

En Defensa de la Continuidad del Régimen Cambiario

José Antonio Ocampo Gaviria

La reciente crisis cambiaria venezolana, y fenómenos similares en otros países latinoamericanos, han generado una especulación financiera, periodística y académica contra el peso colombiano. Tal especulación se encuadra dentro de un deterioro real del sector externo de nuestra economía, que lleva ya varios años. En efecto, desde 1979, como efecto de la violenta caída de los términos de intercambio del país y el estancamiento más reciente de las exportaciones menores, la balanza de pagos del país se ha venido empeorando, pasando de un saldo positivo en cuenta corriente de 2.0% del PIB en 1979 a un déficit de 6.4% en 1982. El deterioro externo ha sido además la principal fuente de impulsos recesivos en nuestra economía, que desde este punto de vista atraviesa una de las peores crisis desde los años treinta. Además, la especulación cambiaria se inserta dentro de otro hecho real: la revaluación real del peso en relación con los niveles de comienzos de la década del setenta, que se ha profundizado durante los dos últimos años, por motivos que veremos más adelante.

En este contexto, no es sorprendente que se especule contra el peso, esperando y recomendando que el gobierno realice una devaluación brusca. Según diversos sectores, esta medida reduciría el efecto desfavo-

rable sobre nuestro comercio exterior de las devaluaciones de otros países latinoamericanos, eliminaría rápidamente la "sobreevaluación" del peso, ayudaría a corregir nuestra balanza de pagos y contribuiría a la reactivación de la economía. En contra de estas apreciaciones, el presente ensayo defiende la necesidad de mantener el sistema de minidevaluaciones, que todo el país identifica como la esencia misma de nuestro régimen de cambios internacionales. Aunque reconoce que en las actuales circunstancias la devaluación gradual puede tener algunos costos, intenta mostrar las ventajas de una continuidad en el régimen cambiario. Se aducen en esencia tres argumentos. El primero es que tal continuidad facilita enormemente el manejo de los procesos de especulación en el mercado cambiario, lo cual es fundamental en un período de estrechez de divisas como elemento de estabilidad en la política económica. En segundo lugar, se arguye que esta devaluación brusca, especialmente si está seguida de un ritmo de minidevaluaciones relativamente alto para mantener su efecto real, no solamente no tiene las virtudes que alegan sus defensores, sino que, antes bien, pueden lanzar al país, tanto a una agudización del proceso inflacionario, como de la recesión económica. Finalmente, se considera que el régimen cambiario y de comer-

cio exterior del país tiene una gran flexibilidad para manejar condiciones muy diversas del sector externo y que es, por lo tanto, a los instrumentos que ya posee, y a otros que puedan desarrollarse en un proceso gradual de ajuste de dicho régimen, hacia donde debe enfocarse la atención de la política económica, para manejar situaciones tales como la crisis de ciertos productos de exportación, al comercio fronterizo con Venezuela o la especulación cambiaria.

Estos argumentos se desarrollan en seis secciones cortas. En la primera se discute desde un punto de vista teórico el concepto de "sobreevaluación" de una moneda. En la segunda, se presenta evidencia cuantitativa sobre la revaluación real del peso colombiano desde 1975. Las tres secciones siguientes analizan los costos de una devaluación competitiva, ahondando en los conceptos teóricos introducidos en la primera parte del trabajo, y mostrando las virtudes de nuestro régimen cambiario y de comercio exterior para manejar una crisis externa. El ensayo concluye con una sección en la cual se evalúan las mini, midi y maxi-devaluaciones.

1. El concepto de "sobreevaluación" de una moneda

La primera pregunta que se debe responder en materia cambiaria tiene que ver con la magnitud de la denominada "sobreevaluación" del peso o, en terminología más reciente, del "rezago cambiario". Sobre este aspecto, vale la pena indicar que existen falacias, tanto de tipo teórico como empírico, en torno a apreciaciones corrientes sobre el tema. Las primeras están asociadas a la creencia en una supuesta tasa de cambio de "equilibrio" que permea todas las apreciaciones sobre el "rezago cambiario" y que, en realidad, es el único sustento teórico del concepto de "sobreevaluación" en un sentido estricto.

Desde una perspectiva keynesiana, no existe en realidad una tasa de cambio de equilibrio, como tampoco soluciones de

"equilibrio"¹ para ninguna variable macroeconómica, ya que estas dependen siempre del nivel de actividad económica y de sus determinantes básicos. La tasa de cambio que elimina el déficit en cuenta corriente, por ejemplo, varía con el nivel de actividad productiva, según lo han demostrado los modernos enfoques de balanza de pagos. Se podría argumentar entonces que la tasa de "equilibrio" verdaderamente relevante es aquella consistente con el nivel del pleno empleo. Sin embargo, tal tasa puede no existir, si el nivel de importaciones complementarias consistente con la plena utilización de recursos es mayor que el nivel máximo de exportaciones, dados los precios y la demanda mundial en un momento determinado. Incluso si existiera un nivel hipotético de esa naturaleza, existe una gran diversidad de problemas, asociados a los flujos de capital, los rezagos en el proceso de ajuste, y los efectos que tiene dicho proceso sobre otras variables macroeconómicas. Pasemos a considerar algunos de ellos.

Si existe una desconfianza en la política cambiaria, los movimientos especulativos en el mercado de capitales pueden hacer imposible mantener aquella tasa de cambio que en efecto equilibra la balanza en cuenta corriente, y pueden terminar manejando la política, según lo indica la experiencia colombiana de 1967² y la de otros países latinoamericanos más recientemente. Además, si se considera que los ciclos ex-

¹ Según veremos enseguida, no es muy claro a qué rubros de la balanza de pagos se refiere este supuesto equilibrio, ni cuál es el período de tiempo que se tiene como referencia. En principio, el equilibrio puede ser en la cuenta corriente o en el conjunto de la balanza de pagos. En el primer caso, buscaría mantener un nivel de egresos por pagos de bienes y servicios corrientes similar al nivel de exportaciones; en el segundo, buscaría evitar una caída en las reservas internacionales. Presumiblemente, este último es más importante en el corto plazo, en tanto que el primero debería ser el foco de atención en el largo plazo.

² Alberto Rosque Musalen, *Dinero, inflación y balanza de pagos*, Banco de la República, 1971.

ternos pueden manejarse a través de ajustes en el nivel de reservas internacionales o en los flujos de capital, el nivel de referencia de la política económica no es el equilibrio en la cuenta corriente en el corto, sino en el largo plazo; en ese caso, sin embargo, el nivel de "equilibrio" depende del pasado (cuantas reservas y deuda se hereden en un momento dado) y de las expectativas sobre el futuro, más aún en este último caso, las apreciaciones de la autoridad de política económica pueden no ser compartidas por el sector privado, o este último puede jugar las circunstancias cambiarías en forma mucho más inmediatista, haciendo imposible a través de sus acciones que se pueda lograr el nivel de la tasa de cambio que juzgan adecuado dichas autoridades. Si el punto de referencia es el "largo plazo", deben tenerse en cuenta también los rezagos en el impacto de la política económica y la efectividad o no de dichos instrumentos en circunstancias externas particulares. En especial, si la demanda externa (incluyendo obviamente la de los países vecinos) es un determinante importante de las exportaciones y su reactivación sólo se espera en dos o tres años, cabría preguntarse qué importancia tiene un ajuste muy rápido en la tasa de cambio real.

Para concluir con estas consideraciones, cabría anotar que la política económica debe tener en cuenta, no sólo los efectos de la tasa de cambio sobre el sector externo, sino también las repercusiones de su manejo sobre las principales variables macroeconómicas. En este contexto, supongamos que en determinadas circunstancias se juzga necesario, para alcanzar el "equilibrio" externo, devaluar la tasa de cambio nominal, pero que tal medida desestabiliza el nivel de precios o tiene efectos recesivos en el corto plazo, según argumentaremos más adelante. Por estos motivos, la autoridad económica puede decidir que la devaluación es indeseable y que el ajuste del sector externo debe lograrse a través de otros instrumentos. Sobra agregar que este escenario hipotético indica claramente que existe una contradicción entre objetivos de la política económica que hace

ilusoria la existencia de un nivel de "equilibrio" de la tasa de cambio.

Los anteriores son algunos de los problemas teóricos que plantea el concepto de "sobreevaluación" del peso. Tales apreciaciones tienen dos implicaciones importantes. La primera es de tipo negativo: si la política se preocupa demasiado por alcanzar un nivel de "equilibrio" puede no sólo perseguir un objetivo ilusorio, sino también olvidar las complejidades del proceso de ajuste de la economía ante los cambios en la política económica. Tal olvido puede resultar fatal, en la medida en que el gobierno se embarque en un proceso que, con posterioridad, juzga totalmente indeseable. De aquí se deduce una lección positiva: las características del proceso de ajuste nunca deben perderse de vista en las decisiones de política económica; nos referimos aquí en primer término, a los posibles elementos de desestabilización que puede tener el manejo de un instrumento, tanto sobre un sector específico como sobre el conjunto del sistema económico y, en segundo lugar, a la inercia de las situaciones establecidas, que induce resistencias por parte de algunos agentes a cambios en la política económica. Este tipo de consideraciones tiene una gran relevancia para la política cambiaria, ya que, según veremos, las devaluaciones bruscas pueden convertirse en fuente de inestabilidad del sistema económico, y la resistencia de ciertos sectores a aceptar cambios en la distribución del ingreso o en sus patrones de gasto es en gran medida responsable de los efectos desfavorables de un manejo muy activo del tipo de cambio.

De esta perspectiva, se puede reconocer que es deseable para la economía colombiana elevar la tasa de cambio real en las actuales circunstancias. Este es quizás el único sentido en que se debería hablar de "sobreevaluación" o "rezago cambiario". El problema real es cómo obtener una devaluación real en el corto plazo sin generar procesos indeseables que incidan sobre otras variables macroeconómicas y sobre la propia estabilidad de la política cambiaria. Tal decisión debe considerar, por supuesto,

las características de la situación inicial en el caso colombiano: el nivel bajo de endeudamiento externo neto (deuda externa menos reservas), la sobreproducción cafetera a nivel externo e interno, la recesión económica generalizada, la tendencia de la inflación externa e interna a ceder y la capacidad de adaptación a circunstancias inflacionarias ya adquirida por parte de los agentes económicos, entre otros. El argumento esencial de este trabajo es que el régimen de mini-devaluaciones ofrece en general un mecanismo de ajuste mucho más adecuado que la devaluación brusca y, en especial un menor riesgo de desestabilización del sistema económico, particularmente en circunstancias como las que caracteriza la economía colombiana en la actualidad.

II. La evolución de la tasa de cambio en los últimos años

En las discusiones sobre el rezago cambiario se toma como punto de referencia

el nivel de la tasa de cambio real en la primera mitad de la década del setenta. Una justificación de este punto de vista puede ser que dicho nivel permitió (o al menos acompañó) una sana diversificación de las exportaciones colombianas, y sustentó un rápido crecimiento de las exportaciones menores. Sin embargo, según se argumentó en un estudio anterior, puede ser engañoso tomar como referencia el nivel más alto de la tasa de cambio real de la historia económica de Colombia³. Para fines de la discusión, vamos a obviar este problema y a suponer que es deseable retornar a niveles de la tasa de cambio real similares a los de comienzos de la década pasada.

Según se ilustra en el Cuadro 1, en el país se produjo una revaluación real de un 15% entre 1975 y 1977 como fruto del

³ José Antonio Ocampo, "El sector externo y la política macroeconómica", *Desarrollo y Sociedad*, No. 10, enero 1983, sección III, A. 2.

CUADRO 1
TASAS DE CAMBIO REALES DE COLOMBIA 1975-1982
(1967 = 100)

	Exportaciones menores		Importaciones	
	Total	Con respecto a países latinoamericanos	Total	Con respecto a países latinoamericanos
1975	108.3	102.5	109.7	103.1
1976	103.8	102.0	106.0	106.2
1977	93.1	90.5	95.1	91.6
1978	91.9	85.7	94.8	89.1
1979	89.2	82.9	92.9	88.9
1980	92.2	87.1	93.1	93.8
1981	90.0	92.8	87.6	97.4
1982	81.8	82.7	80.6	77.1
Fin de 1982	83.3	84.5	81.9	76.4

NOTA: Promedios anuales; índices geométricos con ponderaciones fijas, calculada con base en exportaciones e importaciones con cada país en 1970-80; precios al por mayor.

Países latinoamericanos: Venezuela, Ecuador, Perú, Panamá, Chile, Argentina, Brasil y México.

CUADRO 2

**INDICE PONDERADO DE LA
INFLACION EXTERNA
(En dólares de Estados Unidos)**

	(1) Ponderación de exportaciones menores %	(1) Ponderación de importaciones %
1975	9.9	5.9
1976	5.0	5.9
1977	7.2	7.2
1978	9.3	10.3
1979	14.0	15.1
1980	15.5	12.0
1981	5.0	1.3
1982	- 0.01	1.2

manejo de la tasa de cambio como instrumento de estabilización durante la bonanza cafetera. En los dos últimos años, hemos presenciado una revaluación real adicional, cuyas causas son muy diferentes. La más importante ha sido el patrón-dólar implícito en nuestra política cambiaria, en un momento en el cual la moneda norteamericana se estaba revaluando en relación con la mayoría de las de los países desarrollados. En 1982 se presentaron, además, varias devaluaciones en Latinoamérica, que contribuyeron a la apreciación real del peso colombiano. Una forma indirecta de ver este fenómeno es que la política económica sobreestimó en 1981 y 1982 la magnitud de la inflación mundial relevante para el país. En efecto, debido a la revaluación del dólar y la devaluación de las monedas latinoamericanas, la inflación mundial (medida en dólares norteamericanos) fue baja en 1981 y 1982, mucho más baja del 7 y 8% que se suponía entonces (Ver Cuadro 2). Habría sido necesario así un mayor ritmo de devaluación con respecto al dólar, simplemente para mantener la tasa de cambio real de 1980. Curiosamente, la adopción de un ritmo de devaluación más bajo pudo haber sido uno de los elementos que contri-

buyó a la desaceleración de la inflación en Colombia, especialmente a través de su contribución al lento crecimiento de los costos industriales, según se reseña en el análisis de coyuntura en esta revista.

El efecto conjunto de lo acontecido en 1975-7 y 1980-2 ha sido una revaluación real de un 25% entre el primero y el último de estos años. A fines de 1982, se había producido una pequeña devaluación real, por efecto de la aceleración de la devaluación del peso a fines del año. No cabe la menor duda de que una revaluación real como la acontecida en los últimos siete años ha tenido efectos desfavorables sobre la economía y de que es conveniente revertir el proceso. Para retornar a los niveles de 1975, sería necesaria una devaluación real de más del 30%. El nivel de 1975 es, sin embargo, arbitrario, según hemos visto, y la deseabilidad de retornar a él y la forma particular de hacerlo dependen de consideraciones complejas, tal como se ha indicado en la sección anterior y se profundizará en el resto de este trabajo.

Dada la importancia que se le ha atribuido recientemente a las devaluaciones latinoamericanas, el Cuadro 1 calcula la tasa de cambio real en relación con ocho países latinoamericanos con los cuales el país tiene un comercio importante. La tasa de cambio de las exportaciones menores está en este caso muy influida por Venezuela (que tiene una ponderación de 41.9% del índice respectivo), en tanto que la de importaciones se aproxima bastante a una tasa no ponderada. La evolución de estas dos tasas presenta algunas diferencias entre sí y en relación con las tasas de cambio globales del país. Los dos aspectos más sobresalientes son, por una parte, la importante devaluación real que tuvo Colombia en relación con los países latinoamericanos entre 1979 y 1981 (que no se observa a nivel global) y, por otra, la fuerte revaluación en 1982, especialmente en la tasa de importaciones. En 1981, la revaluación real en relación con los países latinoamericanos era inferior al 10%, si se toma como punto de referencia el año de 1975, pero la brecha se ahondó

CUADRO 3
TASAS DE CAMBIO REALES, CON RESPECTO
A LOS PAISES LATINOAMERICANOS
(1967 = 100)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	Fin de 1982
Venezuela	98.7	96.4	89.0	86.3	80.3	83.5	91.2	90.3	93.2
Ecuador	91.3	97.2	87.9	92.8	87.5	84.0	90.3	75.8	85.3
Perú	108.7	94.1	74.5	56.9	56.2	62.3	68.8	61.1	60.0
Panamá	120.0	118.0	105.8	100.8	97.8	101.0	103.2	102.2	105.7
Chile	118.9	131.0	123.8	108.7	117.5	140.2	142.1	106.3	96.5
Argentina	94.0	134.4	96.4	109.8	140.7	158.4	128.7	64.7	74.8
Brasil	97.4	97.0	87.3	84.9	75.6	71.4	78.2	70.7	69.2
México	110.7	100.1	80.8	83.7	84.2	93.2	101.1	62.2	48.4

rápidamente, igualando en este año la revaluación global del país.

Como se verá en la sección siguiente la devaluación ha traído como consecuencia una aceleración de la inflación en muchos países latinoamericanos. Sus devaluaciones se han ido así erosionando. En relación con Colombia, ésto ya había ocurrido en parte en los casos de Ecuador y Argentina a fines de 1982 (Cuadro 3), y no tardará en manifestarse en relación con México y Chile, especialmente en el primer caso. De hecho, para fines del año pasado, la tasa real de cambio de exportaciones menores en relación con los países latinoamericanos mostraba una devaluación real en relación con el promedio del año (Cuadro 1); esto no ocurrió con la tasa de importaciones, como reflejo de lo acontecido en México. Además, entre 1979 y fines de 1982, habíamos tenido una devaluación importante en relación con Venezuela (del 16%), en tanto que, con respecto a Ecuador, Perú y Panamá la situación no había cambiado o era ligeramente mejor. La revaluación real estaba así sesgada por los acontecimientos traumáticos de Chile, Argentina y México.

Las consideraciones anteriores sugieren algunas observaciones muy importantes

para la política cambiaria del país. La primera de ella es que las devaluaciones de muchos de nuestros vecinos se erosionan con posterioridad y que, por ello, no es el impacto inicial lo que debe guiar la política colombiana. La segunda es que el país difícilmente puede tratar de compensar los efectos de las medidas traumáticas de algunos países. Ello significaría no sólo renunciar de hecho a nuestra autonomía cambiaria y atar un instrumento macroeconómico a sucesos particulares, sino también introducir un elemento de severa inestabilidad en nuestra política económica. Cabría preguntarse además en qué medida los resultados desfavorables sobre el comercio exterior del país se darán independientemente de que sigamos o no a dichos países en sus traumas cambiarios por efecto de las restricciones directas que acompañan a las devaluaciones, teniendo así beneficios irrisorios ante los costos que asumiríamos por semejante política.

Los acontecimientos latinoamericanos deben tenerse en consideración pero no pueden convertirse en el eje de nuestra política cambiaria. Ella exige, sin embargo, que tratemos de compensar dichos sucesos y, ante todo, de revertir al menos parcialmente la revaluación real global que tuvo el país en los últimos siete años. Tanto una

posible devaluación del dólar en relación con otras monedas de países desarrollados, como la disminución en el ritmo de inflación interna en Colombia, contribuirán a mejorar por sí mismas la tasa de cambio real del país en el futuro inmediato. El país debería, sin embargo, buscar algo más que eso, manteniendo un ritmo de devaluación de un 25%, o un poco más sin arriesgar muchos efectos desfavorables. Una política de esta naturaleza debe estar acompañada, por supuesto, de medidas dirigidas a resolver problemas específicos, en especial los que ha introducido el nuevo régimen cambiario venezolano.

III. Los costos de la devaluación: inflación

En algunos modelos del sector externo, que todavía sirven de base para formular recomendaciones sobre política cambiaria en Colombia, el tipo de cambio se visualiza como una pura variable de ajuste *sectorial*. En los análisis más modernos de balanza de pagos, entre ellos los llamados enfoques absorción, monetario y neo-estructuralista, se realiza en cambio la función *macroeconómica* de dicha variable. Aunque sin ignorar su impacto específico sobre el sector externo, se realizan así sus efectos sobre la actividad económica, la inflación, la distribución del ingreso, la demanda de dinero, la tasa de interés y la inversión, entre otros. Más aún, dichos análisis muestran cómo los efectos favorables de la devaluación sobre la balanza de pagos sólo se dan bajo ciertas condiciones macroeconómicas particulares.

La diferenciación entre aquellas escuelas que miran la tasa de cambio como una variable sectorial, y aquellas que realzan su función macroeconómica tiene una gran importancia para la formulación de la política económica. En efecto, si la tasa de cambio se considera un instrumento sectorial relativamente imperfecto (por sus efectos limitados sobre el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos) con repercusiones macroeconómicas importantes, existe una amplia justificación para no utilizar dicha variable como mecanismo de ajuste de la cuenta corriente en el muy

corto plazo, y para dedicar a dicho objetivo instrumentos típicamente sectoriales (el arancel, las restricciones cuantitativas, los subsidios a las exportaciones, etc.). En otros términos, cuando prevalecen los efectos macroeconómicos del tipo de cambio, es deseable manejar con mucha cautela dicha variable, y poner el peso de la política de ajuste de la cuenta corriente en el corto plazo sobre instrumentos discriminatorios como los señalados.

Para profundizar en los efectos macroeconómicos de la devaluación, vale la pena comenzar discutiendo los efectos inflacionarios de dicha medida. Según se ha analizado en otros estudios⁴ el problema básico en este aspecto es la dificultad para generar cambios en precios relativos a través de variables macroeconómicas nominales, especialmente si ellas inciden directamente sobre los costos de producción. En una economía que importa primordialmente bienes intermedios y de capital es muy probable que un incremento en el precio de las importaciones se transmita en un porcentaje alto sobre el nivel general de precios. Por su incidencia directa sobre los costos de producción. Algo similar puede ocurrir con aquellas empresas (privadas o públicas) que tienen que hacer mayores pagos por concepto de su deuda externa. En general, aquellos sectores que se ven afectados desfavorablemente por la devaluación (los importadores de bienes y servicios) intentan desplazar sobre otros sectores las mayores cargas a las que se enfrentan, en tanto que los exportadores esperan obtener en el mercado interno precios tan remunerativos como los que obtienen por sus ventas en el exterior.

Estos efectos iniciales de una devaluación se transmiten además a través del sistema económico, como reflejo de la reacción de diferentes sectores, ante la eleva-

⁴ José Antonio Ocampo y Mauricio Cabrera, "Precios internacionales, tipo de cambio e inflación" en Cabrera (ed.), *Inflación y política económica*, Asociación Bancaria, 1980; Ocampo, *op. cit.*, Sección III. A, 1.

ción de los precios y la disminución de sus ingresos reales. Parte de esta reacción es la presión sobre el Estado, y especialmente sobre la política monetaria, para que compense en parte los costos de la devaluación en algunos sectores o valide el proceso inflacionario generado por dicha medida. Ambos tipos de presiones se conocen ampliamente en Latinoamérica. Las primeras generalmente adoptan la forma de tasas de cambio más bajas para algunos pagos al exterior, que en la práctica conduce a emisiones generadas por las pérdidas en que incurre el Emisor en sus operaciones cambiarias, originando así una conexión directa entre las políticas monetaria y cambiaria⁵. El segundo tipo de presión también es común ya que si las autoridades monetarias adoptan una política restrictiva ante la inflación generada por la devaluación, tiende a elevar las tasas de interés y a profundizar la recesión; es natural en estas circunstancias que exista una presión severa para que las autoridades cedan, al menos en parte, suavizando la política monetaria.

Algunos analistas consideran que, incluso si este tipo de reacción ocurre, es ilegítimo atribuir el incremento en los ingresos de algunos sectores o en la oferta monetaria a la devaluación y que, por el contrario, tales cambios deben considerarse como

⁵ Una forma alternativa de comprender este fenómeno es la siguiente: cuando se establece una tasa más baja para los pagos al exterior y no se presenta una caída en las reservas internacionales, la contracción monetaria generada por estos pagos es inferior a la expansión producida por la monetarización de los ingresos cambiarios; de esta manera, a pesar del nivel constante de reservas en dólares, las operaciones cambiarias generan una expansión monetaria. El problema es más agudo si hay acumulación de reservas y se reduce cuando hay una caída en ellas; como este tipo de políticas se presenta después de devaluaciones bruscas dirigidas a impedir la caída en reservas internacionales, lo más normal es que se presente una expansión monetaria. Las recientes experiencias mexicana y argentina indican las magnitudes cuantiosas que puede asumir esta expansión, si la tasa más baja se establece para un rubro importante de egresos de divisas (los pagos de la deuda externa).

eventos independientes de la elevación del tipo de cambio. Este punto de vista puede ser legítimo en algunas circunstancias, en especial cuando existen verdaderas presiones inflacionarias paralelas a la devaluación, pero es francamente insostenible en otras. Si la devaluación genera un proceso económico general de renegociación de los ingresos nominales y de reformulación de la política monetaria, situación que no se habría dado en su ausencia, tales cambios deben considerarse con mecanismos de transmisión del efecto inflacionario de la devaluación. Esto es lo que ocurre en general con una devaluación de gran magnitud, o una devaluación más moderada combinada con presiones inflacionarias en la economía mundial, ya que es natural que, ante el estremecimiento en el sistema económico que tal medida o proceso genera, todos los precios de la economía terminen reestableciéndose. Algo similar ocurre si se acelera muy fuertemente el ritmo de minidevaluaciones. Obviamente, en cualquiera de estos dos casos, el gobierno puede evitar al menos en parte estos efectos, si está dispuesto a agudizar la recesión y a permitir efectos distributivos de dicha medida, en especial la caída en los salarios reales. La única forma de evitar verdaderamente estos resultados es no causar tales estremecimientos en el sistema de precios. Esta puede ser una de las virtudes de buscar la devaluación real en forma muy gradual a través de mini-devaluaciones.

La evidencia sobre los procesos inflacionarios que generan las devaluaciones es contundente tanto en el caso colombiano como en el resto de Latinoamérica. El Cuadro 4 presenta un breve recuento de las devaluaciones colombianas y sus efectos reales. Dicho cuadro muestra que es posible alterar los precios relativos rápidamente a través de devaluaciones masivas, como la de 1932-5 o la de 1955-9, pero sólo a costa de una gran agudización del proceso inflacionario, como ocurrió especialmente en el segundo caso. Dos devaluaciones moderadas se destacan por su relativa eficacia: la de 1951 y la de 1967-70. Esta última se hizo en el contexto del sistema de mini-de-

CUADRO 4
EFFECTO REAL DE DIFERENTES DEVALUACIONES
EN COLOMBIA

	(1) Devaluación nominal (tasa de cambio de im- portaciones) %	(2) Efecto Real ^a
1932-5	69.8	0.77
1932-6	66.9	0.58
1948-9	11.4	-0.14
1950-2	28.1	1.07
1950-3	28.1	0.76
1960-4	28.1	0.49
1955-8	147.5	0.47
1955-9	149.0	0.38
1962-3	32.0	0.13
1965-7	43.3	0.42
1967-70	25.9	0.52
1974-5	16.5	0.01 (0.13) ^b

^a Incremento en la tasa de cambio real de importaciones dividido por la devaluación nominal.

^b Calculada sobre la aceleración en la devaluación en relación con 1973-4.

Fuente: Tasa de cambio nominal: 1932-67 - Tasa de cambio con respecto al dólar; 1967-75 - Nominal ponderada.
Tasa real: 1932-67 - con respecto a Estados Unidos.
1967-75: Índice geométrico, utilizando precios al por mayor (Ver Cuadro 1).

valuaciones, sin agudizar prácticamente las presiones inflacionarias y sin políticas recesivas simultáneas, y puede ser un indicativo de los beneficios que se pueden obtener con dicho sistema. La fuerte aceleración de la devaluación en 1974-5 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 esta 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.

Para otros países latinoamericanos, el Cuadro 5 presenta evidencia sobre sus de-

CUADRO 5

EXPERIENCIAS DE DEVALUACION EN VARIOS PAISES LATINOAMERICANOS

	Mes anterior a la devaluación	Tasa de cambio	Ritmo de inflación ^a	Ultimo mes disponible	Tasa de cambio	Ritmo de inflación ^a	Efecto real ^b
Argentina	Junio, 1982	15.163	125.0	Noviembre, 1982	41.120	204.6	0.44
Bolivia	Enero, 1982	24.51	14.1	Septiembre, 1982	43.18	170.0	^c
Chile	Mayo, 1982	39.00	3.7(-5.9) ^d	Enero, 1983	74.04	22.0(23.2) ^d	0.74
Costa Rica	Septiembre, 1981	18.87	40.6	Octubre, 1982	40.15	100.9	-0.02
Ecuador	Abril, 1982	25.00	12.4	Diciembre, 1982	33.15	24.3	0.39
México	Enero, 1982	26.43	30.8	Octubre, 1982	70.00	79.0	0.62
Uruguay	Noviembre, 1982	19.00	11.0(-6.9) ^d	Diciembre, 1982	33.75	20.5(169.9) ^d	0.89

^a Crecimiento en los precios al consumidor en relación con el mismo mes en el año anterior.

^b Porcentaje de la devaluación que no se transmitió sobre los precios en el período indicado en el Cuadro.

^c Inflación muy superior a la devaluación.

^d Ritmo de inflación en relación con el mes anterior, expresado en términos anuales equivalentes.

Fuente: FMI, Estadísticas Financieras Internacionales.

valuaciones recientes. En todos los casos, el ritmo de inflación se ha acelerado significativamente, incluso eliminando en su totalidad (Bolivia y Costa Rica) o en gran parte (Argentina y Ecuador) el efecto de la devaluación en un período muy corto de tiempo. La devaluación mexicana presenta también síntomas de un deterioro acelerado, al igual que la de Uruguay apenas un mes después de realizada. Sin duda alguna, la devaluación chilena ha sido la que ha mostrado mayor solidez, posiblemente como reflejo de la profunda crisis que atraviesa dicha economía. Aún así, de una situación de deflación en el momento en que se adoptó la medida dicho país ha retornado a niveles moderados de inflación.

El caso brasileño (y algo similar podría mostrarse para el caso peruano) señala los problemas de acelerar muy fuertemente el ritmo de minidevaluaciones, especialmente cuando se enfrentan presiones inflacionarias externas. Según se indica en el Gráfico 1, dicha economía se había estabilizado en niveles de inflación del 40% desde 1976 hasta 1978. Con el shock petrolero de 1979, comenzó a enfrentarse a presiones inflacionarias que no tardaron en manifestarse sobre el nivel interno de precios ante el deterioro en la balanza de pagos generado por el alza en los precios del petróleo, el gobierno decidió realizar una devaluación súbita a fines de 1979, seguida muy pronto de ritmos altos de minidevaluaciones para mantener su efecto real. El resultado global fue desafortunado: cuando comenzaron a ceder las presiones inflacionarias de origen externo, el país se había estabilizado en una inflación del 100%, que la política cambiaria se encargaba de reproducir.

Tanto esta experiencia de Brasil, como lo acontecido en Colombia en 1975, indican claramente los errores que implica utilizar muy activamente la tasa de devaluación cuando el país se enfrenta a presiones inflacionarias de origen externo. El caso brasileño señala además el error que puede resultar de intentar un cambio muy rápido en la tasa de cambio real seguido por una

política de minidevaluaciones que intente evitar su erosión posterior. Tal tipo de políticas, sugerida recientemente en el país por los defensores de una devaluación brusca, puede más bien elevar *permanentemente* el ritmo de inflación. En efecto, una devaluación brusca tiene un efecto inicial muy fuerte sobre el ritmo de inflación, que puede durar algunos meses, y que genera una erosión lenta de su efecto real. Si el gobierno intenta evitar esta erosión, y determina el ritmo de minidevaluaciones con base en el alto ritmo de inflación que sigue a la devaluación brusca, puede terminar reproduciendo estos crecimientos iniciales en los precios, sin permitir que el ritmo de inflación disminuya progresivamente.

IV. Los costos de la devaluación: efectos sobre la actividad económica.

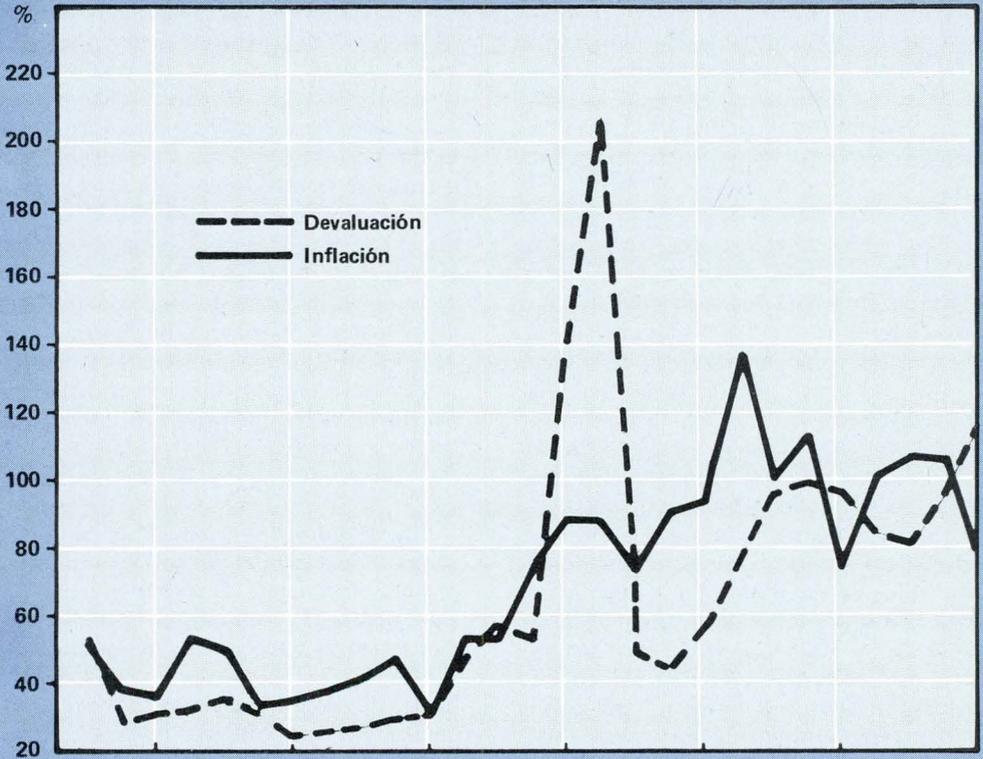
La teoría keynesiana ha mostrado que un déficit en cuenta corriente con el exterior es uno de los mecanismos de escape en el proceso circular de generación de ingresos y tiene, por lo tanto, efectos recesivos. En efecto, un déficit de este tipo significa que los agentes económicos nacionales reciben del exterior ingresos inferiores a lo que gastan en bienes y servicios importados. El déficit relevante para este tipo de análisis debe estar contabilizado en moneda nacional, y puede ser alterado, tanto por el déficit en moneda extranjera como por el tipo de cambio. Una devaluación puede así incrementar el déficit en cuenta corriente medido en moneda nacional, generando efectos recesivos⁶.

Para ilustrar un poco más este efecto supongamos inicialmente que el país parte de un déficit en cuenta corriente, como es normal cuando se devalúa y como ocurre en la actualidad en Colombia. Supongamos además que dicho déficit, medido en moneda extranjera, permanece inalterado después de la devaluación. El valor de las importaciones en moneda nacional aumenta,

⁶ Para un análisis teórico, ver en especial Paul Krugman y Lance Taylor, "Contractionary effects of devaluation", *Journal of International Economics*, agosto, 1978.

DEVALUACION E INFLACION EN BRASIL

A. Ritmo de Inflación (Precios al Consumidor) y de Devaluación.
(Crecimiento entre los promedios trimestrales, expresado en términos anuales equivalentes.)



B. Índice de precios de las importaciones (en dólares: 1975= 100)



generando así la necesidad de dedicar una mayor proporción de los ingresos de la población o de las empresas al gasto en bienes importados. Al mismo tiempo, los exportadores reciben mayores ingresos en moneda nacional. Sin embargo, si la situación inicial es de déficit, el efecto del mayor valor de las importaciones es superior generando un incremento en el déficit en cuenta corriente medido en moneda nacional.

Este efecto puede verse compensado o acentuado por otros factores. Los efectos compensatorios más importantes se dan a través de los estímulos a incrementar las exportaciones reales y a disminuir las importaciones, reduciendo así el déficit en moneda extranjera. Sin embargo, dada la recesión internacional, el alto grado de sustitución de importaciones alcanzado en el país, y la baja elasticidad tradicional de los rubros de comercio exterior del país, este efecto puede ser muy reducido en las actuales circunstancias. Un efecto compensatorio adicional se daría si el gobierno no aplica la devaluación a algunas importaciones de bienes y servicios. En el caso colombiano, esto genera un subsidio a cargo de la Cuenta Especial de Cambios y hace parte de un conjunto de efectos que tiene la devaluación sobre el sector público, que se mencionarán más adelante.

Hay algunos efectos que pueden agravar el déficit relevante en moneda nacional y que tienen una gran importancia en el caso colombiano. El primero y el más importante se relaciona con la política cafetera. En efecto, el análisis anterior supone que la devaluación se le transfiere a los exportadores a través de mayores precios internos; sin embargo, el gobierno puede juzgar inconveniente en las actuales circunstancias de sobreproducción cafetera hacer ésto en el caso del café. En tal caso, la devaluación no se trasladaría (o se haría sólo parcialmente) al grupo de exportadores más importantes. Algo similar podría ocurrir si el mayor valor de impuestos (netos de subsidios) al comercio exterior que recibe el gobierno nacional y el mayor valor en moneda nacional de los intereses de las reservas inter-

nacionales (un rubro de la cuenta corriente en la actualidad) no se traducen en mayores gastos estatales. El efecto neto depende también de las utilidades por compra y venta de divisas, que se verían incrementadas por la devaluación, aunque reducidas por cualquier tasa de cambio diferencial que se establezca. Es muy posible que en las actuales circunstancias, el gobierno nacional no esté dispuesto a incrementar sus gastos o a establecer tasas de cambio diferenciales. En tal caso, los efectos potencialmente benéficos de la devaluación sobre el gobierno nacional se tornarían en elementos recesivos. Más aún, como los pagos de la deuda pública externa pesarían más, no sólo en las finanzas nacionales, sino especialmente en el de las empresas públicas nacionales y municipales, la devaluación podría muy posiblemente traducirse en menos gasto público en bienes nacionales.

Si el gobierno nacional actúa en la forma indicada en el párrafo anterior, y no incrementa además el precio interno del café al devaluar, los efectos recesivos que dicha medida tiene predominarán sin duda alguna sobre los efectos compensatorios. Estas consideraciones constituyen argumentos muy importantes en contra, tanto de una devaluación brusca como de un alto ritmo de mini-devaluaciones, pero especialmente de la primera, ya que ésta tendría un impacto más rápido, aunque en parte transitorio, sobre la tasa de cambio real.

V. La especulación y el manejo del mercado negro de divisas

Tanto la experiencia de las devaluaciones bruscas antes de 1967, como de la bonanza cafetera, nos han mostrado claramente los posibles elementos de desestabilización que existen en un régimen de control de cambios. En esencia, existe una evidencia clara de que en dicho régimen existen conexiones importantes, tanto entre el mercado externo e interno de capitales (lo que en la literatura económica se conoce como arbitraje de interés), como

entre el mercado oficial y negro de divisas (arbitraje de cambios).

El primero de estos fenómenos funciona tanto a través del mercado oficial como del mercado negro. En el primer caso, no existe un renglón importante de inversiones en el exterior (excepto las reservas oficiales), pero sí de deuda externa privada. Si existe la expectativa de una devaluación, el costo de la deuda externa estimado por el acreedor se eleva con lo cual existe un incentivo para pagar deuda ya adquirida (que en el caso de la deuda comercial se manifiesta como una agilización de los giros de importación) y un desincentivo a efectuar nuevas contrataciones. El endeudamiento externo privado tiende así a disminuir. Además de estas condiciones, existe un incentivo a acelerar las importaciones y retrasar las exportaciones. La balanza de pagos oficial se ve así presionada, tanto por la cuenta corriente, como por la cuenta de capitales privados.

A través del mercado negro se canalizan las transacciones ilegales; para el problema que nos ocupa, las más importantes son aquellas relacionadas con la inversión de capitales de colombianos en el exterior. Al esperar una devaluación, existe un alto rendimiento para las inversiones en el exterior, y por lo tanto, un incentivo a sacar capitales del país⁷. El incentivo a hacer este tipo

de operaciones se ve restringido por dos motivos diferentes. El primero es el mayor riesgo de estas operaciones a través del mercado negro, no sólo por su carácter ilegal, sino también porque, al riesgo inherente en este tipo de especulación (que el gobierno no devalúe al ritmo esperado), se asocia la incertidumbre sobre el diferencial futuro entre el mercado negro y el oficial. Además la expectativa de una devaluación inmediatamente genera un exceso de demanda de divisas en el mercado negro y, por lo tanto, un incremento en la tasa de cambio en dicho mercado. Si el proceso terminara allí, la especulación sería autorreguladora y no generaría mayores problemas. Estos se derivan de la existencia de canales de comunicación entre el mercado negro y el oficial: al aumentar el diferencial entre la tasa de cambio negra y la oficial se genera un incentivo a trasladar divisas hacia el mercado negro. Como lo atestigua la larga experiencia del control de cambios, esto es posible, no solamente trasladando en su totalidad ciertos rubros de exportación hacia el mercado negro, sino también sobrefacturando importaciones y subfacturando exportaciones. De esta manera, un alto diferencial entre el mercado negro y el oficial puede afectar desfavorablemente la cuenta corriente de la balanza oficial de pagos.

La existencia de este tipo de mecanismos en nuestro régimen cambiario sugiere varias recomendaciones de política económica. La primera es la importancia que tiene una política cambiaria estable. El régimen de minidevaluaciones ofrece la posibilidad de una gran estabilidad en la política, en tanto que las devaluaciones bruscas son el incentivo básico a operaciones especulativas como las mencionadas en los párrafos anteriores. Como lo sabe el país ampliamente por su experiencia pasada, la simple expectativa de una devaluación brusca puede desestabilizar de tal manera el mer-

diferenciales anotados reducen la rentabilidad de la inversión y la tasa de devaluación genera una expectativa de que no había cambios drásticos en la política cambiaria en el mediano plazo.

⁷ Podría hacer también la diferencia entre la operación especulativa, cuya referencia es obviamente el corto plazo, con la salida de capitales de más mediano plazo. El análisis que sigue se orienta fundamentalmente a la primera, aunque se aplica parcialmente a la segunda. En este último caso, cabría indicar que tanto la alta incertidumbre sobre el diferencial futuro entre el mercado negro y el oficial como el diferencial presente alto pueden reducir la rentabilidad de la inversión en el exterior. Su punto de referencia puede ser además la situación de las reservas internacionales del país, como indicador de la posibilidad de una crisis cambiaria severa más que la comparación de las tasas de interés. En estas condiciones, una tasa de minidevaluación alta, y en general una política dirigida a mantener las reservas internacionales podría *reducir* este tipo de presión sobre el mercado negro, si los

cado oficial de divisas que obliga al gobierno a seguir la dirección del movimiento especulativo. La experiencia de otros países (México y Chile en 1982, por ejemplo) muestra además cómo las expectativas generadas por una devaluación pueden ser desestabilizadoras, obligando al gobierno a nuevas devaluaciones en un lapso corto de tiempo.

La segunda recomendación de política que se deriva del análisis anterior se refiere al ritmo deseable de minidevaluaciones. En efecto, uno de los criterios que debe guiar el ritmo de minidevaluación es mantener el arbitraje de interés dentro de límites razonables. Como la mayor parte de las operaciones financieras del país se realizan con Estados Unidos, existe una justificación muy importante para mantener dentro de un patrón dólar en materia cambiaria es decir, de fijar básicamente el ritmo de devaluación con respecto al dólar, y mantenerlo en el corto plazo, a pesar de los cambios que tenga el valor de dicha moneda en relación con las de otros países. Por lo demás, en una época de déficit externo, es necesario mantener un incentivo al endeudamiento externo. Ello exige, por una parte, mantener el ritmo de devaluación dentro de ciertos límites (posiblemente un 25% en las actuales circunstancias) y reducir otros elementos de costo del crédito externo, en especial el encaje sobre pasivos en moneda extranjera. Además, el endeudamiento público debe ser utilizado como factor de estabilización cambiaria en estas circunstancias, especialmente si el sector privado se siente desestimulado a contratar nueva deuda externa. Ello exige, por supuesto, mantener los incentivos adecuados para el endeudamiento oficial y mejorar su monto global en función básicamente de la coyuntura cambiaria.

Una última serie de recomendaciones surge del análisis sobre las conexiones que existen entre el mercado negro y el oficial. Estas son de dos tipos. En primer lugar, el gobierno debe tratar de evitar que la especulación de los inversionistas en activos

líquidos se canalice hacia el mercado negro, elevando la tasa de cambio e incentivando el traslado de divisas hacia dicho mercado. Puede ser por ello muy conveniente que canalice la especulación a través de papeles oficiales representativos en moneda extranjera (los títulos canjeables y los certificados de cambio). La decisión reciente del gobierno sobre los certificados de cambio va en la dirección opuesta, por argumentos relativos a la política monetaria. Ello indica que existen discrepancias entre las necesidades monetarias y cambiarias que se deben armonizar para que se pueda canalizar la especulación en el sentido indicado. Obviamente, el gobierno debe también tratar de incentivar las inversiones financieras representativas en moneda nacional, para evitar elevaciones sustanciales de la rentabilidad relativa de las inversiones en el exterior. Para ello, debe posiblemente reducir los objetivos en materia de baja en las tasas pasivas de interés y utilizar en forma mucho más activa el nuevo régimen de rendimientos financieros de personas naturales aprobado durante la pasada emergencia económica. En segundo lugar, debe tratar de desestimar el traslado de divisas hacia el mercado negro, para lo cual dispone de dos mecanismos: los subsidios a las exportaciones, que elevan el costo de la subfacturación de éstas, y los aranceles, que incrementan el costo de la sobrefacturación de importaciones. Curiosamente a través de todos los mecanismos reseñados en este párrafo el gobierno controla indirectamente el mercado negro. La conclusión básica que surge del análisis precedente es que aunque sería sano, para controlar el contrabando e incentivar el comercio fronterizo,⁸ mantener relativamente elevado el

⁸ Este es un elemento importante del mercado negro en las actuales circunstancias que no ha recibido la atención adecuada. En efecto, una elevación en la tasa de cambio negra actúa en cierto sentido como elemento estabilizador del comercio fronterizo, en la medida en que eleva la rentabilidad de exportar a los países vecinos y reduce los beneficios del contrabando proveniente de ellos. Más aún, en este aspecto lo relevante es la tasa de cambio cruza-

dólar negro, éste debe mantenerse dentro de ciertos límites para impedir procesos indeseables de arbitraje de cambios.

VI. Conclusiones: Mini, midi y maxidevaluaciones

Del análisis de la sección anterior se deduce el problema básico de las devaluaciones bruscas y por ello una de las virtudes básicas del régimen de minidevaluaciones. En efecto, este tipo de devaluaciones es la fuente fundamental de inestabilidad y especulación en el mercado cambiario. Este comentario es aplicable tanto a lo que se podrían denominar maxi como midi-devaluaciones, pero de diferente manera. En el primer caso, la especulación tiene mayores posibilidades de rentabilidad, pero también una mayor incertidumbre, ya que en ningún país se realizan con mucha frecuencia. Un régimen establecido sobre mididevaluaciones puede dar lugar a expectativas de devaluación mucho más frecuentes, incluso de devaluaciones sucesivas (es decir, especulación sobre los resultados de una devaluación ya realizada), que pueden generar a la postre más inestabilidad que la posibilidad de devaluaciones grandes. En cualquier caso, vale la pena anotar que una de las grandes virtudes del régimen cambiario colombiano es su estabilidad por quince años consecutivos y que romper dicha estabilidad es un costo en sí mismo, en el cual se incurriría tanto si se realiza una maxi como una mididevaluación.

Las devaluaciones bruscas tienen también costos importantes asociados a sus

da de los mercados negros (o libres) respectivos. Por ellos, al país le conviene un manejo cambiario en Ecuador y Venezuela que estabilice el mercado libre en dichos países. Las recientes medidas ecuatorianas, que elevarán la tasa de cambio del sucre en un 700/o para fines de año pueden tener un efecto de este tipo, produciendo incluso una revaluación de la tasa libre (que se cotizaba un 2000/o por encima de la oficial) y acentuando los efectos inflacionarios internos. Algo similar puede ocurrir en Venezuela en un plazo relativamente breve, si fracasa el régimen de cambios diferenciales.

efectos sobre la actividad económica y sobre el ritmo de inflación. Según lo anotamos en la parte III, esto último es especialmente cierto si posteriormente se pretende mantener el efecto inicial de la devaluación sobre los precios relativos a través de minidevaluaciones: en estas condiciones, el resultado puede ser el de elevar *permanentemente* el ritmo de inflación promedio de la economía.

El régimen de minidevaluaciones, correctamente utilizado, es el mejor instrumento para reducir los efectos inflacionarios y recesivo de la devaluación, y para minimizar la especulación en el mercado cambiario. No se puede utilizar, sin embargo, en forma muy activa, no sólo porque se reducen las virtudes mencionadas, sino ante todo por los efectos nocivos que puede tener sobre la cuenta de capitales y la tasa de interés interna. Por ello, sólo puede servir para obtener cambios muy graduales en la tasa de cambio real, y no es un instrumento muy eficaz para combatir los efectos nocivos de fuertes alteraciones en el escenario externo.

Con todo, el balance histórico se inclina definitivamente en Colombia en favor del gradualismo. Sería así enteramente desafortunado romper nuestra ya larga continuidad cambiaria, lanzándonos hacia regímenes híbridos de devaluaciones graduales y bruscas, que reintroducirían la inestabilidad en el régimen cambiario y podrían acentuar las presiones inflacionarias y recesivas de la economía, sin grandes virtudes aparentes. Es así afortunado que el gobierno nacional haya decidido mantenerse estrictamente dentro del sistema de devaluación "gota a gota", según lo anunció el Presidente de la República recientemente y lo ha indicado en varias ocasiones el Ministro de Hacienda.

Dadas las limitaciones del sistema de minidevaluaciones y en general de la devaluación como mecanismo de ajuste de la balanza de pagos en el corto plazo en un país como Colombia, es necesario que la política cambiaria esté acompañada por

medidas dirigidas a corregir problemas específicos en otros frentes. El régimen cambiario y de comercio exterior colombiano contiene en realidad una gran diversidad de instrumentos específicos que le confieren una enorme flexibilidad para manejar coyunturas variables del sector externo. Ya mencionamos en la sección anterior los instrumentos para manejar la cuenta de capitales, la especulación cambiaria y el arbitraje entre el mercado negro y el oficial. El control cuantitativo a las importaciones, el arancel, el sistema de subsidio a las exportaciones y políticas sectoriales constituyen también herramientas importantes para lograr ajustes en la balanza en cuenta corriente, específicamente dirigidos a aquellos frentes donde los incentivos de precio pueden tener una mayor eficacia en el corto plazo o donde es posible establecer restricciones cuantitativas sin arriesgar problemas de oferta agregada en la economía. Estas políticas discriminatorias deben estar acompañadas por nuevos instrumentos de promoción del sector de bienes de capital, de sustitución de importaciones y promo-

ción de exportaciones de servicios, y de recomposición del gasto en función del comercio exterior y, obviamente, en políticas específicamente dirigidas a resolver los problemas que han introducido las crisis cambiarias en nuestros países vecinos. En muchos de estos frentes, el gobierno ha ido avanzando, como se refleja muy especialmente en la política de compras estatales y en la extensión de ciertos instrumentos de promoción de exportaciones a los servicios.

La conclusión básica de este ensayo es, por lo tanto, que el país ha heredado un arsenal de instrumentos de intervención en el sector externo de una gran riqueza para la solución de problemas específicos y que es precisamente hacia ellos a donde debe dirigirse la atención del Estado, al igual que al desarrollo de nuevos instrumentos de ajuste de este tipo. No vale la pena lanzarse a aventuras cambiarias, cuyos costos son muy elevados, especialmente porque implican romper con quince años de continuidad y cuyos beneficios esperados son, en el mejor de los casos, inciertos.