



5. ¿CUÁLES SON LAS VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA FLOTACIÓN CAMBIARIA?

Mauricio Villamizar-Villegas
Bibiana Taboada Arango

En este capítulo nos enfocaremos en describir las ventajas y desventajas de la flotación cambiaria. Este es el régimen en el cual la tasa de cambio puede moverse y ajustarse libremente (y sin controles) ante las diferentes fuerzas y restricciones del mercado. Un punto fundamental en este análisis es la importancia del contexto, tanto doméstico como externo, que el país atraviesa. En muchos casos, aun si las ventajas predominan, puede ser insostenible la flotación cambiaria si no se cuenta con credibilidad suficiente en la moneda (y en el banco central) o si el desarrollo financiero es aún precario¹.

Iniciamos con un recuento histórico de los diferentes regímenes cambiarios en Colombia. De manera general, la historia cambiaria se puede resumir en cuatro grandes periodos:

- *Sistema de tipos de cambio múltiples (1921-1967)*: el sistema de control de cambios durante esta época definía las restricciones, regulaciones y registros del mercado de divisas. Este sistema cobró relevancia después de la ruptura mundial del sistema monetario internacional basado en el patrón oro y, por esto, se creó la Oficina de Control de Cambios, adscrita al Banco de la República. Este periodo incluye gran parte de los acuerdos de Bretton Woods, según los cuales los países solo podían devaluar sus monedas si había desequilibrios en sus fundamentales. Es decir, un remplazo del sistema del patrón oro, por otro de paridades fijas pero ajustables.

1 La credibilidad monetaria permite que el dinero cumpla tres funciones fundamentales: ser medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor. Por su parte, la profundidad financiera es crítica para que los flujos de capital y transacciones domésticas puedan ser absorbidos por el mercado financiero.

- *Crawling peg (1967-1991)*: tras el colapso de los acuerdos de Bretton Woods, Colombia adoptó un sistema de pequeñas y controladas minidevaluaciones (que se ajustaba día tras día), combinado con un control de cambios para evitar caídas en las reservas internacionales y prever crisis cambiarias. De manera general, el *crawling peg* coincidió en su primera etapa con un relajamiento de los controles cambiarios y comerciales típicos de la década de los sesenta. Según López-Enciso, Vargas-Herrera y Rodríguez-Niño (2016), este sistema retuvo las características principales de un régimen de tasa de cambio fijo.
- *Bandas cambiarias (1991-1999)*: las bandas cambiarias se instauraron en un periodo de apertura económica, grandes reformas financieras y laborales y consolidación de un banco central autónomo e independiente. Bajo la Constitución de 1991², el principal mandato del Banco fue el de preservar el poder adquisitivo de la moneda y velar por el crecimiento económico sostenible. La motivación de las bandas se sustentó en reconocer la necesidad de un mayor campo de acción ante los fuertes choques externos del momento y la inviabilidad de la tasa de cambio como ancla principal de la política monetaria. De forma intuitiva, este periodo se puede entender como la transición entre un régimen de tipo de cambio fijo a uno flexible. Para la operación de la política monetaria, se establecieron corredores para los agregados monetarios, se simplificaron los encajes bancarios y se establecieron bandas cambiarias con amplitud de $\pm 7\%$ con ajustes en su pendiente dependiendo de cambios en los indicadores fundamentales de la economía (incluyendo la inflación).

En síntesis, la década de los noventa estuvo caracterizada por una fuerte apreciación real del peso y una reducción marcada de la inflación (bajó del 32% en 1990 al 9% en 1999). Este periodo coincidió también con grandes descalces cambiarios del sector privado y un crecimiento insostenible del crédito, al punto de crear una burbuja inmobiliaria que resultó en una crisis en 1999. Sin embargo, problemas muy similares se dieron en países con regímenes cambiarios muy disímiles y, por lo tanto, no hay una relación aparente con el régimen cambiario de la época.

2 El capítulo 6 del título XII de la Constitución Política de Colombia (1991), "De la Banca Central", establece las disposiciones relacionadas con el Banco de la República.

- *Flotación (1999-hoy)*: la defensa de las bandas cambiarias, sobre todo en 1998, implicó un deterioro (venta) de las reservas internacionales de cerca del 20% y, peor aún, de grandes aumentos en las tasas de interés: en plena antesala de la peor crisis hipotecaria de la historia, la tasa interbancaria llegó a tocar niveles del 70%. Este tipo de políticas se llaman *procíclicas* porque van en la misma dirección del ciclo económico, acentuando sus crisis y auges. La flotación cambiaria corrige y revierte esta dinámica, de tal forma que la política monetaria sea, en cambio, *contracíclica*, atenuando los ciclos reales de la economía (que, a nuestro juicio, es uno de los objetivos más importantes que tiene el Banco de la República).

Una pregunta que surge luego de este recuento histórico es la siguiente: si la flotación cambiaria ofrece tantas ventajas, entonces, ¿por qué no se instauró desde antes? Como lo mencionamos al inicio de la nota, la flotación cambiaria requiere de una alta credibilidad en la moneda y de una profundización financiera. Por ejemplo, Colombia hasta el momento empezaba a tener un mercado de capitales desarrollado, sobre todo el mercado de títulos de deuda pública (TES)³. En el caso colombiano, además, requería de un ancla nominal creíble (luego de 25 años de tener una inflación de dos dígitos), como lo fue la meta de inflación dentro de un esquema de inflación objetivo. Tal y como menciona en el trabajo de Cepeda, Taboada-Arango y Villamizar-Villegas (2023):

[...] mejorar la independencia y la transparencia (de un banco central) podría requerir cambios constitucionales, mientras que el anclaje de las expectativas generalmente requiere un largo proceso en el cual los agentes creen cada vez más, pero gradualmente, que el banco central perseguirá y alcanzará efectivamente su objetivo. (p. 6)

Además, los autores proveen un estimativo del tiempo que demoraría un banco central en mejorar estas métricas:

En promedio, los bancos centrales tardan más en obtener o mejorar la independencia (13 años) y la transparencia (12 años) que en anclar las expectativas de inflación a corto, medio y largo plazo (3, 6 y 7 años, respectivamente). (p. 40)

3 Véase el capítulo 8 donde mostramos la importancia de este periodo que significó el fin del "pecado original".

1. VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LA FLOTACIÓN CAMBIARIA

1.1 Ventajas

- Aporta a que la política monetaria sea *contracíclica* y no *procíclica*, y así contribuye a reducir las desviaciones de la economía de sus niveles estructurales o de largo plazo.
- Suaviza y absorbe el impacto de choques internos y externos a través de la tasa de cambio. Es decir, los impactos se dan más por la vía de precios que por la vía de cantidades. En este sentido, el tipo de cambio acomoda y refleja los precios relativos de la economía. De cierta manera, esto sirve como un termómetro de cómo está la economía y cómo es percibida desde fuera del país. También obliga a aprender sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria y las relaciones entre lo macroeconómico y lo financiero.
- Mayor autonomía y mayor movilidad de capitales que implica un menor control posible sobre la tasa de cambio (véase el Recuadro 2 sobre la trilogía imposible). Dicho de otra forma, se sacrifica el manejo cambiario para lograr mayor autonomía monetaria y permitir que entren capitales libremente al país. Al tener autonomía, la política monetaria puede enfrentar otros retos como la inflación y atenuar la toma de riesgo y el endeudamiento excesivo.
- La volatilidad cambiaria promueve mercados de cobertura y castiga posiciones especulativas. A diferencia de la primera década de los 2000, donde el mercado de *forwards* era prácticamente inexistente, hoy en día este triplica el mercado *spot*, y mueve cerca de 4.000 millones de dólares al día. Esto permite que muchos agentes de mercado, incluyendo importadores y exportadores, valoren con mayor precisión los riesgos cambiarios, con la posibilidad de cubrirse.

1.2 Desventajas

- La volatilidad cambiaria, cuando es muy alta, puede desincentivar la inversión extranjera, al aumentar el riesgo sobre las rentabilidades esperadas. Por otro lado, como todos los mercados están estrechamente conectados, si colapsa el mercado cambiario esto seguro tendrá un fuerte impacto sobre el mercado de deuda pública (y viceversa) que a su vez afectará el mercado monetario.

- Costos repentinos en sectores transables. En algunos casos, puede que se generen comportamientos especulativos que causen desalineamientos cambiarios prolongados.
- Retos asociados a la regulación y control frente a fuertes entradas o salidas de capital, descalces cambiarios, apalancamientos extremos, riesgos de liquidez y endeudamiento excesivo.

Afortunadamente, la regulación cambiaria se ha desarrollado y refinado a lo largo de más de dos décadas, y hoy contamos con aprendizajes y medidas macroprudenciales (algunas activas y otras que pueden activarse en caso de ser necesario) que permiten mitigar de manera efectiva los riesgos asociados a la flotación cambiaria. Algunas de estas medidas incluyen los límites al endeudamiento en moneda extranjera del sector bancario, los controles de capitales y la intervención cambiaria, entre muchas otras establecidas por la Superintendencia Financiera y el Banco de la República.

En balance, la flotación cambiaria ha sido un desarrollo positivo de la política monetaria y, junto con la adopción del régimen de inflación objetivo, ha contribuido a la estabilidad macroeconómica del país en las últimas tres décadas.

REFERENCIAS

- Cepeda, V.; Taboada-Arango, B.; Villamizar-Villegas, M. (2023). "Can central bank credibility improve monetary policy? A meta-analysis", *Borradores de Economía*, núm. 1239, Banco de la República.
- López-Enciso, E. A.; Vargas-Herrera, H.; Rodríguez-Niño, N. (2016). "La estrategia de inflación objetivo en Colombia. Una visión histórica", *Borradores de Economía*, núm. 952, Banco de la República.

