

EL DEBATE CAMBIARIO Y LOS DILEMAS PARA EL EMISOR

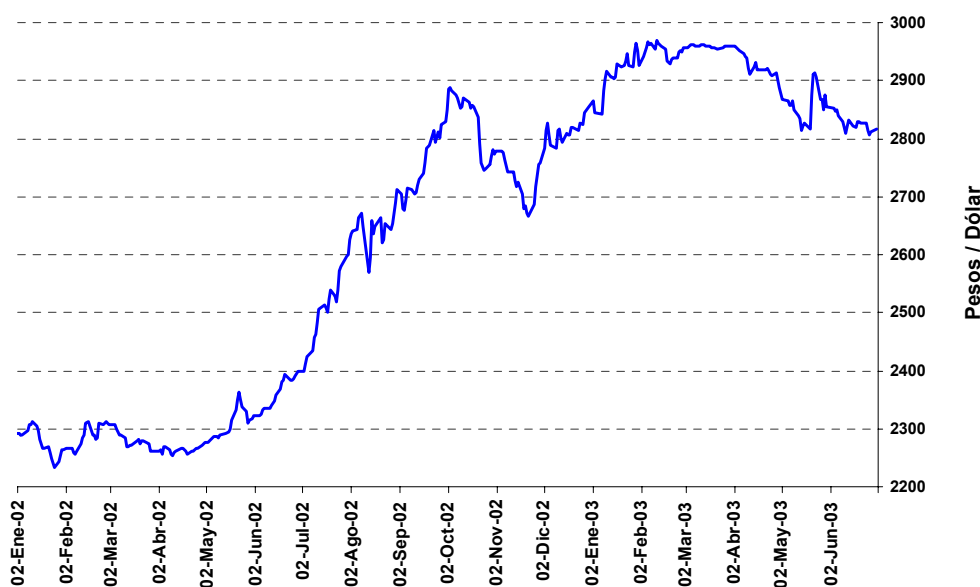
Leonardo Villar Gómez*

Los movimientos observados recientemente en la tasa de cambio del peso frente al dólar han vuelto a poner el debate cambiario a la orden del día. La discusión sobre las tendencias en el precio de las divisas probablemente no era tan intensa desde 1999, cuando se desmontó la banda cambiaria. Las críticas a la política del Banco de la República se oyen nuevamente desde los más diversos flancos.

Para algunos el problema reside en que el Banco hubiera permitido un salto como el que tuvo lugar en el segundo semestre de 2002, cuando la tasa de cambio pasó de niveles cercanos a \$2300 por dólar, en que se había estabilizado desde mediados de 2001, a niveles superiores a \$2800 por dólar.

Para otros, el problema es exactamente el contrario. El Banco de la República no debería permitir una caída en el precio de las divisas como el que se presentó en el segundo trimestre del presente año, cuando el peso se revaluó en cerca de 4%, revirtiendo de manera muy parcial la depreciación de casi 28% que se había producido en los diez meses anteriores (ver Gráfico 1).

Gráfico No. 1
Tasa de Cambio Representativa del Mercado (TCRM)
Enero de 2002 - Junio 2003



Frente a este tipo de cuestionamientos, el dilema para el Banco de la República consiste en decidir si mantiene un régimen de flotación cambiaria como el que instauró a finales de 1999 o vuelve a establecer límites absolutos para las fluctuaciones de la tasa de cambio, tal como sucedía con la famosa banda cambiaria, cuyo abandono fue

* Co-Director, Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones expresadas en este artículo son responsabilidad exclusiva de su autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. E-mail: lvillago@banrep.gov.co. Este artículo se encuentra publicado en *Economía Colombiana*, Revista de la Contraloría General de la República, No. 297, julio-agosto de 2003.

apoyado en su momento por la mayoría de los analistas tanto dentro como fuera del país.

FLOTACIÓN VS BANDAS CAMBIARIAS

Bajo el actual régimen de flotación de la tasa de cambio, la oferta y la demanda determinan el precio de las divisas. Ello no excluye la intervención del Banco de la República en el mercado a través de mecanismos específicos, a los cuales se hace referencia más adelante, pero sí implica que el Banco se abstiene de fijar la tasa de cambio presente o futura o de imponer límites específicos dentro de los cuales ella puede fluctuar. Por la misma razón, no debería sorprender que bajo el régimen de flotación la tasa de cambio tenga fluctuaciones significativas, como las que en efecto se han observado en el último año. Niveles de volatilidad relativamente altos de la tasa de cambio son característicos de los regímenes de flotación que rigen en la mayor parte de los países del mundo. Sin ir más lejos, las variaciones recientes en la tasa de cambio del peso frente al dólar han sido menores a las que se han observado entre el dólar y el euro, las dos monedas más fuertes que existen en el concierto económico mundial. La apreciación del euro frente al dólar en los últimos dieciocho meses fue cercana al 30%.

Al abandonar las bandas cambiarias, el Banco de la República reconoció una realidad de mercado. Como consecuencia de la globalización financiera, los flujos de divisas son mucho más grandes de lo que un banco central puede controlar sin perder su autonomía para manejar la oferta de dinero en la economía. Por ello, los intentos por imponer límites a las fluctuaciones de la tasa de cambio terminan por entrar en contradicción con los objetivos primordiales de la política monetaria. En particular, establecer pisos a la tasa de cambio riñe con frecuencia con el propósito de mantener la inflación bajo control. Asimismo, establecer techos a esa tasa hace más difícil adelantar políticas anticíclicas que contribuyan a minimizar las desviaciones de la actividad económica con respecto a los niveles de producción potencial de la economía. De manera general, los intentos por limitar la volatilidad de la tasa de cambio a través de mecanismos como las bandas cambiarias tienden a generar mayor volatilidad en las tasas de interés. Además, cuando el banco central preanuncia niveles (pisos o techos) para la tasa de cambio, se vuelve más propenso a ataques especulativos y a graves pérdidas de credibilidad.

El régimen de flotación cambiaria es parte esencial de la estrategia de política de “inflación objetivo” que ha sido adoptada con éxito por un número creciente de bancos centrales en el mundo y que el banco de la República adoptó formalmente desde 1999. En la coyuntura colombiana reciente, ese régimen de flotación cambiaria ha sido instrumento fundamental para permitir una política monetaria anticíclica, con tasas de interés particularmente reducidas, en un ambiente de inflación gradualmente hacia la baja.

OPCIONES DE COMPRA Y VENTA DE DIVISAS: INSTRUMENTOS DE INTERVENCIÓN EN UN RÉGIMEN DE FLOTACIÓN

El régimen cambiario de flotación vigente en Colombia no significa ausencia absoluta de intervención por parte del banco central. Aunque suene paradójico, esta es una característica común a prácticamente todos los sistemas de flotación que existen en

el mundo. Los regímenes de flotación cambiaria sin ningún tipo de intervención por parte del banco central existen sólo en los libros de texto¹.

La característica que hace peculiar el caso colombiano reside en que las intervenciones del Banco de la República se realizan de manera abierta y con reglas que son de público conocimiento. La práctica usual en otras partes del mundo con regímenes de flotación es que los bancos centrales hacen operaciones cambiarias con el gobierno y con otras entidades públicas y participan esporádicamente en el mercado a través de operaciones relativamente encubiertas.

En el caso colombiano, incluso la Tesorería General de la Nación y entidades públicas como Ecopetrol deben participar en las operaciones de mercado como cualquier otro agente económico. El Banco de la República, por su parte, se abstiene de cualquier intervención en el mercado cambiario diferente a las implícitas en los mecanismos que se describen a continuación, todos los cuales actúan a través de subastas públicas de opciones de compra o venta de reservas internacionales por montos limitados. Se distinguen en particular tres tipos de subastas:

1. Subastas mensuales de opciones “put” para acumulación de reservas internacionales.

Las subastas de opciones “put” para acumulación de reservas se hacen por montos que define la Junta para cada mes y tienen como propósito mejorar la situación de liquidez internacional del país. Desde noviembre de 1999, poco tiempo después de haberse iniciado el régimen de flotación cambiaria en Colombia, empezaron a hacerse este tipo de subastas de manera rutinaria y sin interrupción durante 35 meses, por montos que fluctuaron entre US\$ 30 y US\$ 200 millones mensuales. En ese período se acumularon reservas por valor de US\$ 1399 millones a través de este mecanismo. En octubre y noviembre de 2002, así como en los seis primeros meses de 2003 esos montos se redujeron temporalmente a cero. La devaluación de la tasa de cambio había llegado a niveles tan altos que amenazaban el cumplimiento de las metas de inflación y en esas condiciones la Junta Directiva del Banco de la República consideró que una demanda adicional de divisas a través de este mecanismo podría exacerbar esa situación. En el mes de julio se reiniciaron las subastas, una vez se constató que la tasa de cambio había vuelto a niveles compatibles con las metas de inflación establecidas.

La condición de ejercicio de las opciones “put” es que la tasa de cambio representativa del mercado (TCRM) se encuentre por debajo del promedio móvil de 20 días. El precio de ejercicio, por su parte, es la TCRM del día en que se ejercen. Dado que la TCRM de cada día se calcula como el promedio de las tasas de cambio del día inmediatamente anterior, a los tenedores de las opciones sólo les conviene ejercerlas cuando la tasa de cambio del momento es menor a la del día anterior. Por estas razones, sucede con frecuencia que las opciones asignadas a comienzos de un mes quedan sin ejercerse al terminar ese mes. Como se aprecia en el Cuadro 1, esto sucedió por ejemplo en el período comprendido entre junio y septiembre de 2002, en el cual la tasa de cambio estaba subiendo de manera importante.

¹ Ver al respecto Levy and Sturzenegger (2000), Reinhart (2000) y Edwards (2002).

A diferencia de lo que sucedía con la banda cambiaria, las subastas de opciones “put” están diseñadas de tal forma que no garantizan ningún nivel específico de la tasa de cambio. El precio al cual compra las divisas el Banco de la República mediante este mecanismo cambia día a día al ritmo al que cambie el promedio móvil de 20 días de la tasa de cambio. Adicionalmente, en la medida en que las opciones se subastan por montos limitados, la tasa puede reducirse de manera importante en períodos para los cuales hay opciones vigentes. Esas opciones sólo implican que la demanda de divisas aumenta automáticamente, en un monto predefinido, cuando la tasa de cambio está presentando tendencia hacia la baja.

CUADRO No. 1
INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN EL MERCADO CAMBIARIO

MES REALIZACIÓN SUBASTA	PUT ACUMULACIÓN DE RESERVAS		CALL DESACUMULACIÓN DE RESERVAS		CALL VOLATILIDAD	
	ADJUDICADO	EJERCIDO	ADJUDICADO	EJERCIDO	ADJUDICADO	EJERCIDO
1999						
NOVIEMBRE	200.0	200.0				
DICIEMBRE	80.0					
TOTAL	280.0	200.0				
2000						
ENERO	80.0	12.0				
FEBRERO	80.0					
MARZO	100.0	74.0				
ABRIL	55.0					
MAYO	100.0					
JUNIO	100.0	15.5				
JULIO	100.0					
AGOSTO	99.9	17.1				
SEPTIEMBRE	100.0	100.0				
OCTUBRE	100.0	100.0				
NOVIEMBRE	100.0					
DICIEMBRE	100.0	80.0				
TOTAL	1114.9	398.6				
2001						
ENERO	75.0	69.3				
FEBRERO	50.0					
MARZO	50.0					
ABRIL	30.0	30.0				
MAYO	30.0	30.0				
JUNIO	30.0	30.0				
JULIO	30.0	30.0				
AGOSTO	80.0					
SEPTIEMBRE	100.0	100.0				
OCTUBRE	140.0	140.0				
NOVIEMBRE	119.9	119.9				
DICIEMBRE	50.0	50.0				
TOTAL	784.9	599.2				
2002						
ENERO	49.9	1.5				
FEBRERO	50.0	50.0				
MARZO	100.0	100.0				
ABRIL	100.0					
MAYO	100.0					
JUNIO	100.0					
JULIO	50.0				180.0	180.0
AGOSTO	50.0				180.0	109.5
SEPTIEMBRE	50.0	50.0				
OCTUBRE					180.0	124.5
NOVIEMBRE						
DICIEMBRE	50.0					
TOTAL	699.9	201.5			540.0	414.0
2003						
ENERO						
FEBRERO						
MARZO			200.0	144.6		
ABRIL			200.0			
MAYO			199.9	199.9		
JUNIO						
JULIO						
TOTAL	50.0	N.D				
TOTAL ACUMULADO	2,929.7	1,399.3	599.9	344.5	540.0	414.0

Millones de dólares

2. Subastas mensuales de opciones “call” de desacumulación de reservas internacionales.

Desde finales de 2001, la Junta Directiva del Banco de la República estableció la posibilidad de realizar subastas de opciones “call” de desacumulación de reservas internacionales en períodos en los cuales la meta de inflación se viera amenazada por aumentos extraordinariamente altos en la tasa de cambio. En la medida en que el país debe contar con niveles suficientemente altos de liquidez internacional para mantener su credibilidad frente a los mercados externos, la utilización de este instrumento no puede ser permanente. Se trata de un instrumento para ser usado esporádicamente como complemento a la política de tasa de interés en el proceso de conducir las tasas de inflación hacia las metas establecidas.

En la práctica, este instrumento sólo se ha utilizado en los meses de marzo, abril y mayo de 2003, cuando se subastaron opciones “call” por US\$ 600 millones (US\$ 200 millones mensuales), de las cuales se ejercieron efectivamente US\$ 344 millones (ver Cuadro 1). El instrumento se utilizó en un momento en que las tasas de devaluación anual superaban el 25% y las expectativas de inflación estaban comenzando a desbordarse. Unido a dos aumentos en las tasas de interés de intervención del Banco de la República, que se hicieron en los meses de enero y abril de este mismo año, las subastas de opciones de desacumulación de reservas demostraron ser muy eficaces. A mediados del mes de mayo, la tendencia ascendente de la tasa de cambio estaba revirtiéndose y las expectativas de devaluación y de inflación se habían controlado de manera notoria. Por esa misma razón, al considerar que habían cumplido su cometido, la Junta Directiva del Banco de la República suspendió la realización de ese tipo de subastas en el mes de junio.

Las opciones “call” de desacumulación de reservas sólo pueden ejercerse cuando la TCRM se encuentra por encima de su promedio móvil de 20 días. Ellas permiten al Banco de la República aumentar la oferta de divisas en el mercado cambiario en períodos en que la tasa de cambio está subiendo y la Junta Directiva considera que la devaluación de la tasa de cambio es excesivamente alta para el cumplimiento de la meta de inflación. A diferencia de lo que sucedía con el techo de la banda cambiaria, esas opciones no establecen ningún tope específico a la tasa de cambio ni restringen el régimen de flotación de la tasa de cambio establecido en Colombia en 1999.

3. Subastas de opciones de volatilidad.

En adición a los mecanismos de opciones descritos arriba, el Banco de la República ha establecido la realización automática de subastas de opciones “call” o “put” cuando quiera que la tasa de cambio se separe en más de un 4%, por arriba o por abajo, respectivamente, con respecto a su promedio móvil de 20 días. Estas opciones se hacen por montos de US\$180 millones y están dirigidas a evitar fluctuaciones excesivamente bruscas de la tasa de cambio, mitigando en este sentido la volatilidad en el precio de las divisas sin interferir con las tendencias marcadas por el mercado.

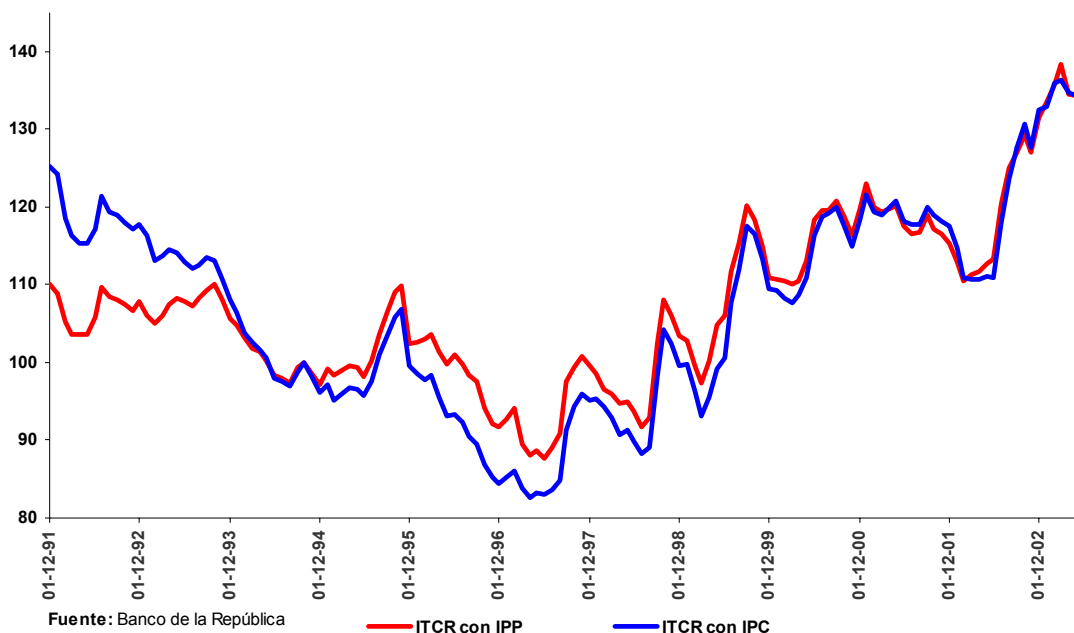
CONSIDERACIONES SOBRE EL DEBATE CAMBIARIO RECIENTE.

Tal como se desprende de la descripción sobre los mecanismos de intervención que tiene el Banco de la República en el mercado cambiario, ellos no se oponen al principio básico de la flotación cambiaria. Sin perjuicio de que banco central pueda aumentar la oferta o la demanda de divisas en montos limitados y bajo condiciones pre-establecidas, los mecanismos de subastas de opciones son compatibles con el principio según el cual las tendencias de la tasa de cambio son determinadas libremente por el mercado.

Es en este contexto que se debe ubicar el debate público sobre la revaluación del peso que se ha observado durante el segundo trimestre de 2003 y que en algunos sectores de opinión ha generado inquietud sobre la pérdida de competitividad que pueda implicar para la producción nacional. Con respecto a ese debate, resulta necesario hacer varias precisiones:

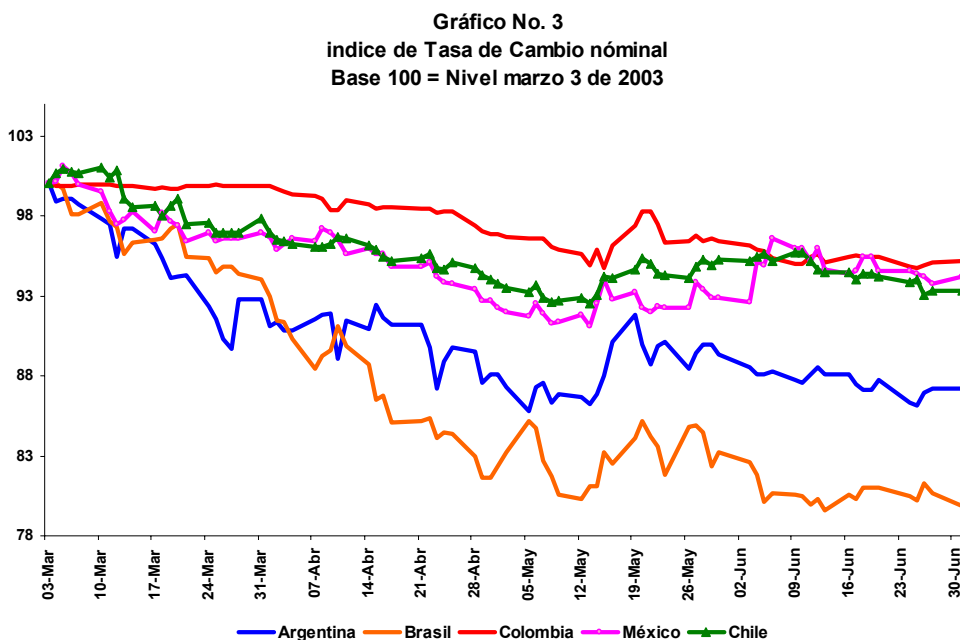
1. **La tasa de cambio real se encuentra en un nivel histórico pico.** La revaluación observada a partir de marzo de 2003 sólo revirtió de manera muy parcial el proceso de devaluación acelerada que tuvo lugar entre mediados de 2002 y el primer trimestre del presente año. En consecuencia, la tasa de cambio real se encuentra en un nivel extraordinariamente alto. Tal como se aprecia en el Gráfico 2, esta medición del nivel de competitividad de la producción nacional frente a la extranjera se encuentra incluso por encima de lo que había estado en 1990, cuando se había observado el pico histórico anterior.

Gráfico No. 2
Indice de la Tasa de Cambio Real de Colombia Comercio No tradicional
(Deflactada con IPC e IPP)

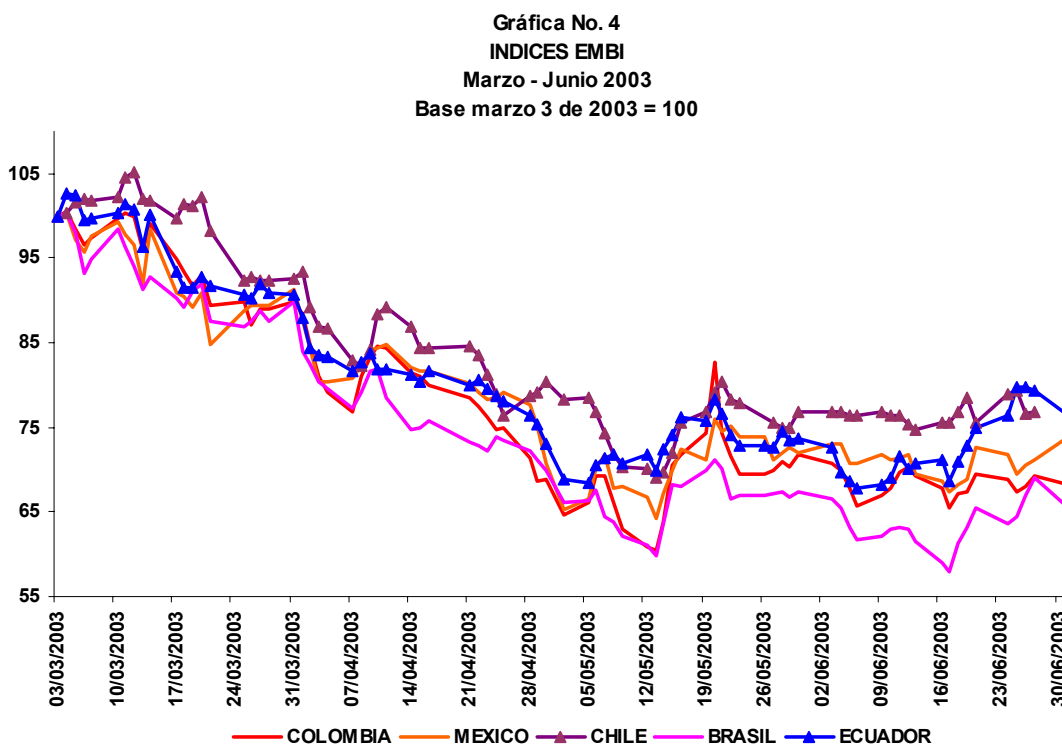


2. **La tendencia reciente hacia la apreciación del peso ha sido menos fuerte que en el resto de América Latina.** En efecto, a partir de marzo de 2003 esa tendencia no sólo es generalizada entre las principales monedas de la región sino que la del peso colombiano es de magnitud inferior. Esto se puede apreciar en el Gráfico 3, en el cual se

representan las tasas de cambio de Colombia, Brasil, México, Argentina y Chile mediante índices con base marzo 2003 igual a 100.



3. **La apreciación de las monedas refleja una mejor percepción sobre el país y la región**, lo cual se refleja en una fuerte tendencia a la reducción de los “spreads” sobre la deuda externa de los principales países de América Latina (Gráfico 4). Esto sugiere que hay un factor externo común para las economías latinoamericanas vinculado con el comportamiento de los mercados financieros internacionales



CONFIANZA, FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO Y RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN

El principal canal a través del cual la tasa de cambio se ve afectada por la percepción de riesgo-país tiene que ver con los movimientos de capitales privados. Una situación de mayor confianza conduce a los agentes económicos nacionales y extranjeros a reducir los flujos de capitales hacia fuera y aumentar los flujos del exterior hacia el país.

Durante los últimos años, la salida neta de capitales privados ha sido lo usual en la balanza de pagos colombiana. Esa salida se ha manifestado en inversiones de portafolio de colombianos en el exterior –las cuales se han canalizado en parte a través de los fondos de pensiones- y en una reducción del saldo de la deuda externa del sector privado colombiano. Entre finales de 1998 y febrero de 2003, este último saldo se redujo en más de tres mil millones de dólares, al bajar de US\$ 17.9 miles de millones a US 14.6 miles de millones.

Desafortunadamente no se cuenta todavía con cifras de balanza de pagos que permitan establecer el grado en que este proceso de salida neta de capitales privados se haya modificado desde abril del presente año, cuando la tendencia de la tasa de cambio a devaluarse empezó a revertirse de manera parcial. Una aproximación imperfecta puede hacerse con las cifras sobre movimientos de divisas a través del sistema financiero que se registran en la balanza cambiaria. Esas cifras sugieren que la salida neta de capitales privados continuó en el segundo trimestre de 2003 (Cuadro 2). Asimismo, las cifras disponibles sobre créditos en moneda extranjera intermediados por el sistema financiero colombiano sugieren que en el segundo trimestre de 2003 ha continuado la tendencia a reducir los niveles de deuda privada mediante amortizaciones superiores a los desembolsos².

CUADRO No. 2
FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO EN LA BALANZA CAMBIARIA

AÑO	TRIMESTRE				TOTAL
	I	II	III	IV	
2001	-307	0	-139	-318	-764
2002	-185	-200	-666	-229	-1283
2003	-481	-149			

Fuente: Banco de la República, Balanza Cambiaria

No hay por lo tanto evidencia clara de que la tendencia a la salida neta de capitales privados que ha caracterizado la economía colombiana en los últimos años se haya empezado a revertir. Sin embargo, varios indicios indirectos sugieren que esa salida neta de capitales podría empezar a reducirse e incluso convertirse en entrada neta de capitales en un futuro cercano. Entre esos indicios se encuentra la reducción de los “spreads”, la recuperación de la demanda agregada y el positivo desempeño que a juzgar por las cifras disponibles ha tenido la inversión productiva en el primer semestre

² En lo corrido del año, el saldo del endeudamiento externo del sistema financiero se redujo en US\$ 413 millones, de US\$ 2.287 millones en diciembre 31 de 2002 a 1874 millones el 13 de junio de 2003 (última cifra disponible).

del 2003. Adicionalmente, el propio comportamiento de la tasa de cambio, al haber dejado de devaluarse, se constituye en estímulo para retener capitales en el país. Las menores expectativas de depreciación del peso que hay en Colombia a mediados del 2003, en comparación con las que había seis meses atrás, claramente contribuyen a hacer menos atractiva la colocación de excedentes financieros en el exterior.

EL DILEMA ENTRE COMPETITIVIDAD CAMBIARIA Y RECUPERACIÓN DE LA CONFIANZA.

Los puntos mencionados en las secciones anteriores sobre los beneficios que conlleva el comportamiento reciente de la tasa de cambio no implican que deje de ser válida la preocupación de muchos sectores económicos por que se mantenga una tasa de cambio real alta y se evite hacia el futuro un proceso de revaluación real como el que tuvo lugar a lo largo de la mayor parte de la década de los noventa. Una recuperación sostenible de la economía requiere no sólo que se mantenga la competitividad de la producción nacional frente a la del resto del mundo sino que se evite un deterioro en los equilibrios externos. Un proceso de fuerte revaluación real hacia el futuro podría hacer que se ampliara nuevamente el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, llevándolo hacia niveles insostenibles como los que caracterizaban la economía colombiana en la antesala de la crisis de 1998 y 1999.

El dilema para la política económica en este contexto resulta complejo. Una mejoría en la percepción sobre el país y una recuperación de la inversión productiva inducirán probablemente al sector privado a frenar el flujo neto de capitales hacia el exterior, lo cual es altamente positivo y ayuda a consolidar la reactivación de la economía. Ese mismo hecho, sin embargo, puede inducir un proceso de apreciación de la tasa de cambio que induzca problemas de competitividad cambiaria y de deterioro en la cuenta corriente de la balanza de pagos y siembre las semillas de nuevas crisis en el futuro.

El gran reto, por lo tanto, es generar un ambiente de confianza y de retorno de capitales privados hacia el país sin que con ello se afecten negativamente la competitividad cambiaria y el equilibrio en nuestras cuentas externas. En contra de lo que suele creerse, la política cambiaria del Banco de la República puede hacer poco para resolver este dilema. Una política fiscal austera, en cambio, puede hacer una contribución muy grande en esa dirección en la medida en que permita utilizar la mayor disponibilidad de divisas para reducir los niveles de endeudamiento público externo.

En efecto, el Banco de la República carece de los instrumentos que serían necesarios para impedir que se manifiesten las presiones hacia una apreciación real del peso cuando hay influjos de capitales del exterior que generan grandes excesos de oferta de divisas en el mercado cambiario. Cuando el Banco trata de impedir la revaluación estableciendo límites absolutos a la tasa de cambio nominal, tal como lo hizo a lo largo de los años noventa mediante el piso de la banda cambiaria, el proceso de revaluación real se produce vía mayor inflación. El Banco ciertamente puede absorber parte del exceso de oferta de divisas en el mercado cuando tiene algún campo para la acumulación no inflacionaria de reservas internacionales. Sin embargo, dado el tamaño de los flujos internacionales de capital en una economía altamente globalizada como la

actual, el impacto que puede tener por esa vía sobre las tendencias de la tasa de cambio es apenas marginal.³

En contraste, la actuación del gobierno en lo que se refiere a los flujos de endeudamiento público puede contribuir de manera importante a alterar el equilibrio en el mercado de divisas y a controlar eventuales tendencias hacia la apreciación real de la tasa de cambio. La razón para ello es fácil de intuir cuando se recuerda la magnitud de las operaciones de endeudamiento externo público. En el año 2003, por ejemplo, el servicio de la deuda pública externa, incluyendo intereses y amortizaciones, representa un flujo anual de más de cinco mil millones de dólares (Cuadro 3). El grado en que ese servicio sea atendido totalmente mediante nuevos recursos de endeudamiento externo o en que parcialmente se atienda mediante compra de divisas en el mercado cambiario puede generar grandes diferencias en el comportamiento de la tasa de cambio.

Cuadro No. 3
FLUJOS DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO
Millones de dólares

	2000	2001	2002	2003 (proy)
A. Desembolsos	3,238	5,743	2,462	4,211
B. Amortizaciones	1,575	2,280	3,520	3,331
C. Pago de intereses	1,329	1,546	1,619	1,713
D. Subtotal servicio de la deuda (B+C)	2,904	3,826	5,139	5,044
E. Endeudamiento neto (A-B)	1,663	3,463	-1,058	880

proy: proyección.

Fuente: Subgerencia de Estudios Económicos.

En los últimos años, el sector público colombiano recibió grandes flujos de crédito externo neto a pesar de los cuales la tasa de cambio real del peso subió de manera significativa. Ello, sin embargo, sólo fue posible por cuanto el sector privado colombiano estuvo generando salidas netas de capitales del país. En la medida en que se recuperen la confianza en el país y los estímulos a la inversión doméstica, esa situación puede cambiar de manera drástica, generando presiones indeseables hacia la apreciación real de la tasa de cambio. La mejor manera de evitar que ello suceda es utilizando el exceso de divisas que se pueda generar en el mercado cambiario para reducir la deuda externa neta del gobierno nacional o, por lo menos, reduciendo los flujos de endeudamiento externo neto del sector público. Para ello será indispensable que se reduzcan las necesidades de financiamiento público y por consiguiente el déficit fiscal. La preocupación por evitar un nuevo proceso de apreciación real del peso como el que desafortunadamente enfrentó Colombia en la década de los noventa conduce por lo tanto a reiterar la urgencia de un ajuste fiscal como el que se encuentra en curso. Adicionalmente, el gobierno podría contribuir al mantenimiento de niveles competitivos de la tasa de cambio si en su estrategia de financiamiento le otorga mayor énfasis a las fuentes de recursos internas y menor énfasis al endeudamiento externo.

Desde el punto de vista de los equilibrios macroeconómicos básicos, la cuenta corriente de la balanza de pagos es simplemente la diferencia entre la producción nacional y el gasto de los colombianos. La mejoría que se observó en esa cuenta con

³ Las dificultades que enfrentó el manejo cambiario en la década de los noventa en Colombia al tratar de combinar el objetivo de evitar una apreciación real y mantener controlada la inflación son ilustradas en Villar y Rincón (2001)

posterioridad a 1997 --coincidiendo con una importante depreciación real del peso-- fue explicada por una gran contracción del gasto privado en consumo e inversión. Si estas variables se recuperan, lo cual resulta a todas luces deseable, el proceso de ajuste fiscal se hará absolutamente indispensable para mantener el déficit de la cuenta corriente en niveles sostenibles y garantizar una tasa de cambio real que otorgue competitividad externa de la producción nacional.

CONSIDERACIONES FINALES

A manera de conclusión, frente a las inquietudes que han surgido en el debate público sobre el comportamiento reciente de la tasa de cambio parecería inconveniente perder los logros que obtuvo el país con la introducción del régimen de flotación cambiaria. Este régimen ha sido esencial para facilitar la ejecución de una política monetaria anti-cíclica, con tasas de interés extraordinariamente bajas, en un ambiente de inflación controlada. Además, en el caso colombiano ha sido posible establecer unas reglas de intervención del Banco de la República en el mercado de divisas que, sin romper los principios básicos de un régimen de flotación cambiaria, permiten moderar las fluctuaciones que el mercado impone sobre la tasa de cambio.

La apreciación del peso que tuvo lugar en el segundo trimestre de 2003 constituye una reversión muy parcial del fuerte proceso de depreciación acelerada que se había observado en los tres trimestres precedentes. Esa reversión no ha impedido que la tasa de cambio se mantenga en niveles extraordinariamente favorables para las exportaciones y para la competitividad de la producción nacional frente a las importaciones. La apreciación reciente del peso refleja una mejoría en la percepción de riesgo que tienen los inversionistas nacionales y extranjeros sobre nuestro país y seguramente ayudará a consolidar la recuperación de la inversión productiva y de la demanda agregada. Adicionalmente, ese comportamiento ha moderado las expectativas de devaluación y mejorado las perspectivas de cumplimiento de las metas de inflación, lo cual permite al Banco de la República mantener una política monetaria amplia, con tasas de interés reales atípicamente bajas, como las que han predominado en el país en los últimos años.

Lo anterior no significa que deje de ser válida la preocupación de muchos sectores económicos porque se mantenga una tasa de cambio real alta y se evite hacia el futuro un proceso de revaluación real del peso como el que tuvo lugar durante la mayor parte de la década de los noventa. El gran reto de la política macroeconómica hacia el futuro es generar un ambiente de confianza y de retorno de capitales privados hacia el país sin que con ello se afecte negativamente la competitividad cambiaria y el equilibrio en nuestras cuentas externas. Hemos argumentado en este artículo que, en contra de lo que suele creerse, la política cambiaria del Banco de la República puede hacer poco para resolver este dilema. En cambio, una política fiscal austera y una estrategia de financiamiento público que otorgue más énfasis a los recursos internos que al endeudamiento externo pueden hacer contribuciones grandes en esa dirección.

REFERENCIAS

EDWARDS, Sebastian (2002), "The Great Exchange Rate Debate after Argentina", NBER Working Paper 9257, National Bureau of Economic Research, October

LEVY Yeyati, Eduardo and STURZENEGGER, Federico (2000), “Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words”, Working Paper 2, Universidad Torcuato Di Tella.

REINHART, Carmen (2000), “The Mirage of Floating Exchange Rates”, *American Economic Review*, May.

VILLAR, Leonardo y Hernán RINCÓN (2001), “Flujos de Capital y Regímenes Cambiarios en la Década de los 90”, *Ensayos sobre Política Económica*, No. 39, junio.