

**Capítulo 5**  
**El manejo de la**  
**tasa de cambio y el**  
**Estatuto Cambiario:**  
**los objetivos de largo**  
**plazo y los desafíos**  
**coyunturales**

---

Roberto Steiner

Se agradecen los comentarios de Alberto Carrasquilla,  
Hernando José Gómez, Adolfo Meisel y Fernando Montes Negret.

## Introducción

La tasa de cambio es una de las variables macroeconómicas y uno de los precios relativos más importantes de cualquier economía. Su importancia radica, entre otros, en el hecho de que su nivel y evolución determinan en buena medida tanto los resultados de la balanza comercial como los movimientos netos de capital.

En el presente capítulo no se pretende hacer un examen de las distintas teorías que explican la determinación de la tasa de cambio<sup>27</sup>. Su objetivo es menos ambicioso y se centra en dos aspectos principales: i) hacer claridad respecto al contenido del Decreto-Ley 444 en materia del manejo de la tasa de cambio; ii) evaluar las controversias que se presentaron, principalmente entre los economistas, acerca del manejo más apropiado de la tasa de cambio durante la “bonanza” del sector externo en los años setenta y luego durante la “destorcida” de los primeros años de la presente década.

El capítulo se divide en tres secciones. En la primera se elabora un breve resumen de las políticas de manejo de la tasa de cambio seguido durante las dos décadas anteriores a la expedición del Estatuto Cambiario. Se busca, más que reconstruir dicha experiencia histórica acerca de la cual existen numerosos estudios, poner de presente el enorme arsenal de herramientas cambiarias que se habían ensayado en Colombia con anterioridad a 1967. De allí se desprende que algunas de las medidas implementadas en 1967 no fueron totalmente originales, sino que consistieron en adecuar instrumentos que previamente habían sido utilizados.

En la segunda sección se examina el Decreto-Ley 444 de 1967, a fin de dilucidar qué dice y qué no dice en cuanto al manejo de la tasa de cambio. La principal conclusión es la de que el Estatuto Cambiario no estableció ninguna regla específica respecto del manejo de la tasa de cambio, y en ningún momento implantó el mecanismo de las minidevaluaciones (*crawling peg*) en forma explícita.

<sup>27</sup> Al respecto, recomendamos ver, entre otros, el libro de Krueger (1983).

Finalmente, en la tercera sección se resume el debate que se dio en torno al manejo de la tasa de cambio en dos episodios específicos de nuestra historia económica reciente. Por un lado, se analizan los principales escritos que aparecieron con motivo de la “bonanza” del sector externo de la segunda mitad de la década pasada. Una de las principales conclusiones es la de que el grueso de la profesión abogó por no reevaluar la tasa de cambio nominal del peso para no desincentivar las exportaciones no tradicionales, a pesar de que en un medio inflacionario tal medida de todos modos causaría una considerable revaluación real de nuestra moneda.

El análisis de los escritos que aparecieron a raíz de los problemas cambiarios de principios de esta década sugiere que la realidad resultó ser bien distinta a lo que previeron algunos economistas, particularmente en cuanto a que una aceleración del ritmo de devaluación nominal se traduciría en una depreciación de la tasa de cambio real.

## 5.1 La tasa de cambio en el período 1948-1967

En su detallada recopilación sobre el manejo de la tasa de cambio, Wiesner señala que “la primera etapa de la historia cambiaria contemporánea de Colombia podría decirse que cubre un período aproximado de 20 años entre 1948 y 1967. Se inicia con la Ley 90 de 1948 y culmina en marzo de 1967 [...]” (Wiesner, 1978: 61).

Para los propósitos de este capítulo conviene señalar que ya en la década del treinta se había establecido temporalmente el control de cambios y de importaciones, con el propósito de hacerle frente a la crisis cambiaria que afectó al país como resultado de la Gran Depresión. La tasa de cambio fija se vería interrumpida con la devaluación de 1948, la primera en una década.

Mediante la Ley 90 de 1948, la tasa de cambio se devaluó de \$1,75 a \$1,95 (11,4%), medida poco efectiva, ya que como lo señala Wiesner, “ya desde el segundo semestre de ese año el peso había registrado cotizaciones de hasta \$3,08 por dólar a través del denominado certificado de cambio [...] [lo que] significaba que un volumen de importaciones se hacía a un costo más elevado que la cotización oficial” (Wiesner, 1978: 62).

En marzo de 1951 se expide el Decreto Extraordinario 637, que además de devaluar la tasa de cambio de \$1,95 a \$2,50 (28,2%), estableció tasas de cambio diferenciales, que de una forma u otra habrían de imperar hasta 1967.

La buena coyuntura de precios externos del café que siguió a la expedición del anterior decreto trajo consigo diversas medidas macroeconómicas que varios años después llevaron al ministro A. Espinosa a señalar que:

[...] creyéndola permanente, se franquearon las puertas de la importación y el gasto, sin la menor previsión para un percance eventual. Al concluir, el país se encontró con una deuda comercial de más de trescientos millones de dólares [...] la crisis cambiaria sucedía a la bonanza y la democracia a la dictadura (Espinosa, 1987b: 7).

Como era de esperarse, la “destorcida” cafetera creó la necesidad de adoptar importantes decisiones en el frente cambiario. Con excepción de medidas de carácter temporal adoptadas durante la Depresión de los años treinta, el país había gozado siempre de libertad cambiaria. Dicha situación se modificó con la expedición del Decreto 2929 de finales de 1955, el cual obligaba a los exportadores a vender sus divisas al Banco de la República. Se crearon los “títulos de divisas”, que se expedían a cambio de las divisas provenientes de todas las exportaciones, incluyendo parcialmente las cafeteras. Con este esquema, la tasa de cambio se hizo fluctuante, al hacerse función del precio de los Títulos en el mercado libre, precio que dependía de la tasa que los importadores estuvieran dispuestos a pagar. La posible similitud entre dicho mecanismo y el de certificados de cambio con descuento implementado en 1977 llevó a Wiesner a decir que “[...] se aprecia así que rara vez hay algo verdaderamente nuevo u original en el manejo cambiario del país” (Wiesner, 1978: 71).

Sin lugar a dudas, el paso más importante que se dio con miras a superar la crisis cambiaria de los años cincuenta fue la expedición del Decreto 107 de abril de 1957. Además de elevar la tasa de cambio oficial de \$2,50 a \$4,85, equivalente a una devaluación del 94%, creó dos mercados con tipo de cambio fluctuante: el de certificados y el de capitales. El primero de ellos comprendía la mayoría de las transacciones comerciales, de servicios y giros por deuda del gobierno nacional y de las entidades oficiales. Su tasa de cambio era flexible, devaluándose un promedio de 3% mensual en los nueve meses siguientes a la expedición del Decreto. Por su parte, el mercado de capitales era el mercado de cambio libre, cuya estructura no se alteró hasta noviembre de 1966, como paso previo a la expedición del Estatuto Cambiario.

Como se desprende del estudio de López (1986), la acelerada devaluación de la cotización del certificado de cambio empezó a causar serios problemas, uno de los cuales era el de presionar hacia abajo el precio internacional del café, al hacer muy atractiva su exportación.

En 1958 se expide el Decreto 80, el cual, además de devaluar la tasa de cambio a \$6,70 por dólar, instauró el sistema de remates, dándole cierta flexibilidad a la tasa de cambio, a la vez que permitía una activa participación del gobierno en su determinación. De nuevo, nos remitimos a la descripción que hace Espinosa (1987b: 8) de dicho episodio:

[...] en la Comisión Paritaria de Reajuste Institucional [...] nos empeñamos en amarrar el tipo de compra de los certificados. Parecía requisito esencial para contener el desbordamiento de la inflación, retroalimentada con sus alzas y con el efecto de las emisiones. Finalmente, por Decreto legislativo 80 de marzo de 1958, se le otorgó a la Junta directiva del Banco de la República la facultad de fijar ese tipo de compra, con el cual se regulaba indirectamente el final de los remates [...].

La muy limitada flexibilidad de los remates fue uno de los principales argumentos esbozados en 1959 para explicar la sobrevaluación del peso. Por ello, se dictó la Ley 1.<sup>a</sup> de 1959, la cual, además de ratificar el sistema de remates como mecanismo para permitir que fluctuara la tasa de cambio, fomentó las exportaciones menores al permitir que se pagaran al tipo de cambio libre.

Durante algunos meses, los remates fueron exitosos y trajeron consigo una devaluación de la tasa de cambio. En razón a ello, en abril de 1960 la Sociedad de Amigos de Colombia organizó un debate, promovido por el ministro de Hacienda Dr. H. Agudelo Villa y el Dr. Carlos Lleras. Haciendo referencia respecto de las discrepancias que allí surgieron en torno a la Ley 1.<sup>a</sup> de 1959, A. López (1986: 15-16) anota que:

[...] fueron unas minidevaluaciones cuyo objetivo más que intentar llevar la tasa de cambio real a su nivel de equilibrio, era lograr la unificación con el mercado fluctuante, llamado libre o de capitales [...] La otra persona que participó en el debate fue Carlos Lleras Restrepo, quien veía la estabilidad cambiaria como una congelación del tipo de cambio y no como una estabilidad dinámica en términos reales, que era la tesis de Hernando Agudelo. En esta ocasión Lleras consideró, tal como se había sostenido en los últimos años, que esta medida sería inflacionaria. Además, no consideraba que fuera el momento propicio para la unificación de la tasa de cambio [...] En el segundo semestre de 1960, el debate sobre la unificación cambiaria desapareció, cuando las tasas libre y de certificados [...] empezaron a distanciarse de nuevo.

Hacia 1960, el sistema cambiario era el siguiente: una tasa de cambio fija de \$6,70 para importaciones, fletes y transacciones oficiales; un mercado libre para los movimientos de capital y turismo que se cotizaba alrededor de \$7,00 y una tasa de \$6,40 aplicable a las exportaciones de café y petróleo.

Fundamentalmente debido a la caída en los precios externos del café y a la presión inflacionaria causada por el continuo déficit fiscal, se hizo necesario llevar a cabo una nueva devaluación en 1962, mediante la cual la tasa de cambio pasó de \$6,70 a \$9,00. Según Dunkerley (1968), varias razones se conjugaron para hacer poco efectiva dicha devaluación: i) no se logró restaurar la confianza requerida para detener la fuga de capitales y, en consecuencia, la intervención del Banco de la República para defender la tasa del mercado libre alrededor de \$10 por dólar resultó demasiado costosa; ii) a pesar de no haberse llevado a cabo una importante liberación de importaciones, la balanza de pagos no respondió como se esperaba al mantenerse deprimido el mercado cafetero y al presentarse un bajo nivel de desembolsos de crédito externo; iii) inmediatamente después de la devaluación, se produjo un aumento significativo de los salarios, atizando las presiones inflacionarias.

El fracaso del programa de estabilización condujo a que en 1964 el nivel de sobrevaluación de la tasa de cambio del peso superara al observado en 1962. No obstante, la oposición a llevar a cabo una nueva devaluación era inmensa. Se dice que el mismo presidente Valencia aseguró que mientras él estuviese en el cargo no habría más devaluaciones. En la medida en que no se habían efectuado reformas sustanciales que atacaran las causas últimas del desajuste y de la sobrevaluación, se intensificaron las presiones especulativas en contra del peso. En mayo de 1965 la tasa del mercado libre se situó en \$19 por dólar, contribuyendo a estimular considerablemente las exportaciones menores. No obstante, ello no bastó para producir un alivio significativo en la precaria situación de balanza de pagos.

El comprar divisas a la tasa de cambio libre para venderlas a los importadores a \$9,00 representó una enorme pérdida para el Banco de la República. En razón a ello, mediante Decreto 2322 de junio de 1965 se optó por establecer una tasa de \$13,50 para las exportaciones menores. Es decir, se redujo la tasa de cambio a la cual el Banco de la República adquiriría divisas a los exportadores. La tasa de cambio de \$9,00 se mantuvo como “tasa preferencial”, a la que se pagarían las importaciones esenciales.

El Decreto 2322 dividió el mercado cambiario en tres segmentos: i) el preferencial, que se abastecía con dólares cafeteros, liquidados a una tasa de cambio de \$7,67, y en el cual se vendían divisas a una tasa de cambio de \$9,00, para el pago de las importaciones esenciales; ii) el intermedio, que se alimentaba con el producido del resto de exportaciones y de los préstamos externos para el gobierno, liquidados a una tasa de cambio de \$13,50 por dólar, tasa que también se aplicaba a las importaciones no esenciales que se canalizaban a través de dicho mercado; iii) el libre.

Resulta interesante hacer referencia al hecho de que, si bien el espíritu del Decreto 2322 era el de flexibilizar la tasa de cambio del mercado intermedio de acuerdo a la situación de balanza de pagos, la realidad fue que:

[...] Desde septiembre de 1965, fecha en que empezó la liberación de importaciones, hasta noviembre de 1966, cuando se instauró el control de cambios, hubiera o no habido discrepancias dentro del gobierno respecto al manejo cambiario, lo cierto fue que la tasa del mercado intermedio permaneció fija al nivel de \$13,50 al mismo tiempo que se llevaba a cabo el proceso de liberación de importaciones (López, 1986: 31).

Respecto del episodio de 1965, Dunkerley anota que la devaluación fue presentada como una revaluación, cuyo objetivo era reducir la tasa de cambio libre, al tiempo que la oficial se mantenía en \$9,00. Claro está que se trataba de oscurecer el hecho de que las importaciones se estaban liberando, al tiempo que se producía un traslado de todas aquellas que anteriormente se liquidaban a la tasa preferencial de \$9,00 a la tasa de \$13,50 por dólar.

De nuevo, aunque de manera menos dramática que en 1962, la devaluación de 1965 probó ser poco efectiva. Aunque en un principio la administración Lleras apoyó el proceso de liberación de importaciones, dicho proceso se revirtió totalmente en noviembre de 1966, como se vio en la primera parte de este libro.

El Decreto 2866 es el antecedente inmediato al Decreto-Ley 444 de 1967. Mediante él, se eliminó el mercado libre y se autorizó a la Junta Monetaria para fijar la tasa de cambio a la cual se llevarían a cabo de allí en adelante las transacciones que anteriormente se hacían a la tasa libre. El 1.º de diciembre dicha corporación expidió la Resolución 49, fijando en \$16,30 por dólar la tasa del mercado de capitales para las mercancías que antes se liquidaban a la tasa libre. Adicionalmente, de allí en adelante dichas transacciones estarían sujetas a restricciones cambiarias.

Recapitulando, tenemos que antes de 1967 el país ya había experimentado el control de cambios, aunque solo fugazmente. Lo usual fue el empleo de tasas de cambio fijas para las transacciones comerciales, acompañada de una tasa de cambio libre aplicable a los movimientos de capitales. Sin embargo, hubo varios intentos por “flexibilizar” la tasa fija, como sucedió con el mecanismo de los remates. El Ministerio de Hacienda en 1960 hablaba de “minidevaluaciones” para describir la evolución de dichos remates, y se planteaba la necesidad de mantener una tasa de cambio estable en términos reales.

La práctica de mantener fija la tasa de cambio nominal para las transacciones comerciales hizo necesario recurrir a sucesivas y traumáticas devaluaciones, en razón a la agudización de los desequilibrios cambiarios resultantes de la erosión en términos reales de dicha tasa de cambio, debido a la mayor inflación interna frente a la del resto del mundo. La mayoría de estas devaluaciones fueron poco exitosas en aumentar el valor real de la



tasa de cambio. En pocas ocasiones se trató de atacar el desequilibrio cambiario de fondo, corrigiendo los excesos de oferta monetaria originados en el crónico déficit fiscal.

Veamos ahora qué sucedió en 1967 en materia de manejo de la tasa de cambio. ¿Hubo alguna novedad de fondo? ¿Se establecieron reglas específicas para el manejo del precio de la divisa?

## **5.2 La tasa de cambio en el Decreto-Ley 444**

El Estatuto Cambiario estableció dos mercados de divisas: el de certificados de cambio y el de capitales. Según se establece en el artículo 10, “corresponde a la Junta Monetaria señalar inicialmente los ingresos y egresos que constituyen cada uno de los mercados de cambio exterior, pero los que asignen al mercado de capitales podrán trasladarse al de certificados de cambio, mediante resoluciones de la misma Junta”.

La Resolución 13 del 22 de marzo de 1967 de la Junta Monetaria es explícita en definir los ingresos y egresos de cada uno de los mercados de divisas. A grandes rasgos, cada mercado se componía de la siguiente manera: i) certificados de cambio: sus ingresos provenían de la exportación de mercancías, incluido el café, y de los préstamos otorgados en favor de particulares o entidades oficiales cuyo servicio se haría por este mismo mercado. Los egresos estaban constituidos por el pago de las importaciones de mercancías; por los giros por concepto de intereses y amortizaciones de la deuda pública externa; por el servicio de los préstamos externos vendidos al Banco de la República con anterioridad al 22 de marzo de 1967; por los préstamos registrados en el Banco de la República y por el sostenimiento en el exterior de aquellos estudiantes patrocinados por el Icetex; ii) mercado de capitales: eran ingresos de este mercado las divisas que adquiriera el Banco de la República por concepto de toda clase de servicios; préstamos que obtuvieran las personas naturales o jurídicas con posterioridad a la vigencia del Decreto-Ley 444 y las compras de oro. Los egresos de este mercado provenían del pago de fletes; las remesas al exterior por concepto de utilidades y el reembolso de capitales; el servicio de los préstamos externos de particulares contratados a partir de la expedición del Decreto-Ley 444 y el servicio de los préstamos externos de particulares que no se hubieren vendido al Banco de la República.

De igual manera, la Resolución 13 de 1967 estableció las siguientes tasas de cambio con relación al dólar de los Estados Unidos: i) \$16,25 para la compra (y \$16,30 para la venta) de divisas del mercado de capitales; ii) \$13,50 para la contabilización de reservas internacionales; iii) \$9,00 para la venta de divisas destinadas a la adquisición del petróleo crudo refinado en Colombia; iv) \$7,67

para la adquisición por parte del Banco de la República de divisas ofrecidas por las compañías petroleras para subsanar los gastos que tuviesen que hacer en moneda local.

El nuevo Régimen de Cambios y de Comercio Exterior mantuvo un mercado de capitales con una tasa fija igual a la que imperaba desde 1966. Suspendió el diferencial cafetero y lo reemplazó por un impuesto *ad valorem*, fijándolo originalmente en un 26% (artículo 226). Igualmente, estableció una tasa de cambio fija para las importaciones de petróleo.

La pregunta crucial cuya difícil respuesta, como se sugirió en la introducción a este capítulo, ha llevado a serios malentendidos, es la siguiente: ¿Qué decía el Decreto-Ley 444 respecto al manejo de la tasa de cambio del mercado de certificados? Al fin y al cabo, era a dicha tasa a la cual se efectuaban la mayoría de las operaciones de cambio exterior.

En marzo de 1967 la tasa de cambio del mercado de certificados se ubicó en \$13,50 por dólar, alcanzando al año siguiente un nivel de \$16,30. Al expedirse la Resolución 24 de junio de 1968 de la Junta Monetaria, que en su artículo 1.º disponía el traslado “al mercado de certificados de cambio de la totalidad de los ingresos y egresos de cambio exterior que hoy constituyen el mercado de capitales”, se produjo la unificación de las dos tasas de cambio.

El paso de la tasa de cambio de \$13,50 a \$16,30 se hizo a través de sucesivas y pequeñas devaluaciones, aunque no sobra anotar el hecho de que en enero de 1968 se produjo una revaluación en la cotización nominal en el mercado de certificados. Una vez se suprimió el mercado de capitales, la cotización del mercado de certificados continuó devaluándose gradualmente, razón por la cual se ha dicho que el Decreto-Ley 444 estableció el sistema de minidevaluaciones (*crawling peg*) en Colombia.

En lo que sigue, se ilustra cómo el Estatuto Cambiario no sugiere explícitamente el sistema de las minidevaluaciones. Así mismo, se señala que había gran incertidumbre sobre el manejo de la tasa de cambio en el momento en que el mercado de certificados “absorbió” al mercado de capitales. Finalmente, se hará referencia al hecho de que solo recientemente se ha popularizado el manejo de la tasa de cambio en función del diferencial de inflaciones entre Colombia y el resto del mundo.

En el texto mismo del Estatuto la única referencia que se hace a cómo debería manejarse la cotización de la divisa en el mercado de certificados de cambio aparece en el artículo 21, que dice:

Con el fin de regular el mercado de certificados de cambio, la Junta Monetaria podrá autorizar al Banco de la República para expedir y negociar certificados contra divisas que formen parte de las reservas internacionales o para intervenir como comprador en dicho mercado. En el ejercicio de esta función, la Junta tendrá en cuenta los presupuestos de

*ingresos y egresos de divisas y la necesidad de lograr y mantener un adecuado nivel de reservas internacionales (el subrayado es nuestro).*

Al respecto, y en un discurso pronunciado ante el Comité Interamericano de la Alianza para el Progreso en marzo de 1967, el ministro de Hacienda Dr. Abdón Espinosa V., decía:

La tasa de certificados será la que surja de la oferta compuesta por los ingresos corrientes y por los recursos que eventualmente venda el Banco de la República y de la demanda que haya autorizado la Oficina de Cambios. Esta tasa podrá oscilar suavemente en una u otra dirección, bajo las presiones graduadas de la demanda, sin derivar a los bruscos sacudimientos que el gobierno de Colombia considera inconvenientes para el país (Espinosa, 1967: 284).

Las anteriores referencias parecen hacer claridad respecto a que el Estatuto mismo se refería a la cotización del mercado de certificados como una tasa que no era libre y cuyo manejo se haría en función de una meta que no era demasiado específica, pudiendo oscilar en sentido ascendente o descendente de acuerdo a la oferta y demanda en el mercado de certificados (mercado en el cual intervendría el Banco de la República).

La tasa de cambio no era libre, puesto que tanto la oferta como la demanda de certificados estaba influida por la acción del gobierno. En cuanto a la oferta, mediante la expedición de certificados de cambio respaldados en las reservas internacionales del Emisor. En relación a la demanda, mediante su regulación “en la fuente” de acuerdo a las licencias de importación y giro que autorizaran el Incomex y la Oficina de Cambios. Si la tasa del certificado era flexible o no, era más una cuestión de semántica que otra cosa, puesto que una tasa de cambio que se fija solo por períodos cortos; igualmente puede considerarse fija o flexible. Al respecto, Díaz Alejandro (1974b: 24) decía que “[...] oficialmente, la tasa de cambio posterior a marzo de 1967 es supuestamente el resultado del libre juego entre la oferta y la demanda. Pero es obviamente una tasa flexible fijada diariamente por el gobierno y modificada cada pocos días” (el subrayado es nuestro).

Ciertamente no se hacía referencia a ninguna regla específica de manejo de la tasa de cambio, y sin lugar a dudas se contemplaba la posibilidad de que en períodos de abundancia de divisas se presentaran revaluaciones nominales.

En ningún momento se sugirió indexar la tasa de cambio a la tasa de inflación interna o a la diferencia entre la inflación doméstica y aquella que se presentara en los países con los que Colombia comerciaba (*purchasing power parity*). Veinte años después de expedido el Decreto-Ley 444 el mismo A. Espinosa (1987a: 79) decía, refiriéndose a la aceleración en el ritmo de devaluación de 1985:

[...] La dosis de 1985 fue excesiva, se inspiró en la anacrónica teoría del termómetro y se guió por el ciego automatismo de la indización o upaquización. En este sentido, el espíritu del Estatuto se ha adulterado para asimilarlo a interpretaciones reñidas con su aliento original, que partía de la base de fuerzas del mercado cuidadosamente reguladas tanto en la oferta como en la demanda, sin derivar a bruscos sacudimientos. Hoy es lo contrario: de antemano se anuncia una meta de inflación y una meta de devaluación a la luz de la cual se ajustan los costos y los precios, preventivamente.

La errónea concepción de que las minidevaluaciones estaban contempladas en el Decreto-Ley 444 tiene un origen bastante lógico<sup>28</sup>. Desde noviembre de 1966 se hizo claro el deseo de que eventualmente debería desaparecer el mercado de capitales de \$16,50 y operativamente la manera más conveniente de hacerlo era permitiendo la gradual aproximación del mercado de certificados (de \$13,50) a la cotización del mercado de capitales. Wiesner anota que “[...] en esencia el Decreto consagra el control de cambio y un tipo de cambio flexible; busca llegar a un tipo de cambio unificado y aspira a eliminar los distintos mercados hasta entonces existentes. Este último propósito lo logra en junio de 1968 [...]” (Wiesner, 1978: 85-86).

En relación a la incertidumbre respecto al manejo de la tasa de cambio a partir de la unificación de los dos mercados, C. Díaz-Alejandro (1973: 25) decía:

En los primeros meses del nuevo sistema los cambios mensuales eran irregulares, y aparentemente se intentaba dar impresión de que se trataba de un mercado no regulado, en el cual también se podían presentar bajas, como ocurrió en enero de 1968. Esos movimientos iniciales en la tasa de cambio eran observados ansiosamente por los acreedores y por quienes habían dado auxilios a Colombia, puesto que dudaban de la firmeza del compromiso colombiano sobre un avance lento; se dice que la caída en la tasa de depreciación ocurrida en diciembre de 1967 y en enero de 1968 causó un intercambio de telegramas entre Washington y Bogotá, y se temió que una vez que el certificado de cambio se unificara con la tasa del mercado de capitales (la cual había sido fijada en 16,3 pesos desde que el mercado de capitales

<sup>28</sup> Por ejemplo, Cabrera y Quintero (1979) dicen: “Los principales aspectos contemplados en el Estatuto pueden agruparse así: ... d) Devaluación lenta y continua o mejor, política estable con relación a la tasa de cambio (*crawling peg*) [...]”. A su turno, H. Echavarría (1986) dice que “La nueva modalidad adoptada fue una gradual y continua minidevaluación del peso de allí en adelante con el fin de corregir permanentemente su valor real con respecto al dólar [...] El Decreto 444, al establecer esta nueva modalidad de devaluaciones graduales, introdujo la corrección permanente del valor del peso, de acuerdo con la inflación interna” (los subrayados son nuestros).

reemplazó al mercado libre en diciembre de 1966) se regresaría a una tasa fija en 16,3 pesos. Este límite se alcanzó en junio de 1968, y el crecimiento lento continuó [...] No está clara la magnitud de la influencia de la demanda por licencias para importar y por importaciones de bienes en la lista libre sobre las decisiones al respecto del movimiento de la tasa de cambio. Se dice que los prestamistas extranjeros, y en especial el Fondo Monetario Internacional, pactan anualmente con las autoridades colombianas una meta mínima para los registros de importación con el fin de evitar cualquier intento de bajar la tasa de depreciación y estrechar el control a las importaciones. Se sabe que las autoridades también tratan de mantener alguna correspondencia entre la depreciación y la inflación en Colombia y en el exterior [...].

Lo que sí resultaba difícil de conciliar con la evidencia era la posición del Banco de la República en cuanto a que la tasa de cambio del certificado no solo era flexible, sino además libre. Al respecto, se leía en las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República* de marzo de 1967 que “en la forma anotada se ha creado un mercado de divisas que podrá ser fluctuante, a la par que dotado de previsiones para que no se vuelva errátil. *Pero en adelante, la fijación del tipo de cambio para tal mercado no dependerá en lo futuro de determinaciones gubernamentales*” (el subrayado es nuestro) (Banco de la República, 1967: 276).

En resumen, respecto a la eliminación del diferencial cambiario y a la absorción del mercado de capitales por parte del de certificados el Decreto-Ley 444 es claro. Respecto a cómo debería manejarse la tasa de cambio del mercado de certificados de allí en adelante intencionalmente no lo es, puesto que, como ya observamos, se limitaba a decir que se tendría en cuenta “los presupuestos de ingresos y egresos de divisas y la necesidad de lograr y mantener un adecuado nivel de reservas internacionales”. Al señalar algunos criterios que deberían tenerse en cuenta, se estaba siendo más preciso de lo que se había sido en décadas anteriores, pero ciertamente no se estaba estableciendo una regla específica de manejo cambiario. Como veremos más adelante, solo recientemente se ha adoptado la decisión de devaluar en función de variables claramente definidas.

Por todo lo anterior, queremos terminar esta sección argumentando que el régimen de minidevaluaciones, aunque no estaba estipulado en el Decreto-Ley 444 de 1967, sí era el resultado lógico de un régimen de control de cambios en un medio inflacionario. Es más, no existían muchas alternativas en cuanto al manejo de la tasa de cambio, si se querían evitar las crisis periódicas del pasado y lograr una diversificación de las exportaciones no tradicionales del país, como era el objetivo reiterado del nuevo Decreto-Ley. No era factible una tasa de cambio libre y completamente flexible, en un medio en el cual el banco central y otras agencias oficiales

prácticamente controlaban tanto la oferta como la demanda de divisas. Por ello, y en la medida en que nunca se hizo explícito el deseo de reducir la inflación local a los niveles internacionales, era apenas lógico que el manejo de la tasa de cambio se guiara en alguna forma teniendo en cuenta, entre otros factores, el diferencial de tasas de inflación.

Como se sugiere en la introducción a este capítulo, en la siguiente sección se trata de resumir el debate que se dio en torno al manejo de la tasa de cambio durante la coyuntura de auge externo de mediados de los setenta y durante el período de problemas cambiarios de principios de los ochenta. Antes de entrar en materia, resulta de interés hacer algunas reflexiones respecto a aspectos más generales del manejo de la tasa de cambio en los últimos veinte años.

En los primeros cinco años de vigencia del Estatuto Cambiario la tasa de inflación en Colombia nunca superó el 11,5%. Con una inflación externa (por ejemplo, en Estados Unidos) pequeña pero positiva, ello implicó un diferencial de inflaciones bastante reducido. En razón a ello era apenas lógico que la política de devaluaciones no se fijara en función de criterios como el de “paridad del poder adquisitivo”, sino en función de variables que en ese momento se consideraban bastante importantes, como lo era el precario nivel de reservas internacionales<sup>29</sup>.

En el momento en que se presenten importantes diferencias entre la inflación interna y la externa, la discusión acerca del ritmo específico al que se devalúe adquirirá importancia. Claro está, en la medida en que la inflación interna no difiera demasiado de la externa, la devaluación real será muy similar a la nominal. En razón a esto, no es sorprendente que entre 1967 y 1971 los analistas no se preocuparán por distinguir entre la tasa de cambio nominal y la real.

A partir de 1972 la tasa de inflación colombiana empieza a ser considerablemente superior a la de los Estados Unidos, incluso en aquellos años (1973-1974) en que la inflación externa alcanza niveles históricamente elevados.

Hasta 1975 este diferencial de inflaciones fue compensado parcialmente por una aceleración en el ritmo de devaluación. Ello sucedía, a pesar de que en ningún momento se hizo explícita la intención oficial de mantener estable el valor real de la tasa de cambio.

Precisamente, al no ser explícito el deseo de mantener la paridad del poder adquisitivo, fue posible utilizar el menor ritmo de devaluación como pieza importante del programa de estabilización durante la bonanza del sector externo en la década pasada. Es decir, el manejo de la tasa de cambio era lo suficientemente flexible como para permitir la posibilidad de que se devaluara por encima del diferencial de tasas de inflación cuando se quería fomentar las

<sup>29</sup> Véase Urrutia (1981), para una discusión de las variables que, según él, determinan el ritmo al cual se devalúa en Colombia.

exportaciones menores o por debajo del diferencial de inflaciones cuando se quería disminuir la presión inflacionaria de una favorable coyuntura externa.

Ciertamente, y en la medida en que la experiencia histórica demostró que desajustes importantes en la tasa de cambio real afectaban muy adversamente la balanza comercial, la supuesta “flexibilidad” del manejo cambiario se vio reducida. Es bien sabido que la favorable coyuntura externa de 1986 representó un importante reto en materia de estabilización macroeconómica. A pesar de ello, ni en círculos oficiales ni en círculos académicos se sugirió la posibilidad de utilizar el manejo de la tasa de cambio como elemento contracíclico en dicho año. Es decir, a todo nivel se creía que lo adecuado era continuar defendiendo el valor real de la tasa de cambio, acudiendo a otras políticas para enfrentar el efecto expansionista del sector externo.

En resumen, podríamos decir que hasta 1971 la diferenciación entre tasa de cambio nominal y tasa de cambio real no fue tema de discusión. Se trataba de años en que el diferencial entre la inflación interna y la externa no era muy grande. De allí se pasó a una situación (1976-1982) en la que se aceptaba el uso de la devaluación como mecanismo de estabilización monetaria. El resultado de tal política fue una importante revaluación real del peso. Finalmente, se llega a una situación (1986) en que el diferencial entre la inflación interna y la externa es grande, y tanto el Gobierno como los analistas insisten en devaluar precisamente para corregir el diferencial de inflaciones<sup>30</sup>.

Es más, en la actualidad casi que existe una “fórmula” de manejo de la tasa de cambio nominal, que devalúa esta en respuesta al diferencial entre la inflación colombiana y la inflación “promedio ponderada” que se presenta en los países con los que el país comercia. O sea, no solo se ha llegado a un punto en que impera la teoría de la paridad del poder adquisitivo<sup>31</sup>, sino que incluso se reconoce que no basta corregir por el diferencial de inflaciones entre Colombia y Estados Unidos.

### **5.3 El manejo de la tasa de cambio a partir de 1967**

De la sección anterior se deduce que la idea del gobierno en 1967 era la de devaluar progresivamente la tasa del mercado de certificados, hasta que esta

<sup>30</sup> Esta esquematización no hace demasiada justicia al trabajo de Gaviria (1978), que durante la “bonanza” externa fue muy explícito en diferenciar entre tasa de cambio nominal y tasa de cambio real y creemos que fue el primer economista en ofrecer una formulación precisa de cómo debería manejarse la tasa de cambio para mantener estable su valor real.

<sup>31</sup> Teoría que contrario a la opinión de muchos analistas, no había imperado nunca en Colombia.

alcanzara el nivel de \$16,30 por dólar que regía en el mercado de capitales. Dicha meta se logró en junio de 1968, momento en el cual se creó cierta incertidumbre sobre la futura evolución de la tasa que regiría en el primer mercado.

La realidad es que las devaluaciones graduales continuaron, si bien su ritmo no estaba definido por ninguna norma o fórmula específica. Quizás la mejor justificación al manejo adoptado a partir de 1967 la encontramos en Wiesner (1978: 93-94) quien además hace una explicación sucinta de la forma en que se manejaba la tasa de cambio:

Desde 1967 se aplicó un sistema cambiario basado en devaluaciones graduales casi permanentes, por medio de las cuales el Banco de la República ajustaba la tasa de cambio de acuerdo con un presupuesto de devaluación incluido en el marco global de la política monetaria y económica general. Se había perdido el miedo a la inflación causada por la devaluación. *Se había superado la actitud de que la estabilidad cambiaria, per se, era lo correcto. Se había reconocido, implícitamente al menos, que no se tenía la suficiente disciplina monetaria o fiscal para garantizar una paridad estable.* Por último, se había admitido que la única forma de manejar la devaluación desde un punto de vista político, tanto a nivel doméstico como externo era haciéndolo constante y gradualmente [...] no se mantuvo una tasa constante y tampoco es factible relacionar su velocidad de variación con el comportamiento exclusivo de una específica variable económica. El enfoque era dar una influencia prioritaria al nivel interno de inflación, de las importaciones, de los precios del café en el exterior y de la perspectiva en general. En todo caso, la noción de mantener una paridad adquisitiva efectiva teniendo en cuenta la inflación interna y externa, así como subsidios y gravámenes especiales, empezó a hacer parte integral de la configuración de la tasa de cambio del país. Con todo, sin embargo, la devaluación para el período 1967-1975 apenas se tradujo en un incremento real del 2,7% para la tasa de cambio. Pero ya se había alcanzado un progreso, pues los retardos de ajuste en la tasa de cambio no eran de la magnitud de algunos de los registrados durante 1948-1967 (los subrayados son nuestros).

En el Cuadro anexo a este capítulo se puede observar que por lo menos hasta 1971 el nuevo sistema de manejo de la tasa de cambio había logrado dos metas que de por sí eran notables a la luz de la experiencia pasada: i) había habido una leve pero continua devaluación real de la tasa de cambio; ii) se había reducido sustancialmente la inestabilidad de ésta.

A partir de 1972 se revierte ligeramente el proceso de devaluación real, fenómeno que se explica fundamentalmente por la aceleración del proceso inflacionario a partir de dicho año.



La idea de que el nuevo sistema de manejo de la tasa de cambio nominal había evitado nuevas crisis cambiarias y había permitido estabilizar el valor real de la tasa de cambio era ampliamente aceptada. Sin embargo, fueron varias las personas que pusieron en duda la bondad del sistema, en razón al sesgo inflacionario que este supuestamente implicaba. Contrario al análisis de Wiesner, quien argumenta que el régimen de minidevaluaciones permitió un manejo adecuado de la tasa de cambio en un medio inflacionario, hubo quienes sostuvieron que era precisamente el manejo cambiario el que autoalimentaba la inflación.

Al respecto, la Dirección Liberal Nacional, bajo la jefatura de Carlos Lleras, publicó la siguiente declaración en el diario *El Tiempo* de Bogotá:

[...] De otra parte, las materias primas y maquinarias que se importan al país, indispensables para mantener e incrementar el desarrollo, resultan cada vez más costosas, no solo por las condiciones del mercado internacional, sino por la aplicación de una tasa de cambio en constante incremento. Por todo lo anterior será necesario que se revise la política de incrementos permanentes en el valor de la divisa extranjera, que tuvo cuando se estableció benéficos resultados, como el aumento de las exportaciones y el equilibrio de la balanza de pagos, ahora favorecida tan notoriamente por el aumento del precio del café en el exterior. La flexibilidad del cambio de moneda extranjera establecida en 1967 por el Decreto 444, cuando las reservas internacionales eran negativas y se hacía necesario un estímulo al ingreso del dólar a las diversas circunstancias de cada momento. Por eso, en las actuales, sería conveniente comenzar a aplicar una política de estabilidad cambiaria, que redundaría en beneficio del equilibrio de los precios internos, política que, a su vez, entraría a favorecer las condiciones de competencia de nuestros productos en el extranjero por disminución de los costos nacionales (*El Tiempo*, 23 de marzo de 1973: 6-A; los subrayados son nuestros).

Años después, y sobre el mismo episodio, J. A. Ocampo diría que:

[...] La fuerte aceleración de la devaluación en 1974-1975 es, en cambio, una señal de los efectos inflacionarios que puede generar el manejo del ritmo de minidevaluaciones. En efecto, tal aceleración sucedió en un período de fuertes presiones inflacionarias externas: entre 1972 y 1974, la devaluación había sido de un 19,2%, pero los precios de las importaciones en moneda nacional se habían incrementado en un 81,2% y los de las exportaciones diferentes a café en un 153,4%; en estas circunstancias, cuando comenzaban a ceder estas presiones inflacionarias, el gobierno la reforzó a través de una aceleración de la devaluación, en vez de permitir que se erosionara gradualmente su efecto sobre los precios

internos. Es muy posible que esa política sea en gran medida responsable de que la tasa de inflación de la economía colombiana se haya elevado en forma relativamente permanente desde mediados de la década del setenta (Ocampo, 1983b: 206; los subrayados son nuestros).

Es decir, Ocampo miraba con preocupación el fenómeno de acelerar la devaluación en época de inflación externa. Crítica bastante lógica si se parte del hecho de que de alguna forma con la continua devaluación se pretende cerrar la brecha entre la inflación interna y la externa y en ese orden de ideas, lo correcto es desacelerar la devaluación cuando aumenta la inflación externa vis á vis la interna.

Como veremos luego, el debate acerca del efecto inflacionario de la devaluación se repetirá en la segunda mitad de los setenta. En general, y siempre que coyunturalmente el sector externo se encuentre en situación favorable, renacerá el debate sobre la necesidad de estabilizar la tasa de cambio nominal. Dicho debate se polarizará entre quienes arguyen que la devaluación es uno de los causales de la inflación, y aquellos que sostienen que, por el contrario, en épocas de alta inflación es necesario aumentar el ritmo de devaluación para defender el valor real de la tasa de cambio.

En lo que sigue, no se intenta hacer una descripción de la evolución histórica del manejo de la tasa de cambio (al respecto, véase los trabajos de Wiesner, 1978, y Ocampo, 1982). Resulta más interesante profundizar en la discusión que se ha dado en torno al manejo de la tasa de cambio en épocas de bonanza externa y crisis cambiaria, recopilando los principales escritos que aparecieron a raíz de la bonanza cafetera de la década pasada, y durante la crisis cambiaria de principios de los ochenta.

No se pretende ser exhaustivos en la recopilación de escritos acerca de estas dos experiencias coyunturales, sino que, por el contrario, se ha decidido hacer referencia solamente a aquellos estudios que contenían ideas esencialmente originales.

### **5.3.1 La bonanza cafetera de 1976-1977**

Con anterioridad al aumento en los precios del café, la situación cambiaria era bastante incierta. En la anterior sección se vio cómo a partir de 1971 empieza a presentarse una ligera revaluación de la tasa de cambio real. Según Wiesner (1978: 97-98):

[...] el examen del período de 1967 a 1975 induce a pensar que para mediados de la década del setenta, el país iba destinado a tener que establecer un ajuste a fondo en su sector externo. No iba acercándose

a una crisis cambiaria de tipo tradicional del período 1948-1967, pero sí a la necesidad de adoptar políticas para controlar la creciente inflación y para ajustar la tasa de cambio cuyo nivel de sobrevaluación se había aumentado. Cuando estaba vigente tal perspectiva y cuando ya se habían dado los primeros pasos para reestructurar el frente fiscal y el monetario, se presentó la helada de cafetos del Brasil en junio de 1975.

Puesto que nuestro interés radica exclusivamente en resumir la discusión en torno al manejo de la tasa de cambio, remitimos al lector interesado al trabajo de Jaramillo (1979) para obtener una visión más completa del entorno macroeconómico que existía en 1976-1977, y de cómo el manejo de la tasa de cambio se veía condicionado por el deseo explícito de acumular reservas internacionales.

Al ocurrir la helada brasilera de mediados de 1975, la controversia que se dio en torno al manejo cambiario se centró en los siguientes aspectos: i) la gran mayoría de quienes en esa época trataron el tema (Wiesner, Ocampo, *Estrategia*), reconocían la naturaleza coyuntural de la bonanza y abogaron por la continuidad del régimen cambiario. Como veremos luego, el principal argumento esgrimido por estos últimos fue el que una revaluación de la tasa de cambio afectaría adversamente la competitividad de los bienes comerciables, en particular las exportaciones menores. Pocos se preocuparon por ahondar en el hecho de que quizás la variable más relevante era la tasa de cambio real, cuya revaluación de todos modos se habría de producir durante los próximos siete años; ii) otros analistas (véase, por ejemplo, Perry, 1979, y Palacios, 1979) abogaron por la continuidad del control de cambios, a la vez que propendieron por distintas formas de revaluación del peso; iii) hubo quienes consideraron que con la bonanza cafetera se superaba la situación estructural de “cuello de botella” que siempre había representado el sector externo para el resto de la economía, llegando hasta proponer la eliminación del control de cambios, y la consiguiente revaluación nominal del peso que ella traería consigo<sup>32</sup>.

A continuación, se exponen las distintas posiciones adoptadas por conocidos economistas, para luego pasar a analizar el mecanismo de los certificados de cambio con descuento, que imperó entre 1977 y 1979.

### **Los proponentes de la continuidad:**

En el momento mismo en que la helada brasilera comenzó a afectar positivamente los precios del café, la posición oficial fue la de hacer claridad sobre el

<sup>32</sup> Como veremos luego, el más serio exponente de esta tesis fue Franco (1979).

carácter coyuntural del evento, y la consiguiente necesidad de continuar con el esfuerzo de diversificación de exportaciones. En las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República* (abril de 1976) se decía que:

[...] la bonanza cafetera no puede hacernos olvidar la necesidad de seguir estimulando las otras exportaciones, como se ha hecho en los últimos años, pues la mayor garantía de nuestra posición cambiaria estriba en la diversificación del comercio exterior. Habrá que estar atentos para que la ampliación del mercado interno que entraña la aludida bonanza no le reste dinamismo a las actuales exportaciones y que las ventajas competitivas alcanzadas no se alteren por los factores monetarios.

Es decir, desde un principio existía claridad respecto al hecho de que el mayor ingreso por exportaciones tenía el potencial de afectar adversamente las exportaciones menores. Sin embargo, de la anterior cita no es del todo claro si ello se debería a una posible revaluación real de la tasa de cambio (producida por una aceleración de la inflación interna) o simplemente al hecho de que las exportaciones no tradicionales son producto de la “venta de excedentes”, que naturalmente se reduciría al aumentar la demanda local.

De cualquier manera, en la entrega de agosto de 1976 el gerente del Emisor ratificaba la posición oficial de enfrentar el potencial inflacionario de los mayores ingresos externos con herramientas diferentes a la de alterar el manejo cambiario, cuya continuidad desde 1967 había probado ser muy provechosa<sup>33</sup>. Se lee en las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República* de agosto de 1976 lo siguiente:

El régimen de cambio exterior que rige en la actualidad se caracteriza por una tasa unificada con movimientos graduales en su cotización, regulados a su vez por mecanismos de dirección tales como el control de las importaciones, la tarifa arancelaria, el fomento de las exportaciones y el presupuesto de ingresos y egresos de divisas, todos hoy notoriamente elásticos. Esta estructura ha cumplido en los últimos ocho años las metas de eliminar la incertidumbre que producen los altibajos en la tasa libre de cambio, los bruscos ajustes de la tasa fija o las distorsiones que crean los cambios múltiples. Con el sistema vigente desde 1967 se ha logrado un aprovechamiento más adecuado de nuestras divisas disponibles y un manejo eficiente de las reservas internacionales, como lo demuestra el balance satisfactorio en los últimos años [...]. De esta manera la tendencia a largo término del flujo de recursos externos recomienda mantener la actual estructura básica del sistema

<sup>33</sup> Como se verá más adelante, la posición oficial se alteraría ligeramente con la introducción de los certificados de cambio con descuento en 1977.

cambiario, naturalmente adecuando su manejo a las circunstancias presentes.

No parece por tanto muy meditada la sugerencia de regresar a mecanismos ya superados, por ejemplo, tasas múltiples, que introducen imperfecciones en el mercado de divisas y evitan la utilización eficiente de los recursos externos, como ha sido el resultado de experiencias anteriores.

La idea esbozada en algunos círculos acerca de una posible revaluación de la divisa por circunstancias transitorias de bonanza cambiaria, presentaría el peligro de desalentar las exportaciones no tradicionales, e inclusive a la industria para el abastecimiento interno, precisamente llamada a suavizar contingencias por cambios bruscos en los precios de los productos exportables.

Argumentos similares a los del Banco fueron esgrimidos por Wiesner (1976), quizás el primero de los economistas en publicar un análisis sobre los eventos que en ese momento se sucedían. En su artículo titulado “¿Qué tanta devaluación?”, Wiesner (1976: 13 y 17) no solo propone no revaluar la tasa de cambio, pues el superávit cambiario no se originaba en mayor eficiencia económica, sino que además entreveía la posibilidad de acelerar la devaluación si las presiones inflacionarias no cedían, de manera que se evitara la revaluación real de la tasa de cambio.

No puede argumentarse, en consecuencia, que bajo las actuales condiciones, totalmente atípicas, sea conveniente para el país una revaluación o la eliminación del control de cambios. Ello solo podría ser aconsejable si nuestras reservas hubieran sido generadas por un superávit económico real, derivado de mayor eficiencia económica interna [...]. Tenemos, pues, un peso que en términos reales y dentro de la actual coyuntura está sobrevaluado. A mediano y largo plazo esta situación tendrá que ser corregida. La política de transición y de prioridad al control monetario no puede fijarle a las exportaciones distintas al café una tasa de cambio que reduzca su capacidad de competir en el exterior. Si la presión inflacionaria no llegare a quedar bajo control a comienzos de 1977, más fuertes serían los argumentos en favor de una más acelerada devaluación en ese año y en 1978 para evitar más amplios márgenes de sobrevaluación del peso, y porque para entonces las importaciones no requerirán estímulo cambiario mientras que las exportaciones no cafeteras sí lo necesitarán. Además, es generalmente aceptado que resulta más fácil cumplir unas metas de política monetaria con cambio fluctuante y controlado que con paridades fijas.

En la cita anterior, se reafirma lo anotado anteriormente, en el sentido de que Wiesner, contrario a la opinión de otros, vio en la devaluación la forma de compensar la inflación, y no la causal de esta. Es importante resaltar el hecho de que, aunque dicha tesis no era generalizada, por lo menos sí existía alguna conciencia de que lo fundamental hacia el futuro era la evolución real y no nominal de la tasa de cambio.

El mismo Wiesner (1978: 98) años más tarde hacía claridad sobre las opciones abiertas al gobierno, y sobre por qué él consideraba acertado el camino escogido por las autoridades.

[...] Al ocurrir la helada de cafetos en el Brasil, en junio de 1975, y al ser anticipable una elevación de los ingresos externos, se planteó para la política económica de Colombia uno de los más difíciles dilemas imaginables: abandonar el control de cambio y permitir que el futuro superávit cambiario fuera adquirido por el sector privado o, por el contrario, mantener el control oficial sobre las divisas y buscar que fuera el Banco de la República el comprador de los dólares. Ambos cursos de acción ofrecían ventajas y traían riesgos que diferían tanto en el corto como en el largo plazo. La primera alternativa se traduciría en una revaluación, corriéndose el riesgo de valorizar una moneda cuya estructura económica subyacente no había sido mejorada realmente por causa permanente. La segunda alternativa tenía como atractivo la posibilidad de romper el tradicional cuello de botella del sector externo del país. Sin embargo, con ella se corría el riesgo de fuertes presiones inflacionarias al monetizarse el aumento de las reservas internacionales. Como es sabido, Colombia decidió pensando más en el largo plazo que en el corto y asumió así el riesgo de la inflación manteniendo el control de cambios. La solución de corto plazo -permitir la revaluación- habría significado menos problemas monetarios inmediatos, pero habría traído serias consecuencias cambiarias futuras.

El cuadro que aparece en el Anexo da una clara idea de la magnitud de la revaluación real sucedida sobre todo a partir de 1975. Según Ocampo (1983a), resulta conveniente hacer claridad respecto al orden de magnitud de dicha revaluación, pues a pesar de que la tasa de cambio real a mediados de los setenta era inferior a la observada a principios de la década, todavía era considerablemente superior a la que prevaleció antes de 1967.

Wiesner (1977: 47), desde otra perspectiva, se preocupó por cualificar la importancia de la revaluación. Específicamente, argumentó que la revaluación real que se producía vía una tasa de inflación más elevada que la tasa de devaluación del tipo de cambio era menos nociva que la revaluación real que se producía cuando nominalmente se disminuía el valor de la tasa de cambio.

Si se hubiera revaluado desde un comienzo, el problema actual no sería de inflación sino de reservas. Como se optó por acumularlas se tuvo que pagar el precio de la inflación. Como no se ha ajustado la tasa de cambio por esa inflación en verdad se ha revaluado el peso. ¿Es esa revaluación implícita un sustituto de la otra revaluación formal? Desde luego que, aunque son fenómenos similares, no equivalen a lo mismo pues tanto el proceso para llegar a ellos como sus efectos son muy distintos. La respuesta de las exportaciones y de las importaciones, por ejemplo, es diferente si se reduce la tasa nominal de cambio que si se la mantiene fija y se deja que el índice de precios actúe a manera de devaluación. Si se revalúa nominalmente, es decir, si oficialmente se reduce el precio del dólar, el efecto sobre el exportador es inmediato y directo mientras que si tal revaluación ocurre por la vía de los precios internos es posible que sus costos -los propios de su industria- no suban al mismo ritmo de la inflación y, por lo tanto, le quede algún margen de incentivo para exportar. El efecto sobre las importaciones es similar. Si se baja el precio en pesos del dólar estas se incrementarán más rápidamente que si los precios internos, al subir, hacen más atractivo comprar en el exterior. Además, en un caso se afecta por igual el precio de todos los bienes y servicios mientras que en el otro las variaciones en los precios no necesariamente son iguales.

Al contrario de Ocampo y Wiesner, algunos analistas eran bastante optimistas respecto a la posibilidad de mantener la competitividad de las exportaciones menores, aparentemente desconociendo el hecho de que la inflación habría de erosionar en términos reales la tasa de cambio. En 1979 la revista *Estrategia* endosaba el manejo de la tasa de cambio:

[...] Pero si de eso se trata, ¿por qué no revaluar directamente sin entrar a modificar la legislación cambiaria del país con todos los sobresaltos que eso conlleva? Si dentro del régimen cambiario vigente el Banco de la República puede poner la cotización oficial del certificado de cambio a 38 pesos por dólar -por ejemplo- ¿por qué no lo hace? Porque ello produciría la ruina del sector exportador no tradicional y causaría un desempleo masivo. Sería un descalabro industrial y agropecuario que destruiría el esfuerzo acumulado de trece años para diversificar la economía y abrir los mercados mundiales para los productos colombianos distintos del café. El país volvería a la monoexportación, a las crisis cambiarias periódicas y a la necesidad de recurrir al Fondo Monetario Internacional. La eliminación del control de cambio tendría ese mismo resultado. Sería someter la economía a un tratamiento de choque y dejarla vulnerable a toda clase de traumatismos posteriores [...]. *Los elementos de juicio disponibles sobre las perspectivas cambiarias en la década de los ochenta aconsejaban conservar una tasa de cambio que garantice la competitividad internacional de nuestras exportaciones no tradicionales y eso solamente se logra manteniendo el control de cambios. El manejo acertado de la*

tasa de cambio desde 1967 ha sido la clave del éxito de la diversificación de las exportaciones colombianas. El control de cambios es la garantía de que el Estado conserve en su arsenal esa valiosa arma comercial (*Estrategia*, junio de 1978: los subrayados son nuestros).

El nocivo efecto de la revaluación real de la tasa de cambio estuvo presente en la opinión de algunos economistas (Ocampo, 1982: 32):

Si la conservación del régimen cambiario fue un gran acierto de la política económica durante la bonanza cafetera, el manejo coyuntural del tipo de cambio constituyó su gran debilidad. La revaluación real apreciable entre 1975 y 1977 [...] y la estabilización de la tasa de cambio real a niveles bajos desde entonces, ha afectado seriamente el comportamiento de la economía.

En resumen, los analistas que propusieron la continuidad del régimen de control de cambios y de la política de minidevaluaciones esbozaron posiciones muy similares a las del gobierno. Hacia 1976, y dado que se creía que la bonanza era de corta duración, se creía que se podría mantener la competitividad de las exportaciones menores incluso en un medio inflacionario. La historia demostró que eso no fue así, puesto que la revaluación real de la tasa de cambio de todos modos fue considerable.

No obstante declaraciones oficiales alertando sobre el costo de una revaluación, el Gobierno tuvo que abandonar su propósito de por lo menos mantener el valor nominal de la tasa de cambio en la medida en que se fue agotando el potencial de estabilización macroeconómica de las demás herramientas utilizadas.

### **Los proponentes de la revaluación:**

Algunos economistas tomaron una posición más radical a la que se acaba de describir. La más popular entre estas fue la esbozada por Fedesarrollo, en artículo de Perry *et al.* (1981: 233-234). La propuesta consistía en revaluar súbitamente al inicio de la bonanza, para luego continuar con el sistema de las devaluaciones graduales:

[...] Esta política cafetera se hubiera debido acompañar por una política cambiaria ligeramente distinta a la seguida. De una parte, poco después de conocerse la helada brasileña en 1975, podría haberse optado por una revaluación brusca, para seguir a continuación con minidevaluaciones nominales más rápidas que las que se aplicaron.



Con ello se habría aliviado la presión monetaria del sector externo, al convertir los ingresos por exportaciones en menos pesos e incluso al reducirlos en el caso de algunas exportaciones menores; así como al haber reducido los flujos ilegales de capital y provocado una respuesta más rápida de las importaciones. De esta manera habría podido incrementarse el financiamiento externo o interno al sector privado y/o a la inversión pública, sin mayores presiones inflacionarias [...] Esta política de revaluación brusca y minidevaluaciones posteriores, hubiese podido complementarse con una mayor flexibilización del control de cambios, permitiendo mantener depósitos registrados en dólares, como solo se vino a hacer en 1979 una vez que se incrementó el ritmo de devaluación nominal. Una liberación total del régimen de control de cambios, por su parte, hubiese podido provocar oscilaciones muy bruscas en el tipo de cambio, cuya magnitud era difícil de prever, o flujos especulativos de capital que hubiesen dificultado el control monetario. Por ello, ante la incertidumbre sobre los efectos de tal medida, parece más prudente que se hubiera acudido a una política como la indicada.

Posición bastante similar se encuentra en un artículo de Perry (1981: 39):

El manejo cambiario en la última década ha estado orientado a mantener la tasa real efectiva de cambio para las exportaciones, pero ha respondido con lentitud a las variaciones en nuestros términos de intercambio y la situación de la balanza comercial. Así, por ejemplo, la continuación de ese manejo en 1976 contribuyó a la revitalización del proceso inflacionario interno. Hubiera sido más deseable haber efectuado una revaluación súbita, acompañada por un aumento en los subsidios a las exportaciones manufacturadas, y seguida por un proceso gradual de devaluaciones nominales. Esa política habría facilitado el manejo monetario y habría provocado una respuesta más rápida de las importaciones a la mejora que sufrieron nuestros términos de intercambio, a más de que habría evitado la entrada de capital especulativo de corto plazo, tal como ocurrió cuando se detuvo la devaluación nominal de 1977, lo cual agravó en parte el problema que esta medida intentaba corregir.

Sin embargo, no parece tampoco conveniente que ante ciclos de ingresos de divisas, generados por ciclos o hechos imprevisibles en el mercado internacional de café, todo el ajuste recaiga sobre la tasa de cambio. Los movimientos fuertes en el nivel de dicha tasa que esta política podría provocar (mediante, por ejemplo, la liberación del mercado cambiario) traería costos substanciales en las actividades muy dependientes del sector externo, tanto en las exportaciones como en las intensivas en importaciones y en particular sobre el desarrollo industrial (Perry, 1979: 304-306).

Una de las principales justificaciones que algunos daban para seguir una política cambiaria como la sugerida por Perry radicaba en el hecho de que al haber podido continuar con “minidevaluaciones más rápidas que las que se aplicaron”, se hubiera desestimulado la entrada de capital especulativo, lo cual estaba agravando el problema cambiario que se quería corregir.

Es decir, hubo analistas que defendieron una posición más pragmática en el corto plazo que la del Gobierno, en cuanto a que reconocían que el problema cambiario no se limitaba al efecto nocivo que tenía una baja tasa de cambio sobre la balanza cambiaria, sino que además alertaban sobre los efectos de un bajo ritmo de devaluación sobre los flujos de capital. O sea, incluso manteniendo el control de cambios, resultaba esencial no estimular la entrada de capital especulativo. En otras palabras, existían dudas sobre la verdadera efectividad del control de cambios.

Respecto del tema de los flujos de capital, Wiesner (1978: 100) se expresó en los siguientes términos:

Uno de los factores que contribuyó a hacer más difícil el control de la oferta monetaria fue el diferencial de tasas de interés, entre la interna y la externa que, en lugar de inducir la salida de capital, atraía el endeudamiento externo al ser más alto el rendimiento del capital en pesos. Como tantas veces ocurre en el manejo de la política económica, esta circunstancia resultaba del dilema de tener que escoger entre devaluar para elevar el costo del endeudamiento externo, pero dando origen a un innecesario estímulo a las exportaciones, o no devaluar precisamente para no generar más pesos con la compra de divisas, pero entonces retardando el ajuste de las monedas según su paridad adquisitiva real.

*Ex post*, uno de los principales opositores a la propuesta de Fedesarrollo fue Ocampo (1982: 32) quien en 1982 insistía en que uno de los grandes méritos del manejo cambiario era el haber resistido la revaluación nominal y asegurado la continuidad. Es decir, la política cambiaria seguida ratificaba que el manejo cambiario en Colombia se fundamentaba en movimientos graduales de la tasa de cambio.

La continuidad del régimen cambiario ha sido también un elemento en la evolución de la situación externa del país. Gracias a su continuidad, dicho régimen se considera ya parte fundamental del aparato institucional del país. La propuesta que se hizo durante la bonanza cafetera de combinar el sistema de minidevaluaciones con reajustes bruscos en el tipo de cambio, ya sea una revaluación o (según propuestas más recientes) una devaluación, elimina en gran parte las virtudes del gradualismo, introduciendo las incertidumbres típicas de un régimen de cambio fijo en una economía sujeta a fuertes cambios en su posición

externa. En el pasado, las alteraciones bruscas fueron el sustento de la especulación en el mercado cambiario, que el gradualismo permitió en gran medida controlar.

En 1979 Hugo Palacios (1979: 57-58) también esgrimió una propuesta en favor de la revaluación. Sin embargo, abogaba simultáneamente por la continuidad del régimen de control de cambios.

Mientras prevalezcan las condiciones que han caracterizado la economía nacional recientemente, es decir, mientras el país disfrute de reservas para atender más de seis meses de importaciones la revaluación es la única política cambiaria, y casi la única política económica disponible.

El crecimiento de las reservas internacionales significa que el país no tiene capacidad de absorción suficiente para sus ingresos externos; esos ingresos, entonces, dan lugar a presiones inflacionarias. La estrategia obvia consiste en aumentar la capacidad de absorción.

¿Cómo hacerlo?

Hay en el arte una sola respuesta posible: reduciendo el costo de los bienes y los servicios extranjeros; impidiendo la salida de los bienes y servicios que no puedan competir naturalmente en el exterior [...] No estoy de acuerdo, sin embargo, con eliminar el control de cambios para revaluar. No encuentro razón legal ni económica alguna para sostener que el control de cambios no puede obrar sino en apoyo de la devaluación.

El control de cambios es un mecanismo estabilizador, tanto en época de abundancia como de escasez de divisas. Es bien sabido que en el mundo financiero internacional hay gigantescas sumas de capital especulativo que van de un país a otro, con gran rapidez, buscando ventajas cambiarias y aprovechando pequeñas diferencias en las tasas de interés. Sería gravísimo someter aún más el sector externo al influjo de este dinero caliente, que impide cualquier planeación del desarrollo. El control de cambios es indispensable para atenuar el impacto de las corrientes financieras especulativas.

### **La posición más radical: eliminación del control de cambios**

Sin lugar a dudas, la posición más radical de todas fue expuesta por Jorge Franco (1979: 41-42). Su mensaje era bastante sencillo: el control de cambios había surgido en una época de escasez crónica de divisas. La bonanza exportadora

había cambiado tal situación, razón por la cual el control de cambios ya no se hacía necesario. Lo lógico era permitir la libertad de cambios y la consiguiente revaluación que ello traería consigo. Decía Franco:

Resulta pertinente ahora, sin embargo, cuando han variado drásticamente las circunstancias económicas, preguntarse si conviene mantener vigente por tiempo indefinido el control de cambios. Aparece bien dudoso que esta legislación, adoptada para manejar una situación de penuria de divisas, deba aplicarse igualmente a la presente coyuntura de franca abundancia de moneda extranjera. El mantenimiento del control acarrea costos económicos y sociales muy altos en términos de carestía y nivel de vida y hace nugatorio cualquier intento de moderar el proceso inflacionario de que sufre el país [...].

La revaluación del peso implícita en la introducción de la libertad cambiaria no tiene que ser, como frecuentemente se ha argumentado, enorme [...] Tampoco será necesario penalizar las exportaciones menores ni su promoción como también se ha afirmado reiteradamente. Su fomento debe continuar siendo uno de los pilares esenciales de la política económica gubernamental; lo que no es nada claro es cómo puede este promoverlas y fomentarla cuando, por la inflación, sus costos y precios las irán eliminando paulatina pero inexorablemente de los mercados internacionales.

La idea de eliminar el control de cambios tuvo poca acogida entre los economistas y en el Gobierno. Nunca se contempló la posibilidad de reintroducir la libertad cambiaria que había existido antes de noviembre de 1966, aunque había conciencia de que el control de cambios le imponía serias limitantes a la política de estabilización en época de auge externo. Sin embargo, para la gran mayoría era también claro que dicho auge externo era solamente de carácter temporal. Por tal razón, la tesis de Franco, que explícitamente reconocía el carácter coyuntural de la abundancia de divisas, nunca fue considerada con demasiada atención.

### **Los certificados de cambio con descuento:**

En abril de 1977 el café alcanzó una cotización que superaba los US\$3,00 por libra. Para las autoridades resultaba evidente que era necesario ampliar el arsenal de herramientas que permitieran una acumulación de reservas sin desbordamiento inflacionario. A pesar de la convicción oficial de que no era conveniente desestimular las exportaciones menores debido al carácter enteramente coyuntural del fenómeno, durante el primer semestre de 1977

se empezó a discutir la posibilidad de diseñar un mecanismo que permitiera disminuir el impacto monetario de la monetización de divisas.

En abril de 1977 los asesores de la Junta Monetaria plantearon la siguiente propuesta: i) emitir certificados de cambio a las exportaciones de servicios, que el Banco de la República compraría con descuento; ii) mantener el régimen cambiario para el café, pues a través de concertación con el gremio cafetero y específicamente a través del manejo de la retención dichas exportaciones ya participaban del esfuerzo contraccionista que hacía el gobierno; no alterar el régimen cambiario para las exportaciones menores.

Se argumentó que el mecanismo adecuado para regular la monetización de los servicios era la tasa de cambio. No obstante, la reducción de esta no debía ser general. De otra parte, la regulación de los ingresos provenientes de las exportaciones de café se estaba haciendo a través de la congelación de la retención cafetera en títulos canjeables, y la consolidación de las exportaciones menores dependía de un manejo de la tasa de cambio que por lo menos compensara la elevación de los costos internos. Por lo anterior, se llegó inicialmente a la conclusión de que la revaluación de la tasa de cambio se justificaba solamente para los reintegros por servicios.

Aunque aparentemente las autoridades hubieran preferido utilizar tasas de cambio múltiples, la legislación cambiaria no lo permitía. Por ello se hizo necesario diseñar mecanismos indirectos que produjeran resultados similares. Por lo anterior, se consideró que el régimen de certificados de cambio con descuento (que finalmente se adoptaría) era un *second best* a la implantación de cambios diferenciales. ¿Por qué? Porque los certificados de cambio, que implicaban en la práctica cambios diferenciales, podían introducir distorsiones indeseables en el mercado de capitales, el cual era pequeño y difícilmente sería capaz de absorber la oferta cuantiosa de un nuevo papel.

Debe quedar claro que la autoridad económica era perfectamente consciente de que el régimen propuesto implicaba una revaluación *de facto* de la tasa de cambio, y estaba bien alerta de los costos que ello podía implicar. La revaluación que se proponía obedecía a la necesidad de contar con un nuevo instrumento de control monetario.

En mayo de 1977, y a medida que la situación monetaria se hacía cada vez más difícil de manejar, la Junta Monetaria estudió la posibilidad de extender el régimen de certificados de cambio con descuento a las exportaciones menores que en ese momento gozaran de términos de intercambio favorables. La decisión finalmente adoptada respecto de la introducción de los certificados de cambio podría sintetizarse así:

En abril de 1977 se estableció el sistema de certificados de cambio con descuento, mediante la Resolución 25 de la Junta Monetaria. Se dispuso un descuento del 10% para las divisas provenientes del café, cuando dichos

certificados fueran redimidos en el Banco de la República antes de su maduración. Posteriormente, la Resolución 32 del 25 de mayo de 1977 amplió el sistema de descuentos para aplicarlo a la totalidad de las exportaciones. En 1979, y mediante Resolución 17, se eliminó el descuento a los certificados de cambio originados en exportaciones diferentes al café. Finalmente, la Resolución 52 de octubre de 1980 eliminó el descuento incluso para las exportaciones de café.

Aunque se sale del propósito del presente trabajo, conviene hacer referencia al hecho (tratado, entre otros, por Jaramillo, 1979) de que en un principio la rentabilidad de los certificados de cambio tranzados en bolsa era tan elevada que introdujo algunas distorsiones a las tasas de interés. Sin embargo, mediante sucesivas alteraciones en plazos y descuentos, se logró, de alguna manera, mantener la rentabilidad de los certificados de cambio en línea con la de otros papeles financieros.

Wiesner (1978: 100 y 108) consideró bastante acertada la decisión de utilizar el mecanismo de certificados de cambio instaurado mediante la Resolución 25:

El dilema entre fortalecer la posición de reservas, por una parte, y arriesgar la inflación, por otra, se hizo tan agudo a comienzos de 1977 que la autoridad monetaria recurrió al ingenioso mecanismo de conservar el control de cambios pero, para limitar la expansión primaria derivada de la compra de los reintegros, establecer plazos y descuentos que, al diferir la entrega de pesos a cambio de dólares, en la práctica significan una revaluación parcial del peso [...] Al comenzar el año 1978 la perspectiva en cuanto a comportamiento de la oferta monetaria y de la inflación es menos preocupante de lo que fue al iniciarse 1977, cuando aún no se disponía del uso antiexpansionista del certificado de cambio y cuando era evidente que los precios del café tendían al alza. Ahora el problema parece estar más bajo control.

La posición que respecto a los certificados de cambio adoptó el gremio cafetero merece una mención. Recuérdese que entre 1978 y 1980 los certificados de cambio con descuento solamente cobijaron las exportaciones de café.

En el Congreso Cafetero de 1979 representantes del gremio se refirieron explícitamente al manejo de la tasa de cambio y al régimen de control de cambios. Específicamente, hicieron énfasis sobre los siguientes puntos: i) la política de devaluación se fijaba solamente en la relación peso/dólar, olvidándose de que el dólar se estaba debilitando respecto de las monedas duras; ii) la revaluación a través del certificado de cambio con descuento solamente para el café era injusta, en cuanto a que se le negaba al cafetero la posibilidad de beneficiarse de una revaluación generalizada, la cual traería consigo un abaratamiento en el costo de vida; iii) el mejoramiento de mediano plazo en las perspectivas cambiarias del

país ameritaba un detallado análisis acerca de si en realidad convenía continuar con el régimen de control de cambios.

Por considerarlo de particular interés, se transcribe, en extenso, la ponencia cafetera referida:

Es oportuno advertir, al considerar y ponderar el efecto de la devaluación en la tasa de inflación, que nuestras autoridades económicas de manera simplista se han acostumbrado a medir la devaluación únicamente en función con el dólar olvidando que éste ha sufrido a su turno un constante y apreciable deterioro frente a las monedas duras de los países industrializados como el marco, el franco suizo, la libra esterlina, el yen, etc.

Por tal razón la devaluación efectiva del peso, si se compara su poder comprador con la canasta de monedas que integran nuestro comercio exterior, ha sido mucho más elevado que lo que registran las cifras oficiales.

La expansión monetaria se ha registrado por el régimen de cambios vigente que obliga al banco Emisor como comprador único y final de las divisas, monetizar todo incremento de las reservas con una inevitable expansión monetaria. El correctivo de los encajes que se ha utilizado con tanto rigor y rigidez solo sirve para evitar la expansión secundaria de los medios de pago, pero no ataca el problema en su raíz o sea en la creación de la nueva moneda que tiene que hacer el Banco de la República cada vez que contabiliza un mejoramiento de las reservas. La aplicación de esa austera política de encajes ha frenado el aparato productivo del país sin que con ella se haya logrado por otro lado contener el aumento del circulante.

Por tales razones la empresa privada, tanto industrial como agrícola, se encuentra asfixiada y la carencia de crédito está afectando ya el nivel de producción y empleo.

El Estatuto Cambiario vigente fue adoptado para manejar una estructura deficitaria de nuestra balanza de pagos y una situación de indiscutible penuria. Por eso se previó, con prudencia y acierto, el control total de las divisas por parte del banco central, y reglamentando minuciosamente su utilización con el fin de racionalizar el uso de un recurso precioso y entonces escaso.

La proyección de la balanza se ha modificado sustancialmente en los últimos cinco años. Ya el país no tiene que administrar una estructura de estrechez y pobreza sino de superávit y evidente abundancia. Por

tales razones creemos que se debe reexaminar la política cambiaria para acondicionarla a las nuevas circunstancias y perspectivas.

Hasta ahora solo se han aplicado una serie de remedios y enmiendas administrativas, como la revaluación disfrazada que solo afecta a los cafeteros y en virtud de la cual se difiere la conversión de sus divisas, con pérdida efectiva en su precio y para el beneficio exclusivo de quienes manejan o usufructúan el mercado de capitales, pero sin ventaja real alguna para el sistema monetario. Esta revaluación disfrazada constituye un nuevo gravamen a los productores y una nueva discriminación que deteriora su ingreso.

Es posible que un programa de revaluación del peso dentro del contexto de una política de libertad cambiaria pueda ser útil para corregir y detener la tasa de inflación, abaratar las materias primas, insumos y equipos que el país importa para atender el ensanche de la demanda interna.

Es posible también que tal política sirva para abaratar el tipo de interés, con un libre movimiento financiero que nivele el costo del dinero en Colombia a cifras razonables.

Pero lo que el gremio cafetero rechaza como artificial, discriminatorio e injusto es un sistema en virtud del cual sólo se revalúa el dólar de exportación cafetera, pero sin las ventajas de una revaluación integral, que beneficie y alivie también el costo de las importaciones y que con ella se abarate el precio de los bienes y servicios que el cafetero tiene que adquirir para su personal y familiar consumo o para atender a la producción y beneficio de su cosecha (*Revista Cafetera de Colombia*, 1979: 25-31).

En resumen, esta sección arroja luz sobre los siguientes aspectos del manejo de 1977: i) a pesar de que, por definición, la tasa de cambio real se revalúa de cualquier forma cuando la tasa de inflación interna excede a la externa más la devaluación del peso, la posición oficial y la de la mayoría de los analistas fue la de no utilizar activamente el manejo de la tasa de cambio nominal como herramienta de estabilización, sino la de buscar un nivel de equilibrio de largo plazo. Es decir, se optaba por continuar devaluando (lo cual sin duda estimulaba la inflación), en lugar de dejar de devaluar (para tratar de frenar la inflación). En tal sentido, nos atrevemos a resumir la posición “mayoritaria” de la siguiente manera: aceptando que de todos modos habría una revaluación real, era conveniente continuar devaluando nominalmente, para simultáneamente tratar de minimizar el monto de la revaluación, al tiempo que



se le daba credibilidad al sistema de manejo gradual de la tasa de cambio; ii) hubo algunos analistas que mostraron dudas sobre la efectividad del control de cambios por lo que propusieron reevaluar súbitamente al principio de la “bonanza”, para luego continuar devaluando normalmente o aún más aceleradamente, para desincentivar la entrada de capital especulativo; iii) el gremio cafetero aceptó la necesidad de reevaluar, pero se opuso a que ello se hiciera de manera discriminatoria, mediante el uso de certificados de cambio con descuento para las exportaciones de café; iv) a pesar de todos los esfuerzos oficiales, no solo hubo de aceptarse la revaluación real, sino que mediante los certificados de cambio incluso se implantó una revaluación nominal selectiva. Dicha revaluación tuvo que hacerse mediante el uso de certificados de cambio por la celeridad con que se requería llevar a cabo ya que, como vimos en la sección anterior, la revaluación nominal ciertamente cabe dentro del manejo amplio que es posible darle a la tasa de cambio en el contexto del Decreto-Ley 444 de 1967.

### 5.3.2 Los problemas cambiarios de 1982-1984

En octubre de 1982 la tasa de cambio real era alrededor de 30% inferior al nivel promedio observado en 1975. La elevación de los precios externos del café entre 1976 y 1978, el enorme volumen del grano exportado en 1978 y el incremento en el endeudamiento externo, particularmente el público, a partir de dicho año hicieron que las reservas internacionales crecieran continuamente desde 1975 hasta 1981. Tal situación ciertamente repercutió en el manejo cambiario. Como se vio en la sección anterior, el Gobierno resistió la revaluación nominal en el período de elevados precios del café. Sin embargo, el lento ritmo de devaluación sí fue utilizado como elemento de control monetario. La explicación al elevado grado de sobrevaluación de la tasa de cambio observada en 1982 se comenta así en las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República* de marzo de 1982:

El manejo cambiario se ha orientado de tiempo atrás procurando compensar los mayores costos que enfrenta el sector exportador colombiano por causa de la inflación, mediante elevaciones en el tipo de cambio. Este enfoque, que en lo posible busca mantener constante el tipo de cambio real, resulta indispensable para evitar desestímulos a las exportaciones y para mantener la protección a la producción doméstica en los niveles marcados por la política arancelaria.

En ocasiones, este derrotero de la política cambiaria se ha desviado deliberadamente, aunque por períodos cortos, de las finalidades citadas. Tal

fue el caso de la lenta devaluación practicada durante el lapso de rápido crecimiento de las reservas internacionales, cuando los peligros de un posible desbordamiento monetario aconsejaban modificar la orientación básica del manejo cambiario.

El esfuerzo por reducir el nivel de sobrevaluación de la tasa de cambio se inicia en 1982, cuando la tasa de devaluación fue del 19%. Sin embargo, dada la revaluación del dólar respecto de las demás monedas fuertes, fue muy poco lo que se logró avanzar en términos de tasa de cambio real “ponderada”, que era un tema que ya empezaba a ser discutido y analizado por los economistas (véase Montes, 1982). Además, algunos estudiosos veían con preocupación el fenómeno de que el incremento en la devaluación del peso con respecto al dólar coincidía con devaluaciones de mayor magnitud de las monedas de los países vecinos.

La posibilidad de recuperar el nivel real de la tasa de cambio mediante una devaluación masiva fue descartada por el Gobierno. En la entrega de marzo de 1983 se leía en las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República* lo siguiente:

Dentro de las repercusiones nocivas que trae consigo una devaluación masiva, la fundamental es el aumento de la inflación y de las fuerzas que la propagan. Esto no solo impediría lograr el objetivo original de cambiar los precios relativos (pues la tasa de cambio real no se alteraría o incluso podría revaluarse), sino que podría acentuar aún más el desequilibrio al perder competitividad nuestras exportaciones. Adicionalmente, algunos estudios teóricos y empíricos recientes han demostrado que es posible que una devaluación brusca, partiendo de una situación de déficit, origine una recesión, agravando aún más la tendencia decreciente del producto. A esto se suman los efectos desestabilizadores de los movimientos especulativos de capital contra el peso que surgirían a raíz de una devaluación masiva.

El país tiene ya una larga experiencia en el sistema de devaluaciones graduales y sucesivas, y los empresarios han aprendido a tomar sus decisiones de acuerdo con él. Constituye, pues, un verdadero activo institucional, que permite establecer la tendencia del movimiento cambiario, pero dejando un grado de incertidumbre suficiente como para no facilitar la especulación.

La estrategia que se siguió, sobre todo durante 1985, fue la de acelerar el ritmo de devaluación a niveles que no tenían precedente histórico. Para que dicho esfuerzo se tradujera en avances significativos de la tasa de cambio real, se requería adoptar una estrategia mediante la cual se moderara el ritmo de aumento de

los precios. En ello jugó papel esencial la política fiscal y la política salarial. En la *Memoria de Hacienda de 1984-1985* Roberto Junguito describió de la siguiente manera el proceso de recuperación de la tasa de cambio real:

La disminución de la tasa real de cambio en razón del comportamiento del sector externo descrito atrás, caracterizado por el déficit en cuenta corriente y la erosión de las reservas internacionales, llevó a las autoridades a acelerar ligeramente el ajuste cambiario desde finales de 1982. Sin embargo, la revaluación del dólar frente a las monedas europeas y los ajustes cambiarios en los países vecinos compensaron, en gran medida, el esfuerzo realizado para reducir el grado de sobrevaluación de la moneda colombiana. En estas circunstancias era claro que la política no estaba teniendo el impacto que buscaba para reducir el desequilibrio externo en las magnitudes requeridas y, menos aún, para conjurar las expectativas de devaluación.

La baja de las reservas internacionales se aceleró en los primeros meses de 1984. El ambiente de desconfianza cambiaria se acentuó y se registró un diferencial creciente entre la tasa de cambio en el mercado negro y el oficial. Los giros por importaciones se incrementaron y la banca internacional comenzó a cortar sus líneas de crédito de corto plazo. Además, el ambiente de expansión monetaria para financiar el gasto público facilitaba la fuga de capitales.

En las circunstancias anteriores resultaba especialmente difícil el manejo económico a mediados de 1984. Tal como se explicó en la sección introductoria de esta memoria, debía entonces decidirse entre la alternativa de efectuar un ajuste cambiario significativo, en una sola etapa o la de proseguir con el sistema de ajuste gradual, si bien acelerando la minidevaluación. Se optó por la segunda opción.

Más aún, como se dijo, la escogencia de mantener el sistema de ajuste cambiario dentro de la órbita tradicional de la devaluación “gota a gota” obedeció a factores económicos y políticos, pero, ante todo, pragmáticos. Del lado conceptual parecía más adecuado efectuar, en primer término, el ajuste fiscal y monetario para consolidar posteriormente, en un ambiente económico más sano, el ajuste del sector externo y de la tasa de cambio. Del lado político, aparecía inadecuado devaluar en un ambiente de expectativas de devaluación y en un país con verdadera aversión a las devaluaciones masivas, dadas las ingratas experiencias vividas a comienzos de los años sesenta. Frente a todo ello, la verdad era que el país había registrado una buena experiencia con la devaluación “gota a gota” desde 1967, lo cual era reconocido por los organismos internacionales, el Congreso y la opinión pública en general. Lo que aparecía

entonces conveniente y aceptable era acelerar el ajuste cambiario significativamente, siempre que se mantuviera el mecanismo vigente.

Quedaba así por definir la velocidad y los criterios que guiarían el ajuste cambiario. Simultáneamente parecía necesario reforzar las medidas de control al comercio exterior para dar el tiempo necesario a que operara la tasa de cambio como instrumento de control. Ante todo, como se verá más adelante, era necesario reducir las expectativas de devaluación masiva y, por ende, la fuga de capitales, lo cual se comenzó a lograr al insistirse en que se mantendría el sistema de devaluación “gota a gota” y, en cierta forma, al distraer la atención sobre los problemas del desequilibrio fiscal como área prioritaria de acción del Gobierno.

Se fijó como meta, de manera relativamente arbitraria, el lograr la paridad real cambiaria de 1975 en el curso de 1985. Dicho nivel de la tasa de cambio real correspondía, como se explicó atrás, a la mayor competitividad que se había logrado en Colombia en las últimas décadas. Además, se acordó utilizar como criterio para el ajuste el ir gradualmente, en el curso del año, incrementando la tasa real. Ello implicaba devaluar más en períodos de alta inflación interna, en función de lo que sucediera en cada mes con la tasa de inflación internacional y de las paridades entre el dólar y las monedas de los países que comercian con Colombia. Como ha sido usual en Colombia la política cambiaría se decidió en reunión del ministro de Hacienda y el gerente del Banco de la República con el presidente de la República y la ejecución, por parte del Banco de la República, se efectuó por intermedio de las transacciones diarias de los bancos. En términos de los resultados, la política no pudo ser más exitosa. No solamente el sistema fue aceptado por la opinión pública, sino que sus logros fueron evidentes. Para el mes de octubre se obtuvo ya la tasa efectiva real de cambio de 1975 que se había establecido como meta. Además, en el curso de 1985 se consiguió una devaluación real cercana a los treinta puntos porcentuales mediante el ajuste de la tasa nominal de más de 51,2% y una inflación interna de 22,5% que era la prevista. Esta experiencia colombiana de ajuste cambiario sin mayor inflación, gracias al esquema de ajuste gradual utilizado, y a las políticas fiscal y monetaria adoptadas, no tenía precedente en América Latina (Junguito 1986: 28-32).

En resumen, dado el considerable atraso en la tasa de cambio real, a partir de 1982 se aceleró el ritmo de devaluación. Por razones de diversa índole (revaluación del dólar, devaluación de las monedas vecinas y una elevada inflación doméstica), ello no repercutió de manera considerable en la tasa de cambio real. A partir de 1984 se adopta una política integral mucho más coherente: se acelera el ritmo de devaluación al tiempo que se adoptan importantes medidas

conducentes a ajustar la economía y así disminuir la inflación. El objetivo que se buscaba a partir de 1984 en términos de alcanzar una tasa de cambio real de equilibrio se logró ampliamente.

La iniciativa adoptada por el Gobierno contrasta de manera significativa con lo que fue propuesto por diversos economistas. A continuación, se hace referencia a las propuestas que parecen más originales, sin pretender ser exhaustivos.

Martínez (1984: 14) consideraba que una devaluación abrupta implicaría un costo demasiado elevado para los agentes endeudados en moneda extranjera. Igualmente, dudaba de la conveniencia de devaluaciones “gota a gota” a tasas demasiado elevadas, lo cual, según ella, no se diferenciaba demasiado de devaluaciones bruscas. Finalmente, abogaba por limitar la expansión monetaria, que en presencia de una tasa de cambio desalineada terminaría en parte financiando la fuga de capitales.

Más bien, propuso un regreso al mecanismo de certificados de cambio para realinear el valor real del peso. Se partía del hecho de que el mecanismo de certificados de cambio con descuento había probado ser una herramienta muy eficaz para revaluar la tasa de cambio en épocas de superávit cambiario. Específicamente, se decía que:

En 1977 sucede un evento dentro de la llamada “estabilidad” en el manejo de la política cambiaria, que marca un cambio de fondo, que hasta la fecha no ha sido registrado como tal por la opinión pública. Esta es la revaluación del peso colombiano en términos nominales. Con la introducción del mecanismo de certificado de cambio, negociable con descuento en el mercado de capitales, de facto se revaluó el peso colombiano en términos nominales y para ello no fue necesario eliminar el control de cambio, ni prescindir del Estatuto Cambiario.

La anterior afirmación habría que cualificarla en dos sentidos, en razón a lo expuesto en la anterior sección del presente capítulo. No solo es perfectamente viable llevar a cabo una revaluación nominal dentro del contexto del Estatuto Cambiario, sino que además existe el antecedente histórico de que efectivamente eso fue lo que se hizo en enero de 1968.

De cualquier manera, la esencia del argumento de Martínez consistía en emitir certificados de cambio contra la compra de divisas, certificados que habrían de ser adquiridos con premio por el Banco de la República. Lógicamente, gozarían de liquidez secundaria en bolsa. Algunas importaciones se harían mediante el uso de dichos certificados, mientras que otras (incluido el servicio de la deuda externa) se haría a la tasa de cambio oficial.

Evidentemente, para que algún inversionista estuviera dispuesto a comprar un papel con prima (v. gr. a un valor por encima de par), se requiere que exista

la expectativa de hacer importantes ganancias de capital. En el caso de un papel denominado en moneda extranjera, lo anterior implica tener expectativas de una elevada tasa de devaluación.

Pareciera que el esquema planteado por Martínez parte de una interpretación algo particular de lo que había sido el sistema de certificados de cambio con descuento que había imperado en la década anterior. En la primera parte de esta sección se vio que la gran virtud del sistema implantado mediante Resolución 25 de 1977 fue el de haber diferido la monetización de divisas. Lógicamente, dada la forma en que el mecanismo fue concebido, se tradujo en una revaluación nominal selectiva.

Las autoridades utilizaron dicho mecanismo, porque el Decreto-Ley 444 impide la utilización de cambios diferenciales. Por eso, no es válido argumentar, como lo hace Martínez, que los certificados de cambio con descuento se utilizaron para revaluar, pero “llamando las cosas por otro nombre”. Se quería llevar a cabo una revaluación selectiva, porque no se justificaba penalizar a todas las exportaciones, en respuesta a un aumento en el precio del café. Se usó el mecanismo de los certificados de cambio, porque la legislación no permitía más opciones.

Por esa razón, es poco defensible el argumento de que para recuperar el nivel real de la tasa de cambio convenía utilizar un mecanismo como el sugerido por Martínez. En 1982-1984 el problema no era monetario ni se centraba en que la tasa de cambio real estaba rezagada para algunos sectores. Se trataba de una situación de sobrevaluación generalizada.

Lógicamente, la autoridad era consciente de que la aceleración en el ritmo de devaluación afectaría muy adversamente a los agentes endeudados en el exterior. Por esa razón, se expidió la Resolución 33 de 1984 de la J. M. Sin embargo, se mantuvo una tasa de cambio única (y no una que para algunos tenía premio y para otros no). Es decir, se devaluó, llamando las cosas por su nombre.

Otra forma poco convencional de llevar a cabo una devaluación nominal importante fue la planteada por Currie y Álvaro Montenegro (1983). Proponian un sistema similar al que imperó a partir de 1965: se establece una nueva tasa de cambio más elevada para ciertas importaciones suntuarias y todas o parte de las exportaciones. Dicha tasa se continuaría devaluando “gota a gota”, a la par que paulatinamente todas las importaciones y exportaciones se irían transfiriendo a la nueva tasa. De nuevo, al igual que en Martínez, se trata de cumplir simultáneamente con dos objetivos: i) no penalizar algunos giros (por ejemplo, pago de deuda externa) con una “maxidevaluación” generalizada; ii) devaluar sin que mucha gente se diera cuenta.

Por tratarse de un documento inédito de gran interés, a continuación, reproducimos casi en su totalidad el trabajo de Currie y Montenegro:

Cuando una moneda llega a un punto en que está sobrevaluada, los eventos que se precipitan obligan a los países a efectuar ajustes mayores, pero solo después de perder las reservas, de deprimir la actividad económica, de que algunos individuos hacen considerables ganancias ocasionales y de que ya es difícil evitar los efectos que se presentan sobre el espiral inflacionario costo-precio. En aquellos casos en que los países lograron sostener la tasa sobrevaluada, fue la actividad económica la que sufrió.

En general, hay acuerdo acerca de que el peso está sobrevaluado. No se cree posible poner remedio acelerando la tasa de minidevaluación, ya que esto hace más atractiva la inversión en moneda extranjera, tiende a elevar la tasa de interés doméstica y además toma demasiado tiempo. A continuación, se discute una solución posible.

El problema es uno de ajustar el valor externo e interno del peso y a la vez evitar las consecuencias nocivas de este ajuste. En Colombia, esto se ha hecho con éxito en dos ocasiones. Una de tales ocasiones fue en 1951, cuando se devaluó en un 28%, ese ajuste no era esperado y en general se consideraba adecuado de manera que las repercusiones psicológicas que siguieron fueron favorables y no se presentó inflación. Ese precedente no es muy relevante a las circunstancias actuales dado que ya se espera un ajuste de proporciones mayores.

El otro caso, sin embargo, puede ilustrar una posible salida. Fue el caso de la devaluación mayor, del 50%, en una de las dos tasas existentes en 1967, seguida por el mecanismo de la minidevaluación (Decreto 444) y por la unificación de dichas tasas más adelante en 1968. La tasa de inflación en 1967 fue menor que la inflación antes de la devaluación. Por lo tanto, el caso amerita una discusión más detallada.

La explicación parece ser que el público en general no apreció que, en efecto, se llevaba a cabo una devaluación mientras el presidente, con éxito, resistía las presiones que durante meses el Fondo Monetario Internacional le hacía en pro de una devaluación. Existían diferentes tasas de cambio aplicables a diversas categorías de exportación e importación. La devaluación efectiva se concretó de manera sencilla transfiriendo posiciones arancelarias de una categoría a otra. (La transición principal se llevó a cabo de la categoría de 9 pesos por dólar a la de 13,50 pesos por dólar o 50%). En marzo de 1967 se expidió el Decreto 444 que fue interpretado como la respuesta del Gobierno al FMI. La “tasa flotante”, que se convirtió en la “gota a gota” o tasa de minidevaluación, se aplicó a la tasa de 13,50 y no a la de capitales de 16,30 que fue alcanzada luego a mediados de 1968. Ahora no existe una estructura oficial diferencial de

tasas de cambio que pueda facilitar el proceso de transferencias; vale la pena considerar la creación de una tasa para importaciones suntuarias tales como automóviles de lujo y algunos electrodomésticos y, tal vez, gastos de viaje, y para todas o parte de las exportaciones. Inicialmente se puede fijar la nueva tasa por encima de la oficial en lo que se crea que es la magnitud de la sobrevaluación; a partir de entonces quedará bajo el sistema de ajustes “gota a gota”. Lo importante es establecer una categoría sujeta a una tasa alta para evitar la necesidad de incurrir en prohibiciones tajantes de ciertos tipos de importaciones y de gastos externos, a la vez que se defienden las reservas del país. Luego, las posiciones arancelarias de algunos bienes y ciertos pagos al exterior pueden transferirse gradualmente a esta categoría desde la categoría de tasa de cambio oficial, dando tiempo para la amortización de la deuda vieja contraída en dólares “subvaluados” y para la importación de alimentos y bienes de capital.

Las ventajas aparentes de tal acción son:

a. Extender la acción del ajuste a través de un período mayor.

b. Dar tiempo para que los certificados de cambio y los títulos canjeables vigentes sean redimidos a la tasa de cambio oficial, evitando ganancias de miles de millones de pesos a los individuos tenedores de estos títulos.

c. Para permitir la aceleración de la tasa de devaluación “gota a gota” de la tasa de cambio oficial con un mínimo de efectos negativos sobre el volumen de ahorro doméstico o la tasa de interés, conduciendo a la eventual unificación de las tasas. No habría mayor incentivo para invertir en dólares, en certificados de cambio o en títulos canjeables. El Banco de la República compra dólares a un precio alto que se espera sea similar al del mercado negro; por lo tanto, se reduce el margen de arbitraje entre los dos mercados y se reduce la rentabilidad de colocar el ahorro en dólares. Por otro lado, habría poco incentivo para mantener certificados de cambio, o para comprarlos en la Bolsa si son emitidos a la tasa provisional y si están sujetos a su menor aceleración. Adicionalmente, no habría necesidad de demorar el reintegro de dólares al Banco de la República dado que este los compra a la tasa provisional sin más ajuste previsible que el de su más baja “gota a gota”. Es crucial que el salto inicial que crea la tasa provisional sea de una magnitud tal que aleje las expectativas sobre un nuevo ajuste mayor en el futuro.

d. Insistir que en la creación de la tasa de cambio provisional no hay razón alguna para el alza en el precio de artículos “básicos”, ya que estos continúan sujetos a la tasa oficial.



e. Si la tasa provisional se coloca a un nivel suficientemente alto y se le aplica la devaluación “gota a gota”, puede esperarse un regreso de capital colombiano y un nuevo flujo de capital extranjero, siempre que la gente no espere una tasa mayor o un nuevo salto.

f. Podría hacerse, desde el inicio, la transferencia hacia la tasa provisional de parte o todas las exportaciones.

g. Se puede anticipar que la tasa del mercado negro va a aproximar al nivel de la tasa provisional, lo cual constituye, de hecho, una protección efectiva a la producción colombiana permitiendo una eventual rebaja en los aranceles y, por lo tanto, una reducción en la posición favorable que actualmente tiene el contrabando.

Obviamente, la ejecución del esquema propuesto implica un costo para el Gobierno. Se cree que el costo es ciertamente menor que aquel resultante de una devaluación masiva esperada, en términos sociales y políticos. Es importante estudiar este costo adicional, así como las formas y los medios para cubrirlo o compensarlo.

Un estimativo preliminar sugiere que el costo adicional involucra solo la compra neta de dólares (compras menos ventas) a la más alta tasa provisional. El volumen comprado dependerá del volumen promedio de las exportaciones reintegradas a esta mayor tasa. El volumen vendido depende de cuántos tipos de egresos (importaciones, gastos de viajes, etc.) se hacen a esta tasa más alta.

La creación de la tasa de cambio provisional puede explicarse públicamente como una medida para proteger las reservas. El problema de prevenir la inflación primaria y secundaria quedaría en manos de la acción monetaria doméstica y no bajo la influencia de las fluctuaciones de costo inducidas por el sector externo.

Es importante que la tasa provisional se fije inicialmente alta de manera que asegure a la gente de que no habrá nuevos aumentos (aparte de las minidevaluaciones).

Además de los escritos de Martínez y Currie-Montenegro, no se sabe de ningún otro que haya propuesto una política de devaluación en 1982-1984. En la coyuntura de 1977 hubo quienes propusieron revaluación súbita, e incluso hubo quienes hablaron de abandonar el control de cambios. En la reciente coyuntura de penuria externa nadie propuso la solución extrema de devaluar súbitamente. A lo máximo que se llegó en tal sentido fue a proponer devaluaciones disfrazadas, mediante mecanismos muy ingeniosos,

pero muy complicados. La autoridad económica fue más pragmática, y optó simplemente por acelerar el ritmo de devaluación, dentro de un paquete global de ajuste de la situación fiscal, logrando con éxito equilibrar el frente interno y externo sin sacrificar, en aras de un “boom” externo transitorio, los objetivos de largo plazo de la economía.

## Anexo 5

---

**Cuadro A5**  
**Índice de la tasa de cambio real**

	Tasa de Cambio Real (1975 = 100)	Índice de inestabilidad
1964	74,7	2,14
1965	87	9,75
1966	92,2	2,96
1967	94,8	2,87
1968	101,7	1,65
1969	104,9	0,83
1970	107,5	1,37
1971	108,1	0,83
1972	103,3	1,73
1973	93,1	2,49
1974	93,5	2,07
1975	100	5,36
1976	94,4	2,11
1977	84,7	4,2
1978	82,3	1,25
1979	79	1,82
1980	82,7	1,94
1981	84,7	1,08
1982	81,3	1,77
1983	84,3	2,94
1984	92,8	1,79

Fuente: Jorge García G., "The Timing and Sequencing of Trade Liberalization Policy: The Case of Colombia, 1967-1982", World Bank Research Project AP0-673-71.

