inflación llegara en 1990 a un nivel cercano a 30%. Por ello, y con el fin de contar con algún espacio para la política monetaria, se decidió permitir mayores variaciones en el nivel de la tasa de cambio nominal.

En octubre de 1991 se revivieron los llamados certificados de cambio (Cc, utilizados por primera vez en 1977): se quitó el carácter redimible a la divisa a la vista, y se pospuso la fecha de maduración a 1 año. Ello significó un castigo de 12,5% para quienes quisieran redimir el Cc inmediatamente, o de 0% para quienes esperaran hasta que el papel venciera. Puede mostrarse que su precio dependía de las tasas de interés vigentes y de la devaluación esperada por los agentes económicos, con intervenciones de las autoridades cuando el descuento superaba 12,5%.

Este primer período de la “banda” aparece descrito en la parte inicial del Gráfico 7. El Cc se convirtió en un instrumento importante de esterilización de las reservas internacionales y su stock creció, como proporción de la base monetaria, desde 5% hasta 50% entre el comienzo y el final de 1992.¹⁶ La Junta Directiva del Banco de la República decidió discontinuar el mecanismo de los Cc en 1994 a fin de lograr mayor control monetario sin emisión de deuda en dólares.

El país adoptó la banda cambiaria en forma explícita el 24 de enero de 1994, unos años después de México (1985), Israel y Chile (1984); Brasil la adoptó en 1995. El esquema tiene cuatro parámetros relevantes. El primero es el nivel inicial de la tasa central y su ritmo de devaluación; el segundo es la amplitud de la banda; el tercero, la política en materia de intervención dentro de la banda; y el último, el horizonte hacia el cual se preanuncian sus niveles.

Para fijar adecuadamente el nivel central de la banda es necesario estimar el grado en que la tasa de cambio inicial difiere de

¹⁴ Ver también Feenstra y Taylor (2012), cap.2, p.38.

¹⁵ Echavarría (2000) discute las características del régimen cambiario en Colombia entre 1923 y 1950, y Díaz Alejandro (1976) en las décadas siguientes.

¹⁶ Algunos autores que el efecto resultante sobre las tasas de interés incrementó aún más los flujos de capital hacia el país. Ver Cárdenas y Barrera (1992) y Steiner (1996).

los niveles de equilibrio de mediano plazo. En segundo lugar, la amplitud es mayor cuando el grado de incertidumbre sobre el tamaño de los choques futuros es alto, y cuando se desea tener un mayor nivel de control monetario (la Junta Directiva del Banco de la República también creó una banda monetaria, en el interior de la cual debía fluctuar el agregado monetario M1).

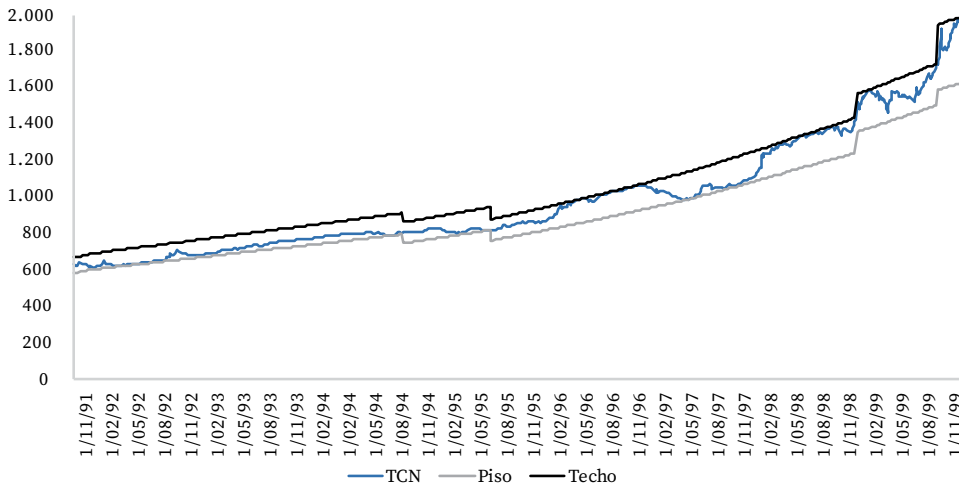
Tercero, la Junta Directiva se reservó el derecho de intervenir dentro de la banda en un grado importante pudiendo incluso efectuar transacciones con la Tesorería General de la Nación. Por último, se decidió anunciar la banda vigente cada día para los siguientes 10 días; Chile lo anunciaba a 1 mes e Israel a 1 año (Banco de la República, 2005).

La nueva banda saltó hacia abajo 6,1% con respecto a la de los Cc el día de su creación a finales de enero de 2004, y nuevamente 7% hacia abajo el 12 de diciembre de 1994, ante las presiones revaluacionistas ocasionadas por el ingreso de capitales y por las expectativas del auge petrolero. Ello molestó al entonces Ministro de Hacienda, Guillermo Perry (1994-1996), interesado en que la tasa de cambio no se revaluara. La banda saltó 9% y 5,6% hacia arriba el 2 de septiembre de 1998 y el 28 de junio de 1999, lo cual permitió reducir un poco las tasas de interés.¹⁷

La amplitud de la banda cambió desde 12,5% en el viejo esquema a 15% en el momento de su creación en 1994 (7,5% por encima y 7,5% por debajo del punto medio) y a 22% el 28 de junio de 1999. Según documentos internos del Banco de la República, se pensó que la pendiente y la amplitud de la nueva banda permitiría que la tasa de cambio nominal terminaría 1995 ligeramente arriba del punto mínimo del corredor cambiario en el escenario de programación del Banco (superávit fiscal de 0,7% del PIB y un crecimiento del crédito del sistema financiero al sector privado del 35%).

La tasa de cambio estuvo pegada a la parte inferior de la banda durante algunos meses en 1997, pero los momentos más problemáticos ocurrieron en los períodos en que la tasa de cambio se pegó al techo durante buena parte de los años 1996 y 1998 (hubiese ocurrido algo similar en otros años si la banda no salta hacia arriba). Son períodos en que los especuladores conocen perfectamente la variación de la tasa de cambio para los próximos días o meses. El esquema se abandonó el 24 de septiembre de 1999, luego de vender USD\$ 395 millones entre el 22 y el 24 de septiembre (y USD\$ 1.700 millones en 1998 y 1999) para defender el techo, hasta el momento en que se cerró la negociación con el Fondo Monetario Internacional (ver abajo).

Gráfico 7.
La Banda Cambiaria en Colombia



Fuente: Banco de la República.

¹⁷ La tasa para los Depósitos a Término (DTF) se redujo en más de 14 puntos, pasando de 36% en junio de 1998 a 22% a finales de abril de 1999. En ese momento también se decidió imponer un límite del 50% del patrimonio técnico a la posición propia de contado en moneda extranjera de los intermediarios del mercado financiero.

El nuevo régimen resultó mucho más flexible que el anterior *crawling peg* pasivo, y para algunos permitió una transición “suave” hacia la flotación que finalmente tuvo lugar en 1999, gracias, además, a los desplazamientos de la banda, y la ampliación del rango hacia el final del período. Para otros la banda fue útil para bajar la inflación desde los niveles superiores a 30% a comienzo de la década (permitió algún grado de política monetaria activa), pero debió haberse abandonado mucho antes de la crisis que se venía incubando durante la segunda parte de los 90s.¹⁸ Por supuesto, uno de los problemas de los regímenes de tasa de cambio semi-fija es que nunca se abandonan mientras estén funcionando. ¿Cuál sería la razón para hacerlo?

Todas las variables macroeconómicas se comportaron desfavorablemente durante buena parte de los 90s. El déficit de la cuenta corriente llegó a casi 8% del PIB en el primer trimestre de 1998. El déficit fiscal del gobierno central estuvo en relativo equilibrio en 1991 pero se amplió paulatinamente durante la década hasta alcanzar el 7% del PIB en 1999; el del sector público consolidado presentó superávits en la primera parte de los 90s y déficits crecientes entre 1995 y 1998 (-3,2% del PIB en este año).¹⁹

De hecho, el documento en que la Junta Directiva del Banco de la República explicó al Congreso la cancelación de la banda (Banco de la República, 1999) termina con una lista de citas en que la Junta advirtió al Congreso y al Gobierno sobre la necesidad de realizar ajustes fiscales que nunca ocurrieron.

En el marco de la Emergencia Económica decretada el 16 de Noviembre de 1999 se adoptó una “contribución transitoria” que solo operaría hasta diciembre de 1999, el comienzo del impuesto del 4 por 1000 a las transacciones financieras que aún rige hoy, 20 años después.

El saldo de la deuda privada creció aceleradamente, desde un nivel cercano a USD\$ 2.000 millones en 1990 y 1991, hasta más de USD\$ 15.000 millones en 1998; y el de la deuda pública creció menos, pero alcanzó

un nivel superior a USD\$ 18.000 millones en 1998. El país perdió el grado de inversión en agosto de 1999 (solo lo recuperó en junio de 2011).²⁰ Finalmente, la experiencia colombiana en materia de regulación financiera no fue afortunada durante los 90s, otro factor que agudizó la crisis financiera-cambiaria de finales de los 90s.

En octubre de 1998 8 de 13 bancos reportaban índices de calidad de cartera vencida superior al 10% y de estos, cinco mostraban índices en el rango 15-29%. En ese momento el promedio del índice de cartera vencida para las corporaciones de ahorro y vivienda CAV era 12,2% (en el pasado raramente superaba el 5%). El indicador superaba el 15% en dos de las ocho CAVs que operaban en el mercado. Se presentó en ese momento la quiebra de Gran Ahorrar, la tercera corporación de ahorro y vivienda, con más de un millón de ahorradores.

Los mayores problemas se presentaron en el sistema cooperativo y en algunos bancos públicos. En diciembre de 1998 este subsector estaba conformado por once establecimientos de crédito, y casi la totalidad estaba en situación de insolvencia. En el año 2000 se cerraron el Banco Central Hipotecario (BCH) y el Banco del Estado. Fogafin, la entidad llamada a actuar en estas circunstancias, estaba ilíquida (Valencia, 2019).

La banda resultó un mecanismo excesivamente rígido para acomodar los choques que trajeron los desbalances macroeconómicos mencionados, la Crisis Asiática y otros eventos domésticos desfavorables (ver abajo) en un país caracterizado por enormes rigideces en la política fiscal y en el mercado laboral.

Las rigideces en el mercado laboral colombiano son enormes. Como prueba, Reinhart y Rogoff (2009) muestran el cambio en el PIB per cápita y en el desempleo durante 21 grandes crisis internacionales. Colombia aparece con un impacto “moderado” cuando se considera lo sucedido con el PIB, en la crisis de finales de los 1990s, pero con uno de los mayores incrementos en el desempleo. Según los autores, el desempleo

¹⁸ Ver Echavarría, *et al.* (2012) y Echeverry (2001).

¹⁹ La carga tributaria creció 2,5 puntos del PIB entre 1990 y 1999, pero el gasto del gobierno central creció 10,5 puntos del PIB en ese mismo período, desde 8,5% del PIB en 1990 a 19% en 1999 y 2000. Ver Junguito y Rincón (2006)

²⁰ Ver Echavarría, *et al.* (2012). La deuda total del gobierno central se mantuvo relativamente estable durante la primera parte de los 1990s, pero se triplicó entre 1995 (14,6% del PIB) a 2000 (casi 40%).

solo se comportó peor (en magnitud y en duración) durante las crisis de 1929 en los Estados Unidos y la de 1991 en Finlandia.

Muchos colombianos, especialmente de clase media perdieron sus viviendas, las decisiones adoptadas por las Cortes sobre el sistema UPAC en 1999 debilitaron (aún más) las corporaciones de ahorro y vivienda,²¹ y el desempleo se elevó desde 7% en 1995 a 19% en 2000 y se mantuvo por encima de 10% durante toda la década siguiente.

A finales de 2000 la revista *The Economist*²² mencionaba las enormes dificultades que enfrentaban los países andinos, y consideraba que en ninguno de ellos era la situación económica y política tan compleja como en Colombia. De hecho, la mayor caída en los flujos de capital hacia Colombia durante 1998-1999 no se presentó en el rubro de portafolio, sino en el de inversión extranjera directa, en parte como resultado del deterioro en la situación política (también influyó la renegociación de contratos petroleros). Como se indicó en la Sección II, los indicadores de riesgo del país tuvieron sus mayores valores históricos en noviembre de 1998 (crisis asiática y crisis del régimen de banda cambiaria) y en septiembre de 2002 (elección de Lula en Brasil).

La dinámica de la economía iba en picada, el Ministro de Hacienda Juan Camilo Restrepo acusó públicamente a los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República de vivir en una torre de marfil y de ser indolentes frente a la profunda recesión que vivía el país, el Congreso de la República y las Cortes cuestionaron duramente la tarea de la Junta, y el caricaturista de la revista *Dinero*, dirigida por Juan Luis Londoño, dibujaba burros cada que se refería a los miembros de la Junta. Según se afirma en uno de los documentos del Banco de la República que sirvieron para preparar el futuro régimen de inflación objetivo:

Sin credibilidad, sin posibilidad de convencer a los mercados de manera inmediata de que la política económica es coherente, con dudas sobre las bondades del sistema de bandas y sin un nivel de reservas internacionales que otorgue seguridad de que se pueden hacer intervenciones masivas, la opción mas apropiada y posiblemente única es el abandono del actual régimen cambiario.

Los mercados conocían la notable caída del PIB y las altas tasas de desempleo, por lo que también percibían que el uso de las tasas de interés como instrumento permanente para defender la banda tenía costos económicos, sociales y políticos prohibitivos; y que existían fuertes fragilidades en el sistema financiero. Para la comunidad financiera internacional y nacional era evidente que el esquema de banda tenía poco apoyo entre los Ministros en el Gobierno,²³ entre los técnicos del Fondo Monetario Internacional y en los centros de pensamiento como Fedesarrollo (Urrutia y Llano, 2012, p.13). Además, para todos era claro que la adopción de fuertes controles de capital como alternativa a la flotación implicaría un viraje total e inconveniente de la política económica.

Por razones similares Echavarría (1999) concluyó en esos momentos que la "banda saltarina" adoptada era una mala solución y que el país debía flotar su tasa de cambio. Según el autor, la mayoría de países fueron abandonando las bandas cambiarias durante la "crisis asiática" de 1998-99, pues las supuestas ventajas del sistema no parecieron materializarse en momentos de crisis, y los costos resultaron mayores a los beneficios. Las bandas no tuvieron las propiedades que mencionaban los modelos teóricos que impulsaron su adopción,²⁴ invitaron a la especulación, y no fueron apropiadas para

²¹ En 1999 se cambió el método de cálculo del UPAC, se prohibieron los prepagos de deuda, se impuso un control a las tasas de interés, con beneficios adicionales para los deudores.

²² *The Economist*, "Turmoil in the Andes", (2000), November 2. Urrutia y Llano (2012) comentan que: Como era de esperar, los informes al Congreso no mencionan otro factor importante en la crisis cambiaria de 1998. Ese fue un año de elecciones después de un gran cuestionamiento al gobierno saliente por el apoyo financiero de narcotráfico al presidente en el periodo electoral. El enfrentamiento del gobierno con el de los Estados Unidos fue tal que se pensó que este último podría congelar las reservas internacionales colombianas. El Banco (de la República) decidió, ante este peligro, diversificar parte su portafolio de inversiones hacia otros países y se informó al presidente de la reserva federal de Nueva York de ese movimiento, quien no se sorprendió y no puso ninguna objeción. Sin duda la crisis política y las elecciones generaron incertidumbre cambiaria, pero en el fondo esta se debió, primordialmente al cambio en el entorno económico internacional (p.12).

²³ Tuvo el apoyo de Antonio Urdinola, Ministro de Hacienda en el Gobierno Samper, para quien "el país debe entender que la estabilidad de la banda cambiaria es la estabilidad de la economía", pero en menor medida de Juan Camilo Restrepo el primer ministro de hacienda de la administración Pastrana.

²⁴ Ver Krugman (1991), Cárdenas (1997) y Galindo (1998). Por supuesto, el nivel de endeudamiento de las firmas en el exterior depende parcialmente del régimen cambiario, y la mayor estabilidad cambiaria que produjo la banda incentivó el endeudamiento en dólares; es interesante, en la misma dirección, observar la reducción del endeudamiento externo (en el total de deuda) luego de que se abandona la banda en 1999.

acomodar los choques sustanciales de esos años.

El Banco de la República abandonó la banda muy tarde, luego de intensas discusiones entre sus codirectores,²⁵ en parte por el temor a que la devaluación resultante quebrara a las empresas nacionales endeudadas en dólares.²⁶ En otros trabajos de Echavarría en Fedesarrollo el autor muestra, sin embargo, que eran muy pocas las firmas altamente endeudadas en el exterior: la mayoría de ellas con inversión extranjera directa (en los sectores de energía, agua y gas), con un peso muy bajo en el total de ventas y de exportaciones.

Los cuatro sectores más endeudados representaban en 1997 y 2000 el 35,6% y 48,4% de la deuda externa del sector corporativo, pero solo el 4,7% y 5,4% de las ventas y el 6,9% y el 5,8% de las exportaciones (Echavarría y Arbeláez, 2003).²⁷ Además, como se verá adelante (Gráfico 10) la participación de la deuda en divisas en el PIB en ese momento era relativamente baja, similar a la actual.

En agosto de 1998, una vez comenzó la administración Pastrana, la Junta Directiva del Banco de la República discutió con el nuevo Ministro de Hacienda, Juan Camilo Restrepo, la política cambiaria que debería seguirse hacia el futuro. Finalmente, el 25 de septiembre de 1999 se decidió flotar, y abandonar el compromiso formal de defender los límites de la banda. Ello ocurrió en el marco de un acuerdo con el FMI en que se fijaron metas macroeconómicas para los siguientes tres años, y en un momento en que la tasa de cambio real registraba uno de los niveles históricos más altos del período 1975-1998 (Gráfico 1). En un momento, también, en que se estaban contratando créditos sin precedentes con el Banco Mundial, el BID, la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) (Valencia, 2019).

Las conversaciones iniciales con el FMI se llevaron a cabo en Washington entre el 10 y el 20 de agosto de 1999, y estuvieron en-

caminadas a obtener una línea de apoyo a nuestra balanza de pagos por USD\$ 3.000 millones, bajo la modalidad conocida como *Extended Fund Facility*. Nuestras reservas internacionales ascendían en ese momento a USD\$ 8.100 millones, mucho menores al nivel de USD\$ 9.938 millones observados a finales de 1996, pues se habían vendido montos importantes para defender la banda. Mirado en el tiempo las cosas salieron bien. Michel Camdessus, Director Gerente del FMI entre 1987 y 2000, felicitó luego a Colombia por haber logrado una de las flotaciones cambiarias más tranquilas y exitosas entre las que había registrado el organismo.

Roberto Junguito, quien había sido investigador de Fedesarrollo y Director de la institución (y Co-Director en la Junta Directiva del Banco de la República y Ministro de Hacienda, entre otros cargos de alta responsabilidad), fue nombrado representante de Colombia ante el Fondo Monetario en octubre de 1999, para encargarse directamente de una negociación que él y el Ministro Juan Camilo Restrepo habían propuesto unos meses atrás pues “había que poner término a la especulación y a la intranquilidad cambiaria”.

Se sostuvieron conversaciones con Stanley Fischer, Director Adjunto del Fondo, y con Edwin Truman, Asistente de Asuntos Internacionales del Tesoro norteamericano. Este último había estado directamente involucrado en la solución de los problemas económicos de Colombia en los 1980s cuando era asistente del Gobernador de la Reserva Federal Paul Volcker. Tanto Fischer como Truman propusieron eliminar inmediatamente la banda cambiaria. El Acuerdo se firmó el 3 de diciembre de 1999 por un período de 3 años, y se propuso una primera revisión en julio de 2000, con nuevas revisiones semestrales durante esos tres años. La noticia fue muy bien recibida por los mercados financieros aún cuando los recursos nunca se utilizaron (se trató de una “llanta de repuesto” en palabras del Ministro Restrepo) y la tasa de cambio se mantuvo estable durante los próximos meses. La

²⁵ Antonio Hernández y Luis Bernardo Flores eran partidarios de abandonar la banda; no así los demás codirectores, preocupados por la senda de la tasa de cambio que seguiría a esa medida. La devaluación abrupta que había tenido lugar en Méjico luego de abandonar la banda infundía temores adicionales.

²⁶ Esta es un área que merece mayor investigación, sin embargo, pues poco sabemos sobre la situación de los bancos privados. Si sabemos que la crisis golpeó con especial fuerza al sector corporativo y a los bancos públicos.

²⁷ En la Sección V.A. también se muestra que la deuda externa del país representaba “apenas” el 34% frente a los niveles actuales de 47% (así, la mitad estaba en dólares).

línea fue sustituida en Diciembre de 2002 por un acuerdo de Stand By por USD\$ 1.548 millones.

A nivel general, en el Acuerdo se discutieron medidas estructurales, metas futuras de política, el endeudamiento público, el programa de privatizaciones, la estrategia de recuperación del sector financiero, y la nueva política de inflación objetivo (ver abajo). En el frente estructural se consideraron reformas al sistema de seguridad social y de pensiones para los gobiernos locales, y reformas al régimen de transferencias a las regiones y a las loterías, entre otros. En cuanto a las metas futuras de política se fijaron metas tendientes a elevar el nivel de reservas internacionales del país y a limitar el crecimiento del gasto gubernamental.

Específicamente, se fijó una meta para las reservas internacionales del país (netas de caja del BR) y se limitó el gasto gubernamental: se limitó la financiación que puede otorgar el Banco Central al gobierno, con una meta para los activos domésticos netos; con un piso para el déficit fiscal del sector público consolidado, y un tope para los desembolsos netos de la deuda externa de mediano y largo plazo del sector público.

B. Inflación Objetivo y la Flotación de la Tasa de Cambio

El esquema de inflación objetivo adoptado en 1999 se originó en Nueva Zelanda (1990), y fue luego adoptado por un conjunto amplio de países: por Canadá en 1991, por el Reino Unido en 1992, y posteriormente por algunos países en América Latina y otros continentes.²⁸ El nuevo régimen privilegia el papel de las expectativas de los agentes y la relativa flexibilidad cambiaria. Además, como ordena el espíritu de nuestra Constitución, pretende mantener niveles bajos y estables de inflación, estabilizar la producción alrededor de su nivel “natural” y contribuir a la preservación de la estabilidad financiera (este último objetivo se comparte con otras agencias estatales).

La adopción del esquema de inflación objetivo permitió archivar la polémica, planteada inicialmente por Guillermo Perry, en 1995,

y luego por Néstor Humberto Martínez (y apoyada por Juan Camilo Restrepo y Luis Guillermo Vélez), en 1999 y 2000, sobre los objetivos del Banco de la República. La constitución plantea que la finalidad primaria del Banco es la estabilidad de precios, pero también el Banco debe cumplir sus funciones “en coordinación con la política económica general”. Para Perry (1995):

Desafortunadamente, la Ley del Banco de la República no solamente no desarrolló el tema de la coordinación, sino que le puso un verdadero torpedo, al establecer que en caso de conflicto entre la política económica general del gobierno y las políticas del Banco prevalecen las de ese último, es decir, prevalece el objetivo de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda. ¡Vaya ayuda al propósito de la coordinación! (p.16)

Perry (1995) proponía, incluso, crear una instancia formal de coordinación que no fuese ni la Junta Directiva del Banco de la República ni el Compes. Años más tarde, el proyecto impulsado por Néstor Humberto Martínez, quien en el pasado había liderado la Ley del Banco de la República (1992) decía: “La política económica general velará por la equidad social, el aumento de la productividad, el pleno empleo y el mantenimiento de la capacidad adquisitiva de la moneda, y le dará prioridad a la inversión social.”

Para cumplir los fines sociales del Estado, la ley promoverá el acceso equitativo a la propiedad e impedirá cualquier abuso que personas o empresas hagan de su posición dominante en el mercado nacional. La política agraria constituye una prioridad de la política económica (Valencia, 2019).

Afortunadamente estas propuestas no fructificaron. La inflación descendió a valores cercanos a 9% en 1999, continuó descendiendo entre 1999 y 2007, y se mantuvo en promedio cerca de la meta de 3% en los años siguientes. El esquema utiliza la tasa de interés de corto plazo como instrumento de política, lo cual permitió abandonar la engorrosa, y frecuentemente contradicto-

²⁸ El régimen fue adoptado por Suecia, Finlandia y Australia en 1993; por España en 1995; por Israel y la República Checa en 1997; por Polonia en 1998; y por Brasil, Chile y Colombia en 1999.

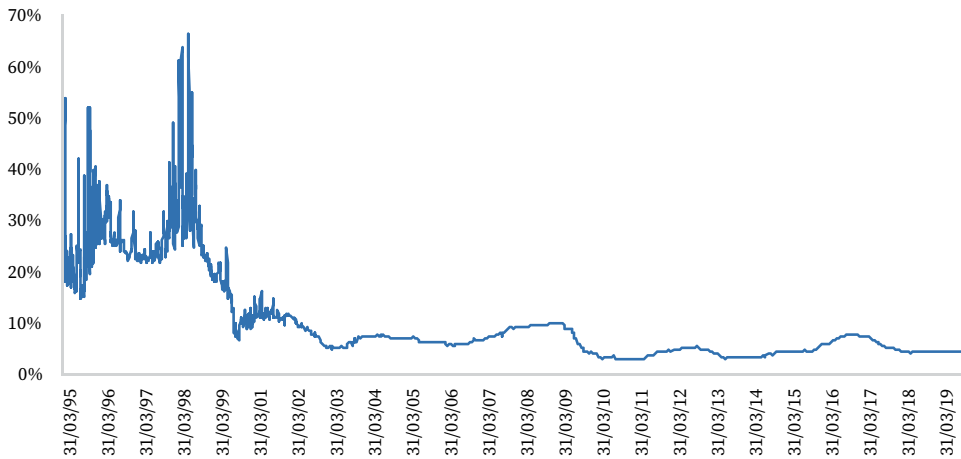
ria, metodología de considerar corredores simultáneos para la tasa de interés, la base monetaria y la tasa de cambio.²⁹ La volatilidad se trasladó a la tasa de cambio, lo cual permitió suavizar la tasa de interés de corto plazo (panel superior del Gráfico 8). También fue posible manejar la tasa de interés de política en forma contra cíclica a partir de ese momento (panel inferior).

Las tasas de interés interbancarias reales alcanzaron niveles superiores a 50% en al-

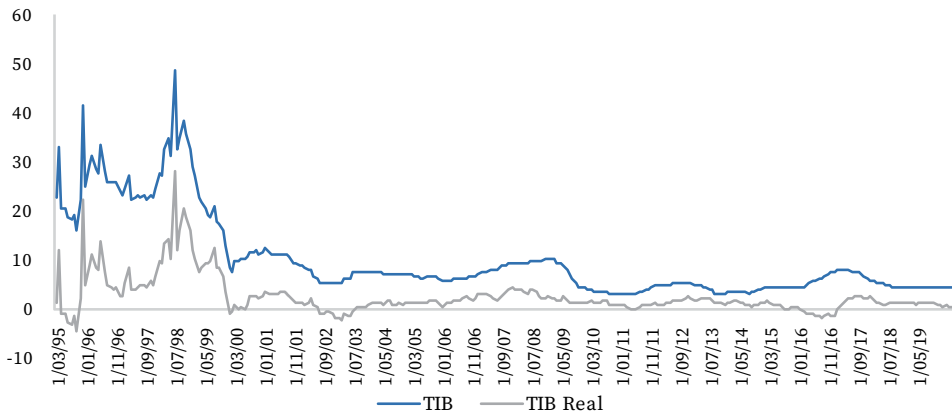
gunos días en 1998, en tiempos de la banda cambiaria, con un nivel promedio de 16% en ese mismo año. Se trata de un ejemplo de libro de texto sobre las implicaciones de la llamada trilogía imposible: las autoridades incrementaron las tasas de interés de corto plazo para reducir la salida de capitales y mantener la tasa de cambio en los niveles permitidos por la banda, en lugar de reducirlas para impulsar el consumo y la inversión en una economía en recesión. El impacto fue aún mayor, pues en 1994,³⁰

Gráfico 8.
Tasa de Interés Interbancaria Nominal y Real

A. Tasas de Interés Interbancarias Diarias



B. Promedio mensual de Tasas Interbancarias y Tasas de Interés Real (i.e. deduciendo la inflación)



Fuente: Banco de la República.

²⁹ La alta volatilidad continuó hasta mediados de 2000 cuando al parecer se abandonaron definitivamente los esquemas de corredores alternativos.
³⁰ En parte como respuesta a las presiones del sector hipotecario, a través del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV) para no perder competitividad frente a los demás intermediarios financieros. El Consejo de Estado declaró nula esa medida en mayo de 1999, violando según algunos codirectores de la Junta en ese entonces la autonomía del Banco de la República. La Corte Constitucional declaró inconstitucional todo el sistema UPAC el 16 de septiembre de 1999, y señaló que la Junta Directiva debía fijar un límite máximo a los intereses en ese campo. Ello, además, estimuló muchas demandas de ciudadanos contra el Banco de la República.

el Banco de la República había tomado la determinación de ligar la corrección monetaria del sistema UPAC a la tasa de interés para los Depósitos a Término Fijo (DTF, en el pasado estaba atada a la inflación). De hecho, el comportamiento del PIB en 1999 fue el peor del siglo, incluso peor que en 1931 (cayó 2%), y Colombia, Ecuador y Venezuela fueron los países más golpeados en la región en 1998-2000. El PIB de Colombia cayó 4,2% en 1999, más de 6% en el segundo trimestre del año, y apenas creció 2,9% y 1,7% en 2000 y 2001.

Lo ocurrido en 1998-99 contrasta marcadamente con la experiencia de 2008-2010, durante la crisis internacional iniciada con la caída de la firma Lehman Brothers. La flotación cambiaria permitió ahora reducir la tasa de interés de manera contra cíclica, desde un nivel nominal de 9,9% (promedio mes) en noviembre de 2008 a 3,0% a finales de 2010, y la tasa real desde 4,1% a -0,1%. Y el país se ha ajustado en forma relativamente satisfactoria luego del violento choque de términos de intercambio que tuvo lugar entre 2011 y 2016 (cayeron a la mitad, con una devaluación nominal cercana a 90% entre octubre de 2014 y octubre de 2016).

En un contexto de altos precios del petróleo y tasas internacionales de interés bajas, la economía colombiana creció 1,2% en 2009, 4% en 2010, y cerca de 5% en el período 2010 - 2014 (Echavarría, et al., 2012). Otros facto-

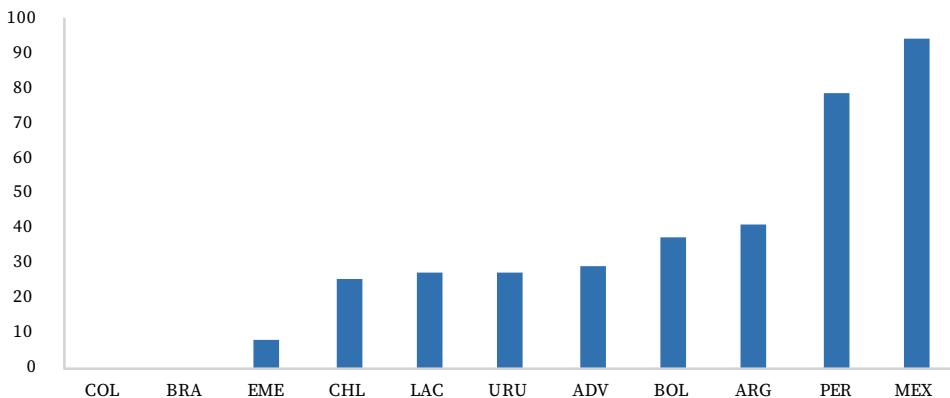
res facilitaron la tarea de las autoridades. Los descalces cambiarios eran ahora conocidos y acotados (Gráfico 10), el déficit de cuenta corriente fue -2,7% del PIB en 2008 (en lugar de -5,4% en 1997), y el consumo del gobierno representó 13% del PIB en 2008 (22% en 1999); la situación de los bancos era ahora sólida.

También es interesante mirar el comportamiento de la economía en los años recientes, luego del choque de 2014-2016: crecemos cerca de 3,2% en 2019, cuando la región apenas crece 0,2%. El Banco de la República redujo la tasa de interés de política (nominal) 350 puntos entre octubre de 2016 y abril de 2018, y la ha mantenido constante durante los últimos 19 meses, en un nivel moderadamente expansivo.

El Gráfico 9 presenta información complementaria, calculada por el Fondo Monetario Internacional en su Informe sobre Perspectivas Económicas Regionales. Como cabría esperar de la llamada trilogía imposible, la flotación de la tasa de cambio ha llevado a que hoy exista una correlación mínima entre las tasas de interés de política en los Estados Unidos y en Colombia.³¹ La tasa de interés de política la determina la Junta, considerando el valor esperado de la inflación y del PIB, y no las tasas de interés internacionales como en el período de las bandas.

Gráfico 9.

Respuesta de la tasa de interés doméstica a la tasa de interés de política en USA (%)



Fuente: IMF.

³¹ No sucede lo mismo en México, Perú o Argentina. El trabajo del Fondo también muestra una relación cercana entre las tasas a 10 años en Colombia y en los Estados Unidos, la cual podría obedecer a la creciente y alta presencia de extranjeros en el mercado de TES en Colombia. Como se menciona arriba, los compradores extranjeros pasaron de representar un 5% del stock de TES en 2010 a 25% en los años recientes.

No todos los colombianos han estado satisfechos con la flotación de la tasa de cambio. En particular, el presidente Álvaro Uribe siempre se mostró inconforme con la enorme revaluación real que golpeó a los exportadores durante sus dos mandatos (2002-2010). Como se indicó en el Gráfico 2 las tasas de cambio real y nominal se revaluaron -48% y -37% entre 2003 y 2012, algo que también ocurrió en América Latina (Gráfico 5). Los términos de intercambio y los flujos de capital crecieron año tras año en el período (Gráfico 3), la economía presentó una dinámica alta y el riesgo país disminuyó marcadamente (Gráfico 4): se había superado la crisis de finales de siglo y la política de seguridad y las reformas fiscal y laboral hicieron a Colombia un país más atractivo. Todos estos factores contribuyeron a reevaluar la tasa de cambio.

Después de ganar las elecciones en primera vuelta en 2002 Uribe habló del cambio de cartilla para el Banco de la República, un mensaje que repitió el día de su posesión, y nombró a Carlos Gustavo Cano y a Juan Mario Laserna como nuevos miembros de la Junta Directiva del Banco de la República. Como Ministro de Agricultura Cano había afirmado que “después del terrorismo la mayor amenaza para el sector agrícola es la revaluación” y desde su cartera impulsó las ayudas económicas a bananeros y floricultores ante el desplome de la divisa; y Juan Mario llegó a la Junta culpando a sus miembros de haber permitido una gran “enfermedad holandesa” en el país. Pero pronto nos tranquilizamos cuando Cano y Laserna se integraron a la ortodoxia que debe caracterizar a todo banquero central.

Años después, en la posesión de Juan Pablo Zárate como miembro de la Junta Directiva del Banco de la República el presidente Uribe les reclamó no haber frenado la revaluación. Y el 20 de diciembre de 2004 Uribe convocó el Consejo de Ministros para estudiar una medida de emergencia que facultara al Ejecutivo para modificar el régimen cambiario, para así lograr el nivel “necesario” de \$ 2.900 por dólar. Según el presidente “el primero en protestar por

la revaluación es el Gobierno” (Valencia, 2019). Por supuesto, la Junta trató de frenar la revaluación en ese período con todo tipo de intervenciones que en muchos casos terminaron llenando las arcas de los bancos privados. Como hoy sabemos, las intervenciones cambiarias tienen un impacto moderado y de corta duración (i.e. menos de 1 mes) sobre la tasa de cambio.

V. Requisitos

Existen al menos dos requisitos para mantener una flexibilidad cambiaria exitosa: i) descalces cambiarios bajos, y controlados, tanto por parte del sector público como del sector privado, real y financiero; ii) alta credibilidad en las políticas del Banco Central (y el correspondiente bajo traspaso, *pass-through*, PT, de la tasa de cambio a los precios). También podría incluirse, entre los requisitos, contar con un marco apropiado en torno al uso de medidas macro – prudenciales³², y mostrar un nivel “adecuado” de reservas internacionales.

A. Descalces Cambiarios Controlados

El panel superior del Gráfico 10 muestra el peso de la deuda en divisas total y no cubierta (por coberturas de mercado, por exportaciones o por inversión extranjera directa, ver abajo) para el sector corporativo privado en Colombia, tanto frente a la deuda total como al PIB.

La participación de la deuda en divisas para el sector corporativo privado descendió paulatinamente desde 52,4% de la deuda total en 2020 a 20,2% en 2009, y volvió a subir en los años siguientes hasta alcanzar 33,9% en 2019. Este nivel parece relativamente aceptable, y guarda relación cercana con la participación de los bienes comerciables en el conjunto de la economía colombiana.

De otra parte, la participación de esa deuda en divisas en el PIB ha venido creciendo en forma marcada desde 2004 (29,9%) hasta el momento actual (49%). El panel de arri-

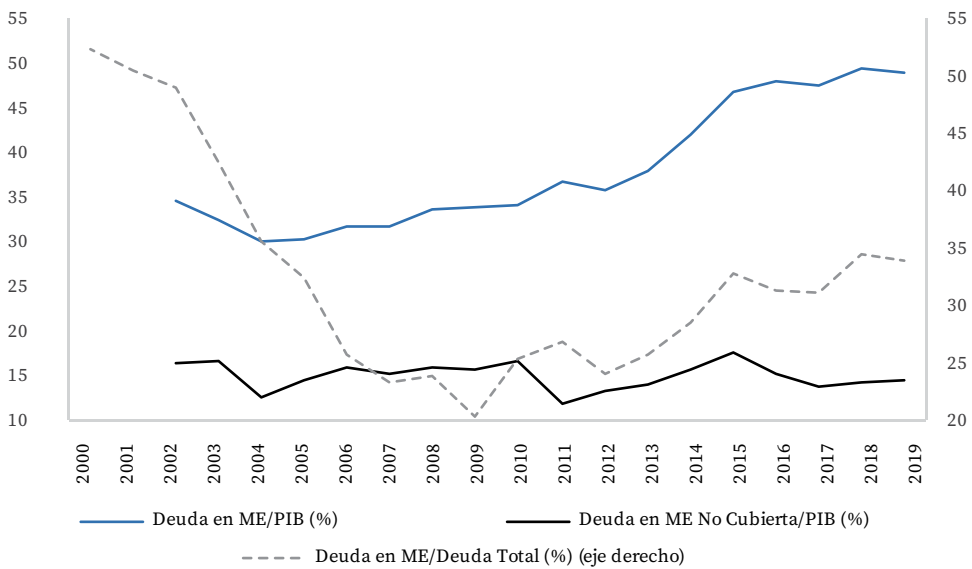
³² Gómez, *et al.* (2017) y Vargas, Cardozo, y Murcia (2017), presentan una descripción de las principales medidas macro prudenciales adoptadas en Colombia y evalúan su impacto.

ba también presenta la participación de la deuda no cubierta en el PIB, y resulta de multiplicar los valores de las líneas punteadas en los paneles de arriba y abajo. Ha permanecido relativamente estable en el tiempo.

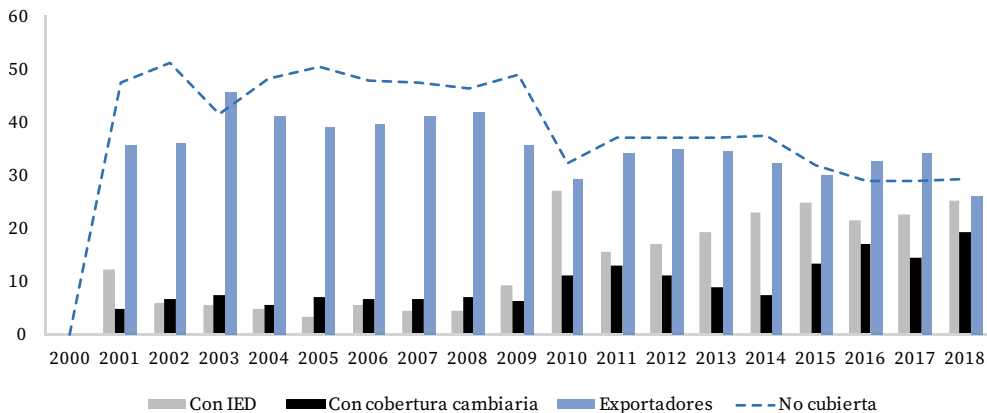
En el panel de abajo suman 100 los valores de la línea punteada y de las barras en cada año. El peso de la deuda externa no cubier-

ta fue 51,3% en 2003 y “apenas” 28,4% en junio de 2019. Relacionado con lo anterior, una parte sustancial de la deuda externa del sector corporativo privado está cubierta, bien con coberturas financieras (19,4% del total en 2019) o con coberturas “naturales”: exportaciones, con 26% del total de la deuda externa en 2019; o inversión extranjera directa, especialmente desde 2011 en adelante, con un peso de 25,2% en 2019.

Gráfico 10.
A. Deuda relativa a otras variables



B. Deuda cubierta y no cubierta



Fuente: Banco de la República. El peso de la deuda no cubierta en el PIB (panel superior) se calcula como el producto de los valores para las dos líneas punteadas.

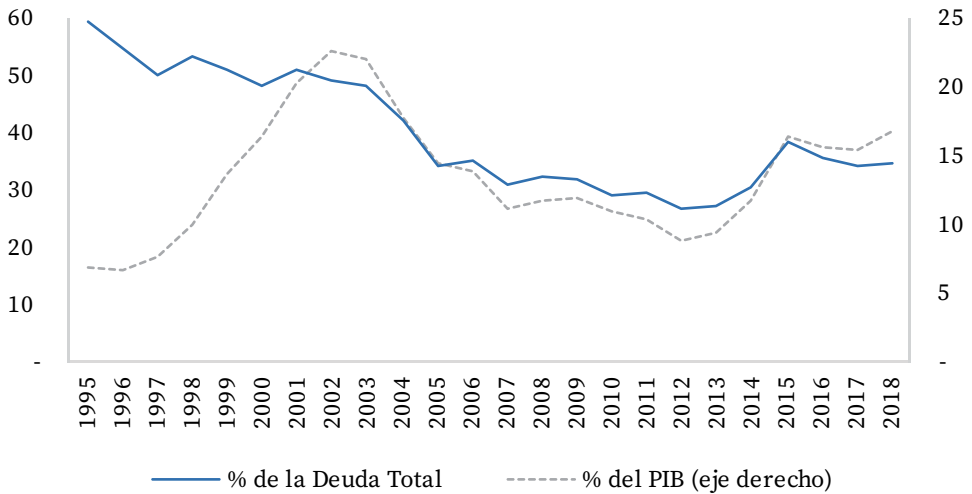
Por supuesto, el nivel de descalces del sector real y del sector financiero es parcialmente endógeno, y parece reducirse cuando hay más flexibilidad y más volatilidad cambiaria (Vargas, 2011). Los mercados de coberturas no serían tan necesarios en presencia de un seguro cambiario provisto por el Banco Central (i.e. una tasa de cambio fija o semi - fija).

De otra parte, en Colombia se ha implementado un conjunto amplio de medidas tendiente a reducir los descalces en el sector financiero. La deuda en moneda extranjera se ha incrementado como proporción del PIB, pero el riesgo sigue siendo bajo. Entre las medidas mencionadas se encuen-

tran los límites a la posición propia (PP, la diferencia entre los derechos y las obligaciones en moneda extranjera), a la posición propia de contado (PPC, la diferencia entre los activos y los pasivos en moneda extranjera), y al riesgo cambiario (IRC, indicador de riesgo cambiario, que limita los derechos y obligaciones en diferentes divisas), entre otros.³³

El Gráfico 11 muestra, para el gobierno nacional central, la importancia relativa de la deuda en moneda extranjera. Como porcentaje de la deuda total (eje izquierdo) descendió desde 59,4% en 1995 a 26,7% en 2012, se elevó nuevamente hasta 2015 (38,2%) y descendió ligeramente en los últi-

Gráfico 11.
Deuda del Gobierno Nacional Central (GNC) en Moneda Extranjera



Fuente: Banco de la República.

mos años (34,4% en 2018). Como porcentaje del PIB se observa un fuerte incremento entre 1995 (6,9%) y 2002 (22,7%), un fuerte descenso hasta 2012 (8,7%), un incremento hasta 2015 (16,4%) y una relativa estabilidad en los años siguientes. En resumen, el llamado "pecado original" ha perdido fuerza en Colombia y el país ha podido emitir deuda en moneda local. La situación era muy diferente en 1998-99 cuando una devaluación de la tasa de cambio habría

elevado considerablemente la relación entre la deuda total y el PIB.

B. Credibilidad del Banco Central y Traspaso Cambiario (Pass-Through, PT)

El segundo requisito guarda relación con la credibilidad del Banco Central y, como veremos, al Banco de la República la tiene. Ello ancla las expectativas de inflación a la meta de largo plazo (3% con un rango entre

³³ Entre junio 26 de 1991 y febrero 26 de 1999 la PP establecía un límite máximo para los intermediarios del mercado cambiario de 20% del patrimonio técnico y uno mínimo de 0%. En febrero 26 de 1999 se fijó también un límite inferior de - 5%. Solo hubo un límite inferior a la posición propia de contado (PPC) desde el 23 de enero de 2004: 0% del PT entre el 23 de enero de 2004 y septiembre 25 de 2015; -20% entre 2015 y 2018; y ninguno desde 2018 en adelante. Por su parte, el límite superior fue 50% del PT entre el 27 de junio y el 13 de septiembre de 1999; 20% entre el 13 de septiembre de 1999 y el 3 de noviembre de 2000; 50% entre el 3 de noviembre de 2000 y el 25 de mayo de 2018. Fue suspendido desde ese momento en adelante.

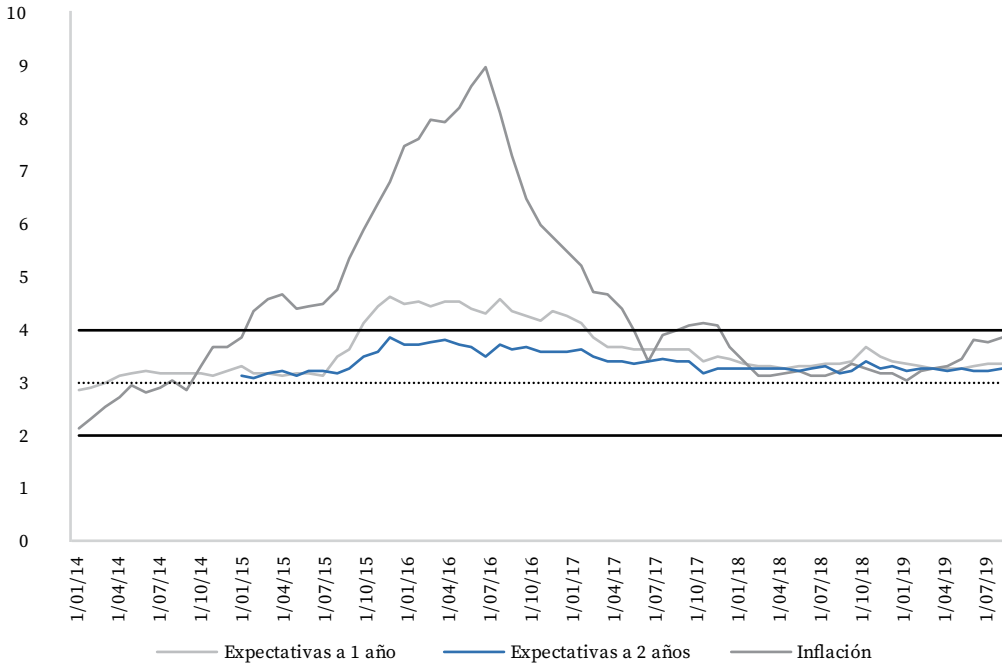
2% y 4%) y reduce el nivel de PT de la tasa de cambio a los precios. El panel de arriba del Gráfico 12 muestra la inflación observada, y las expectativas a 1 y 2 años en 2014-2018, y el panel de abajo compara una variable relativamente similar, la relación entre la volatilidad de las expectativas de largo pla-

zo y la de la inflación observada en varios países (la metodología sugerida en IMF, REO, 2016).

Se observa que las expectativas a 2 años siempre estuvieron relativamente ancladas a la meta de inflación de 3%, con un valor de

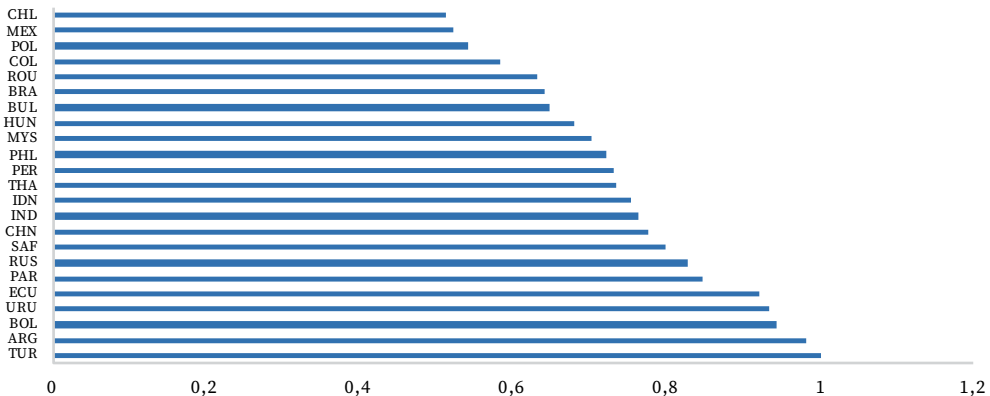
Gráfico 12.
Credibilidad del Banco Central

A. Inflación y Expectativas



Fuente: Banco de la República.

B. Credibilidad del Banco Central



Fuente: Banco de la República; los cálculos del panel inferior se basan en IMF, REO, 2016, p.69 y se calculan como la relación entre la volatilidad relativa de las expectativas de largo plazo sobre la volatilidad de la inflación.

3,7% en agosto de 2016, cuando la inflación observada se disparó a 9%; las expectativas a 1 año fueron más volátiles, por supuesto, llegando a 4,6% en ese mismo mes. El valor promedio para el período del Gráfico fue 4,4%, 3,6%, 3,4%, para la inflación observada, y para las expectativas a 1 y 2 años.

De otra parte, en el panel inferior del Gráfico 12, se observa que el Banco de la República cuenta hoy con mayor credibilidad que la mayoría de los Bancos Centrales considerados, superado solo por los Bancos Centrales de Chile, Méjico y Polonia; en el extremo opuesto aparecen los de Uruguay, Bolivia y Turquía.

En cuanto al nivel de traspaso (*pass-through*, PT), el Cuadro 1 muestra el índice de la tasa de cambio nominal, los precios de los Alimentos Transables y de los Transables sin alimentos ni regulados en 5 episodios en que se presentaron devaluaciones significativas de la tasa de cambio en el país. Se ajustan a 100 la tasa de cambio y el nivel de precios cuando comienza la devaluación, y se consideran los puntos de quiebre de cada variable.

Para la devaluación de 80% ocurrida entre agosto de 2014 y febrero de 2016, por ejemplo, se observa que el nivel de precios de transables sin alimentos ni regulados subió desde 100 en agosto de 2014 hasta 112,5 en junio de 2016, es decir, presentó un cambio de 12,5%: ello significa un nivel de PT de 15% (12,5/80). Con esta metodología se observa que el nivel de PT fue muy elevado en 2003 (32,3%), elevado en 2006 (8,3%), y bajo en 2009 (4,3%) y 2018 (4,3%).

El panel de arriba del Gráfico 13 reproduce parte del ejercicio del Cuadro 1, y el de abajo compara el nivel de PT en Colombia y en 15 países o grupos de países, para tres categorías de bienes: inflación total, inflación básica, e inflación de bienes importados. Colombia presenta el menor nivel de PT para la total y para la básica, con valores menores a 10%, y un nivel relativamente bajo, cercano a 20%, para bienes transables. El *pass-through* resulta superior a 50% en Panamá y en los países emergentes de Europa, y es relativamente alto en Costa Rica, Paraguay y Argentina.

Cuadro 1.
Pass Through en Colombia. Diferentes Episodios

Indice	2002	2006	2008	2014	2018
Tasa de Cambio	130,75	112,37	146,91	180,67	122,91
IPC Alimentos Transables	114,41	109,97	105,75	122,73	104,42
IPC Transables sin Alimentos ni Regulados	109,95	101,25	102,94	112,53	101,97
Pass Through (%)					
Alimentos Transables	46,9	80,6	12,3	28,2	19,3
Transables sin Alimentos ni Regulados	32,4	10,1	6,3	15,5	8,6

2002: comienza en marzo de 2002 y termina en marzo de 2003 para la tasa de cambio, en abril de 2003 (Alimentos Transables) y en septiembre de 2003 (Transables sin Alimentos ni regulados).

2006: comienza en marzo de 2006 y termina en junio de 2006 para la tasa de cambio, en abril de 2007 (Alimentos Transables) y en septiembre de 2007 (Transables sin Alimentos ni regulados).

2008: comienza en julio de 2008 y termina en febrero de 2009 para la tasa de cambio, en diciembre de 2008 (Alimentos Transables) y en julio de 2009 (Transables sin Alimentos ni regulados).

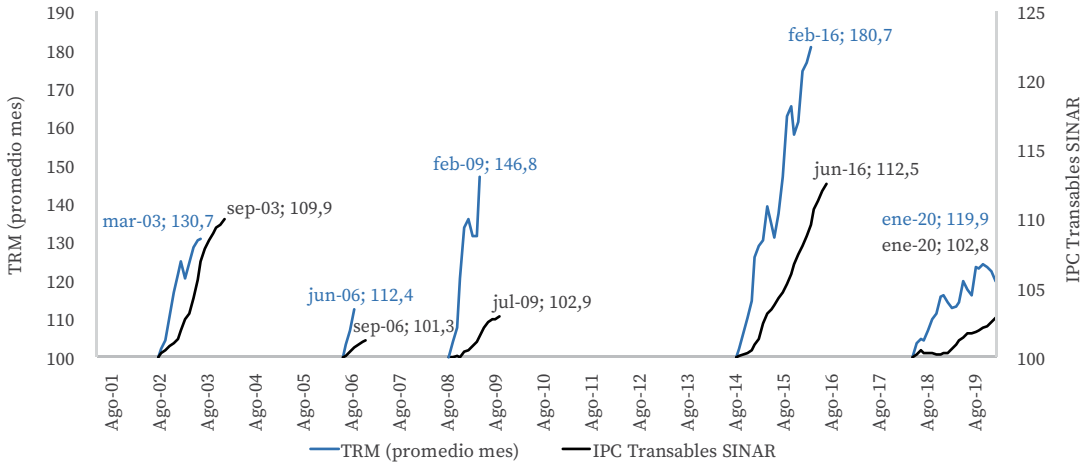
2014: comienza en septiembre de 2014 y termina en febrero de 2016 para la tasa de cambio, en junio de 2016 (Alimentos Transables) y en junio de 2016 (Transables sin Alimentos ni regulados).

2018: comienza en marzo de 2018 y termina en septiembre de 2019 en todos los casos.

Gráfico 13.

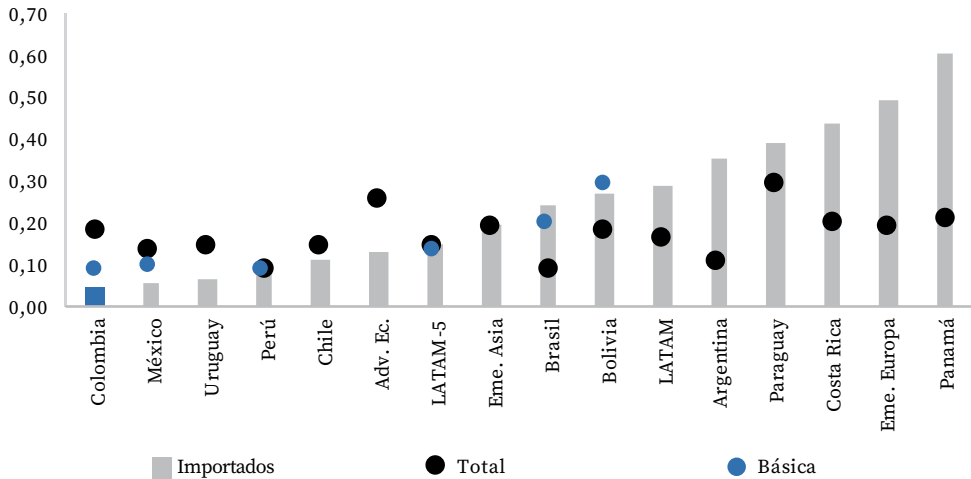
Tasa de cambio y precio de transables sin alimentos ni regulados

A. Tasa de cambio y precio de transables sin alimentos ni regulados
 Variación acumulada desde periodo de inicio de fuerte depreciación
 Base de comparación entre variables = 100



Fuente: Banco de la República.

B. Traspaso cambiario (*pass-through*) en distintos países



Fuente: Banco Central de Chile y Fondo Monetario Internacional
 Las expectativas de largo plazo corresponden a la proyección hecha en el año t para la inflación en t+5., en el periodo 2004-2019.

Los niveles de PT reportados hasta el momento se basan en relaciones simples entre los niveles de devaluación e inflación, pero la inflación también puede obedecer a un conjunto de factores diferentes a la tasa de cambio. Rowland (2003) utiliza dos metodologías alternativas para medir el nivel “adecuado” de PT, ambas basadas en vectores auto - regresivos (VAR): la primera considera un VAR no restringido, y la segunda el esquema sugerido por Johansen.

El autor muestra que los precios de importación responden rápidamente a un cambio en el tipo de cambio, con coeficientes de 48% después de tres meses y 80% después de un año, mientras los precios al productor responden más lentamente, con un coeficiente de transferencia de 28% después de un año. Los resultados para la transferencia al índice de precios al consumidor varían según la metodología: el ejercicio de VAR produce una transferencia de apenas 0,8% después de un año, mientras que el traspaso es 0,15% cuando se utiliza la metodología de Johansen.

De otra parte, Rincón y Rodríguez (2016) sugieren que el traspaso es incompleto, endógeno (cambia con el estado de la economía), no lineal y asimétrico.³⁴ En la misma dirección, Carriere, et al. (2016) y Vargas (2011) muestran que la transferencia del tipo de cambio disminuye con la flexibilidad cambiaria, con el desempeño de la inflación³⁵ y con la credibilidad de la política monetaria. Gelos y Ustyogova (2017) encuentran un menor impacto inflacionario de las perturbaciones de los precios de los productos según el grado de independencia de los Bancos Centrales y el grado de gobernanza. Frankel, Shang, y Parsley (2012) ofrecen evidencia de que la mayor volatilidad en el tipo de cambio se asocia en los países emergentes con una transferencia de IPC más baja; el coeficiente de transferencia ha sido mucho más alto en los países pobres que en los ricos, aun cuando disminuyó significativamente en los primeros durante la década de los 1990s.

VI. Conclusiones

En este capítulo se presenta la historia de nuestros regímenes cambiarios desde 1967 (Decreto 444), con énfasis en la banda cambiaria y en la flotación que acompañó el esquema de inflación objetivo desde 1999. Se argumenta que es conveniente flotar cuando los choques reales (de términos de intercambio) son sustanciales y cuando la economía presenta, como en Colombia, enormes rigideces en la política fiscal y en los mercados laborales (entre otros).

En la misma dirección, buena parte de las crisis internacionales recientes relacionadas con salidas de capital ocurrieron en países con tasas de cambio relativamente rígidas, y la flotación cambiaria ha permitido superar exitosamente la crisis internacional que se inició con la quiebra de *Lehman Brothers* y el gigantesco choque en los términos de intercambio ocurrido entre 2011 y 2016.

Pero existen requisitos importantes cuando se desea flotar: los descalces cambiarios deben estar relativamente controlados, el Banco Central debe ser creíble, las políticas macro prudenciales deben ser efectivas y las reservas internacionales adecuadas.

Colombia ha mejorado su calificación en los tres frentes: i) las autoridades han tomado medidas importantes tendientes a reducir los descalces cambiarios, y el sector corporativo aprendió de los peligros de estar altamente endeudado en moneda extranjera. Las firmas han comprado coberturas financieras, o han adoptado coberturas estructurales: exportan o cuentan con inversión extranjera directa; ii) las expectativas de inflación han estado relativamente ancladas, mucho más que en otros países emergentes, y el traspaso de las variaciones en la tasa de cambio sobre los precios es bajo; finalmente, el conjunto de medidas macro prudenciales que adoptó el país en la últi-

³⁴ Ver también Rincón, Rodríguez, y Castro (2017).

³⁵ Según Taylor (2000) en un régimen de alta inflación, los movimientos del tipo de cambio nominal indican cambios nominales permanentes que influyen en los costos marginales futuros esperados por las empresas que tienen poder de mercado y están sujetas a rigideces de precios. En este entorno, la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios internos es grande. Por otro lado, cuando la inflación es baja y creíble, la respuesta de los precios locales al tipo de cambio es más moderada, porque los cambios a este último no indican efectos significativos sobre los costos marginales futuros esperados. Ver Vargas (2011).

ma década han permitido suavizar el ciclo de crédito y garantizar una mayor solidez financiera de los bancos.

VII. Celebrando 50 Años de Fedesarrollo

Soy un ingeniero frustrado, enamorado de la economía desde que tomé un año de cursos en Harvard como estudiante especial en 1975. Allí tuve como profesora de macroeconomía a Janet Yellen y (lo supe décadas después) como compañeros a Jeffrey Sachs y a Larry Summers. En 1976 terminé una Maestría en economía en Boston University y regresé a Colombia, a Fedesarrollo. En mi entrevista presenté a Roberto Junguito, Director de la Entidad, la carta de recomendación de Richard Musgrave que obtuve luego de tomar su curso de Finanzas Públicas en Harvard.

Fedesarrollo fue mi casa desde entonces. Allí me enseñaron economía Roberto Junguito, Carlos Caballero, José Antonio Ocampo, Guillermo Perry, y Miguel Urrutia, entre tantos otros. Traje en algún momento a Fedesarrollo a Juan Luis Londoño y a Alejandro Gaviria, y trabajé con Mauricio Cárdenas, Alberto Carrasquilla, Eduardo Lora, Mauricio Reina, Roberto Steiner y Leonardo Villar (la lista de compañeros de viaje es gigantesca). Rodrigo Botero ha sido mi amigo y consejero durante décadas.

¿Cuál ha sido la posición e influencia de Fedesarrollo en algunos de los debates cambiarios señalados en este documento? Una pregunta obvia es, ¿Cuál Fedesarrollo? ¿El que refleja la posición de sus Directores, de sus investigadores? ¿De la Revista *Coyuntura Económica*? ¿De los ex – colaboradores de la entidad en el gobierno? Si se trata de los documentos escritos diría que la Entidad ha tenido una enorme influencia, y en este documento se citan trabajos muy relevantes de Arbeláez, Barrera, Díaz Alejandro, Cárdenas, Echavarría, Fernández, Junguito, Ocampo, Steiner, Urrutia y Villar.

Trataré dos temas, escogidos de manera relativamente arbitraria: el nivel de la tasa de cambio y la eliminación de la banda cambiaria. Sobre el primero diré que una gran mayoría de directores e investigadores han preferido una tasa de cambio alta, con la idea de que ello promueve las exportaciones y el crecimiento de la economía. Pero varios de nosotros hemos ido luego al Banco de la República, y hemos aprendido a la fuerza que el impacto de las intervenciones cambiarias es extremadamente reducido y que en muchas ocasiones los bancos privados terminan ganando enormes sumas de dinero a costa del Banco Central.

Por ello, se requieren superávits fiscales y fondos de estabilización que permitan colocar los recursos de las bonanzas en el exterior. Esa es la forma en que han evitado la “enfermedad holandesa” los países del norte de Europa. En la misma dirección, se muestra en el documento que aún en el régimen de tasa de cambio “fija” (fijada es la palabra correcta) la tasa de cambio real se revaluó 42% entre junio de 1975 y junio de 1983 a raíz de la llamada bonanza cafetera y de la apreciación del dólar frente a otras monedas.

Recién posesionado Director de Fedesarrollo, a finales de 1998, concedí una entrevista al periódico La República en la cual recomendaba abandonar la banda cambiaria, pues consideraba urgente que la tasa de cambio se devaluara para combatir el choque “externo” que afectaba a buena parte de los países emergentes y con especial fuerza a Colombia. Era la recomendación obvia de quien había concluido en su tesis doctoral (en *Oxford*) que la economía colombiana había tenido un desempeño exitoso durante los 1930s gracias a que eliminó el patrón oro y devaluó su tasa de cambio real.

También sabía que se habían desempeñado mejor las economías de los países desarrollados que durante los 1930s habían abandonado “pronto” el patrón oro y habían devaluado sus monedas. No conocía en ese momento las experiencias de Nueva Zelanda, Canadá o Inglaterra con el nuevo

régimen de inflación objetivo (y la flotación cambiaria) pero escribí unos pocos meses después un artículo que aún hoy, 20 años después, suscribo enteramente, con el título "Hacia la devaluación real, adiós bandas cambiarias", el cual decía:

Parece mejor adoptar un régimen de flotación administrada en que la tasa de cambio siga al mercado, con intervenciones esporádicas cuando se aleje excesivamente de aquella considerada deseable por las autoridades monetarias. La flotación administrada sugerida en este documento se facilita aún más ahora que el gobierno ha anunciado su intención de recurrir al Fondo Monetario, y que por fin se ajustará la economía. (Echavarría, 1999)

Mi entrevista en La República provocó la renuncia de Roberto Steiner y de Alberto Carrasquilla de Fedesarrollo. El primero proponía mantener la banda y el segundo dolarizar la economía (para ello bastaba con extender el museo del oro al edificio del Banco de la República según Carrasquilla). Es interesante, además, para concluir mi "celebración", que en esos meses se dieron discusiones muy acaloradas e intensas con ex – Fedesarrollos, principalmente con aquellos que estaban en el Banco. Miguel Urrutia era el Gerente y Roberto Junguito y Leonardo Villar codirectores.

Como se menciona en el Documento, la dinámica de la economía iba en picada, el Ministro de Hacienda Juan Camilo Restrepo acusó públicamente a los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República de vivir en una torre de marfil y de ser indolentes frente a la profunda recesión que vivía el país, el Congreso de la República y las Cortes cuestionaban la tarea de la Junta, y el caricaturista de la revista Dinero, dirigida por Juan Luis Londoño, dibujaba burros cada que se refería a los miembros de la Junta.

Guillermo Perry había manifestado en 1995 su desacuerdo con que el fin último de la política del Banco de la República fuese el control de la inflación, propuso crear una

instancia formal de coordinación que no fuese ni la la Junta Directiva del Banco de la República ni el Compes, y luego, como Ministro de Hacienda, consideró altamente inoportuno el salto hacia abajo en la banda cambiaria en diciembre de 1998 pues facilitaba la revaluación de la tasa de cambio. Mauricio Cárdenas fue Ministro de Transporte en 1998 y 1999 y había escrito un libro sobre la tasa de cambio en Fedesarrollo: defendió la banda, pero también detectó que el esquema no operaba como sugerían los modelos teóricos. Finalmente, cuenta José Antonio Ocampo que, ya en CEPAL, le dijo al nuevo Ministro de Hacienda, Antonio Urdinola "Suelten la tasa de cambio. Van a quebrar a todo el mundo con esas tasas de interés" (Valencia, 2019). ■

VIII. Bibliografía

Aizenman, J. et al, (2017) "Flexibility of Adjustment to Shocks: Economic Growth and Volatility of Middle-Income Countries Before and After the Global Financial Crisis of 2008", NBER Working Paper, v.23467

Banco de la República, (1995) "El Sistema de Bandas Cambiarias en Colombia", Revista del Banco de la República, Enero

Banco de la República, (1999), "Proyecto de Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República sobre la Eliminación de la Banda Cambiaria", (mimeo).

Banco de la República, (2019), Informe al Congreso, Bogotá

Banco de Pagos Internacionales (BIS), (2019) "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Over-the-counter (OTC) Derivatives Markets in 2019"

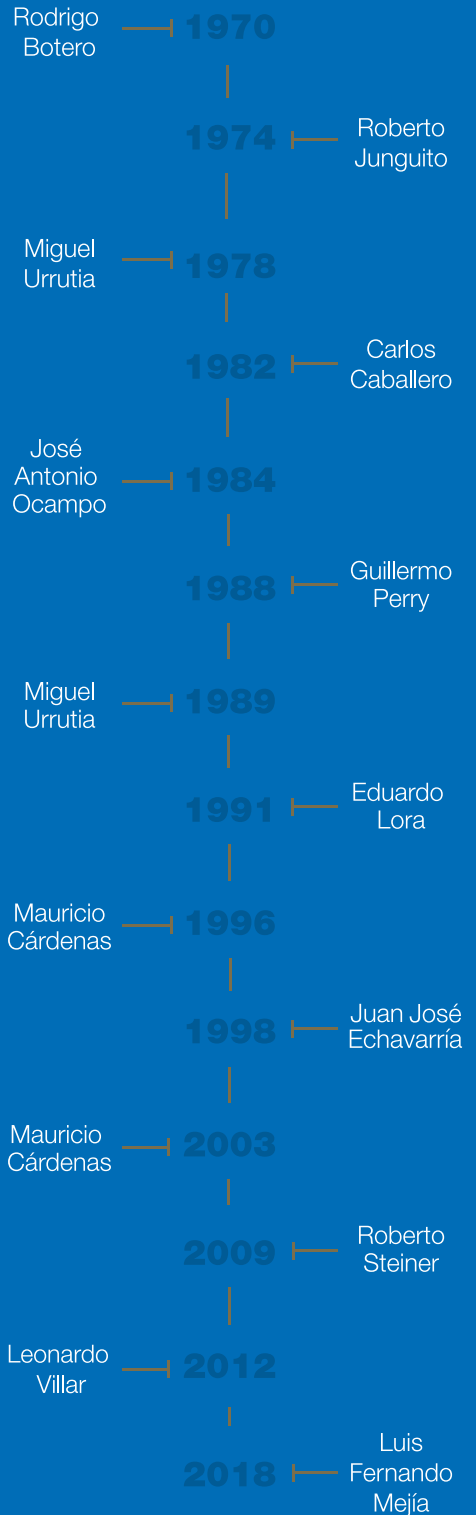
Berkmen, P. S., G. R. Gelos, R. Rennhack, J. Walsh, (2012) "The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact", Journal of International Money and Finance, v.31-1, pp.42-59.

Bernanke, B. S., (2004) "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach", B. S. Bernanke, Essays on the Great Depression, Princeton University Press, pp.5-38.

- Broda, C., (2004) "Terms of Trade and Exchange Rate Regimes in Developing Countries", *Journal of International Economics*, v.63-11, pp.31-58.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo, E. Talvi, (2003) "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", NBER Working Paper, v.9828
- Cárdenas, M., (1997) "La Tasa de Cambio en Colombia", Cuadernos Fedesarrollo, v.1, Bogotá
- Cárdenas, M. & F. Barrera, (1992), "Efectos Macroeconómicos de los Capitales Extranjeros", (mimeo), Fedesarrollo.
- Cardozo, P., (2019) "Learning from Experience in Colombia", M. Chamon, D. Hofman, N. Magud, A. Werner, *Foreign Exchange Intervention in Inflation Targeters in Latin America*, pp.132-155.
- Carranza, J. E., (2018) "La industria colombiana en el siglo XXI", *Ensayos sobre Política Económica*, v.87, pp.1-69.
- Carriere, Y.et.al, (2016) "Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through", IMF Working Papers, v.16/240, International Monetary Fund.
- Casas, C.et.al, (2017) "Dominant Currency Paradigm: A New Model for Small Open Economies", IMF Working Papers, v.17/264
- Céspedes, L. F., A. Velasco, (2012) "Macroeconomic Performance During Commodity Price Booms and Busts", NBER Working Papers, v.18559
- Corden, W. M., (2002), *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- Coudert, V., C. Couharde, (2019) "Currency Misalignments and Exchange Rate Regimes in Emerging and Developing Countries", *Review of International Economics*, v.17-1, pp.121-136.
- Díaz Alejandro, C., (1976), *Colombia : Foreign Trade Regimes and Economic Development*, National Bureau of Economic Research, New York
- Díaz Alejandro, C., (1982) "Latin America in Depression 1929-39", *The Theory and Experience of Development* London, Allen and Inwin.
- Echavarría, J. J., (1982), *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República, Bogotá, pp.257-290
- Echavarría, J. J., (1999) "Hacia la Devaluación Real. Adios Bandas Cambiarias", *Coyuntura Económica*, v.29-2, pp.87-108.
- Echavarría, J. J., (2000), *Crisis e Industrialización. Las Lecciones de los 30s*, Tercer Mundo, Fedesarrollo y Banco de la República, Bogotá
- Echavarría, J. J., (2019) "Cadenas globales de valor, crecimiento y protección arancelaria en Colombia", J. Garcia, E. Montes, I. Giraldo, *Comercio Exterior en Colombia. Política, Instituciones, Costos y Resultados*, Banco de la República, pp.75-116.
- Echavarría, J. J., M. A. Arbeláez, (2003) "Tasa de Cambio y Crecimiento Económico en Colombia durante la última Década", *Borradores de Economía*, v.338
- Echavarría, J. J., A. González, E. López, N. Rodríguez, (2012) "Choques Internacionales Reales y Financieros y su Impacto Sobre la Economía Colombiana", *Ensayos sobre Política Económica*, v.30-69, pp.14-66.
- Echeverry, J. C., (2001) "Memorias de la Recesión de Fin de Siglo en Colombia: Flujos, Balances y Política Anti-Cíclica", *Economía Colombiana. Boletines de Divulgación Económica*, v.7
- Edwards, S., (2011) "Exchange Rates in Emerging Countries: Eleven Empirical Regularities from Latin America and East Asia", NBER Working Paper, v.17074
- Edwards, S., E. Levi, (2005) "Flexible Exchange Rates as Shock Absorbers", *European Economic Review*, v.49-8, pp.2079-2105.
- Eichengreen, B. J., J. Sachs, (1985) "Exchange rates and economic recovery in the 1930s", *The Journal of Economic History*, v.44-4, pp.925-946.
- Feenstra, R. C., A. M. Taylor, (2012), *International Macroeconomics*, Worth Publishers, New York
- Fernandez, C., M. Urrutia, (2000) "La opinión pública y la política cambiaria: el caso colombiano", *Coyuntura Económica*, septiembre, pp.173-202.
- Fischer, S., (2001) "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *The Journal of Economic Perspectives*, v.15-2, pp.3-24.
- Frankel, J. A., J. Shang, D. C. Parsley, (2012) "Slow Pass-through Around the World: A New Import for Developing Countries?", *Open Economies Review*, v.23-2, pp.213-251.

- Frenkel, J. A., (1976) "A Monetary Approach to the Exchange Rate: Doctrinal Aspects And Empirical Evidence", *Scandinavian Journal of Economics*, pp.200-224.
- Fuentes, M.et.al, (2019) "The effects of intraday foreign exchange market operations in Latin America: results for Chile, Colombia, Mexico and Peru", *BIS Working Papers*, v.462
- Galindo, A., (1998) "Estimating Credibility in Colombia's Exchange Rate Target Zone", *Borradores de Economía*, v.103
- Gamboa, F. & J. V. Romero, (2019), "Local and Idiosyncratic Movements in Latin-American Exchange Rates", (mimeo).
- Gelos, G. R., Y. Ustyogova, (2017) "Inflation responses to commodity price shocks – How and why do countries differ?", *Journal of International Money and Finance*, v.72-C, pp.-28.
- Gopinath, G.et.al, (2016) "Dominant Currency Paradigm", *NBER Working Papers*, v.22943
- Gosh, A. R., J. Ostry, M. Qureshi, (2016) "Exchange rate management and crisis susceptibility: A reassessment", *IMF Economic Review*, v.63-1, pp.238-276.
- Gosh, A. R., J. Ostry, C. Tsangarides, (2010) "Exchange rate regimes and the stability of the international monetary system", *IMF Occasional Paper*, v.270
- Holtemoller, O., S. Mallick, (2013) "Exchange Rate Regime, Real Misalignment and Currency Crises", *Economic Modelling*, v.34-C, pp.5-14.
- IMF, (2017) "Are Countries Losing Control of Domestic Financial Conditions?", *Global Financial Stability Report*, pp.83-108.
- International Monetary Fund, (2015) ".Exchange Rates and Trade Flows.: Disconnected?", *World Economic Outlook*, pp.105-142.
- Junta Directiva del Banco de la República (2019), *Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República - julio de 2019*.
- Junguito, R., H. Rincón, (2006) "La Política Fiscal en el Siglo XX en Colombia", J. Robinson, M. Urrutia, *Economía Colombiana en el Siglo XX. Un Análisis Cuantitativo*, Banco de la República, pp.239-312.
- Kamil, H., (2008) "Is Central Bank Intervention Effective Under Inflation Targeting Regimes? The Case of Colombia", *IMF Working Paper*, v.WP/08/88
- Kearns, J., N. Patel, (2016) "Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?", *BIS Quarterly Review*, v.December
- Krueger, A. O., (1984) "Trade Policies in Developing Countries", *Handbook of International Economics*, North Holland., pp.519-569.
- Krugman, P. R., (1991) "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, v.August, pp.669-682.
- Krugman, P. R., M. Obstfeld, (2002), *International Economics, Theory and Policy*, Harper Collins Publishers, second edition, New York.
- Kuersteiner, G., D. Phillips, M. Villamizar, (2016) "Effective Sterilized Foreign Exchange Intervention? Evidence from a Rule-Based Policy", *Borradores de Economía*, v.964, Banco de la República.
- Mandeng, O., (2003) "Central Bank Foreign Exchange Market Intervention and Option Contract Specification: The Case of Colombia", *IMF Working paper*, v.03/135
- Misas, M., M. T. Ramírez, L. F. Silva, (2001) "Exportaciones no Tradicionales en Colombia y sus Determinantes", *Borradores de Economía*, v.178
- Obstfeld, M., J. Ostry, M. Qureshi, (2017) "A Tie That Binds : Revisiting the Trilemma in Emerging Market Economies", *IMF Working Paper*, v.17/130
- Obstfeld, M., K. S. Rogoff, (2000) "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?", *NBER Working Paper*, v.7777
- Obstfeld, M., J. C. Shambaugh, A. M. Taylor, (2004) "The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", *NBER Working Paper*, v.10396
- Perry,G. (1995). *La autonomía del Banco de la República. Debates de Coyuntura Económica*, (36), 12-17.
- Reinhart, C., K. S. Rogoff, (2009) "The Aftermath of Financial Crises", *NBER Working Paper*, v.14656
- Rey, H., (2013), "Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", *Paper presented at Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy Symposium*.

- Rincón, H., N. Rodríguez, (2016) "Pass-Through of Exchange Rate Shocks on Inflation: A Bayesian Smooth Transition VAR Approach", *Borradores de Economía*, v.930, Banco de la República.
- Rincón, H., N. Rodríguez, J. Castro, (2017) "Perturbaciones Macroeconómicas, Tasa de Cambio y Pass-Through sobre Precios", Banco de la República, v.982
- Rincón, H., J. Toro, (2011) "Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?", *Borradores de Economía*, v.625
- Rogoff, K. S., (2002) "Dornbusch's Overshooting Model after Twenty-five Years", *IMF Working Paper*, WP/02/39
- Rowland, P., (2003) "Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: The Case of Colombia", *Borradores de Economía*, v.Banco de la República
- Steiner, R., (1996) "La reciente afluencia de capital extranjero a Colombia", *Coyuntura Económica*, v.Junio, pp.81-100.
- Svensson, L. E. O., (1998) "Open Economy Inflation Targeting", *NBER Working Paper Series*, v.6545
- Taylor, J. B., (2000) "Low Inflation, Pass-Through, and the Pricing Power of Firms", *European Economic Review*, v.44, pp.1389-1408.
- Toro, J., J. M. Julio, (2005) "Efectividad de la Intervención Discrecional del Banco de la Republica en el Mercado Cambiario", *Borradores de Economía*, v.336, Banco de la República.
- Torres, A., T. Goda, S. Sanchez, A. Romero, (2019) "Efectos diferenciales de la tasa de cambio real sobre el comercio manufacturero en Colombia", *Revista ESPE*, v.38-86, pp.193-206.
- Uribe, J. D., (1995) "La tasa de cambio en Colombia 1970 - 1995: logros y retos", *Coyuntura Económica*, v.Diciembre, pp.88-90.
- Urrutia, M., (1981) "Experience with the Crawling Peg in Colombia", J. Williamson, *Exchange Rate Rules*, St.Martin's Press, pp.207-220.
- Urrutia, M., J. Llano, (2012), *Los Actores en la Crisis Económica de Fin de Siglo*, Universidad de Los Andes, Bogotá.
- Valencia, G., (2019), *Junta Directiva. 30 Años de Historia*, (mimeo), Bogotá
- Vargas, H., (2011) "Monetary Policy and the Exchange Rate in Colombia", *BIS Papers*, v.57
- Vargas, H., M. Villamizar, (2019) "Effectiveness of FX Intervention and the Flimsiness of Exchange Rate Expectations", *Borradores de Economía*, v.1070
- Villamizar, M., (2016), "Intervención bajo Flotación Cambiaria en Colombia", (mimeo).
- Villar, L., (2005) "Flujos de capital privado en Colombia 1970-2004", *Coyuntura Económica*, Diciembre-2005, pp.159-166.
- Villar, L., D. Salamanca, A. Murcia, (2005) "Crédito, Represión Financiera y Flujos de Capitales en Colombia: 1974-2003", *Borradores de Economía*, v.322, Banco de la República.



FEDesarrollo
DE INFLUENCIA EN POLÍTICA PÚBLICA



DE INFLUENCIA EN POLÍTICA PÚBLICA

ISBN: 978-958-52187-5-8



9 789585 218758