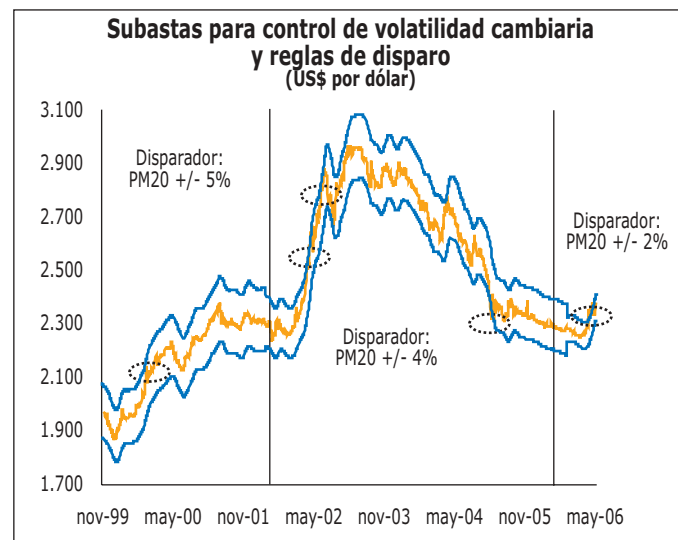


La flotación cambiaria y la estrategia anti-inflacionaria en Colombia

La teoría económica reciente señala que una de las ventajas de tener un esquema de Inflación-Objetivo (IO) es que a través de él se logran anclar las expectativas de inflación de forma intertemporal. Así, la IO contribuye a estimular las inversiones de largo plazo, el mayor crecimiento económico y el desarrollo del mercado de capitales. Una de las condiciones para que IO funcione adecuadamente es que la masa monetaria opere de forma "exógena", lo cual sólo ocurre de forma efectiva cuando el Banco Central deja flotar la tasa de cambio.

En Colombia, la tasa de cambio flotó de forma relativamente libre durante el período 1999-2004, acompañando sus movimientos con intervenciones esporádicas y guiadas por mecanismos de mercado, mediante subastas de acumulación/desacumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN). El objetivo no era fijar un nivel determinado de la tasa de cambio *spot*, ni defender ningún piso cambiario en particular, sino generar un "colchón" de RIN suficiente para amortiguar los cambios de tendencia que resultaran de la Balanza de Pagos.



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

Continúa

* Con la colaboración de Alejandro Vera.

Infortunadamente, estos criterios se alteraron de forma drástica durante los años 2005-2006, por razones que son bien conocidas por el mercado local e internacional. Este accionar llevó a distorsionar el funcionamiento del esquema IO y terminó por generar excesos de liquidez que fueron a “inflar burbujas especulativas” en el mercado bursátil y de TES, las que el propio mercado se ha encargado de corregir durante los meses de marzo-mayo de 2006.

Ahora que la tasa de cambio se ha devaluado ligeramente (a ritmos del 1%-3% anual) en el mes de mayo de 2006 y se ha superado el “síndrome del piso cambiario de \$2.300/dólar”, Anif hubiera esperado que el Banco de la República (BR) regresara al esquema anterior de dejar flotar la tasa de cambio (con intervenciones de subasta muy esporádicas), retomara el manejo exógeno de la masa monetaria, y acompañara al mercado en la búsqueda de su nuevo nivel de equilibrio frente a un déficit externo más abultado (del orden del 2%-2,5% del PIB en el 2006).

¿Cabe entonces preguntarse por qué el BR alteró el disparador de las subastas de volatilidad a finales del 2005, reduciéndolo del 4% al 2% del promedio móvil de 20 días (PM20)? Como principio general, este angostamiento del disparador es claramente inconveniente, invita al “activismo” cambiario (generando intervenciones adicionales recientemente), y nos recuerda las épocas de las infaustas “bandas cambiarias reptantes”. Todo esto es incongruente con el esquema de IO y el manejo exógeno de la masa monetaria.

Recordemos que, hacia finales de 1999, el BR había concluido que un disparador de +/-5% del PM20 era adecuado para evitar un “exceso de intervención cambiaria”. Dicho esquema estuvo vigente hasta finales de 2001 y, a partir de allí, se redujo ligeramente al 4% por razones de “*fine-tuning*”, pero sin alterar los fundamentos del esquema IO. Durante 1999-2005, dicho mecanismo de volatilidad tan sólo se activó en tres ocasiones alcistas (julio, agosto y octubre de 2002), cuando se alcanzaron ritmos de devaluación del 25% anual, y en una ocasión bajista (diciembre de 2004), cuando la apreciación fue de 8% promedio anual (ver gráfico adjunto).

Ahora bien, en la coyuntura actual de excesos de liquidez, la única justificación válida sería la de contar con un mecanismo de “desfogue” que le permita al BR deshacerse de dichos excesos monetarios. Esto ayudaría a reducir los crecimientos de los agregados monetarios de los niveles excesivos del 18%-20% anual a niveles adecuados de 12% anual. Esto, además, sería compatible con la tendencia moderadamente alcista de las tasas de interés locales, adoptada recientemente por el propio BR.

En síntesis, este podría ser un artificio válido para corregir rápidamente los excesos de liquidez (paradójicamente generados por el activismo cambiario en la otra dirección), pero Anif considera que el disparador de las subastas de volatilidad debería volver a sus niveles de 4% del PM20 lo antes posible con el fin de dejar flotar la tasa de cambio y recuperar el potencial del esquema de IO, que tanto bien le ha hecho al país.