

No. 228
1 DE
OCTUBRE
1999

LA SEMANA ECONOMICA ASOBANCARIA



ASOCIACION BANCARIA
Y DE ENTIDADES FINANCIERAS
DE COLOMBIA

Tel: 2496411 Fax: 2119915

EDITOR: JORGE HUMBERTO BOTERO
Internet: <http://www.asobancaria.com> E-mail: info@asobancaria.com

ISSN 0122-6657

I. NOTA DEL EDITOR

Desarrollo Económico en un mundo multipolar

El marxismo provee una explicación integral de la vida social y personal; lo que los filósofos denominan una "cosmovisión". Las diferencias entre pueblos e individuos, por importantes que sean, pesan bastante menos que los factores de naturaleza económica relativos a la generación del producto y la distribución de los excedentes. El surgimiento de estados marxistas en Rusia, China, el Centro de África y la región de los Balcanes, implicó el aplastamiento de pueblos y culturas que habían mantenido autonomía política por centurias.

La implosión del comunismo, que tan claramente simboliza la caída del muro de Berlín en 1989, dio lugar al resurgimiento, muchas veces conflictivo, de esas diferencias. Esta es la causa última de los conflictos que ocurren hoy en la Federación Rusa y la antigua Yugoslavia.

El pensamiento capitalista y democrático que hoy impera en el mundo es respetuoso del pluralismo cultural que, para bien de la humanidad, domina el

ambiente contemporáneo y se proyecta hacia el próximo milenio.

El Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, instituciones estas que albergan a una vasta constelación de estados que profesan muy distintas filosofías políticas, constituyen ejemplos elocuentes del nuevo orden internacional. La variopinta multitud de funcionarios gubernamentales, académicos y banqueros que se congrega en la Asamblea Anual de estos organismos, es una imagen que, como suele decirse, es más elocuente que las palabras.

La reunión de este año estuvo dominada por tres temas centrales: la arquitectura financiera internacional; la interacción entre la sociedad civil, el mercado y el estado en una economía mundial integrada; y la revolución telemática cuya punta de lanza es la masificación del Internet.

No son pocos los problemas que se han presentado en las finanzas internacionales. Los flujos monetarios globales se han incrementado a extremos difícilmente imaginables. Esta dinámica, bondadosa en sí misma, es fuente a su vez de trastornos macroeconómicos de gravedad. La volatilidad de los movimientos de capitales ha creado desórde-

nes monetarios y cambiarios en muchos países. De hecho, las tribulaciones que en esos campos hemos padecido recientemente tienen un alto componente exógeno.

A partir de avances recientes en la ciencia económica ha sido posible medir los riesgos asociados a las paridades monetarias y el diseño de instrumentos financieros para cubrirlos. Pero, al propio tiempo, ellos se han convertido en factores de perturbación. A título de ejemplo puede mencionarse que los denominados “non delivery forwards” han sido utilizados para especular contra las monedas de algunos países, sin que sus autoridades puedan evitarlo, salvo que impongan restricciones a los flujos de capitales y a la flotación de las divisas.

Las severas crisis de balanzas de pagos que han padecido los países del sudeste Asiático, Rusia y Brasil, entre otros, han generado dudas sobre la capacidad del Fondo Monetario Internacional para proveer soluciones eficaces o para allegar los recursos requeridos para hacerlo. El debate se mueve entre los extremos: entre quienes plantean su transformación en una suerte de banco central mundial y quienes lo consideran una institución indeseable. No deja de ser sugestivo el argumento según el cual la posibilidad de obtener apoyo del FMI en el momento de una crisis genera “riesgo moral”, vale decir, una conducta improvidente por parte de los gobiernos.

La temática social estuvo también presente en la reciente reunión de Washington, comenzando por lo que constituye el propósito central del Banco Mundial: la lucha indeclinable contra la pobreza, tanto como la discusión de los esquemas institucionales que hacen posible el crecimiento económico acompañado de equidad.

En este último contexto la redefinición del papel que cumplen la sociedad civil, el Estado y el mercado resulta crucial. Con el correr del tiempo se ve con mayor nitidez el éxito que tiene la fórmula de una sociedad civil participativa, un estado centrado más en la regulación que en la provisión de servicios y un amplio espacio para que el sector privado sea el oferente principal de educación, salud y servicios públicos.

El editor de la Semana Económica tiene un sueño y aquí lo plasma: poder acompañar algún día a una delegación de los movimientos subversivos que por fin deciden mirar lo que ocurre en el mundo y aprender de los demás.



II. Banda cambiaria y flotación: ¿UNA DISCUSION TARDIA?

En la primera semana de vigencia de flotación de la tasa de cambio, se observaron dos aspectos interesantes. En primer lugar, el temido sobreajuste (*overshooting*) no ocurrió. En segundo

lugar, la Junta Directiva del Banco de la República ha sido puesta en la picota pública y desde diversos frentes se está pidiendo la cabeza de los codirectores.

El miniajuste

La ausencia de un sobreajuste no deja de ser llamativa, pues las experiencias recientes muestran que la eliminación de una banda cambiaria cuando la moneda está sufriendo un ataque especulativo ocasiona una fuerte devaluación y que, transcurrido algún tiempo, la tasa de cambio desciende a su nuevo nivel de equilibrio; incluso en los esquemas de bandas se percibe algo parecido cuando se cambia su nivel.

La eliminación de la banda en Brasil y Ecuador en el presente año ilustra claramente la magnitud del ajuste; en el Brasil la devaluación fue del 74% en las dos primeras semanas de flotación; en Ecuador fue del 64% en igual tiempo. El caso de sobreajuste al cambiar la banda lo ilustra nuestra propia experiencia del pasado mes de julio. En Chile la tasa de cambio se mantuvo estable (como se esperaba), pues la banda se eliminó en un momento de tranquilidad en el mercado cambiario.

Lejos de replicar los casos brasileño y ecuatoriano, la semana anterior se observó un mercado relativamente tranquilo, con un aumento moderado de la tasa de cambio y un rápido retorno al volumen medio de negociación. La devaluación registrada en la semana sólo fue del 0.38% y el viernes la tasa se ubicó apenas \$1 por encima del techo de la banda, si esta se hubiera mantenido.

Este es un síntoma alentador, pues de mantenerse ese comportamiento en las

próximas semanas, será posible que las tasas de interés retornen a su tendencia descendente.

Cacería de brujas

Luego de que muchos analistas clamaban por la eliminación de la banda cambiaria, ahora han surgido voces que piden la renuncia de los codirectores del Banco de la República por la decisión del fin de semana anterior; los críticos suponen que la eliminación de la banda después de haber gastado US\$ 1900 millones en su defensa en 1998 y US\$ 1100 millones en los primeros siete meses de 1999, demuestra que la Junta hubiera podido adoptar esa medida hace mucho rato y, con ello, el país se habría evitado la más profunda recesión de su historia.

Esas aseveraciones deberían partir de una revisión de los hechos a la luz de las justificaciones que dio la propia autoridad monetaria y de la evaluación de las alternativas que se tenían.

El primer ataque contra la banda en 1998 ocurrió a comienzos de febrero; según el Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso en marzo de ese año, las causas de esa presión sobre la tasa de cambio fueron la declaración de inexecutable de la emergencia económica, la descertificación por los Estados Unidos, el mayor costo relativo del endeudamiento externo, el cambio en la composición de la deuda pública externa hacia deuda interna, la mayor dinámica de las importaciones y, finalmente, los efectos de la crisis asiática.

Puesto que la credibilidad en las bandas cambiarias se fundamenta en la disposición de la autoridad monetaria de defenderla cuando sea necesario, la Junta

adoptó las medidas recomendadas, esto es, intervenciones en el mercado –por un monto de US\$ 411 millones–, con lo cual se drena liquidez y aumentan las tasas de interés.

No obstante, el Banco tenía claro que una sequía de liquidez podía elevar demasiado las tasas de interés y debilitar en exceso la demanda agregada; por ello, compensó buena parte de la liquidez permanente que se perdió con mecanismos transitorios. Las tasas de interés se mantuvieron altas, con lo que era de esperarse que se redujera el diferencial de rentabilidad. En nuestra opinión, el manejo de este ataque fue consistente.

El segundo ataque contra la banda ocurrió entre mayo y junio de 1998. El Informe de la Junta al Congreso en julio de ese año explicó el ataque por factores internos –especialmente la tensión por las elecciones presidenciales y la disminución de la oferta de divisas por parte de la Dirección Nacional del Tesoro– y la turbulencia de los mercados financieros internacionales.

Pero las decisiones de la Junta cambiaron radicalmente respecto a las adoptadas en el primer ataque. El banco gastó US\$ 432 millones en la defensa de la banda, adoptó la decisión explícita de no reponer la liquidez fugada y resolvió restringir el acceso a la liquidez; para esto, estableció un cupo de \$230 mil millones asignados mediante el sistema de subasta holandesa.

Fue este choque negativo de liquidez el que llevó la recesión más allá de cualquier previsión; en los días anteriores a esa decisión, el Banco había dado recursos hasta una cifra cercana a los \$800 mil millones diarios.

En nuestra opinión, el Banco ha debido implementar una política similar a la del primer ataque, especialmente cuando se sabía que los factores internos eran transitorios y el monto de reservas internacionales se mantenía alto (cerca de US\$ 9200 millones a finales de mayo).

La comparación de los dos ataques muestra que el Banco cumplió con sus objetivos de defensa de la banda y que en el primero de ellos adoptó las políticas adecuadas; sin embargo, en el segundo ocasionó restricciones de liquidez muy fuerte que llevaron a la crisis de la economía; la propia Junta ha reconocido en varios de sus informes que la recesión ha sido más profunda de lo que las autoridades esperaban.

Por lo tanto, no se puede tratar de armar juicios hoy por el costo en dólares que implicó defender la banda; los esquemas de flotación no excluyen las intervenciones del banco central para moderar presiones no compatibles con las metas macroeconómicas y ello no se puede considerar un despilfarro.

La responsabilidad de la Junta recae sobre la recesión de la economía, pero también aquí hay que poner matices. Es justo reconocer que ningún esquema de manejo cambiario hubiera podido impedir la salida de capitales y su impacto en la liquidez de la economía; que en cualquier esquema cambiario la autoridad monetaria hubiera tenido un costo en reservas internacionales; y que los desequilibrios de las finanzas públicas y de la cuenta corriente son factores que contribuyen a mantener altas las tasas de interés.

La nueva política monetaria

Más importante que hacer juicios, en este momento se debe hacer claridad sobre el papel que debe jugar la política monetaria. Como ya lo han señalado varios analistas, la decisión de eliminar la banda cambiaria debe ser seguida de anuncios de la autoridad monetaria sobre cuáles serán las nuevas reglas de juego del mercado.

Los debates que plantearon Krugman, Sachs y otros destacados economistas al uso de tasas de interés altas para defender la tasa de cambio, se basaban en los efectos negativos que esa política tiene sobre el crecimiento económico; en consecuencia, las alternativas que plantearon –control selectivo de cambios o flotación– precisamente apuntan a recuperar la autonomía en el manejo de la tasa de interés, lo que permite a las autoridades bajarlas a niveles que permitan la recuperación de la actividad económica.

La Junta venía empeñada en una caída de las tasas de interés reales a niveles del 4 o 5%; cabe esperar que se mantenga en esa línea ahora que se ha suprimido el dilema tasa de cambio – tasa de interés. Para esto, resulta relevante la recuperación de la liquidez permanente de la economía.