

Consideraciones sobre la política de estabilización en Colombia. 1990-1991

Alberto Carrasquilla

Lecturas de Economía. No. 35.

-Introducción, 11. -I. La inflación actual: un diagnóstico, 14. -II. Consideraciones de política económica, 21. -Conclusiones, 30. Bibliografía, 31.

Introducción

Al finalizar 1991 la inflación bajó de los niveles de 32.4% observados en 1990 a cifras, aún muy elevadas, de alrededor de 26.5%. De otra parte, y como síntoma adicional de que ha existido un desequilibrio macroeconómico, en la actualidad diversas variables nominales crecen a ritmos superiores al 50% anual, como es el caso de la deuda del Banco Central, las reservas internacionales, la base monetaria etc. Ciertamente, cuando un grupo amplio de variables nominales crece a estas tasas, hay presiones inflacionarias básicas. Por ejemplo, si la trayectoria del déficit fiscal está dada, sustituir emisión de deuda pública por la emisión monetaria, simplemente pospone la expresión inflacionaria del desorden fiscal¹.

1 Este caso es discutido en Sargent, T. y N. Wallace: "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" en Sargent (1986) *Rational Expectations and Inflation*.

El punto de partida de este trabajo es que la aceleración inflacionaria observada en el período 1990-1991 es un mecanismo de ajuste macroeconómico ante desequilibrios básicos, fundamentalmente reflejados en las cuentas del sector externo. Por paradójico que parezca hoy día, esta posición no era de común aceptación ni dentro ni fuera del Gobierno hacia finales de 1990 y comienzos de 1991. En efecto, tanto el diagnóstico oficial reflejado en declaraciones del Ministerio y en publicaciones de sus técnicos, como las medidas de política, reflejaban una posición bien diferente.

Las interpretaciones sobre el problema inflacionario reciente se pueden dividir en dos grandes frentes de análisis, según el tipo de perturbación que se considera como origen del proceso posterior de ajuste endógeno.

El primero plantea que la aceleración inflacionaria proviene de decisiones de tipo fiscal y cuasi fiscal ligadas con el gasto público, los subsidios implícitos en la política de precios de sustentación y la acomodación monetaria de las alteraciones en precios relativos implicadas por estas decisiones.

En este enfoque la cantidad de dinero es una variable exógena y sus cambios anteceden las variaciones de precios (Calderón y Herrera, 1990). Esta es una posición convencionalmente esgrimida por la escuela monetarista y, como lo han señalado algunos autores (Montiel, 1989), lleva la idea de que la inflación es "siempre y en todo lugar un problema monetario" un paso más allá, implicando que el desajuste fiscal sería el responsable de la expansión monetaria.

El segundo enfoque plantea que la inflación constituye un proceso de ajuste macroeconómico que se deriva del manejo de la política cambiaria y no, en primera instancia de la política fiscal. Al interior de este enfoque, cabe distinguir dos corrientes. La primera enfatiza los efectos de la devaluación nominal sobre la estructura de costos de las empresas y entiende la expansión monetaria como una implica-

ción endógena del *shock* de costos (Lorente, 1991; Correa y Escobar, 1990).

La segunda corriente enfatiza el concepto de desequilibrio del tipo de cambio y subraya procesos de ajuste en varios frentes de la economía, entre los cuales se destaca la revaloración de los activos financieros denominados en divisas. En este análisis, como en el anterior, la cantidad de dinero es fundamentalmente endógena (Carrasquilla, 1990; Castellanos, 1991; Herrera, 1991).

La estrategia de política entre 1990 y la primera mitad de 1991 consistía, a grandes rasgos, primero, en disminuir el déficit operativo del sector público el cual era visto como el gran causante de la aceleración inflacionaria. Luego en controlar administrativamente la generación de crédito financiero y, por último, en esterilizar el flujo de capitales hacia el país de manera agresiva con el fin de controlar el crecimiento monetario presente con emisión de deuda.

Aunque desde finales de 1990 se hicieron intentos por utilizar mecanismos de control cambiario, tendientes a neutralizar en su fuente la expansión de reservas, estos fueron parciales, temporales, y aislados (Resolución 66). Algunas medidas cambiarias adicionales fueron la aceleración de giros de importación (Resolución 81) y la eliminación de los depósitos previos (Resolución 2). Unidas a la disminución en el ritmo de la devaluación nominal, estas medidas constituyeron, de cierta manera, un complemento a la estrategia general de la política económica, más que su eje fundamental.

Entre junio y julio esta relación se revierte y la política cambiaria pasa a ser el eje del manejo macroeconómico, con la política crediticia y monetaria pasando a ser su complemento. De cierta manera, aunque se sigue utilizando el mismo vector de instrumentos, se cambian las ponderaciones. Este cambio en ponderaciones implica, desde luego, cambios de mucha importancia en cuanto a la trayectoria concreta de las variables fundamentales de política económica.

El propósito de este documento es hacer explícitas las premisas que justifican, a juicio de este autor, el cambio en ponderaciones mencionado. No se trata de hacer una crítica de la estrategia de "esterilización a toda costa", considero que las críticas a este esquema han sido expuestas ya en varias oportunidades por distinguidos comentaristas económicos².

I. La inflación actual: un diagnóstico

El esquema teórico pertinente para entender la coyuntura inflacionaria de 1990-1991 debe explicar, simultáneamente, la naturaleza acelerada y generalizada de la inflación en 1990, aspectos íntimamente vinculados entre sí y cuyo fundamento empírico es muy claro. El enfoque correcto para este análisis debe partir de caracterizar la aceleración como un fenómeno **monetario**.

Ahora bien, en el enfoque monetario de la balanza de pagos es conocido el hecho de que la inflación de equilibrio a largo plazo es deducible tanto a partir de un *shock* fiscal como a partir de un *shock* cambiario. Si por equilibrio a largo plazo, o estado estacionario de la economía, se entiende una situación donde la tasa de cambio real y los saldos monetarios reales en poder del público son constantes, entonces se pueden estudiar con claridad dos escenarios extremos de política.

En el primero, la autoridad decide prefijar una trayectoria para la tasa de cambio *nominal*. En este caso, al optar por definir una meta para la tasa de inflación de largo plazo, y para la magnitud del

2 Entre otros, ver Herrera, S. (1991b) quien argumenta con claridad que los intentos por esterilizar la entrada de capitales en el primer trimestre fueron prácticamente inútiles desde el punto de vista monetario. Esto se deriva, por supuesto, de que en un contexto de tasa de cambio controlada y con movilidad de capitales, la cantidad de dinero es endógena.

impuesto inflacionario, el déficit fiscal "sostenible" se determina de manera enteramente endógena. Si el déficit es más alto que el sostenible, dada la meta de inflación, sencillamente sube esta última variable con el fin de financiarlo.

De otra parte, si la autoridad define *ex-ante* una trayectoria para el déficit fiscal, bien porque le resulta imposible reducirlo o porque lo considera adecuado, el *trade-off* se define en términos de la tasa de cambio nominal y de la tasa de inflación. Dada la meta de inflación, la tasa de cambio nominal sería endógena. Entre mayor sea la tasa de cambio nominal, mayor será la inflación.

Podemos concluir que si la tasa de cambio real es fija, o si cambia como consecuencia de factores exclusivamente reales, la autoridad no puede determinar, simultáneamente, la inflación, la devaluación nominal y el déficit fiscal. De otra parte, si la tasa de cambio real de largo plazo pudiera cambiar por causas de tipo nominal, entonces es posible aceptar algún grado de independencia entre estas variables. Ahora bien, queda claro que la pregunta esencial es si, en efecto, la tasa de cambio real de largo plazo es afectada por la política nominal o no.

A. Efectos reales de la política nominal

La literatura teórica es muy enfática en rechazar esta hipótesis: "a largo plazo, la política nominal tiene efectos sobre la tasa de cambio real". En el enfoque monetario básico, una expansión nominal, por ejemplo, causa una devaluación de la tasa de cambio nominal en un régimen de tasa de cambio flexible, o una caída de reservas en un régimen de tasa de cambio fija, porque implica un exceso de oferta de dinero doméstico.

En la versión más desarrollada de Dornbusch (1976), donde se supone que los mercados financieros están siempre en equilibrio, la

expansión genera una devaluación del tipo de cambio nominal, una caída de las tasas internas de interés y expectativas generalizadas de revaluación. En la medida en que los precios no se ajustan inmediatamente, la devaluación nominal se asocia con devaluación real. Sin embargo, esto es sólo temporal. En el ajuste, van subiendo las tasas de interés internas, reduciéndose las expectativas de revaluación y revaluándose la tasa de cambio real, hasta llegar a su nivel inicial.

Este tipo de resultados, obtenidos también en modelos de economía dependiente (Khan y Lizondo, 1970), sugieren la neutralidad de la política nominal en términos de sus efectos sobre las variables reales. Por esta razón es viable pensar que el efecto de la devaluación nominal, de la inflación y de la política monetaria es nulo en términos de la tasa de cambio real de largo plazo. Dicha tasa dependería, más bien, de decisiones en materia de la composición del gasto por parte de los agentes (preferencias privadas y política fiscal), de los términos de intercambio, del desarrollo tecnológico y de otros factores reales.

B. Efectos inflacionarios

A corto plazo, sin embargo, es posible que haya importantes efectos provenientes de la política económica. Específicamente, es posible que una expansión monetaria devalúe la tasa de cambio real de corto plazo. Si inicialmente estábamos en equilibrio, se presenta un desajuste entre la tasa real de corto plazo y la de equilibrio; la tasa observada es más alta (más devaluada) que la de largo plazo y se produce un exceso de demanda por bienes no comerciables y un superávit en la balanza comercial.

Con una tasa de cambio nominal dada, en ausencia de otros cambios, este exceso de demanda por bienes no comerciables será inflacionario y la inflación revalúa la tasa de cambio real llevándola a su nivel inicial. Algo similar sucede con una devaluación de la tasa nominal. Inicialmente se presenta una devaluación real que se asocia

con excesos de demanda por bienes no comerciables y con superávit en la cuenta corriente. El ajuste, de otra parte, lo produce la inflación implicada tanto por la dinámica de los precios de los no comerciables como por la devaluación nominal misma.

C. El caso colombiano

En el caso colombiano de 1989-1991, el esquema anterior sirve de apoyo en la discusión sobre política económica. La ruptura del pacto cafetero y sus implicaciones previstas sobre términos de intercambio tienden a devaluar la tasa real de equilibrio. La apertura comercial, de otra parte, tiende a reforzar esta devaluación de la tasa de equilibrio. Estos dos argumentos sugieren la conveniencia de devaluar la tasa de cambio nominal para evitar una sobrevaluación. Sin embargo, lo que sucedió fue, de cierta manera, complejo. En primer lugar, el sector cafetero ajustó por vía de cantidades los ingresos por exportación. En segundo término, la apertura comercial no modificó con la prontitud esperada las preferencias de los agentes en términos de la canasta de bienes transados. Por ello, no es nada claro el que la tasa de cambio real de equilibrio se haya devaluado, ni mucho menos que lo haya hecho en las magnitudes en que se suponía al decidir la ruta de la devaluación nominal.

Por esta razón, la devaluación nominal observada entre mediados de 1989 y finales de 1990, conllevó una devaluación real que sobrepasó el ajuste en la tasa de equilibrio de largo plazo. El desequilibrio, predicen los modelos descritos, implica la necesidad de ajustes a nivel macroeconómico.

D. Posibilidad de manejo

Acceptando el razonamiento anterior, en el sentido de que en Colombia se generó o se amplió un desequilibrio cambiario, es decir,

se afectó la tasa de cambio real más allá de lo que lo estaban haciendo sus determinantes básicos, hay, en esencia, dos posibilidades de manejo económico que no son, desde luego, mutuamente excluyentes sino casos extremos. La primera alternativa es iniciar políticas que devalúen la tasa de equilibrio para llevarla a la tasa observada. La segunda posibilidad es hacer efectivas políticas que revalúen la tasa de cambio real observada para llevarla a la de equilibrio.

En el primer caso, se trata de políticas que alteren el patrón de gasto agregado de tal forma que, para cualquier nivel dado de ingreso, la composición del gasto se modifique, enfatizando los bienes comerciables. En ausencia de cambios exógenos en las preferencias del sector privado, este tipo de políticas se basarían en decisiones referentes a la composición del gasto público y en la política arancelaria.

Un problema básico con el tipo de ajuste fiscal experimentado en Colombia recientemente, es que al reducirse la inversión se reduce el componente importado (comerciable) del gasto público y se eleva el componente representado en bienes y servicios no comerciables (servicios laborales). Esta alteración tiende a revaluar la tasa de equilibrio y actúa en sentido inverso al ajuste requerido, profundizando el problema.

En cuanto a la reducción de aranceles, la política es totalmente consistente. La única inquietud que surge en el caso colombiano se refiere al problema típico de toda apertura gradual; el importador puede derivar ganancias al posponer su importación y así, a corto plazo, puede resultar una caída en las importaciones y una revaluación de la tasa de equilibrio de corto plazo.

En la segunda alternativa, llevar la tasa observada a la de equilibrio, la posibilidad más obvia es la revaluación del tipo de cambio nominal. En este caso, sin modificaciones en los determinantes fundamentales de la tasa real de equilibrio, la revaluación cumple el papel de acercar las dos tasas de cambio y eliminar el desequilibrio. Evidentemente, el problema más importante es el de determinar el

tipo de cambio real de equilibrio, aspecto más complejo cuanto más importantes han sido los cambios de tipo estructural sufridos por la economía en estos dos años. Más adelante intentaremos aproximar el problema de manera empírica.

E. La dinámica macroeconómica en 1989-1991

En el escenario colombiano, podemos empezar el análisis a finales de 1989 y observar los siguientes hechos. En primer término, durante 1990 se efectúa un ajuste fiscal que, en términos de operaciones efectivas, lleva el déficit de -1.9% del PIB a -0.4% del PIB. Este ajuste se basa en un incremento importante de los ingresos más que en una reducción notoria del gasto público. En efecto, los ingresos consolidados pasan de representar el 22.3% del PIB en 1989, a representar el 23.8% (+1.5) del PIB en 1990, mientras que los gastos representan el 23.8% y el 23.2% (-0.6), respectivamente. Lo notorio al interior del gasto es, de otra parte, la reducción en la inversión, la cual pasa de 7% a 6.3% del PIB.

Este tipo de ajuste (más ingresos, menos inversión) tiende a reevaluar la tasa de equilibrio al menos por dos razones. La primera presión a la revaluación es que se reduce el componente importado del gasto agregado e implica la tendencia a generar mayor superávit en la cuenta corriente pública. La segunda es que los mayores ingresos corrientes provienen del sector privado, en la forma de mayor gasto en no comerciables (servicios públicos), lo cual tiende a reevaluar la tasa. De otra parte, si el gobierno no eleva el gasto y el sector privado lo reduce, se eleva el ahorro a nivel macro y aumenta la cuenta corriente, devaluando, en este caso, la tasa de equilibrio de corto plazo.

Aunque las reducciones en las barreras comerciales fueron notorias, no es tan claro el que la respuesta inmediata de la tasa de cambio de equilibrio haya sido una devaluación. La evidencia sugiere que la incertidumbre respecto del cronograma de desgravación desmotivó la

realización de importaciones e implicó una tendencia, más bien, a la revaluación de la tasa de equilibrio a corto plazo. En este sentido apunta la notoria subestimación que hacen los modelos convencionales de demanda por importaciones en un contexto de crecimiento relativamente importante (4.3%) y de desgravación arancelaria y para arancelaria.

Estas dos fuerzas combinadas tienden, pues, a sugerir una *revaluación* de la tasa de cambio real de equilibrio. Paralelo a este proceso, las autoridades optaron por *devaluar* activamente la tasa de cambio nominal, desequilibrando así la tasa de cambio real observada con respecto a sus niveles de equilibrio. Como se sugería arriba, este efecto real sucede a corto plazo por cuanto los precios no reaccionan con la misma velocidad que la tasa de cambio nominal. El enfoque monetario que utilizamos predice que, en ausencia de ajustes en otros frentes, este desequilibrio, en el cual la tasa real se aleja de la tasa real de equilibrio, se expresa más adelante a través de mayores ritmos de inflación.

Un manejo cambiario "activo", en el contexto anterior, implica un ritmo creciente de inflación que refleja una adecuación del nivel de precios a la nueva tasa de cambio nominal, con tasas de cambio reales de largo plazo fijas. La naturaleza generalizada de la dinámica inflacionaria en 1990-1991 es una validación empírica de la idea de que la inflación actual es monetaria. Su carácter acelerado es prueba de que ella fue *causada* por la decisión de desequilibrar la tasa real de cambio.

Lejos de ser un caso aislado, la evidencia reciente muestra que el enfoque cambiario de la aceleración inflacionaria es pertinente en la explicación de recientes episodios de fuerte aceleración inflacionaria. Utilizando métodos de vectores autorregresivos, Peter Montiel (1989), del Fondo Monetario Internacional, ha demostrado que en los casos de aceleración inflacionaria de Brasil (1982:4), Argentina (1982:3) e Israel (1983:3) y con información hasta finales de 1985, el enfoque

cambiario predomina sobre el enfoque fiscal en la explicación de una aceleración inflacionaria con raíces monetarias.

II. Consideraciones de política económica

Las secciones precedentes nos han permitido caracterizar el problema básico de la economía colombiana y aproximar la magnitud de sus implicaciones. En ausencia de medidas compensatorias, la economía exhibe un potencial inflacionario de importancia³. En la medida en que este potencial inflacionario es reconocido por los agentes, las tasas de interés nominales que podríamos considerar "estructurales" son bastante inflexibles a la baja.

Las posibilidades de manejo macroeconómico son de dos tipos: la primera, es intentar devaluar la tasa de equilibrio reduciendo estructuralmente la demanda y, en especial, la demanda por bienes no comerciables. Esto se logra con recortes fuertes en el gasto público y con recomposiciones que enfatizen los bienes comerciables. La segunda alternativa es revaluar la tasa de cambio observada, acercándola a la de equilibrio, impidiendo que sea el nivel de precios el que lo haga. Esto se haría mediante una revaluación nominal.

Las proyecciones actuales, que van en la dirección de un incremento notable del gasto público en 1992, que lo elevan en un punto del PIB, pasando de 37.2% al 38.2%, son excesivos. Un eje de la política debe ser reducir el gasto público en, cuando menos, \$350MM para mantenerlo constante como proporción del ingreso. Esta reducción del gasto iría en la dirección de devaluar la tasa de cambio de equilibrio y de corregir el problema.

3 No es concebible que una economía exhiba crecimientos superiores al 70% anual en distintas variables nominales sin que por ello esté asociado con presiones inflacionarias.

A. La acumulación de reservas

Examinando la trayectoria de las reservas internacionales en 1991 algunos estudios sugieren que la acumulación de reservas netas, que para fines de noviembre supera los US\$1900 millones, se explica en grado importante por razones de tipo especulativo⁴. Un estudio que examina la situación hasta octubre, concluye que un 50% de la acumulación total era explicada por estos conceptos.

Cifras muy similares a las sugeridas son estimadas por Herrera (1991) para el mes de marzo, partiendo de una metodología diferente. Herrera calcula que en el primer trimestre entraron al país US\$265.9 millones brutos, menos US\$60 millones que él estima como predecibles, y el autor, para igual período, estima una entrada bruta de US\$270 millones.

Teniendo en cuenta la enorme importancia de las entradas especulativas de capital, las medidas efectuadas a finales de 1991 tendientes a enfrentar el problema de acumulación de reservas, se centraron en aliviar dos presiones: la restricción crediticia, que forzaba una sustitución de fuentes, y los incentivos a la especulación financiera. Las medidas posibles se pueden sintetizar de la siguiente manera:

- (a) Aceleración de la devaluación,
- (b) Liberación del encaje,
- (c) Reducción de las tasas de las OMAS.

Aunque las medidas (b) y (c) van en la dirección correcta, al reducir el incentivo financiero y crediticio a repatriar capitales, la

4 Ver el trabajo de Carrasquilla, Alberto (1991).

aceleración de la devaluación es una medida equivocada si suponemos que hay subvaluación.

Los efectos de acelerar la devaluación, en presencia de un desequilibrio creciente, son, cuando más, puramente temporales. Lo sensato es suponer que el creciente desequilibrio cambiario implica expectativas de revaluación y que elimine el efecto financiero de la mayor devaluación. Segundo, parte importante del superávit corriente en la balanza cambiaria se explica por factores más estructurales; es decir, se puede plantear que los niveles actuales de tasa de cambio real resultan en una cuenta corriente estructuralmente superavitaria y que la continuidad de este proceso conduce a asignaciones inflacionarias de los recursos reales de la economía.

B. El problema cambiario en general

La solución de fondo al problema inflacionario radica, pues, en la corrección al desequilibrio básico, el cual en este documento se asocia con la tasa de cambio nominal y sus efectos sobre la balanza de pagos. Ahora bien, como ha sido señalado, por ejemplo, por Guillermo Calvo (1981), es necesario distinguir entre los problemas asociados con el nivel y los relacionados con las variaciones de la tasa de cambio nominal.

Así, de manera simplificada, podemos plantear que el nivel de la tasa de cambio real, entendida como la relación entre el precio de los bienes comerciables y el de los no comerciables, se liga a mediano plazo con la cuenta corriente de la balanza de pagos; mientras que el ritmo de devaluación nominal, y su sostenibilidad a mediano plazo, para un ITCR dado, se relaciona con la rentabilidad de los activos domésticos en relación con los externos.

El manejo óptimo de la política cambiaria debe, al mismo tiempo, defender un ITCR (medida de la tasa de cambio real) de equilibrio y

devaluar a ritmos que ni sean percibidos como insostenibles por los agentes, ni impliquen la presencia sostenida de diferenciales en tasa de interés. Para la discusión, dividimos el problema cambiario en términos de estos dos componentes.

1. El nivel de la tasa de cambio: cálculos alternativos de la tasa de cambio de equilibrio

El nivel adecuado o de equilibrio de la tasa de cambio real corresponde a factores tales como el tamaño y la composición del déficit fiscal, el grado de apertura de la economía, el ritmo de crecimiento tecnológico y los niveles de endeudamiento externo⁵. En términos muy sencillos, podemos plantear que la tasa de cambio real de equilibrio corresponde a la relación de precios comerciables/no comerciables que garantiza a largo plazo tanto una cuenta corriente (exceso de demanda por bienes comerciables) nula como una posición balanceada en el mercado de no comerciables. A corto plazo, y como consecuencia de diversos tipos de *shocks* exógenos, la tasa de equilibrio puntual puede diferir de la tasa de equilibrio de largo plazo.

El cálculo de la tasa de equilibrio es extremadamente complejo, máxima en presencia de flujos especulativos de capital. Por ende, las cifras que siguen son sólo aproximaciones respecto de la dirección de los desequilibrios.

Como una primera aproximación global a la determinación de la tasa de equilibrio podemos tomar la tasa prevaleciente en períodos para los cuales la cuenta corriente es cercana a cero, por ejemplo al interior de un rango de 0.6% del PIB. En Colombia, esta condición se obtiene en el período 1987-1989. La tasa de cambio real, entendida

5 Para una discusión de la noción de tasa de cambio de equilibrio en un modelo dinámico de dos períodos, ver Edwards (1990).

como el ITCR promedio anual del Banco de la República, oscila en ese período entre 97 y 99. Si ello fuere así, un estudio reciente de Khan y Ostry (1991) sugiere que para las elasticidades de importación y exportación observadas en Colombia (0.6 y 0.7 aproximadamente)⁶ la tasa de equilibrio para una reducción del arancel de 25% a 14.5% se habría devaluado en alrededor de 3%, es decir, sería de aproximadamente 99-101. Si aceptamos un deterioro de los términos de intercambio proveniente de la situación del café de 2%⁷, la devaluación sería de 1% adicional, llevando la tasa a más o menos 100-102.

Un segundo estimativo es el de Herrera (1991b), quien utiliza un criterio de tipo estadístico para estudiar la evolución de la tasa de cambio real efectiva de largo plazo en Colombia, y produce resultados excelentes en cuanto a la relación entre desequilibrio cambiario y algunas variables macroeconómicas. Asimilando la tasa promedio 50-90 con la de largo plazo, y con base en una deducción de las primeras diferencias de la tasa de largo plazo, concluye que a finales de 1990 la tasa real efectiva estaba subvaluada en 19% y, en cálculos posteriores, calcula la tasa de largo plazo de 1991 en 100. Utilizando otra metodología de aproximación al problema de los niveles de la tasa, es decir sin utilizar el promedio como criterio, Herrera llega al mismo resultado de 100 en 1991.

6 Suponemos que las exportaciones tradicionales no son elásticas y que las no tradicionales exhiben una elasticidad de 1.2 para una elasticidad de 0.7. En el caso de las importaciones suponemos una elasticidad compensada de 0.3.

7 Con c la proporción del café en las exportaciones totales (18% en 1991), p_c el precio del café, p_n el precio de las exportaciones no cafeteras $p = 0.82 p_n + 0.18 p_c$. Un deterioro de 35% en el precio del café implica una caída de 6% en p , o de 6.3% en los términos de intercambio sin ajustes en precios de importación ni exportación. En 1991 se observa una caída en los precios implícitos de importación y una elevación en los precios implícitos de las exportaciones menores. Por eso el 6.3% de efecto bruto, sin tener en cuenta efectos de cantidad, es compensado por dos vías. Nuestro estimativo de 2% es muy aproximado.

Estimaciones similares a las de Herrera han sido efectuadas, con información trimestral y mensual, en el Banco de la República por Agudelo (1991) y Saavedra (1991) respectivamente, quienes, partiendo de equilibrio en el período 1986-1989, calculan una subvaluación de 7.5-10% en junio de 1991, cuando la tasa es alrededor de 108. Por ende, calculan una tasa de equilibrio cercana a 100.

Por todos estos frentes, sintetizados en la siguiente tabla, la subvaluación implicaría la necesidad de una revaluación de unos 10-15 puntos al finalizar 1991 respecto de los niveles de finales de 1990. Con una inflación interna de 28% y externa de 4.5%, esto supone una devaluación nominal al final del año de 13-15%, suponiendo que los efectos cruzados de las tasas de cambio internacionales van en la dirección de una revaluación del dólar de 4.5%-5.5%. Con las mismas cifras y una devaluación de 25%, el ITCR llegaría a 107-108 e implicaría la continuidad del desequilibrio.

Cálculos alternativos de la tasa de equilibrio

1. Método Khan-Ostry	100-102
2. Herrera	100
3. Saavedra	100 (enero 1991)
4. Agudelo	99-100 (junio 1991)
5. Descuento compra efectivo	
Mercado (septiembre)	97-101

2. Políticas alternativas para un ITCR dado

Llegar a la conclusión de que la tasa se equilibra a niveles de 100-102, como se sugiere arriba, o cualquier otro nivel inferior a la tasa

observada en el presente, es sólo el punto de partida, dada la situación actual. Primero, es claro que la presencia del certificado a descuento endogeniza la tasa nominal de cambio efectivamente observada. Por tanto, la política de devaluación por sí sola, incluso suponiendo como dada la inflación, la inflación externa y la cotización del dólar, no garantiza el ITCR deseado. Segundo, no es claro el horizonte óptimo a lo largo del cual el ITCR debe llegar a 100.

El mecanismo del certificado hace que la tasa de cambio nominal pertinente sea endógena alrededor de una banda dictada por la tasa de compra oficial. Esto es problemático desde el punto de vista de la política cambiaria. No se tiene el suficiente grado de control sobre la tasa como para llegar al ITCR de equilibrio, pero tampoco se permite que el mercado revalúe la tasa de cambio en grado suficiente como para eliminar las expectativas de revaluación.

Por tanto, analíticamente, una clasificación, particularmente útil, de las políticas alternativas que tenían las autoridades a finales de octubre es la siguiente:

- (a) Políticas que mantienen el esquema del certificado de cambio a descuento.
- (b) Políticas que eliminan el esquema del certificado a descuento.

Mantener los certificados de cambio tiene dos efectos. Primero, difiere la monetización de divisas ya causadas. Segundo, endogeniza la tasa de cambio nominal; la tasa de cambio nominal no será fijada totalmente por la autoridad, sino por una combinación de decisiones oficiales (la tasa oficial) y el mercado.

Si la tasa oficial es insostenible a mediano plazo, el mercado descontará en grado importante los certificados. De otra parte, si se revalúa la tasa oficial, el descuento será bajo como reflejo de las menores expectativas de revaluación. Si partimos de una subvaluación y se desea corregirla manteniendo el esquema del certificado,

entre más se devalúe la tasa oficial, mayor el plazo al que hay que ampliar el certificado.

3. Eliminación del certificado de cambio y revaluación frontal

La eliminación del certificado, unido a una revaluación del tipo de cambio nominal, tiene, al menos, dos ventajas importantes. La primera es que, para una revaluación suficientemente grande, elimina las expectativas de revaluación y desincentiva la entrada de capitales. La segunda es que devuelve al manejo de la tasa nominal una exogeneidad que el certificado había eliminado, con lo cual se facilita la convergencia al ITCR deseado.

El problema básico con cualquier escenario que implique revaluar la tasa nominal, es que la revaluación nominal y real inicial requerida puede sobredimensionar en grado importante el ajuste deseable, es decir, producir un *overshooting* de la tasa de cambio real, máxime en presencia de flujos especulativos de capital. El papel del *overshooting* es, precisamente, el de crear expectativas de devaluación y salidas de capital. Aunque deseable a nivel financiero, esto puede resultar indeseable a nivel real y difícil de hacer operativo a nivel práctico.

Es indudable que una parte del ajuste de la tasa de cambio, en el escenario de revaluación frontal, constituye la contrapartida de recursos de capitales golondrina y sería aceptable plantear que no conviene generar un problema de "enfermedad holandesa" que afecte sectores cruciales a mediano plazo, como la industria y la agricultura de exportación, para acomodar estos recursos.

Sin embargo, es necesario reconocer también que desde el punto de vista práctico intentar separar, por vías tributarias, por ejemplo, unos recursos respecto de otros resulta complejo e incluso ineficiente. Por tanto, bajo la hipótesis de que una parte de la entrada de divisas es de largo plazo, es posible que el país tenga que optar por aceptar

cierto superávit corriente de tipo más estructural. Obviamente, esto debe implicar ajustes en la política de endeudamiento.

Aceptar esto implica costos. Tal vez el más directo es la necesidad de generar el ahorro doméstico necesario para financiar la acumulación de reservas. Un mecanismo para hacerlo es el fiscal, sencillamente se debería generar un superávit estructural reduciendo el gasto o aumentando la tributación. El segundo es aceptar la inflación y el impuesto inflacionario como el costo de evitar una "enfermedad holandesa" ligada, por ejemplo, al narcotráfico.

La decisión, en síntesis, es entre mayor ahorro, incluida la inflación, que compense las mayores entradas de recursos de otros segmentos no tradicionales, de una parte, y la posibilidad de una "enfermedad holandesa" que castiga sectores tradicionales.

4. Prolongación del plazo del certificado de cambio

La segunda alternativa, menos radical, es la de prolongar la vigencia del certificado, evitando su monetización inmediata, y aumentando el descuento con el fin de mantener la tasa nominal "efectiva" en los niveles deseados. Esto tiene como ventaja evidente diferir la expansión monetaria proveniente de la acumulación de reservas. Tiene algunos inconvenientes.

Primero, aunque produce una revaluación de hecho, tal y como sucedió en julio de 1991, no ataca la causa fundamental del problema, la tasa de cambio oficial. Segundo, si se devalúa por encima de la inflación relativa se generan expectativas crecientes de una revaluación. Es decir, la tasa oficial "algún día" se debe revaluar. Esto incentiva, a mediano plazo, la entrada de capitales.

Por ende, la trayectoria de la tasa oficial de compra debe ir en la dirección de una revaluación. Dado que eso implica devaluar a ritmos

muy inferiores a la inflación deseada, sube la rentabilidad del activo en pesos y entran capitales.

Este escenario es conducente si existe la perspectiva de una generación de volúmenes importantes de gasto en importaciones en el plazo contemplado. Sin embargo, la evidencia respecto de este posible repunte es sólo fragmentaria de momento. Es cierto que los registros privados crecieron en grado importante (17.5% entre enero y junio), más aún los registros por concepto de bienes de consumo; sin embargo, la proyección para 1992 señala que incluso si los manifiestos alcanzan dichas cifras en 1992, existirá un superávit corriente.

Conclusiones

En este documento se ha presentado una visión global sobre el problema de desequilibrio macroeconómico presente en la actualidad, en Colombia; desequilibrio que se expresa en crecimientos de diversas variables nominales a ritmos superiores al 50% anual.

Se identifica el problema básico como uno de inconsistencia a nivel de la política económica, especialmente entre el manejo del tipo de cambio y el manejo fiscal. Las proyecciones sugieren que el problema se puede entender como derivado del hecho de que de la expansión total prevista del activo del sistema financiero, sólo "cabe" macroeconómicamente una proporción menor.

Si bien es claro que un eje básico del problema es fiscal, sobre todo a mediano plazo, donde hay niveles excesivos de gasto y de financiación externa paralela, el documento sugiere que la tasa de cambio está subvaluada, forzando entradas de capital especulativo y generando la necesidad de crear ahorro para financiar este incremento. Parte importante de este ahorro lo constituye el impuesto inflacionario, el cual podría llegar a representar más del 2% del PIB en 1991, poco menos de la mitad de la cuenta corriente.

Presuponiendo un ajuste importante del gasto público, que al menos no eleve su participación en el PIB, las alternativas visibles a finales de octubre eran dos; una revaluación frontal y una revaluación basada en el mecanismo del descuento.

En la última parte se han discutido escenarios que combinan las dos políticas. Se concluye que la política óptima debe considerar el manejo de la tasa de devaluación, así como el nivel de la tasa de cambio. Lo primero por sus efectos como "ancla" de las expectativas nominales del público y lo segundo como impedimento a que la inflación constituya el mecanismo de ajuste macroeconómico.

Bibliografía

Calvo, C.A (1981). "Devaluation: Levels versus rates" *Journal of International Economics*.

Carrasquilla, A. (1991) "¿Qué tan grande es el desequilibrio cambiario?" *Banco de la República*. Mimeo.

Herrera, S. (1991). "¿Qué tan efectiva es la política monetaria?"

Khan, M. y J.D Ostry (1991). "Response of the Equilibrium Exchange Rate to Real Disturbances in Developing Countries" *IMF Working Paper*. WP/91/3.

Lipschitz, L. y D. McDonald (1991). "Real Exchange Rates and Competitiveness". *IMF Working Paper*. WP/91/25.

Ministerio de Desarrollo (1991) "El sector externo y la política macroeconómica". Mimeo.

Montiel, P. (1989). "An Empirical Investigation of High Inflation Episodes". *IMF Staff Papers*.

Rodríguez, C.A. 1981) "Managed Float: An Evaluation of Alternative Rules in the Presence of Speculative Capital Flows". *American Economic Review*.