

LA EXPERIENCIA COLOMBIANA CON TIPO DE CAMBIO INDEXADO Y AFLUENCIAS DE CAPITAL 1967-1975 *

JAMES A. HANSON **

LUIS E. ROSAS ***

I. INTRODUCCIÓN

Hace tiempo que la balanza de pagos colombiana ha sido un área problema para la política económica de este país. A fines de los años cincuenta y en la primera mitad de los sesenta, muchos observadores percibieron que una escasez de divisas —la segunda brecha de Chenery¹— impedía o limitaba el rápido crecimiento de Colombia². Sin embargo, en aquel tiempo también se arguyó que la brecha no era una característica inherente a la economía colombiana o a alguna otra, sino que algo susceptible de modificarse a través de una política de cambio más realista.

Hacia 1967, las reservas internacionales negativas junto a las desafortunadas experiencias con devaluaciones previas³ y el FMI llevaron a abrirse al gobierno de Lleras a las sugerencias relativas a una revisión importante de la política de cambio. En marzo de ese año, el Decreto Ley 444 estableció un mercado oficial para divisas en el cual el precio fluctuaba de acuerdo con la política del Banco de la República. Además, se incrementaron sustancialmente los incentivos para las exportaciones menores, a través de la iniciación del sistema CAT (Certificados de Abono Tributario, un estímulo a las exportaciones a través de rebajas en los impuestos) y el plan Vallejo (un estímulo a las exportaciones a través de derechos a los insumos importados).

* Este trabajo se concluyó mientras el profesor Hanson era miembro del Programa de Estudiantes Visitantes de la División de Finanzas Internacionales de la Oficina de Directores del Sistema Federal de Reservas y se relaciona con su trabajo anterior, "A Foreign Exchange Regime for Colombia", realizado bajo los auspicios del DNP de Colombia y con otro trabajo anterior presentado en la Conferencia sobre Política Financiera Externa auspiciada por OEA y Banco Central de Chile. Las opiniones expresadas aquí son sólo las de los autores y no reflejan necesariamente aquellas de la Oficina de Directores del Sistema de Reservas o de ILPES.

** Brown University. Oficina de Directores del Sistema Federal de Reservas.

*** ILPES.

¹ Ver Chenery y Strout (1966).

² Por ejemplo, Vanek; Nelson, Paul Schultz y Slighton; Sheahan, y Avramovic.

³ Ver por ejemplo, Dunkerly y Díaz Alejandro (1977).

Después de una abrupta baja inicial hacia un nivel de cuasiequilibrio, el tipo de cambio se devaluó aproximadamente a la misma tasa del índice de precios al por mayor; es decir, estaba efectivamente indexado a precios locales. En 1970 comenzó a caer algo más lentamente (ver cuadro 1). Sin embargo, las reducciones en el período de madurez de los CAT en 1970 y 1971 y las nuevas facilidades especiales de crédito probablemente mantuvieron el tipo de cambio real efectivo para los pequeños exportadores hasta el fin de 1971, a pesar que la inflación local continuó⁴. Por el lado de las importaciones, la tasa de devaluación permitió que la inflación de los precios por mayor de Estados Unidos se reflejara parcialmente en los precios locales crecientes de las importaciones, al menos hasta 1972⁵.

La política de indexación con respecto a la inflación local fue un intento de aislar el sector de transables de la economía de los efectos de la sobrevaluación en el tipo de cambio, del resultado natural de un tipo de cambio fijo y de la rápida inflación local frente al resto del mundo. Como los flujos de capital habían sido pequeños, los efectos de los grandes cambios en éstos realmente no se consideraron al diseñar la nueva política. Más importante para la experiencia del fin de la década del sesenta fue que la nueva política significó que otros acontecimientos relativamente nuevos —como un incremento en la inflación externa o un mejoramiento en los términos de intercambio— se transmitirían a los crecientes precios relativos locales de las exportaciones, como ocurriría bajo un tipo de cambio fijo. Y como en un régimen de tipo de cambio fijo las reservas internacionales y la base monetaria cambiarían, modificando la oferta monetaria y los precios domésticos⁶.

Esta continua confianza en el sistema de indexación dejó inmune frente a la inflación local, pero el paciente siguió siendo susceptible ante los gérmenes de una epidemia imprevista de inflación importada.

La línea 8 del cuadro 1 indica el tipo de cambio real y muestra la aplicación de la política de devaluaciones en aproximadamente la misma tasa de la inflación doméstica. Entre 1969 y 1972 el tipo de cambio real era aproximadamente constante. Las líneas 9 y 10 muestran cómo cambiaron los precios locales de las exportaciones (de las no café e incluyendo el café, respectivamente); el desvío de estos números con respecto a 100 es un indicador del cambio en los precios locales de las exportaciones. (La caída en 1971 y el alza que muestra la línea 10 se debe a los abruptos cambios en el café, de \$ 84,10 a \$ 71,17 y a \$ 89,29/saco 70 kgs).

El creciente precio relativo local de las exportaciones menores parece haber estimulado su rápido (valor) crecimiento (ver cuadro 3), tal como lo predije-

⁴ Ver Tergeiro y Elson (1973), donde la devaluación efectiva entre 1970 y 1971 se estimó en 9.8 por ciento para no manufacturados y en 10.1 por ciento para manufacturados. Díaz Alejandro (1977) muestra un tres por ciento en los precios relativos de las exportaciones locales entre 1970/71 y 1971/72, porque las devaluaciones en el tipo de cambio básico para las exportaciones menores permitió que las alzas en los precios por mayor de Estados Unidos se traspasaran parcialmente a través de los exportadores colombianos.

⁵ Ver Díaz Alejandro (1977) y cuadro 2.

⁶ Ver Currie y Rosas (1972) para la evidencia sobre la relación entre inflación y dinero en Colombia.

CUADRO I
TIPO DE CAMBIO Y PRECIOS

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
1. Precio de exportación no café (fin de junio)	14.46	16.29	17.31	18.41	19.87	21.89	23.52	25.60	30.99
2. % de cambio	---	12.6	6.3	6.4	7.9	10.1	7.5	8.8	21.0
3. Índice de precios por ma- yor de Colombia. Prome- dio anual (base 1952)	453.6	482.1	514.3	553.5	607.5	131.9	168.7	224.5	287.8
4. Promedio anual (base 1970)	---	6.3	6.7	7.6	9.8	18.3	27.9	36.2	25.4
5. % de cambio	---	---	---	---	11.5	---	---	---	---
6. % de cambio	---	---	---	---	---	---	---	---	---
7. Índice de precios por ma- yor de U.S.A.	100.0	102.5	106.5	110.4	113.9	119.1	134.7	160.1	174.9
8. Índice del precio de peso de exportaciones = (línea 1 x línea 7: 14.46)	100.0	115.4	127.5	140.6	156.5	180.2	222.3	283.4	374.8
9. Precio del peso/precio por mayor (1967 = 100)	100.0	108.6	112.5	115.2	115.0	112.0	108.0	123.5	130.2
10. Precio por mayor no café (línea 8 / línea 3)	---	---	---	100.0	99.5	101.5	110.3	147.8	132.4
11. Deflactor de exportación /deflactor de demanda final	100.0	106.7	110.9	128.4	119.0	130.9	150.5	159.9	n.a
12. Deflactor de importación /deflactor PCB	100.0	104.4	92.3	99.8	96.5	101.1	108.8	111.2	n.a
13. Precio por mayor de im- portaciones / precios por mayor	---	---	---	100.0	98.5	97.4	97.6	101.4	102.4

Fuente: Revista del Banco de la República.

ron numerosos optimistas respecto a su elasticidad⁷. Este crecimiento fue un elemento importante en el plan "Cuatro Estrategias" para el desarrollo y probablemente un factor preponderante en la creciente tasa de crecimiento colombiana. Sin embargo, la situación de cambio vino a hacerse más difícil de manejar en 1972, cuando bajó el precio del café y el gobierno incrementó substancialmente sus solicitudes de préstamos.

2. PRÉSTAMOS EXTERNOS, TIPO DE CAMBIO INDEXADO E INFLACIÓN EN EL PERÍODO 1972-1975

Como se muestra en el cuadro 2, sección II, entre 1967 y 1973 el Gobierno colombiano usó los mercados de capitales externos como una fuente importante de financiamiento para sus déficit de caja⁸. Tal financiamiento aparentemente fue fácil de obtener por razones tales como el nuevo sistema de cambio, el mejoramiento de la tasa de crecimiento de Colombia, y un aparente deseo de las organizaciones de ayuda internacionales y nacionales de hacer de Colombia un caso tipo de asistencia para el desarrollo. En realidad, como se muestra en el cuadro 2, el flujo de fondos desde el exterior amenudo *excedió* el déficit de caja del Gobierno Central, usándose la diferencia para reducir la deuda del Gobierno con los colombianos y el Banco de la República.

Si las solicitudes fueron o no óptimas desde el punto de vista de largo plazo es una cuestión completamente fuera del alcance de este trabajo. En particular, en la medida que estos créditos fueron obtenidos a una baja tasa de interés nominal fija, el rápido incremento en la inflación mundial significa que ellos serían cancelados en términos ventajosos, o aun podrían haberse reinvertido con beneficios en el mercado de Eurodólares. Lo importante es que estos préstamos de instituciones autónomas (que aparecen como flujos de capital privado en el cuadro 2) no se destinaron a importaciones para propósitos de desarrollo. En realidad, se destinaron a la vigorización de las reservas internacionales y contribuyeron, en gran medida, a la expansión de la base monetaria y correspondiente a la de la oferta monetaria o a la inflación. Este resultado se debió, al menos parcialmente, al sistema de cambio.

El mecanismo por el cual se obtuvo este resultado fue el siguiente: el Gobierno pedía prestado afuera, convertía los créditos externos en pesos en el Banco de la República y gastaba estos pesos. Al mismo tiempo, la indexación y el sistema de control de cambios y la sustitución de importaciones restringieron las importaciones a cantidades reales (aproximadamente) constantes. Como se muestra en el cuadro 3, entre 1971 y 1973 las importaciones registradas en tér-

⁷ Sheahan y Clark (1972); Díaz Alejandro (1970); Tergeiro y Nelson (1973); Musalem; Díaz Alejandro (1977).

Las recientes explicaciones del crecimiento en manufacturas atribuidas a cambios de oferta o aumento del poder competitivo pueden caer también bajo esta interpretación. Ver Calvo y Escandón; Cabarro y Spillane (1974).

⁸ El término déficit de caja se usó aquí para distinguirlo del cálculo colombiano usual de las actividades del Gobierno, que se refiere a compromisos por pagar, menos la probable recaudación por impuestos, más compromisos impagos de años anteriores.

CUADRO 2

CAMBIOS EN LA BASE MONETARIA Y SUS FUENTES
(billones de pesos Col.)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975
Cambios en base monetaria (dic. a dic.) = I+II+III	1.29	2.05	2.14	2.08	1.37	3.37	6.09	4.68	9.29
% de cambio (log)	21.3	26.6	21.8	17.4	10.0	25.3	29.5	17.9	28.2
% de cambio (log) de precios por mayor (prom. anual)		06.1	06.5	07.3	10.9	16.8	24.7	30.8	22.6
Fuente de cambios en la base monetaria									
I. Reservas internacionales de la cuenta corriente	0.85	1.16	1.06	1.03	0.37	3.85	4.05	-2.27	3.67
Capital privado (resid.)	0.45	0.09	-0.34	-1.08	-2.19	0.07	1.64	-2.94	0.94
Afluencias de capital del Gobierno	0.03	0.01	0.13	0.65	1.34	0.05	-0.59	0.36	3.28
	0.37	1.06	1.27	1.46	1.22	3.28	3.00	0.31	-0.55
II. Préstamos al Gobierno del Banco Central igual al déficit de Gobierno menos afluencias de capital del Gobierno menos pagos de deudas a Rib.	-0.01	-0.40	-0.17	-0.03	0.83	0.14	-0.83	0.64	2.54
	0.23	0.57	0.93	1.30	1.69	3.67	2.37	2.77	0.91
	0.37	1.06	1.27	1.46	1.22	3.28	3.00	0.31	-0.55
	-0.13	-0.99	-0.17	-0.13	-0.36	0.25	0.20	1.85	-1.08
III. Otros préstamos del Banco Central (Res.)	0.45	1.29	1.25	1.08	0.17	-0.62	2.87	6.31	3.08

Fuente: R. Barro, "El dinero y la base monetaria en Colombia, 1967-1972". *La Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, N° 2 (abril-junio 10, 1973), pp. 68-87, con correcciones y agregados del autor.

CUADRO 3

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE MERCADERIAS Y RESERVAS
(millones de US\$)

	Exportaciones	Café	Otras agrícolas	Otras (incl. madera, cueros y flores)	Importaciones (pagadas)	Importaciones privadas (pagadas)	Importaciones privadas (registradas)	Importaciones (registradas)	Reservas brutas	Reservas netas
1967	436	319	65	52	449	343	252	524	149	— 36
1968	493	314	88	91	420	249	364	625	218	35
1969	540	333	103	104	474	321	452	755	257	96
1970	643	406	122	115	558	395	592	921	257	152
1971	656	359	148	149	613	488	618	785	265	170
1972	841	434	167	240	655	549	661	902	393 ¹	345
1973	1009	535	124	349	744	662	930	1226	523 ²	515
1974	1214	543	198	472	1050	927	1391	1780	448 ³	429
1975	1413	634	360	419	1317	1187	1165	1503	553 ⁴	547

¹ Incluye 21 millones en bonos de instituciones internacionales.

² Incluye 89 millones en bonos de instituciones internacionales.

³ Incluye 98 millones en bonos de instituciones internacionales.

⁴ Incluye 65 millones en bonos de instituciones internacionales.

Fuente: *Revista del Banco de la República*. Para la diferencia entre importaciones pagadas y registradas, ver C. Díaz Alejandro, *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia* (N. Y., 1977).

minos de dólares aumentaron alrededor de cincuenta por ciento, mientras que las importaciones pagadas, es decir, aquellas que salieron de aduana y que quizás es lo más relevante para cálculos de oferta⁹ y los efectos sobre el dinero, solamente crecieron un 20 por ciento. Dado que los precios de las exportaciones de los países desarrollados crecieron sobre 30 por ciento en el mismo período, las importaciones registradas crecieron algo más rápido que la producción, y los pagos de hecho bajaron. De esta forma, las reservas adquiridas por el Banco Central a través de ventas de divisas por el Gobierno no se gastaron en importaciones, la base monetaria creció en la cantidad de pesos dada al Gobierno y se incrementó la oferta monetaria. Puesto que no se redujeron estos excesos de balance de dinero a través de compras de bienes en el exterior, como ocurriría en una economía abierta, los precios locales (y la producción) se incrementaron, tal como lo pronosticaría la teoría monetaria aplicada a una economía cerrada.

Mientras el déficit del Gobierno y, correspondientemente, sus préstamos externos permanecieron pequeños en relación a la economía, la expansión monetaria a través de este camino no fue grande, suficiente para más o menos emparejarse con la demanda por dinero proveniente del crecimiento del ingreso más la tasa de inflación "normal". Sin embargo, en 1972 y 1973, los gastos de Gobierno y, en un mayor grado, los préstamos externos para financiar el déficit resultante, tuvieron un enorme salto, especialmente frente al valor relativamente bajo de 1971. El déficit de 1972, de 3.67 billones de pesos colombianos, fue más del doble del déficit de 1.69 billones de pesos colombianos de 1971. Aún más impresionante es que el financiamiento externo casi se triplicó, creciendo desde 1.22 billones de pesos colombianos, a 3.28 billones de pesos colombianos. Este salto en el flujo de moneda extranjera fue parcialmente anulado por la reducción de los créditos externos a organizaciones ajenas del Gobierno Central. Sin embargo, en balance, la cuenta de capital se movió hacia un excedente muy grande.

Si este excedente hubiera sido anulado por un déficit de cuenta corriente similar obtenido en 1971, las reservas internacionales y la base monetaria habrían crecido a una tasa razonable. Sin embargo, la devaluación continuó a una tasa ligeramente reducida en comparación a la del período de 1967 a 1971, aproximadamente igual a la diferencia entre la inflación externa (medida por los precios por mayor de Estados Unidos) y la inflación local. Dado el repentino mejoramiento del mercado mundial del café y el retorno de los buenos tiempos —cuya ausencia causó problemas de oferta en 1971—, las exportaciones agrícolas menores y las del café incrementaron rápidamente. Entretanto, las importaciones siguieron a niveles reales aproximadamente constantes¹⁰ (ver cuadro 3). De esta manera la cuenta corriente tuvo rápidamente excedentes y las reservas internacionales netas se doblaron, generando un veinticinco por ciento de incremento en la base monetaria, a pesar de algún crédito conseguido por el Banco Central (ver cuadro 2).

⁹ Ver C. Díaz Alejandro (1977 e), pp. 124-131, para una discusión de los rezagos implícitos.

¹⁰ Como se discutirá más adelante, esto puede atribuirse a restricciones cuantitativas constantes o al sistema de indexación del tipo de cambio.

El mismo modelo de grandes pedidos de préstamos públicos en los mercados de capitales mundiales prevaleció en 1973. Al mismo tiempo, la inflación mundial, particularmente de bienes, se transmitió a los precios relativos y absolutos de los bienes transables, a través de la continuación de la política de cuasi indexación del tipo de cambio. El resultado fue un mejoramiento aún mayor de los excedentes de cuenta corriente, para acompañar las afluencias de capital.

En 1974 la política de préstamos externos para financiar los gastos del Gobierno Central se dejó de lado y esta fuente de expansión monetaria llegó a ser insignificante. El déficit del Gobierno declinó y dos tercios de él fueron financiados mediante venta de bonos al público¹¹.

En relación a la cuenta corriente, se permitió que caducara la indexación, pasando sólo parcialmente a través del ajuste de los precios internacionales de los bienes. Se permitió que aumentara el gasto en importaciones, a pesar que en términos reales ellos fueron aproximadamente constantes (ver cuadros 1 y 3). La cuenta corriente volvió a su condición negativa usual y el balance de las reservas internacionales se perdió. Así, la influencia total de la economía internacional sobre la base monetaria fue negativa en 1974.

En contraste con los años anteriores, la principal fuente de crecimiento del dinero en 1974 fue la expansión del crédito del Banco Central al sector privado e instituciones autónomas. La venta local de bonos del Gobierno tendió a aumentar la tasa de interés pagada por los que piden prestado y a reducir sus gastos. La formación de un sistema de ahorro y préstamos indexado tuvo un efecto similar. Dado que al sistema entraron más fondos que los que prestó, sus actividades en 1974 correspondieron a una venta antiinflacionaria en el mercado abierto de un mercado de capitales más desarrollado. En respuesta al aumento del costo del crédito muchos de los solicitantes normales de crédito parecen haber solicitado exitosamente líneas directas de crédito en el Banco Central, con un incremento correspondiente en la base monetaria. No obstante continuar la lenta caída en la tasa de crecimiento del dinero (ver cuadro 2) se habría reducido la inflación en años futuros.

En 1975, nuevamente grandes flujos de capital volvieron a ser la principal fuente de crecimiento de las reservas internacionales y de la base monetaria, bajo el sistema (parcialmente) indexado usado por Colombia. Como se muestra en el cuadro 2, los solicitantes de préstamos aparentemente fueron las instituciones autónomas y el sector privado más que el Gobierno Central, pero el efecto fue el mismo que en 1972 y 1973: la débil comparación del tipo de cambio frente a los precios locales hicieron que los mercados de capitales externos fueran una fuente útil de fondos. Esto fue especialmente evidente cuando Colombia acumuló sustancialmente más cantidades de reservas. Su excesivo crecimiento aumentó la probabilidad de que el tipo de cambio se depreciara a

¹¹ Algunos de estos bonos pueden haber sido comparados con dólares por los colombianos privados, quienes eran atraídos por la alta tasa de interés y los créditos de impuestos que ofrecían estos bonos. Estas transacciones pueden aparecer en la cuenta residual de la balanza de pagos —flujos de capital privado de acuerdo al método usado aquí— y aparentemente eran pequeñas, o desaparecieron en transacciones entre colombianos, al comprar importaciones sin factura el receptor de los dólares, dejando así inalterada la base monetaria.

una tasa menor que la inflación local en algún momento en el futuro, reduciendo, por lo tanto, la tasa de interés real efectiva de los préstamos externos versus los domésticos.

Volviendo a la cuenta corriente, a pesar de que el precio del café subía rápidamente y la inflación de Estados Unidos, medida por el índice de precios por mayor, era cercana al nueve por ciento —un valor no del todo despreciable—, el tipo de cambio nuevamente fue indexado en aproximadamente la misma tasa de la inflación local, como se había hecho en 1969-71. La desaparición de los CAT y la caída en el precio del azúcar redujeron algo los precios locales de las exportaciones no café, pero no lo suficiente como para impedir los repetidos y nada característicos excedentes de la cuenta corriente, contribuyendo así a la expansión monetaria. (La cuenta residual de la balanza de pagos —el excedente en la cuenta de capital privado— puede reflejar en alguna medida un crecimiento en las exportaciones no registradas. Dichas exportaciones estarían estimuladas por una devaluación en la misma forma que las exportaciones registradas. Así, una parte del gran excedente de la afluencia medida de capital privado refleja los efectos de la indexación sobre los flujos de bienes).

A estos factores inflacionarios internacionales debe agregarse el uso de créditos del Banco Central para retirar bonos en poder del público —equivalente a una operación expansiva en el mercado abierto—, y la continuación de los préstamos directos por el Banco Central a las instituciones autónomas y al sector privado (aunque a una tasa reducida en comparación con 1974). Así, las cuentas corrientes y de capital, los préstamos del Banco Central al Gobierno y los créditos del Banco Central al sector privado contribuyeron en proporciones aproximadamente iguales al 30 por ciento de expansión en la base monetaria.

En resumen, en el período de 1972 a 1975 el sector externo —en particular un aumento sustancial en la afluencia de capital— tuvo un impacto inestabilizador sobre la base monetaria y la oferta de dinero en Colombia, debiéndose a las compras de divisas a un precio fijado mediante indexación. Como se muestra en el cuadro 2, entre fines de 1971 y fines de 1973 la base monetaria creció en 72 por ciento, siendo los flujos totales de capital externo de un sesenta por ciento de este crecimiento o 42 puntos porcentuales. Además, si incluimos la expansión monetaria atribuible a la cuenta corriente —que también pudo evitarse bajo un sistema flotante antes que con uno indexado— un ochenta por ciento de la expansión en la base monetaria fue resultado de operaciones de comercio exterior. Desde luego, algo de esta expansión fue reabsorbida cuando la cuenta corriente se volvió negativa y se pararon los préstamos externos en 1974; pero incluyendo 1975, cerca del 40 por ciento del 180 por ciento de expansión en la base monetaria entre 1971 y 1975 puede atribuirse a operaciones internacionales del Banco Central. La enorme expansión en reservas parece haber hecho olvidar la noción de escasez de divisas; en realidad, Colombia ha estado desconcertada por las consecuencias domésticas de esta expansión en las reservas. Dados estos resultados, uno puede preguntarse si un régimen de tipo de cambio alternativo habría dado mayor aislamiento a los stocks importantes, sin refrenar los esfuerzos colombianos hacia el desarrollo.

3. VARIACIONES EN LOS RÉGIMENES DE FLUJOS DE CAPITAL Y DE TIPO DE CAMBIO EN EL CONTEXTO COLOMBIANO

El principal objetivo, al elegir un régimen de cambio, debe ser el grado con que ese régimen permite a la economía lograr eficientemente sus metas a través del tiempo. En relación al sector de bienes, el régimen de cambio no debe alentar que ni demasiados ni muy pocos recursos sean asignados a la producción de exportaciones o de sustitutos de importación a través del tiempo frente a los objetivos de desarrollo. Referente a la cuenta de capital, debe permitir pedir préstamos (o enviar) en el exterior en el punto en que los retornos sociales *para la economía local* del capital foráneo y doméstico se igualan. De otra forma, el desarrollo podría alcanzarse más rápidamente y/o a un menor costo social. Finalmente, el régimen debe minimizar el impacto de shocks externos sobre el desarrollo de largo plazo, reduciendo el grado en que los cambios externos en niveles de precios relativos o mantención de capital creen desempleo local o mayor inflación, problemas que son muy importantes en el corto plazo.

Como se describiera brevemente en las secciones 1 y 2, Colombia siguió una política de tipo de cambio (cuasi) fijo y después (cuasi) indexado. La primera política tendió a crear asignaciones de recursos sustancialmente ineficientes en la medida que se imponían una serie de restricciones para mantener un tipo de cambio que venía siendo crecientemente sobrevaluado por la inflación doméstica. En la medida que Colombia siga una política de expansión monetaria más rápida que aquella que le corresponde por su comercio, el tipo de cambio fijo no puede promover el desarrollo al menor costo social. En realidad, la economía se caracterizará por una indeseable serie de ciclos de alzas y bajas, mientras el crecimiento de la economía debe reducirse para defender el tipo de cambio.

La aplicación de un sistema de indexación bastante estricto, como se hizo en 1967, ofrece compensaciones respecto a la sobrevaluación que ocurre cuando la rápida expansión monetaria doméstica se combina con tipo fijo. A pesar de su apariencia de flexibilidad y de utilidad para combatir la inflación local, este esquema genera una inestabilidad sustancialmente mayor que el tipo de cambio flexible, cuando los flujos de capital cambian abruptamente a un nivel superior, como ocurrió en el período 1972-1975, sin mejorar la tasa de desarrollo.

Para analizar este punto considérese una situación en que hay una afluencia de divisas que se gasta en bienes no transables o domésticos: el clásico problema de transferencia. En el contexto colombiano esto equivale a la situación en que los déficit de caja corriente del Gobierno, incurridos para comprar servicios y construcción para propósitos de desarrollo, fueron financiados mediante préstamos externos. En la medida que el Gobierno usaba el producto de la venta de divisas en la compra de bienes domésticos sus precios subirían, forzando un movimiento afín en el tipo de cambio indexado y en los precios locales de bienes transados. No se producirían más movimientos en los precios relativos que el ocasionado por los bienes domésticos¹², pero el aumento de la demanda del Gobierno por estos bienes podría acomodarse en la medida que las familias

¹² Esto deja fuera el efecto de la inflación no anticipada sobre la producción, pero Barro (1975) y Hanson sugieren que esto es leve en el caso de Colombia.

reducían su consumo para restaurar el poder de compra real del dinero y sus balances de riqueza. Esta forma de acomodar la demanda adicional del Gobierno por bienes domésticos desde luego es bastante similar al uso del impuesto inflación discutido en el conocido artículo de Bailey¹³. En el caso de una transferencia internacional bajo el tipo de cambio indexado, la acumulación de reservas internacionales por el Banco Central se transforma en la fuente de expansión de la oferta monetaria en lugar del crédito doméstico. Además, en este caso, los colombianos no sólo pagan el impuesto inflación, sino que también deben pagar el interés por los préstamos externos.

A pesar que los economistas consideran estéril tal acumulación de reservas internacionales, éstas proporcionan ingresos por interés. Si las transferencias al Gobierno colombiano fueron en términos de concesión, Colombia puede obtener beneficios de actividades de arbitraje en el mercado mundial de capitales. Sin embargo, esta ganancia presumiblemente es menor de la que podría alcanzarse mediante la inversión real para el desarrollo en Colombia, y probablemente no es lo que tienen en cuenta los que otorgan la concesión. Así, en términos de metas de desarrollo, debemos ignorar cualquier ganancia de esta fuente, aun cuando estas ganancias reducen el costo del interés de los créditos antes mencionados.

Asimismo, debe notarse que bajo el tipo de cambio indexado el consumo de bienes importados también tenderá a declinar, debido al efecto riqueza de la inflación, no existiendo movimientos de precios relativos que estimulen su sustitución por bienes domésticos en la canasta del consumidor. De aquí que no sea sorprendente que las importaciones colombianas aumentaran sólo levemente en 1972, 1973 y 1975, y probablemente cayeron en términos reales, a pesar de algunos esfuerzos por liberalizar el régimen de restricciones a las importaciones. Los efectos inflacionarios del régimen de cambio indexado habría limitado la demanda privada por importaciones aun en ausencia de restricciones cuantitativas¹⁴. De esta manera pudo haberse obtenido el mismo incremento en los gastos de Gobierno para el desarrollo a través de la creación doméstica de dinero, sin necesidad de pedir préstamos externos, usando tipo de cambio flexible para limitar las importaciones a niveles similares o aún mayores que los obtenidos bajo tipo de cambio indexado.

En contraste, el tipo de cambio libre (o el tipo de cambio fijo), cuando se compara con el aumento de transferencias en 1972/73, habría impedido el alza de los precios locales de los bienes transados a la misma tasa de los bienes domésticos. Esto habría estimulado una sustitución de bienes domésticos por importados por parte de los consumidores, y de producción de exportables por bienes domésticos por parte de los consumidores. Dado que el aumento del nivel de precios habría sido menor que bajo tipo de cambio indexado, las familias habrían tenido menos necesidad de acumular balances de dinero. Por lo tanto, la mantención de reservas internacionales también habría sido menor. En realidad, bajo tipo de cambio libre, el nivel de precios habría sido aproximadamente constante y no habría sido necesaria la acumulación de reservas. Las importaciones habrían aumentado y las exportaciones habrían discriminado lo

¹³ Ver Bailey (1956).

¹⁴ Ver Hanson, para una discusión teórica de este punto.

suficiente para completar la transferencia. El tipo de cambio libre también habría atenuado los efectos inflacionarios de la inflación externa y el mejoramiento en los términos de intercambio que ocurrió en la primera mitad de los años sesenta ¹⁵.

En este período la política colombiana cambió escasamente desde una indexación estricta (ver cuadro 1) hacia lo que habría sido la solución de tipo de cambio flexible. Como se mencionara antes, la regla de indexación se cambió desde una devaluación a la tasa de inflación colombiana hacia una devaluación en la diferencia entre la inflación colombiana y la externa (USA); se restringieron o eliminaron las restricciones cuantitativas y los depósitos previos de importaciones; el esquema CAT prácticamente se abandonó y las tasas de impuestos sobre las exportaciones de café se incrementaron. No obstante, estas medidas estuvieron lejos de la solución de tipo de cambio libre, como se evidenció por la sustancial acumulación de reservas internacionales durante el período 1972-1975. Incluso otras consideraciones parecen justificarlo, especialmente dado que la baja en las solicitudes de préstamos externos por el Gobierno en 1974 fue motivada, al menos parcialmente, por una reducción de la inflación local, y el incremento de 1975 bien puede haber sido una reacción diferida a la mantención de reservas que indicaban menor depreciación en algún momento en el futuro, con el correspondiente interés más bajo.

No cabe duda de que la imposición de este esquema en el inicio de los años 1970 habría producido llantos de angustia en los productores de exportaciones locales y competidores de importaciones. Sin embargo, esta reacción puede sobreestimarse. La demanda local por bienes domésticos y exportables habría crecido más rápido de lo que efectivamente ocurrió, absorbiendo algo de los factores móviles. Además, si la política de tipo de cambio flexible se hubiera establecido inicialmente, evitando la idea de que el Gobierno controlaría el tipo de cambio por alguna meta "social" pobremente definida, quizás la presión de estos grupos habría sido menor y se incrementaría la movilidad. La mantención de un tipo de cambio indexado dio la ilusión de que el tipo de cambio era un instrumento político. Sin embargo, realmente vinculó la economía colombiana a fluctuaciones en transferencias y términos de intercambio hacia un tipo de cambio libre, o aun modificando la regla de indexación, incluyendo reservas como también inflación, habría aislado el esfuerzo de desarrollo de las fuerzas económicas de la política doméstica como de la internacional en un mayor grado que el actual esquema de indexación.

REFERENCIAS

- Avramovic, D., *et al.*, *Economic Growth of Colombia, Problems and Prospects*, cap. III, Baltimore (John Hopkins, 1972).
- Barro, R., "Money and Output in Mexico, Colombia and Brazil", ILPES, Ministerio de Planificación de Panamá, Seminario NBER sobre Planeación y Política Macro de Corto Plazo en América Latina, 1975. (Por aparecer en *Annals of Economic and Social Measurement*).

¹⁵ Ver Grossman, Hanson y Lucas, para una discusión teórica del uso de tipo de cambio libre para atenuar los shocks externos.

- Bailey, M., "The Welfare Cost of Inflationary Finance", *Journal of Political Economy*, vol. 66, N° 2, pp. 93-110, abril 1956.
- Cabarrouy, E. y J. Spillane, "La Experiencia de Colombia en Materia de Exportaciones de Manufacturas en el Período de 1960 a 1969", *Revista de Planeación y Desarrollo*, Bogotá, vol. VI, N° 1, enero-marzo 1974.
- Chenery, N. B. y A. Strout, "Foreign Assistance and Economic Development", *American Economic Review*, vol. 56, N° 4, septiembre 1966.
- Calvo, L. H. y J. F. Escandón, *Las Exportaciones Colombianas de Manufacturas 1963-1971*, Fedesarrollo, Bogotá.
- Currie, L., "La Política Monetaria y el Nivel de Precios", *La Revista de Planeación y Desarrollo*, vol. V, N° 2, pp. 68-87, abril-junio 1973.
- Díaz Alejandro, C., *Tendencias y Fases de la Economía Colombiana y sus Transacciones Internacionales, 1950-1970*, Fedesarrollo.
- , *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia*, New York (1977).
- , *Exportaciones Menores Colombianas*, Fedesarrollo (1970).
- Dunkerly, H., "Exchange Rate Systems in Conditions of Continuing Inflation, Lessons from Colombian Experience", en Papanek, *Ibid.*
- Grossman, H., J. Hanson y R. Lucas, "The Effects of Demand Disturbances under Alternative Exchange Rate Regimes", Brown Working Paper, N° 76-12.
- Hanson, J., "The Short-Run Relation Between Growth and Inflation in Latin America", Documento de Trabajo N° 76-3, Brown University.
- , "Transfers and Price Level Under Fixed Free and Indexed Rates: A Monetary Approach", inédito.
- Musalem, A., *Las Exportaciones Colombianas, 1959-1969*.
- Nelson, R., T. Paul Schultz y R. Slighton, *Structural Change in a Developing Economy*, Princeton, New Jersey.
- Rosas, L. E., "The Demand for Money and Financial Intermediaries in a Development Economy", disertación Ph.D., inédita, Brown University, 1972.
- Sheahan, J., "Imports, Investment and Growth" en G. Papanek, ed., *Development Policy Theory and Practice*, Harvard.
- Sheahan, J., y S. Clark, *La Respuesta de las Exportaciones Colombianas a Variaciones en la Tasa Efectiva de Cambio*, Fedesarrollo, Bogotá, 1972.
- Tergeiro, J. y R. A. Elson, "The Export Promotion System and the Growth of Minor Exports in Colombia", IMF Staff Papers, julio 1973; reimpresso en *Revista del Banco de la República*.
- Vanek, J., *Estimating Foreign Resources Needs for Economic Development*, New York (McGraw-Hill, 1967).