

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Carlos Camelo

Abril 9 de 2019

Frenazos cambiarios súbitos vs. deterioro estructural

A raíz del deterioro en la cuenta externa de Colombia, elevando nuevamente sus faltantes del 3.3% del PIB en 2017 hacia cifras cercanas al 4% del PIB durante 2018-2019, vale la pena analizar los efectos que esto podría tener sobre la trayectoria cambiaria y el deterioro estructural de nuestro sector productivo.

Empecemos por recordar que, durante las décadas de los años ochenta y noventa, hizo carrera la teoría de los llamados “frenazos súbitos cambiarios”. Esta teoría postulaba que la ausencia de flotación cambiaria reprimía los ajustes requeridos para nivelar gradualmente los “déficits externo-fiscal”, y que finalmente ocurrirían de forma abrupta a través de crisis cambiarias. Cuando finalmente se daba el “sinceramiento cambiario” a través de un *troting-peg*, ello generaba alta inflación (por encarecimiento de los importados), por lo que los bancos centrales tenían que recurrir a elevar marcadamente sus tasas de interés para intentar contener la fuga de capitales (ver *Comentario Económico del Día* 27 de junio de 2017).

Así, ese “frenazo súbito” en el financiamiento externo terminaba por corregir el déficit de la balanza de pagos. Sin embargo, ello acarrea grandes costos socioeconómicos que terminaban con crisis financieras, contracciones del PIB-real, elevadas tasas de desempleo y, la mayoría de las veces, en programas de *stand-by* con el FMI y la doble condicionalidad del Banco Mundial en los préstamos de “rescate y reconstrucción”.

Dado el marcado deterioro de las cuentas externas de Colombia, ¿acaso cabe esperar que pronto vea-

mos en el país otro episodio de “frenazo súbito”? La respuesta es un tajante no. Colombia, afortunadamente, viene operando bajo arreglos cambiarios y monetarios que contienen ese riesgo. *Sin embargo, el ajuste que está experimentando nuestra economía tiene visos preocupantes de deterioro secular, en materia de lenta modernización y estancamiento de nuestro potencial de crecimiento a niveles de solo un 3% de crecimiento anual (tal como ha venido ocurriendo durante el último quinquenio).*

En efecto, existen tres elementos institucionales que evitan esos “frenazos cambiarios súbitos”, a saber: i) la existencia del esquema de “Inflación Objetivo” desde mediados de los años noventa, el cual ha sido exitoso para contener la inflación en valores de un dígito, aunque aún no hemos logrado converger hacia valores del 2%-4% anual, ya que el promedio de inflación de la última década ha sido cercano al 5% anual; ii) la adopción de la flotación cambiaria desde 1999 (casualmente en medio de un programa de *stand-by* con el FMI), la cual implica que la transmisión de choques externos tiende a volcarse más sobre la tasa de cambio peso-dólar que sobre las necesidades de elevar la tasa-repo del Banco Central en momentos de tensión financiera; y iii) los colchones adicionales para enfrentar ese deterioro de la cuenta externa, a través de programas de acumulación de Reservas Internacionales Netas (RIN) y de contar con flujos de capital que se guían más por “índices de inversión dedicados” (tipo JPMorgan) que por diferenciales de rentabilidades especulativas y de muy corto plazo.

Pero dicho lo anterior, es evidente que, aun así, se generará tensión financiera durante 2019-2020,

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Carlos Camelo

particularmente cuando estos últimos colchones son insuficientes. Por ejemplo, si bien la relación RIN / (déficit externo + obligaciones de deuda externa) debería estar bordeando valores de 2, actualmente tan solo llega al 1.3, cifra inferior a la mostrada, por ejemplo, por Brasil o Perú (ver gráfico adjunto). De allí que el mercado perciba que la relación peso-dólar requiere devaluaciones cercanas al 8%-10% anual para ubicarse más cerca de su valor de paridad internacional (como lo ha venido argumentando Anif, ver *Comentario Económico del Día* 12 de marzo de 2019).

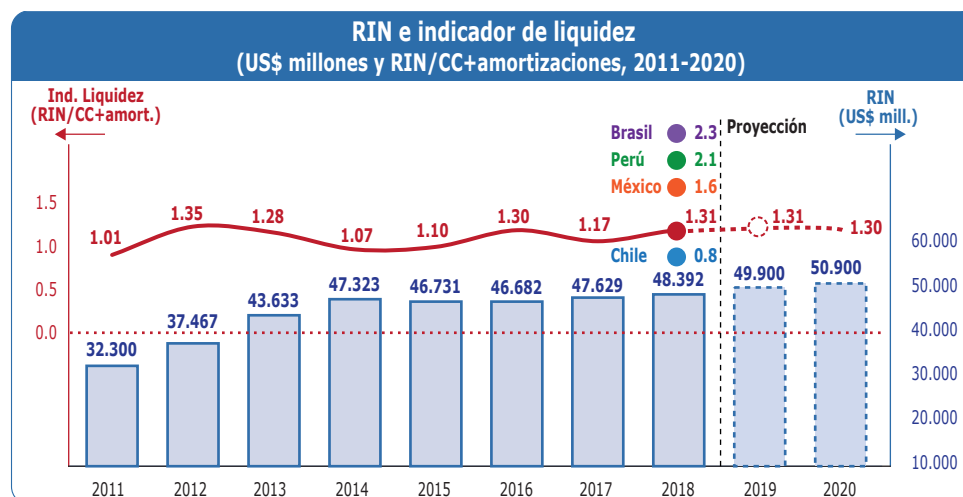
El otro mensaje que se desprende de este análisis es que Colombia, si bien evita los “frenazos cambiarios súbitos”, está sufriendo un deterioro secular en su sector productivo, incapaz de diversificar sus exportaciones (perdiendo cerca de US\$20.000 millones frente los US\$60.000 millones del auge minero-energético de 2010-2014).

Esta situación implicará que, ante los problemas de continuar financiando faltantes por cerca del 4% del PIB durante 2019-2020, se dará un ajuste por la vía de tener un sector real que: i) no podrá regresar a crecer al 4.5% anual histórico, sino que quedará atrapado en expansiones de solo un 3%-3.5% anual, con una grave pérdida de crecimiento potencial; ii) ante la carencia de proyectos novedosos y frescos (*green-field*), el componente de financia-

miento de Inversión Extranjera Directa continuará estancado en el 3% del PIB (al vaivén de los precios de los *commodities*); y iii) existe el riesgo de creciente contagio de que este deterioro externo afecte la frágil posición fiscal de Colombia (con recaudos estancados en el 13% del PIB y transferencias de capital que drenan la requerida inversión de Ecopetrol para evitar convertirnos en importadores de petróleo-gas a la vuelta de un quinquenio).

No en vano, la relación Deuda Bruta Gobierno Central / PIB cerró en el 50% en 2018 e, incluso, Anif pronostica que estaría llegando al 52% al finalizar el 2020. Más aún, ese mismo cálculo sobre el consolidado público (incluyendo a Ecopetrol) ya alcanza el 60%. Esto último implica que se requiere un balance primario positivo sostenido y superior al 1.5% para contener el deterioro de la deuda.

¿Realmente creemos que relajando la Regla Fiscal y echándole la culpa a la contingencia de los inmigrantes venezolanos lograremos estabilizar la deuda y evitar el deterioro en la calificación del Riesgo País? No, lo que se requiere es otra reforma tributaria que enmiende la pérdida en recaudo que nos dejó la Ley 1943 de 2018. Afortunadamente, hasta el FMI y la OCDE se han dado cuenta del problema fiscal estructural que tiene Colombia para el período 2019-2022; ojalá que ayuden a solucionarlo.



*A diferencia de Mejía (2012), utilizamos el *spread* entre los CDS de EE.UU. y Colombia como *proxy* del costo de oportunidad de las RINs.
Fuente: cálculos Anif con base en BanRep.