



I *ARTICULOS*

TASA DE CAMBIO: DETERMINANTES NOMINALES Y REALES

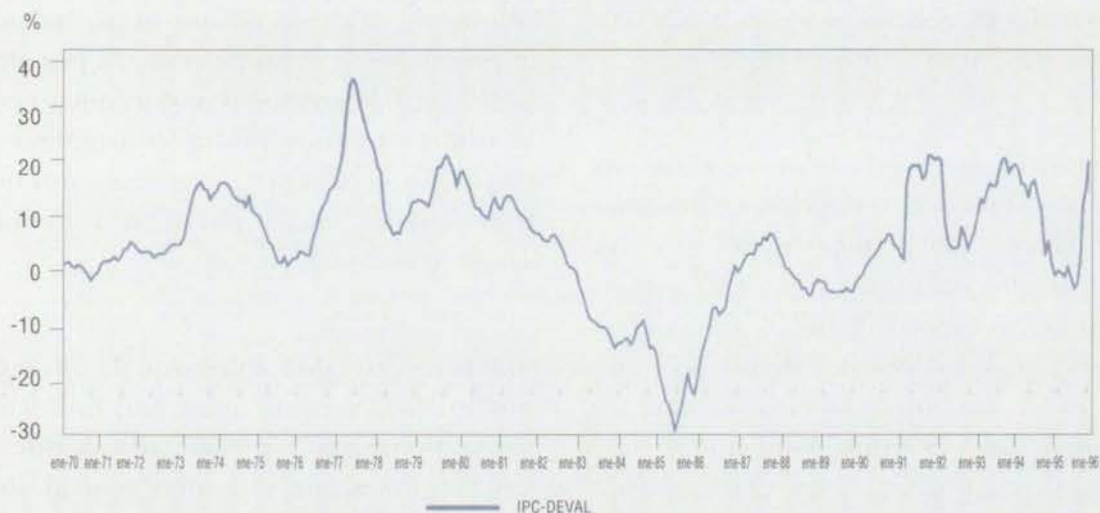
*Por: Hernando José Gómez R.**

Deseo agradecer la invitación de la Asociación Nacional de Exportadores (ANALDEX) para acompañarlos en esta mesa redonda sobre política cambiaria, fiscal y del sector exportador. Este panel resulta especialmente importante dadas las recientes tendencias en la tasa de cambio que afectan directamente las finanzas de los exportadores. Es conocido que el reciente comportamiento de la tasa de cambio nominal estuvo determinado por un retorno de capitales vía la liquidación de saldos de las cuentas de compensación, algunas operaciones importantes de inversión extranjera y por los reintegros de Ecopetrol y los estacionales del Fondo Nacional del Café. No obstante, el problema de la tasa de cambio real no está en estos factores de corto plazo. Por ello, en mi exposición, quiero, en primera instancia, señalar diagnósticos y soluciones que a menudo son mencionados por algunos comentaristas que a mi juicio no

son correctos. Posteriormente, entraré a señalar dónde realmente están las fuentes de la presión a la revaluación y cuáles serían las soluciones.

En primer lugar, el problema no tiene su origen en el sistema de las bandas cambiarias. Hay quienes nos dicen que en los buenos tiempos de las mini-devaluaciones fijadas por el Banco de la República este tipo de fenómenos no ocurría. Sin embargo, basta mirar el Gráfico 1 para ver cómo en el pasado siempre que había grandes influjos de divisas, especialmente en las épocas de las bonanzas cafeteras, el gerente del Banco de la República, con autorización del Ministro de Hacienda, siempre reducía sustancialmente la tasa de devaluación de la tasa de cambio oficial. Esto ocurría por una razón que dista de ser una equivocación de todos quienes han tenido

Gráfico 1
IPC vs. Devaluación nominal



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios.

que manejar el mercado cambiario. Ante una avalancha de divisas, una vez se superaba el espacio monetario consistente con la estabilidad de precios, era necesario reconocer que la tasa de cambio real se revaluaba, ya que el ajuste ocurría en todo caso, bien fuera vía una mayor inflación o una menor devaluación de la tasa de cambio nominal. No tendría justificación alguna para un banco central el tratar de mantener una tasa de cambio real a base de aumentos permanentes y crecientes en el nivel de inflación, ya que con ello estaría poniendo en peligro la estabilidad macroeconómica del país.

Ahora bien, el sistema de banda cambiaria simplemente automatiza lo que en el pasado hacían el Gerente del Banco y el Ministro de Hacienda en las épocas de la

Junta Monetaria. Por el contrario, el actual sistema conlleva un compromiso del banco central de defensa de los extremos de la banda cambiaria, acotando los niveles máximos de variación de la tasa de cambio.

Así mismo, también se señala que el problema es de tasas de interés excesivamente altas, sostenidas por la intervención del Banco de la República en el mercado interbancario en un nivel del 25%, que atrae capitales externos. A esto valga decir que para un país pequeño como Colombia, que no tiene influencia sobre los mercados financieros internacionales, la causalidad de las fuerzas del mercado corren de las expectativas de devaluación a las tasas de interés domésticas y no en el sentido contrario. Es por ello que desde julio del año en curso, las tasas de interés

se han reducido en cinco puntos. Con el reciente cierre de las captaciones a 30 días están dadas las condiciones para que la DTF se reduzca en un punto adicional.

Ahora bien, ¿hasta dónde puede propiciar el banco central la reducción en las tasas de interés? En primer lugar, quisiera precisar que vía reducciones en las tasas de interés es indudable que se fomenta en el corto plazo la demanda de divisas y con ello debe aumentar la tasa de cambio nominal. Sin embargo, dado que lo que importa a quien está involucrado en operaciones de comercio exterior es la tasa de cambio real, de poco serviría que la Junta del Banco propiciara un nivel de tasas de interés demasiado bajo, que a la vuelta de unos pocos meses generara presiones inflacionarias aún mayores que las que actualmente experimenta el país, al fomentar niveles insostenibles de gasto privado como ocurrió en 1992. En esto es mejor evitar bandazos innecesarios. Más aún, el mecanismo de bandas cambiarias garantiza que la tasa de devaluación futura será como mínimo de 13.6%, pudiendo, dentro del ancho de la banda, de terminar en el techo, llegar hasta un 27%. Por ello creo que quienes hagan sus cuentas financieras correctamente encontrarán que el incentivo a especular con divisas será muy reducido.

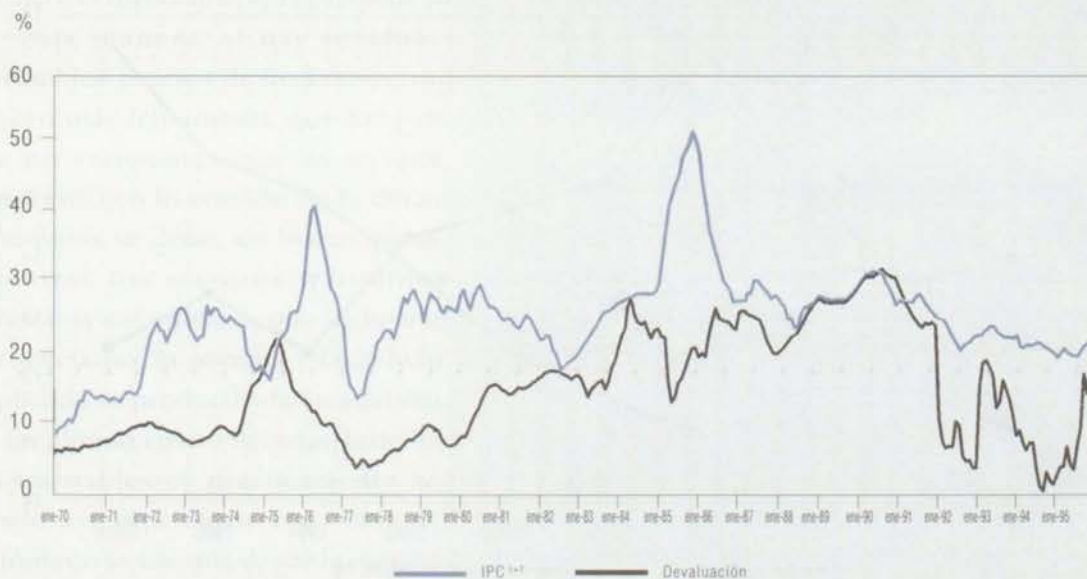
En la actualidad, la tasa a la vista del banco central, en términos reales, no llega a los tres puntos y la de 90 días en el sistema financiero es inferior a los seis puntos

reales, cuando en los últimos veinte años la tasa de interés real observada en Colombia para este último plazo ha sido en promedio de ocho puntos. Es por ello, que el espacio adicional para reducir tasas de interés es muy limitado mientras la inflación no comience a ceder, evento que debe observarse a partir del primer semestre de 1997.

Entonces ¿de qué depende la tasa de cambio real? Este es un tema muy estudiado por la literatura especializada donde la conclusión es que el banco central sólo determina la tasa de cambio nominal, sólo pueda afectar en el corto plazo su nivel real. Así, la tasa de cambio real está determinada fundamentalmente por el nivel del gasto real público y privado, por la evolución de los términos de intercambio, por el grado de movilidad de capitales y el comportamiento de la productividad entre el sector transable y los no transables. Por ello siempre que se efectúan devaluaciones nominales no sustentadas en ajustes de variables reales la inflación se incrementa. Basta comparar los resultados de la devaluación de 1985 con los de 1976-1977 ó 1986-1989 (Gráfico 2).

En el reciente seminario que sobre el tema de la tasa de cambio real organizó la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes, fue unánime en todas las presentaciones técnicas el impacto revalorador que ha tenido la dinámica del gasto público en lo corrido de la década de los años noventa (Gráficos 3 y 4). La

Gráfico 2
 IPC ^{t+1} vs. Devaluación nominal



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos.

intuición de la relación negativa entre el incremento del gasto público como proporción del PIB y la tasa de cambio real, es que una mayor participación en la torta del ingreso por parte del gobierno presiona las fuentes de financiación en la economía, llevando a mayores niveles de endeudamiento externo en forma directa al gobierno o vía una presión del mercado financiero doméstico, eleva las tasas de interés y hace atractivo el endeudamiento externo al sector privado.

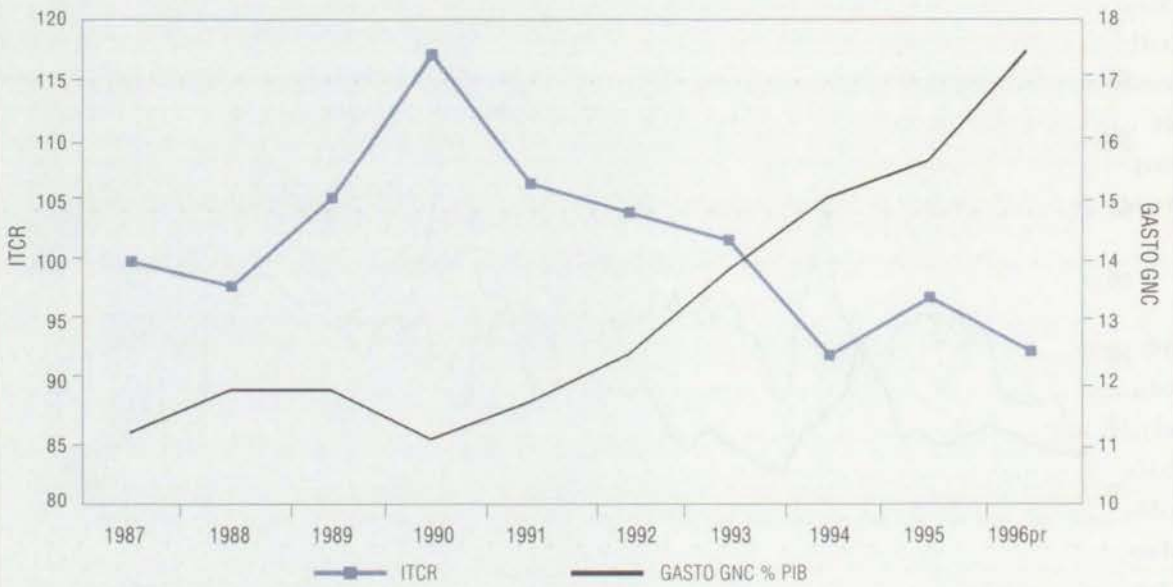
Entre 1990-1996 el Gobierno Nacional incrementó su participación en el producto del 11% a más del 17%, esto es, alrededor

de un punto del PIB por año. Cuando esto se mide con relación a todo el sector público no financiero, el incremento también es muy similar pasando del 24% al 32% del PIB. Si bien es cierto que parte de este mayor incremento en el gasto se financió con mayores impuestos, también lo es el que la mayor carga impositiva redujo el nivel del ahorro privado, mientras que el gobierno no incrementaba el ahorro público, con la consiguiente caída en el ahorro total de la economía. La caída en el ahorro total fue de tres puntos.

Otra manera de medir la evolución de la tasa de cambio real es la relación entre los

Gráfico 3

ITCR vs. Gasto GNC como % del PIB

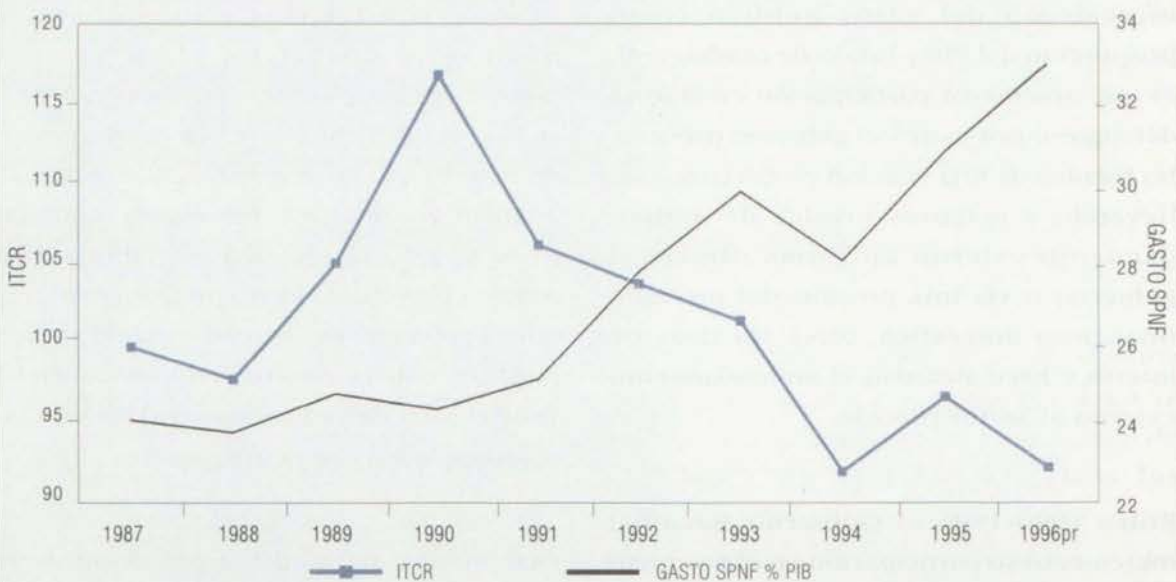


GNC: Gobierno Nacional Central

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4

ITCR vs. Gasto SPNF como % del PIB



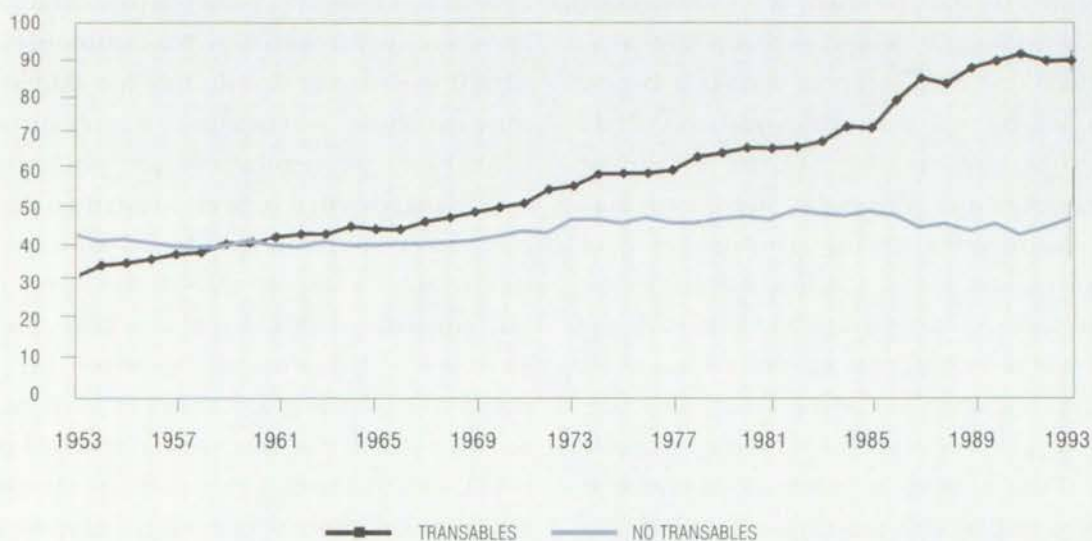
SPNF: Sector Público No Financiero

Fuente: Banco de la República.

precios de los bienes transables y los no transables, siendo, desde el punto de vista técnico, la forma más apropiada de medirla. De esta manera, si hay revaluación es porque los precios de los bienes transables crecen más lentamente que los precios de los no transables que es lo que se ha observado en lo corrido de la década. Este fenómeno se debe, en buena parte, a que mientras los sectores transables de la economía colombiana, que incluye el sector agropecuario, la minería y la industria, han triplicado su productividad media del trabajo en las últimas cuatro décadas, la de los bienes no transables es prácticamente la misma desde los años cincuenta. Más aún, este fenómeno se acentúa desde la segunda mitad de la década de los ochenta (Gráfico 5).

Este fenómeno ocurre debido a que el sector transable está sujeto a la competencia interna y externa y para sobrevivir necesita incrementar su productividad, mientras que el sector de los no transables donde sobresalen los servicios del gobierno, los servicios públicos, el sector financiero y el comercio, no tenían incentivos a la eficiencia, diferentes, las más de las veces, a los de una escasa competencia interna. Es por ello que se puede decir que en la actualidad los sectores transables de la economía no solamente sufren de la excesiva participación que en el gasto total de la economía mantiene el sector público, sino que también está cargando con la baja productividad de los sectores que no compiten internacionalmente.

Gráfico 5
Productividad aparente del trabajo de transables y no transables con base en el PIB
(Miles de pesos de 1975)



Fuente: Banco de la República.

Este punto está muy relacionado con el que ustedes le han escuchado en varias oportunidades al doctor Jorge Ramírez Ocampo, cuando se refiere a la mesoeconomía, para señalar los problemas institucionales y de servicios del gobierno que obligan a incurrir en costosas ineficiencias a los demás sectores de la economía. Es bien conocido el problema de la tramitomanía y corrupción en los servicios del gobierno, la carencia de infraestructura, lo costoso de las comunicaciones internacionales, los sobrecostos por los atrasos en infraestructura de seguridad y capacidad de carga en el transporte aéreo, los costos que genera para las fábricas la intermitencia en el servicio de energía eléctrica, las tarifas que por encima de los costos marginales de los servicios públicos deben cancelar las empresas, la demora en los fallos de la justicia, etc.

¿Qué hacer en este frente? Afortunadamente, la apertura a la inversión extranjera está generando en algunos sectores una competencia similar a la que para los bienes transables ocurre vía la apertura comercial. Así, en el sector comercio la entrada de cadenas internacionales de hipermercados está presionando a la baja los márgenes de comercialización, y obligando a las cadenas nacionales a aumentar sustancialmente su productividad en los últimos dos años. Las recientes inversiones de la banca española en dos de los mayores establecimientos de crédito en Colombia ya está reduciendo los

márgenes de intermediación, obligando a acelerar los procesos que buscan una mayor eficiencia administrativa y operativa en el sector financiero. En el sector de la construcción, el encarecimiento de la mano de obra no calificada que se seguirá agudizando con el mayor nivel educativo de la fuerza de trabajo y el menor número de jóvenes que entran al mercado laboral, también los obligará a modernizar su tecnología donde se impondrán las construcciones modulares y de prefabricados y la profesionalización de la mano de obra.

En cuanto hace al gobierno, una parte de la solución está en seguir incentivando la privatización de las empresas de servicios públicos y permitiendo la participación privada en la prestación de servicios como la larga distancia telefónica, la generación y distribución de energía eléctrica, la privatización de puertos y aeropuertos y las concesiones de largo plazo para la construcción y mantenimiento de carreteras y ferrocarriles. Naturalmente, en aquellos sectores donde hay los llamados monopolios naturales, se requiere comisiones de regulación que obliguen a que la mayor eficiencia en la gestión de las empresas sea transferida en una parte importante, a los usuarios de los servicios. Sin embargo, hay ciertos servicios que el gobierno difícilmente puede dar en concesión o privatizar como la justicia, el orden público y la defensa exterior. El país reclama urgentemente que se diseñen sistemas de control que impongan metas,

cumplimiento de objetivos y uso eficiente de los recursos a estos sectores gubernamentales. Así, por ejemplo, los ascensos y los aumentos salariales de los jueces deberían estar atados al número de casos evacuados y a la calidad de los fallos medido por la confirmación de los mismos en instancias superiores. Algo semejante se debería implementar en las fuerzas del orden.

Para finalizar, deseo referirme a la coyuntura. El problema actual en la tendencia de la tasa de cambio no se resuelve con una compra por parte del Banco de la República de US\$100 o US\$200 millones, sin un verdadero esfuerzo para corregir el desbalance de las finanzas públicas y procurar una mayor eficiencia en el gasto público. Tampoco la solución se reduce a que el Banco y el Gobierno se pongan de acuerdo. Esto requiere la participación de todas las fuerzas sociales quienes deben mayoritariamente estar de acuerdo respecto a la urgencia de recuperar el ahorro en la economía, sanear las finanzas públicas y darle un manejo austero a los ingresos adicionales que recibirá el país por las exportaciones de petróleo.

En el corto plazo, a mi juicio, la única fuente cierta para incrementar el ahorro total se encuentra en el esfuerzo del sector público para lo cual será indispensable que el Congreso de la República apoye las propuestas de ajuste fiscal presentadas por

el gobierno, y adicionalmente, se busque un esquema de participación de las entidades territoriales que no responda a una participación fija de los ingresos corrientes de la Nación, sino en los costos reales de la prestación de los servicios sociales (educación y salud) que les ha señalado la Constitución. Tal como aprendimos todos los colombianos con el ajuste del año 1985, para lograr un efecto perdurable sobre la tasa de cambio real, se requiere, primero, realizar el ajuste fiscal que permita que los equilibrios básicos de la economía absorban un mayor nivel de tasa de cambio, sin generar una mayor inflación equivalente.

En la coyuntura, la Junta del Banco ha sido clara en afirmar que defenderá mediante la compra de divisas el piso de la franja cambiaria con la misma determinación que defendió el techo, ya que todos los estudios muestran que una vez se absorba el excedente de divisas, ésta podrá recuperar un nivel cercano al centro del corredor cambiario. En tales circunstancias la expectativa de devaluación de aquí para adelante, como mínimo, será del 13.5% y es muy probable que al finalizar el año entrante pueda ser hasta seis puntos superior, en la medida en que la misma termine cerca al centro del corredor, con lo cual el índice de la tasa de cambio real podría alcanzar el orden de 93 a 95. Una recuperación superior dependerá

fundamentalmente de un saneamiento de largo plazo de las finanzas públicas y de las ganancias en eficiencia y productividad

en la prestación de los bienes y servicios en los sectores no transables, especialmente del sector público.

-
- * Codirector de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas solamente comprometen a su autor. Intervención en el XI Congreso Nacional de Exportadores, que se realizará en Santafé de Bogotá, los días 14 y 15 de noviembre de 1996.