

## Régimen Cambiario

### UN DEBATE ESENCIAL

Junto con la tasa de interés, el tipo de cambio es uno de los principales precios de la economía. Entre otras cosas, su evolución en el tiempo determina el grado de competitividad de las exportaciones, tiene impactos sobre el nivel general de precios y afecta el nivel de empleo en todos los sectores, no solamente en el de los bienes comercializables internacionalmente.

En los últimos días, gran parte de la discusión macroeconómica en Colombia se ha centrado en la conveniencia o no de mantener el actual esquema de bandas cambiarias. El debate surgió a raíz de los efectos perversos que sobre la economía produjo la defensa de la banda cambiaria con herramientas monetarias restrictivas.

No se trata de encontrar el esquema cambiario ideal que solucione todos los problemas de las economías, pues eso no existe. Lo que se busca es optar por la mejor alternativa para capear el temporal que azota a las economías emergentes desde el segundo semestre de 1997.

Las turbulencias de los mercados financieros internacionales, junto con desequilibrios macroeconómicos y financieros, han hecho que muchos países experimenten ataques especulativos contra sus monedas, notables pérdidas de reservas internacionales, restricciones crediticias y

fuertes presiones sobre las tasas de interés.

Precisamente, los elevados niveles de las tasas de interés reales, frenaron la actividad económica y debilitaron los sistemas financieros, poniéndolos al borde de crisis sistémicas en varios casos. La prolongación de la crisis financiera internacional ha puesto a las autoridades económicas en el dilema de proteger la estabilidad del aparato productivo o defender la tasa de cambio.

Destacados economistas, como Sachs y Krugman, plantearon en 1998 la necesidad de modificar los esquemas de manejo cambiario que le resten autonomía a los bancos centrales para conducir la política monetaria, antes que seguir sometiendo a las economías emergentes a prolongados periodos de recesión, desempleo y mayor pobreza.

Como se mencionó antes, no hay soluciones mágicas al problema; precisamente por ello, resulta útil un debate constructivo que permita arribar a la mejor selección entre las diversas alternativas que ofrece la literatura económica y la experiencia de varios países (cuadro anexo).

### La experiencia internacional

La experiencia reciente nos ilustra una serie de casos interesantes, sobre los procesos de modificación de los regímenes cambiarios en diferentes vías. Analicemos

lo que ha pasado en tres casos totalmente distintos.

**Caso 1:** ante presiones cambiarias que resultan insostenibles, cada vez son más los países que han abandonado los regímenes de bandas o de tasa de cambio fija, optado por la libre flotación (cuadro 1); este esquema permite que la tasa de cambio busque su punto de equilibrio en el mercado y deja en libertad a la autoridad económica para bajar las tasas de interés y reactivar la actividad productiva (se elimina el dilema); la principal desventaja proviene del alza de costos para los agentes con deuda externa y para los importadores de insumos.

**Cuadro 1**  
**Alternativas de política cambiaria (% sobre el total de países)**

Regimen	1976	1981	1986	1991	1996
Tasa fija	86	75	67	57	45
Banda	3	10	5	4	3
Flotación	11	15	28	39	52
Total	100	100	100	100	100

*Fuente: Edwards, S. 1998.*

El ejemplo de México en 1994 es claro. El país azteca se vio afectado por una compleja situación económica y política que originó una salida masiva de capitales, reforzando la desaceleración económica que venía desde fines de 1993. A la postre, los ataques especulativos concluyeron cuando se eliminó la banda cambiaria y se permitió la libre flotación del tipo de cambio.

Los prestamos de la banca multilateral permitieron una recuperación de las reservas internacionales y las tasas de interés empezaron a descender; como resultado, la economía empezó a mostrar

síntomas de recuperación en 1996 (gráfico anexo 1).

Hay quienes toman el caso mejicano como ejemplo de los efectos recesivos que puede generar la flotación libre de la moneda; sin embargo, la evidencia ha mostrado que el deterioro en la dinámica de crecimiento económico se originó previamente a las presiones cambiarias, precisamente por el uso de elevadas tasas de interés para defender el esquema cambiario. Por obvias razones, con la flotación no desaparece automáticamente la recesión, entre otras, por la inercia del deterioro financiero de la economía, y por que los agentes tardan algún tiempo en acomodarse al nuevo escenario económico.

**Caso 2:** ante ataques especulativos las autoridades deciden imponer controles de cambios; esta opción corta de tajo los ataques especulativos y también da margen a las autoridades económicas para concentrarse en la reactivación de la economía. Se critica esta opción por los problemas de corrupción que puede generar, por la imposibilidad de frenar salidas de capitales de la economía, y por las enormes distorsiones que puede generar sobre el tipo de cambio; precisamente por esto se recomienda que su uso sea transitorio.

Para algunos, este tipo de decisiones atenta contra el proceso de globalización de las economías. Sin embargo el caso de Malasia parece ofrecer algunas reflexiones que a nuestro juicio son válidas.

A causa de la crisis asiática este país registró caídas en el crecimiento económico, pérdida de reservas internacionales y altas tasas de interés.

Las autoridades consideraron que esta era la mejor forma de aislarse de los

choques comerciales y financieros del resto del mundo; además se dejó claro que las medidas eran de carácter temporal mientras los mercados financieros internacionales volvían a la normalidad.

Según el Banco Central de Malasia, “se eliminó la manipulación del *ringgit*, lo que permitió que la autoridad redujera la tasa de interés de intervención”. Todo esto contribuirá a generar un ambiente de recuperación del sistema financiero y de las perspectivas de la actividad económica.

**Caso 3:** se adopta un esquema de convertibilidad de la moneda, tal como en Hong Kong (1982) o Argentina (1991). Este esquema consiste en emitir moneda de acuerdo a una entrada equivalente en dólares u otras monedas de reserva, es decir, que debe existir una proporción fija entre moneda local y reservas internacionales en el balance del banco central.

La adopción de este esquema en Argentina favoreció un desplome de las tasas de interés y una recuperación de la actividad económica; en promedio, la economía creció al 7.7% en los siguientes cuatro años a la implementación del esquema. Todo esto se complementó con un poderoso programa de ajuste fiscal nacional y territorial, un fortalecimiento del sector financiero y una profunda reforma pensional.

### Algunas hipótesis

Ante la eventual reaparición de presiones cambiarias, por un recrudecimiento en el panorama financiero internacional, o cualquier otra causa, el Banco de la República se vería enfrentado al dilema de defender la banda cambiaria o dejar flotar la

moneda.<sup>1</sup> Para enriquecer el debate, a continuación se presentan algunas hipótesis respecto a los efectos que una u otra decisión podrían tener sobre la economía colombiana.

### Escenario 1: Defiende la banda cambiaria

De los efectos de esta política dan buena cuenta los resultados macroeconómicos de 1998, pero consideramos útil ponerlos nuevamente sobre el tapete, toda vez que podrían llegar a ser más graves en 1999.

- a. Las tasas de interés suben, eliminando de paso cualquier posibilidad de recuperación económica.
- b. Se acentúa el deterioro de los balances del sector financiero.
- c. Se deterioran los ingresos fiscales por cuenta de la mayor recesión y del aumento de los costos financieros de la deuda interna.
- d. Aumenta el desempleo por cuenta de la profundización de la recesión.
- e. Se cierra el crédito del sector financiero al sector privado, no solamente por el mayor riesgo, sino también por los problemas de liquidez inducidos por el Banco de la República.

### Escenario 2: Deja flotar la tasa de cambio con pleno ajuste fiscal y política monetaria ordenada.

---

<sup>1</sup> A pesar de que se han barajado otras opciones como la devaluación gota a gota o la tasa de cambio fija, nos concentramos en estas dos alternativas.

- a. La tasa de cambio se devalúa, pero alcanza su nuevo nivel de equilibrio rápidamente, gracias a la confianza que en los agentes internos y externos genera el buen manejo macroeconómico. Se puede presentar una pequeña salida de capitales.
- b. La autoridad monetaria no se ve en la necesidad de subir las tasas de interés.
- c. El rápido ajuste cambiario y la reducción de las tasas de interés generan mayor certidumbre en los agentes, permitiendo una lenta pero sostenida reactivación de la actividad económica.
- d. El impacto inflacionario no es de gran magnitud, precisamente por el efecto rezagado de la recesión y por los menores precios internacionales de los bienes importados.

**Escenario 3: Deja flotar sin que se haya completado el ajuste fiscal, acompañando de una política monetaria desordenada.**

- a. Se devalúa la moneda, pero la tasa de cambio se torna más volátil y tarda mucho tiempo en alcanzar su nuevo nivel de equilibrio.
- b. La incertidumbre cambiaria genera una sobreacción de los agentes, haciendo que se presente una salida masiva de capitales.
- c. Frente a esto las autoridades reaccionan (como en Brasil), subiendo las tasas de interés y efectuando intervenciones en el mercado cambiario.
- d. La incertidumbre cambiaria y la política de altas tasas de interés tornan incierta la recuperación de mediano plazo de la economía; incluso, en el corto plazo puede profundizar la recesión y los problemas del sector financiero.

- e. El impacto inflacionario será mucho mayor, porque los agentes tratarán de protegerse frente a la pérdida de valor de la moneda local.

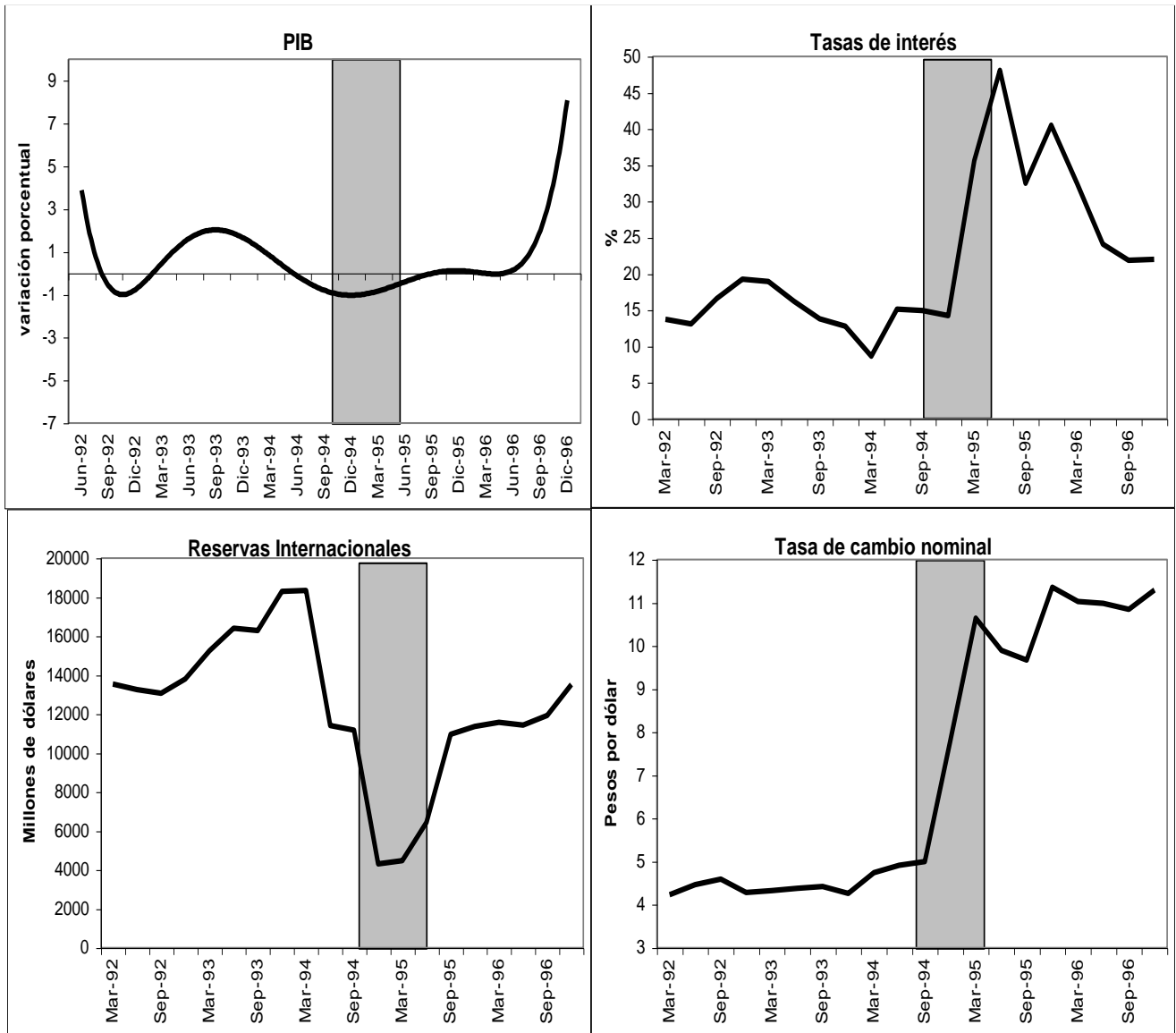
A manera de conclusión, la Asobancaria considera que pensar en defender la banda, tal y como se hizo en 1998, ante la eventual reaparición de presiones cambiarias, constituiría un colosal error de política económica.

Considera también que la flotación de la moneda podría ser la mejor opción a seguir, siempre y cuando desde ahora se profundice el ajuste estructural que en materia fiscal requiere el país. Al elegir tal opción, sin que previamente se ponga en orden la casa, se corre el riesgo de que la flotación sea tanto o más perjudicial que la defensa a ultranza de la banda cambiaria. Entonces, la prioridad de las autoridades debe ser la de garantizar que la economía retome un normal funcionamiento, ya que ni uno ni otro esquema cambiario, por si solos, son capaces de sacar la economía a flote.

**USTED ELIGE !!!**

Ahora usted podrá recibir la *Semana Económica Asobancaria* vía Internet o Correo Electrónico (E-mail). Envíe su solicitud por escrito a la coordinación de publicaciones al E-mail : **hoyola@asobancaria.com**

**Gráfico anexo 1**  
**Variables macroeconómicas de México**



Fuente : FMI

## Cuadro anexo

### Alternativas de política cambiaria

	<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
<b>Tipo de cambio fijo</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Elimina la volatilidad de la tasa de cambio.</li><li>• Sirve como ancla para fijar el resto de precios de la economía.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Pérdida en la autonomía de la política monetaria.</li></ul>
<b>Sistema de bandas cambiarias</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Flexibiliza el manejo de la tasa de cambio.</li><li>• Reduce la incertidumbre cambiaria de largo plazo.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Compromete la estabilidad de los agregados monetarios y las tasas de interés.</li><li>• En condiciones extremas (en el techo o el piso de la banda) se pierde la autonomía de la política monetaria.</li></ul>
<b>Devaluación gota a gota (Crawling peg)</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ofrece gradualidad en el ajuste de la tasa de cambio.</li><li>• Otorga autonomía a la autoridad monetaria en su manejo.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Compromete la estabilidad de las variables macroeconómicas.</li><li>• Genera indexación e inercia en los ajustes nominales de la economía.</li></ul>
<b>Flotación limpia</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Frente a eventuales choques especulativos, los ajustes se realizan vía precio de la divisa.</li><li>• No compromete la estabilidad del mercado monetario.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ante ataques especulativos, atenta contra la estabilidad macroeconómica y genera efectos inflacionarios.</li><li>• Genera volatilidad e incertidumbre en el mercado cambiario.</li></ul>
<b>Dolarización</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Elimina el riesgo cambiario.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Vincula la estabilidad de las variables macroeconómicas al comportamiento del sector externo.</li></ul>