

LA INESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO EN UN REGIMEN DE ZONAS OBJETIVOS O DE BANDAS CAMBIARIAS: EL CASO DE COLOMBIA

FERNAN JOSE FORTICH PACHECO**

RESUMEN

El trabajo desarrolla algunas connotaciones que ha registrado el sistema en Colombia desde su transición hasta su implementación y de como se ha comportado la tasa de cambio al interior de las bandas cambiarias predeterminadas por el Emisor.

El escrito se ha dividido en cuatro apartes. En el primero de ellos, hacemos un recuento y análisis del sistema anterior al de bandas cambiarias. En el segundo comentamos el papel que jugó el certificado de cambio a descuento desde el punto de vista de la estabilidad monetaria. En el tercero hacemos una aproximación y una justificación de las razones por las cuales se implementó el modelo en Colombia y en la cuarta y última, destacamos los problemas e implicaciones más importantes para el Gobierno, la autoridad monetaria, la actividad económica y el sistema en sí en nuestro país.

*Economista, Corporación Tecnológica de Bolívar. Magister en Economía, Universidad Nacional de Colombia. Especialista en Economía Pública, INAP - Alcalá de Henares. Candidato a PHD en Economía, Universidad de Alcalá de Henares. Investigador E.A.N.

1. Antecedente

Nuestro actual régimen de cambios resulta ser un híbrido que combina los atributos y características de un sistema de tipo de cambio fijo con uno de tipo de cambio flexible definido con el nombre de Sistema de Bandas Cambiarias o de Zonas Objetivos¹.

La justificación del sistema se explica porque refleja de mejor manera su conexión con los fundamentos macroeconómicos básicos, así como también; porque presenta un mejor contacto con el objetivo constitucional fundamental que debe cumplir el Banco de la República como lo es controlar la inflación.

2. De la Devaluación Gradual a las Bandas Cambiarias.

Con el conocido decreto 444 de 1.967 durante el gobierno de Carlos Lleras Restrepo, comenzó el régimen de "Crawling Peg", o de minidevaluaciones, o de gota a gota como también se le conoció. Este régimen en el que el peso perdía poder adquisitivo en pequeñas cantidades y no por devaluaciones masivas, fue básico para mantener la estabilidad económica del país, conduciendo a la economía a salir de su tradición monoexportadora y consolidar algunos sectores económicos frente al mercado internacional. Tuvo el gran inconveniente de que los movimientos de la tasa de cambio afectaban simultáneamente los niveles de precios vía cantidad de dinero por un lado y vía demanda agregada por el otro.

Su principal problema fue que bajo el régimen de las minidevaluaciones se hizo difícil controlar la oferta monetaria. En épocas de bonanza era inmanejable el control de la cantidad de dinero y sus impactos inflacionarios, mientras que en períodos de recesión el impacto sobre la inflación fue mucho menor², tal como sucedió entre 1981 y 1985 cuando la caída en la actividad económica estuvo acompañada de fuertes políticas de ajustes (período al que se le conoce con el nombre de la recesión prolongada).

Cabe precisar acá, que uno de los gobiernos más importantes en la pérdida de camino del peso frente al dólar fue el de Belisario Betancur cuando en 1985 se devaluó en más del 50 por ciento evitándose con ello una crisis cambiaria, haciéndose retornar la cotización del dólar a sus niveles reales luego de mantenerse artificialmente durante un buen tiempo.

La reforma cambiaria de comienzos de los noventa (reglamentada con la Ley 9 de 1991) acabó con el control de cambios (vigente desde 1967) y puso en manos de la

Junta Directiva del Banco de la República, JDBR, la responsabilidad de administrar el tipo de cambio. Es así como aparece el régimen de "certificado de cambio a descuento" - como un mecanismo transitorio que sirviera de base para preparar el actual sistema cambiario - y posteriormente el sistema de bandas cambiarias.

3. El Certificado de Cambio a Descuento y el Proceso de Transición hacia el nuevo Régimen.

Debido a la excesiva rigidez en la evolución del tipo de cambio nominal, la autoridad monetaria decidió darle una mayor flexibilidad al manejo cambiario a finales de 1990 cuando apareció un instrumento financiero denominado en dólares llamado "**Certificado de Cambio a descuento**", el cual había sido utilizado con cierto éxito en las postrimerías de la bonanza cafetera de 1976. Este instrumento se caracterizaba por reconocer a aquellos agentes que reintegraban divisas el monto o equivalencia de esa cantidad a través de un certificado de cambio, CC; a la "**Tasa de Redención del Certificado de Cambio, TRCC**" de ese momento³, la cual en la práctica se mostró en función inversa de la tasa de interés del mercado y en función directa de la tasa de devaluación del mercado.

"Los agentes privados en las nuevas circunstancias, podían esperar a la maduración del CC, cambiar el título en el mercado, o venderlo al Banco de la República con un descuento respecto del valor facial del título, el cual dependía del tiempo hasta su maduración y de un parámetro de redención para los CC recién emitidos, ... 87.5% de la TRCC"⁴. Este instrumento estableció de manera implícita el sistema de bandas cambiarias, cuyo techo era la tasa de cambio oficial y el piso, la misma tasa de cambio oficial pero descontada al 12.5%⁵.

El CC sirvió en grado importante para esterilizar en su momento un volumen significativo de reservas internacionales, pero tuvo como inconveniente que una vez cumplido su período de maduración, no se pudo hacer mucho para evitar la excesiva monetización.

¹Al respecto ver: FRENKEL, Jacob A. y GOLDSTEIN, Morris. "**A Guide to Target Zones**", International Monetary Fund, IMF, Washington D.C., Staff Papers, vol. 33, No. 4, pp 633, December 1986.

²WILLIAMSON Jhon, "**The Crawling Band as Exchange Rate Regimen: Lessons from Chile, Colombia and Israel**", Institute of International Economics, Washington, Octubre 1996, página 34.

³REVISTA del BANCO de la REPUBLICA, "**NOTA EDITORIAL: El Sistema de Bandas Cambiarias en Colombia**", Santafé de Bogotá D.C., Vol. LXVIII, No. 807, enero de 1995, página 5.

⁴Ibíd, página 9.

⁵WILLIAMSON, Jhon, Op Cit, Página 35.

INESTABILIDAD

Fue un instrumento que se diseñó para controlar la cantidad de dinero en el muy corto plazo, pero en el mediano y largo plazo presentó toda serie de problemas.

En ese entonces era claro que el régimen del CC sería transitorio, como en efecto sucedió, dado que debía servir para la preparación y alineación de nuestra economía hasta escoger el momento adecuado para la imposición del sistema actual de bandas cambiarias.

4. Las Bandas Cambiarias en Colombia

De las múltiples discrepancias que solían darse bajo la figura de alguno de los dos sistemas de tipo de cambio tradicionales, el sistema de bandas cambiarias aprovecha de manera única las bondades que justificaban el inclinarse por cualquiera de los sistemas aludidos⁶. De estas podemos destacar las más importantes como son que:

i.- Con la aplicación del sistema se mantiene de alguna manera la independencia de la política monetaria, dado que se explotan los grados de libertad que permite la flexibilidad del sistema al interior de las bandas.

ii.- A la falta de una intervención formal obligatoria, las zonas objetivos tienen la ventaja de que se revisan ocasionalmente y se modifican en justamente lo necesario. Se puede decir, que tienen su propio mecanismo autoregulatorio y de vigilancia como lo es el propio mercado. Y;

iii.- La autoridad monetaria puede intervenir en el mercado de cambios y de esa forma ayuda a encontrar el nivel deseado ó aproximado de una tasa de cambio compatible con el resto de variables económicas.

El Banco de la República no controla el tipo de cambio; éste en realidad es señalado por el mercado en todo momento, donde el Emisor se convierte en un seguidor y vigilante del mercado, buscando evitar los cambios abruptos que presente la tasa de cambio a través de intervenciones intramarginales.

La presencia e intervención de la autoridad monetaria para que el precio de paridad de nuestra moneda sea afín con el del mercado, se conoce con el nombre de "flotación sucia", lo cual significa que el tipo de cambio es aparentemente determinado por el mercado pero detrás de ello existe toda una coordinación de la autoridad monetaria para darle la dirección que concuerde con los objetivos a alcanzar en la economía. La autoridad monetaria presiona el tipo de cambio para que llegue más o menos rápidamente a dicho precio objetivo. Esto es lo que se observa con la tasa de cambio en Colombia

bajo el novedoso sistema de Zonas Objetivos o de Bandas Cambiarias, donde para mantener la estabilidad de la tasa de cambio representativa del mercado, TRM, el banco emisor la interviene de manera indirecta comprando o vendiendo divisas según sea el caso.

La literatura muestra un marcado consenso en las razones por las cuales se debe adoptar un sistema de bandas cambiarias (el éxito del Sistema Monetario Europeo, SME, Chile e Israel, entre otros, así lo confirman). Ese consenso, en últimas, se explica por la forma en que mediante el diseño e implementación del sistema, las autoridades logran combinar los objetivos ligados con el establecimiento de credibilidad y de flexibilidad para asimilar las diferentes colisiones - entendiéndose fuertes movimientos de capitales - a que son sometidas las economías.

Así las cosas, de un sistema de tipo de cambio donde el peso se devaluaba periódicamente en pequeñas cantidades, pasamos a un sistema mucho más sofisticado, creado para buscar la convergencia, coordinación y estabilización de los agregados económicos. La idea era implementar un sistema que implicara mantener la credibilidad del Banco de la República y reducir los costos de la inflación para garantizar el incremento en la competitividad. Régimen que precisamente por su novedad y éxito se ha ido propagando con muy buen nombre entre muchos de los estudiosos de las economías abiertas. Siguiendo ese buen nombre, el 25 de enero de 1994 se adoptó oficialmente el "**Sistema de Bandas Cambiarias**" en Colombia, luego de la leve transición y preparación del sistema entre 1991 y 1994, donde entre su techo y piso, cuyos valores son anunciados con 10 días de anticipación, fluctúa la tasa de cambio.

El Banco de la República compra dólares cuando la tasa representativa del mercado, TRM, está en el límite inferior de la banda y vende cuando se llega al límite superior. Además, el sistema, como ya decíamos, permite la intervención del Emisor al interior de las bandas, al igual que la posibilidad de eventuales realineaciones de estas en su conjunto⁷. Para la adopción del nuevo régimen se

⁶Para un aporte y discusión al debate, ver FRIEDMAN Milton, "Aspectos favorables de los Tipos de Cambio Flexibles", en: Ensayos de Economía Positiva, Chicago, University of Chicago Press, 1953, Páginas 157 - 203. También ver; KRUGMAN Paul, "Desconexión entre las Tasas de Cambio y la Realidad" en: Inestabilidad de la Tasa de Cambio, Santafé de Bogotá D.C., Editorial Norma, 1991.

⁷Un mayor detalle se encuentra en: CARRASQUILLA B., Alberto, "Bandas Cambiarias y Modificaciones a la Política de Estabilización: Lecciones de la Experiencia Colombiana", Banco de la República; Borradores Semanales de Economía, No. 22, Santafé de Bogotá D.C., Febrero de 1995, página 15.

⁸Ver FRENKEL, Jacob A. y GOLDSTEIN, Morris, Op. Cit., página 635.

Gráfico No. 1



Fuente : Banco de la República

tuvieron en cuenta los atributos destacados en cualquiera de estos sistemas⁸, donde se enunciaban los elementos básicos del régimen de zonas objetivas, pero además, se hizo necesario definir los aspectos concernientes a la forma como intervendría la Junta Directiva del Banco de la República en el mercado de cambios.

La amplitud de las bandas se definió en un 7% entre el límite medio de la banda y el borde superior y otro 7% entre el límite inferior de la banda y el límite medio para una amplitud total del 14%. El sistema arrancó con una tasa central que fue la tasa de mercado del día inmediatamente anterior, es decir, la del 24 de enero de 1994. La pendiente de las bandas se hizo consistente con la meta inflacionaria prevista por la Junta Directiva del Banco de la República y su relación con la inflación externa y con las proyecciones de la balanza de pagos.

La tasa de devaluación de la banda estimada en principio fue del 11%, cuyo resultado se quedó corto en 1994 y como se esperaba, se modificó al 13.5% anual con la realineación de las bandas a finales de 1994 - comienzos de 1995-, alineándose hacia la baja en un 7%. "La política cambiaria pasó de un ajuste de condiciones iniciales a una mezcla ecléctica basada en el control monetario"⁹. Hoy en día esta pendiente se encuentra en el 15%, como una alternativa que busca desincentivar la prolongada tendencia revaluacionista de los últimos años.

5. Implicaciones y Aspectos a Destacar de la Inestabilidad del Tipo de Cambio en Colombia bajo el Sistema de Bandas Cambiarias.

La implicación para Colombia del modelo de zonas objetivas, es la necesidad que tiene el país de reducir la

inflación y fortalecer la estructura económica bajo el nuevo modelo de desarrollo económico. Las reformas estructurales llevadas a cabo en estos últimos años, vinieron a explicar parte de la

apreciación de nuestra moneda como era de esperarse.

Se estima que entre 1990 y 1994 entraron al país cerca de US\$ 5.000 millones, lo cual se tradujo en la presión más fuerte que sufrió el peso y nuestra economía en esos años.

Cuando el peso colombiano ha registrado una revaluación prolongada no conveniente igual a la que sucede actualmente, el Banco de la República ha intervenido en el mercado cambiario comprando divisas y tratando de estabilizar la tendencia hacia abajo de la moneda de paridad, buscando con ello recomponer dicha magnitud. En ese sentido, cobra importancia analizar la prolongada caída que registró el precio del dólar en el mercado de cambios nacional en el reciente pasado. En noviembre de 1995, el dólar sobrepasó la barrera de los mil pesos (\$ 1.000). En agosto de 1996, bordeaba los mil sesenta pesos por dólar (\$ 1.060, precio más alto a lo largo del año) y a la fecha, mediados del primer semestre de 1997, se encontraba un poco por encima del valor de un año atrás.

A diciembre de 1996, el precio del dólar mostraba una descolgada bastante importante (cerca de 60 pesos) y de alguna manera inquietante si se tiene en cuenta el desequilibrio que aún hoy se mantiene frente al resto del mundo en materia comercial (ver gráfico No.1).

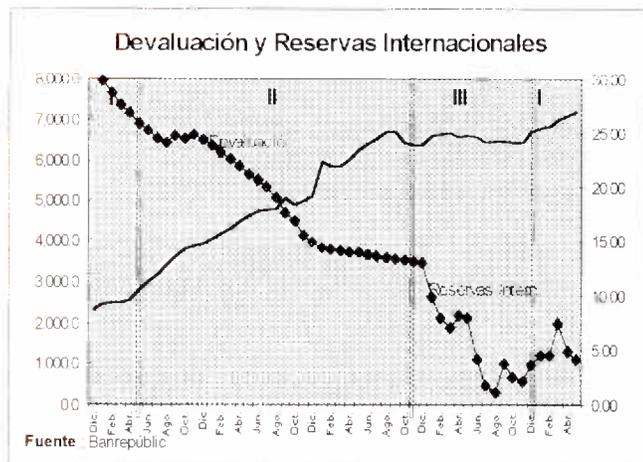
⁹ Ibíd, página 16.

INESTABILIDAD

A diferencia de las inestabilidades comunes que se registraron en otros países (como México y Venezuela), la variabilidad del tipo de cambio en Colombia no ha sido debido a características de "Crisis de Balanza de Pagos" -entiéndase estrechez de reservas internacionales y devaluaciones masivas-, sino a la crisis política de mediados de 1995 que llevo a que la TRM se pegara al techo de la banda, pero dado el colchón de reservas del Banco de la República se evidenció un efecto de "luna de miel" o de engrudo suave entre agosto de 1995 y junio de 1996¹⁰. Caso contrario, ha sucedido con los consecutivos reintegros de petróleo, de café, en menor escala, de demandas de crédito externo tanto del sector público como del sector privado, con la fusión de entidades financieras nacionales con extranjeras como la del Banco Bilbao Vizcaya, BBV, y el Banco Ganadero, y con el fuerte crecimiento que traía el gasto público -que ayudó a mantener un diferencial de rentabilidad mayor frente al exterior en el reciente pasado-, que conllevaron a una rápida acumulación de divisas en el mercado financiero nacional y a una significativa caída en la cotización del dólar en el mercado local.

Para los exportadores, particularmente los de exportaciones no tradicionales, esta situación no es conveniente debido a que sus productos vienen perdiendo competitividad cambiaria frente al mercado internacional. El desplazamiento de la bonanza por petróleo a un resto de bienes comercializables es una realidad. La evidencia de la "Enfermedad Holandesa" se encuentra latente (ver gráficos 2A, 2B y 2C). No es conveniente que el Banco de la República este interviniendo a toda hora en el mercado de cambios, porque ello implica una mayor

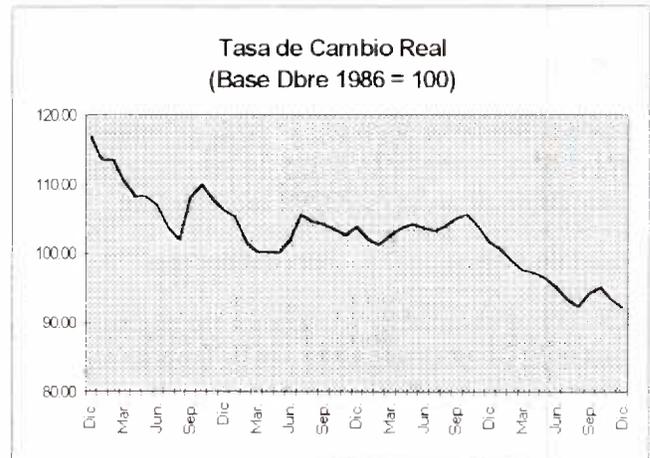
Gráfico No. 2A



Fuente : Banco de la República

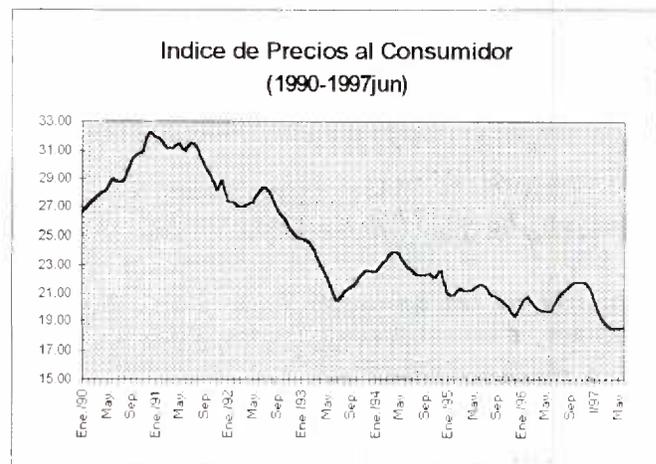
¹⁰ Ver KALMANOVITZ Salomón, "La Banda Cambiaria Para Principiantes", El Espectador, Diciembre 8 de 1996, página 2B.

Gráfico No. 2B



Fuente : Banco de la República

Gráfico No. 2C



Fuente : Banco de la República

inflación, debido a que el efecto de la intervención para devaluar es emisión monetaria que genera inflación a la vez que un aumento indeseable de reservas internacionales. Si el mercado insiste en dar esa señal, necesariamente toca estudiar la posibilidad de ampliar las bandas, dejar flotar la TRM libremente por un pequeño período, realinear el tipo de cambio, o esterilizar con OMA's ofreciendo una rentabilidad atractiva, lo cual no es conveniente en las condiciones actuales de recesión de la actividad económica.

En suma, la Junta Directiva del Banco de la República puede producir una devaluación artificial comprando reservas internacionales con emisión, tomando medidas para disminuir la oferta de divisas para los sectores público y privado o induciendo a un aumento en la demanda de divisas del sector privado. En el caso del sector público, es urgente un superávit fiscal que hiciera posible un menor endeudamiento externo, lo cual

INESTABILIDAD

disminuiría la oferta de divisas y por tanto evitaría que el precio del dólar cayera mucho más.

BIBLIOGRAFIA

CARRASQUILLA B., Alberto, "**Bandas Cambiarias y Modificaciones a la Política de Estabilización: Lecciones de la Experiencia Colombiana**", Banco de la República, Borradores Semanales de Economía, Santafé de Bogotá D.C., Febrero de 1995, No.22.

—————y GALINDO A., Arturo, "**Consideraciones sobre el Comportamiento de la Tasa de Cambio al**

DORNBUSCH, R., "**Expectations and Exchange Rate Dynamics**", Journal of Political Economy, diciembre de 1976, Vol. 84, pp 1161 - 1176.

DUARTE V., Leonardo, "**Zonas objetivo para tasas de cambio con intervenciones dentro de la banda: un desarrollo formal e implicaciones de política**", Asobancaria: XV Simposio sobre Mercado de Capitales, Cartagena, Noviembre 2 y 3 de 1995, pp 271 - 284.

EICHENGREEN, Barry, "**One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union**", Economic Policy, abril de 1990, S.N., Gran Bretaña.

Interior de las Bandas", Banco de la República, Borradores Semanales de Economía, Santafé de Bogotá D.C., Mayo de 1995, No.34.

FLOOD, R.P. y GARBER P.M., "**The linkage between speculative attack and target zone models of exchange rates**", NBER Working Paper, New York, enero de 1989, N° 2918.

FRENKEL, Jacob A. Y GOLDSTEIN, Morris, "**A Guide to Target Zones**", International Monetary Fund, IMF, Washington D.C., Staff Papers, Vol. 33 No.4, pp.633 - 673, December 1986.

FRIEDMAN, Milton, "**Aspectos favorables de los Tipos de Cambio Flexibles**", en : Economía Positiva, Chicago, University of Chicago Press, 1953, páginas 157 - 203.

KALMANOVITZ Salomón, "**Las Bandas Cambiarias Deslizantes**", Apuntes de Clase -UN, Santafé de Bogotá D.C., 1996.

—————, "**Las Bandas Cambiarias para Principiantes**", Artículo publicado en El Espectador, Santafé de Bogotá D.C., Diciembre 8 de 1996.

KRUGMAN, P.R., "**Inestabilidad de la Tasa de Cambio**", Editorial NORMA, Santafé de Bogotá D.C., 1991.

—————, "**Target zones and exchange rate dynamics**", NBER Working Paper, New York, Enero de 1988, No 2481.

KRUGMAN, P.R. y MILLER, M. (ed.), "**Exchange Rate Targets and Currency Bands**", Cambridge University Press, Massachusetts, 1992.

KRUGMAN, P.R. y OBSTFELD, Maurice, "**International Economic: Theory and Policy**", ed. Mac Graw-Hill, New York, 3a. edición, 1994.

MILLER, M.H. y WELLER, P., "**Currency bands, target zones, and price flexibility**", IMF Staff Papers, Washington D.F., Marzo de 1991, Vol. 38, N°. 1, pp.185 - 215.

—————, "**Exchange rate bands with price inertia**", Economic Journal, Washington D.F., Noviembre de 1991, N°. 101, pp. 1380 - 99.

MILLER, M.H., WELLER, P. y WILLIAMSON J., "**The stabilizing properties of target zones**", En : Bryant et. al. (edit.) : Macroeconomic Policies in an Interdependent World, Washington D.F., The Brookings Institution, CEPR, FMI, 1989.

REVISTA DEL BANCO DE LA REPUBLICA, "**NOTA EDITORIAL: El Sistema de Bandas Cambiarias en Colombia**", Santafé de Bogotá D.C., vol. LXVIII, No. 807, enero de 1995, página 5.

RODRIGUEZ PRADA, Gonzalo, "**Dinámica del tipo de cambio bajo reglas de intervención alternativas**", Madrid - España, Información Comercial Española - ICE, N°.678, pp. 111 -124, 1990.

—————, "**Teorías y Estrategias de la Integración Económica y Monetaria**", Universidad de Alcalá de Henares, Colección de Economía, No.1, Alcalá de Henares - España, Abril de 1994.

WILLIAMSON, J., "**The Exchange Rate System**", Institute for International Economics, Washington, D.C., 1985.

—————, "**Exchange Rate Management**", The Economic Journal, vol 103, pp. 188-197, Enero de 1987.

—————, "**The Crawling Band as Exchange Rates Regimen : Lessons from Chile, Colombia and Israel**", Institute of International Economics, Washington D.C., October 1996.