

# Estabilización de la economía y el régimen cambiario <sup>(1)</sup>

## 1. Introducción

Aprovecho la oportunidad que me brinda este importante foro de exportadores para explicar algunos desarrollos de las políticas monetaria y cambiaria.

De entrada, quiero señalar que, en la presente coyuntura más que en ninguna otra, el análisis de las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, debe hacer explícito el ámbito especial en el que éstas se han ejecutado. Aspectos como la implantación desde 1990 de una serie de reformas económicas, que incluye una agresiva política comercial basada en la reducción de aranceles y la liberación del comercio internacional; el establecimiento de un nuevo régimen cambiario, acorde con el proceso de modernización e internacionalización de la economía, y varias otras reformas, deben ser tenidas en cuenta para cualquier conclusión que se quiera extraer.

## 2. Adopción del nuevo sistema cambiario

Encuentro así muy acertado que el tema propuesto por los organizadores sea el nuevo sistema cambiario.

Con el régimen actual de cambios se descentralizaron las operaciones y controles cambiarios; se permitió la tenencia de divisas a los particulares; el Banco de la República dejó de ser el único comprador de moneda extranjera, y, lo más importante tal vez, se otorgó una mayor flexibilidad en la determinación de la tasa de cambio, permitiendo que todas las operaciones en divisas se efectúen a la tasa que determine el mercado, bien sea a través de la negociación de certificados de cambio o en las operaciones libres que realizan los intermediarios del mercado cambiario (bancos y corporaciones financieras). Así se le dio un vuelco a la normatividad en esta materia para

adecuarla a las necesidades de la economía y en particular de la apertura e integración internacional.

El nuevo esquema cambiario ha permitido la conformación de un mercado de cambios único, respetando la libre posesión y negociabilidad de las divisas que tienen por fuente los servicios prestados por residentes en el país. El esfuerzo de diseñar un conjunto ordenado de mecanismos para lograr la unificación del mercado, obedeció a la importancia que tiene para la economía contar con las bases apropiadas para el funcionamiento de una herramienta política tan significativa como la tasa de cambio. La unificación previno así la ocurrencia de peligros desestabilizadores, propios de un sistema, donde coexiste un mercado libre para algunas operaciones, con otro controlado para las demás.

La implantación de estas reformas ha sido bastante compleja, pues coincidió con un período de apreciable superávit de la balanza de pagos que, además de complicar la adopción del nuevo régimen cambiario, hizo difícil el cumplimiento de las metas monetarias y de inflación. El crecimiento de las reservas internacionales, US\$ 634 millones en 1990, US\$ 1.919 millones en 1991 y posiblemente US\$ 1.400 en el presente año, obedeció fundamentalmente al superávit de la cuenta corriente. En 1991 estos resultados se explican por el elevado crecimiento de las exportaciones y el poco dinamismo de las importaciones y, en los dos últimos años, por la reducción del déficit de la balanza de servicios,

<sup>1</sup> Palabras del doctor Francisco J. Ortega, en el IX Congreso Nacional de exportadores, organizado por Analdex. Cartagena, octubre 29 y 30 de 1992.

producto tanto de las menores tasas de interés externas como de los ingresos por transferencias<sup>2</sup>.

La transición al régimen cambiario vigente, no obstante su magnitud y las circunstancias adversas para su puesta en marcha, ha sido relativamente normal y ha tenido lugar en un ambiente de sana competencia. Las instituciones financieras se han encargado de atender las operaciones cambiarias, asumiendo algunas funciones de verificación y supervisión que antes eran competencia del Banco de la República. En esta forma el Banco ha cumplido eficientemente con la delicada tarea de estructurar y hacer operativo, en un plazo realmente breve y sin grandes traumatismos, el nuevo sistema cambiario. En el caso de las exportaciones el Banco todavía sirve como intermediario autorizado, por interés de los mismos exportadores, solamente hasta cuando los bancos y las corporaciones financieras estén en capacidad de asumir dicha labor.

Analicemos ahora las circunstancias macroeconómicas dentro de las cuales se ha implantado esta reforma. El problema central, como todos saben, consiste en que debido a la considerable acumulación de reservas -reforzada por la creciente movilidad de capitales- la libre determinación de la tasa de cambio debiera dar lugar a una drástica revaluación del peso, lo cual habría ido en contra del objetivo de equilibrio de largo plazo del sector externo y de fortalecimiento de las exportaciones.

El gran reto de las autoridades ha consistido, entonces, en establecer un nuevo sistema cambiario y ponerlo en operación, incluyendo un esquema de tasa de cambio flexible, sin que ocurra una sustancial revaluación nominal. Para ello la intervención monetaria ha sido un factor clave, que comentaremos a continuación.

### 3. Política monetaria

Desde el punto de vista monetario, el impacto de la acumulación de reservas se compensó en primera instancia con operaciones de mercado abierto y adicionalmente, con el encaje marginal de 100%. Si bien estas medidas evitaron el agravamiento de las presiones monetarias y llevaron los medios de pago

a la senda deseada (entre 22% y 24%), fortalecieron también las perspectivas de aumento de las reservas internacionales para el segundo semestre de 1991. Ello hacía poco factible continuar captando ahorro a través de la colocación de OMA en las cuantías necesarias para esterilizar el efecto de la acumulación de reservas, pues el uso de este instrumento regulatorio presionaba las tasas de interés y exacerbaba la entrada de divisas, haciendo nugatoria la capacidad de determinar la oferta monetaria exógenamente.

Evidentemente el cuadro macroeconómico que enfrentó la Junta Directiva del Banco con dificultad podía ser más complejo. Sin entrar en mayores detalles éste presentaba la siguiente paradoja: si sólo se buscaba controlar los medios de pago (elevando necesariamente entonces las tasas de interés), aumentaban las reservas internacionales y con ello se creaba la presión hacia la revaluación de la tasa de cambio como única forma de restablecer el equilibrio. Y si, en cambio, se quería facilitar el manejo monetario, había que permitir una abrupta revaluación, que traería con seguridad gravísimas consecuencias para el sector externo, el crecimiento económico y el empleo. En este costo no se podía incurrir por conocidas razones de largo plazo y, porque, de otro lado, se habría perjudicado sobremanera la política de apertura económica.

No dejar flotar libremente el peso y evitar que éste buscara su nivel de mercado de corto plazo fue una decisión expresa, que desde luego ha dificultado el manejo monetario. El camino que adoptó la Junta desde el inicio de sus labores el año pasado, fue bien distinto de los dos extremos descritos antes. Consistió en aprovechar que la internacionalización de la economía y la libertad cambiaria, bajo condiciones propicias a una clara reducción de la inflación, permitían mejorar los índices de monetización de la economía. Ello significaba que una rápida reducción

<sup>2</sup> La tasa Prime se redujo de un promedio de 10% en 1990, a 8.5% en 1991 y a 6.9% en lo que va corrido de 1992. Por su parte, los ingresos por transferencias se incrementaron, de US\$ 1.027 millones en 1990 a US\$ 1.697 millones en 1991, según datos de la balanza de pagos.

de las tasas de interés domésticas induciría una mayor demanda de dinero. Por lo tanto, un crecimiento de M1 superior al tradicional que se desprende de la ecuación monetaria, resultaba factible, o sea que era compatible con el objetivo último y prioritario de reducir la inflación. Además, los menores intereses reducirían el atractivo a traer capitales e incrementar las reservas, porque el diferencial entre tasas internas y externas sería menor.

De esta manera se atacaba la fuente principal del desequilibrio, la excesiva acumulación de reservas, y se lograba al mismo tiempo estimular el crédito doméstico, que al haber estado fuertemente restringido afectaba el crecimiento y propiciaba también la indeseada acumulación de reservas.

A partir del último trimestre de 1991 el énfasis de la política monetaria se orientó entonces hacia la reducción de las tasas de interés, a fin de desestimular las presiones revaluacionistas sobre la tasa de cambio. Ello aconsejaba diseñar unas metas monetarias más amplias para crear las condiciones de liquidez necesarias para el logro de este propósito. La decisión específica que tomó la Junta Directiva para darle efectividad a esta política fue la de reducir las tasas de interés de los papeles del Banco de la República, las cuales pasaron de niveles del 46% (para títulos a 90 días) en agosto de 1991, a 35% en diciembre del mismo año. En el primer semestre de 1992 la tasa continuó descendiendo hasta niveles de 22% en junio de 1992, y en la actualidad se ubica en 24%.

Se produjo así una disminución en el diferencial entre las tasas de interés internas y externas, pasando de 8% en agosto de 1991 a 5% en diciembre, para alcanzar luego un nivel mínimo del 3% en junio de 1992, cuantía que se puede considerar aceptable y que cubre el conocido "riesgo país". En los últimos meses puede haberse presentado una ligera reversión de esta tendencia, debido a que las tasas externas registraron una nueva disminución.

Por el lado de las tasas activas, la situación de los diferenciales continuaba siendo preocupante hacia mediados de este año, a pesar de los montos crecientes de liquidez y de la eliminación de las restricciones crediticias. En vista de que dichas tasas

no se reducían a la velocidad deseada, la Junta Directiva decidió en mayo de este año imponer, con carácter temporal, un tope máximo de 35% al promedio de las tasas de colocación. En respuesta a la medida se observó, en los últimos meses, una caída del diferencial a niveles de 10%, margen que pudo haber sido menor de no haberse presentado el descenso de las tasas externas.

Hubo otras decisiones adoptadas para llevar a efecto esta política. En primer lugar, se obligó a la compra de certificados de cambio por parte de exportadores y de quienes reintegran divisas de servicios o de movimientos de capital, con el fin de diferir la monetización del incremento de reservas. Pero para evitar una fuerte caída en el precio del certificado que perjudicaría a los exportadores, el Banco de la República reglamentó la compra de certificados al momento de su emisión, con un descuento que primero fue de 10% y en octubre de 1991 se fijó en 12.5%, cuando el plazo de maduración del título se elevó de tres meses a un año.

El certificado de cambio ha sido un instrumento efectivo para diferir la monetización de las reservas. Los ahorradores lo han demandado no sólo con fines cambiarios sino como activo de inversión, lo que ha eximido al Banco de tener que sustentar su precio al nivel máximo de descuento. La rentabilidad del título surge del movimiento en la tasa fijada por el Banco de la República para la compra de dichos certificados a su vencimiento, más el descuento de que ya hablamos. A comienzos de 1992 los niveles de descuento se situaron alrededor de 10% y posteriormente, en los meses de marzo y abril en 12%; en junio descendieron a 10.5% y en julio a 7.6%; en los meses de agosto y septiembre se ubicaron nuevamente alrededor de 10%, mostrando la posibilidad de fluctuaciones moderadas en este mercado, que antes no eran viables.

La evolución de los agregados monetarios en lo que va corrido del año muestra grandes fluctuaciones, con tasas extremas que llegaron al 46.4% en agosto, pero que ya se han moderado y a comienzos de octubre presentaban una tasa de 36.9% para los medios de pago. Estas cifras no deben interpretarse en el sentido que la autoridad no le esté dando la prioridad que

corresponde a su política anti-inflacionaria. Por el contrario, el control de la inflación, objetivo fundamental del Banco (así lo establece la Constitución), se ha de conseguir con las medidas adoptadas en el frente monetario, así los medios de pago presenten tasas elevadas de expansión, porque ellas reconocen que una economía con un sistema financiero más liberado y con menores restricciones a los flujos internacionales de capital y de bienes, la relación entre los medios de pago y la inflación es menos rígida que en el caso de una economía más cerrada. Además, como ya explicamos, si las tasas de interés permanecen bajas ocurre un aumento en la demanda de dinero, y no se presentan desajustes inflacionarios.

La inflación muestra una tendencia decreciente a lo largo del año. Aunque no se podrá cumplir con la meta inicial de 22%, pensamos que el crecimiento de los precios durante 1992 va a ser inferior al del año anterior. De hecho, a septiembre la inflación anual según el IPC fue de 26.9%, comparada con 30% para igual período de 1991. Por otro lado, el comportamiento del índice de precios al productor (IPP) permite ser optimista respecto al futuro comportamiento de la inflación, ya que este índice arrojó en septiembre un aumento anual de 19.3%, contra 25.9% para igual período del año anterior.

En suma, el conjunto de decisiones que se han adoptado sobre certificados de cambio, OMA y encajes ha sido perfectamente armónico y ha tenido como único fin el control de la inflación, defendiendo la tasa de cambio. Si unas veces se empleó con mayor intensidad un instrumento que otro fue por razones de conveniencia y no por alteración de los objetivos de la política económica. Escoger entre distintas alternativas para obtener un mismo objetivo es propio de un manejo coherente y estable en la toma de decisiones.

#### 4. Política cambiaria

Voy a referirme ahora con algo más de detalle a la política cambiaria. La directriz básica que ha seguido la Junta Directiva del Banco ha sido la de sostener la tasa de cambio real en niveles que garanticen la competitividad, dado el papel determinante que tiene

la tasa para el equilibrio externo de mediano plazo y como soporte del sector exportador.

Desde 1985 cuando se efectuó un primer ajuste cambiario de la pasada década, el cual llevó el índice de la tasa de cambio real de un nivel promedio de 67.3 en 1983 a 80.0 en 1985, éste siguió aumentando hasta llegar a valores de 97.3 en 1989. Ello permitió que las exportaciones no tradicionales, luego de registrar tasas de crecimiento negativas en los primeros años de los ochenta, se recuperaran y aumentaran en promedio a un ritmo anual de 17.5% entre 1986 y 1989<sup>3</sup>.

En 1990 las autoridades decidieron acelerar la devaluación para crear condiciones propicias que le permitieran a la industria nacional afrontar con éxito el programa de internacionalización de la economía y la mayor exposición a la competencia internacional; como consecuencia, el ITCR se ubicó al finalizar 1990 en 116.9, su nivel más alto en las últimas dos décadas; las exportaciones no tradicionales registraron en ese año un aumento de 24.2%. Sin embargo, como tantas veces se ha explicado, este nivel era inconvenientemente elevado para las nuevas condiciones macroeconómicas y la tendencia que se debía manifestar era hacia su reducción.

La política que se ha seguido, utilizando el mecanismo del certificado de cambio, ha permitido que la tasa de cambio fluctúe dentro de una banda cuyo límite superior está dado por la tasa de cambio de referencia que fija diariamente el Banco de la República para redimir los certificados de cambio vencidos, y un límite inferior que resulta de aplicar a la tasa de referencia un descuento de 12.5% para aquellos certificados recién expedidos.

Entre agosto y octubre de 1991 la tasa de cambio libre se aproximó al límite superior, produciéndose una devaluación de 8.7% en el trimestre, producto tal vez de lo novedoso del sistema y de la trayectoria de las tasas de interés a la baja. Con posterioridad a la ampliación del plazo de los certificados, comenzó a

<sup>3</sup> Según manifiestos (Balanza de Pagos).

caer el precio, acercándose al límite inferior del 12.5% de descuento, especialmente entre febrero y abril del presente año. Si no hubiera existido el compromiso explícito de intervención del Banco de la República para adquirir las divisas al descuento máximo fijado al certificado de cambio, probablemente la tasa de cambio libre hubiera caído por debajo de dicho límite inferior, especialmente durante el período de mayores presiones revaluacionistas. En la actualidad, el descuento se ubica en niveles entre 9% y 10%.

Es así como la flexibilidad del certificado fue dando lugar a un ajuste en la dirección de fortalecer el peso, pero en forma controlada y siempre con la permanente sustentación del Banco de la República. A finales de 1991 el ITCR se ubicó en 106.2, lo que significó una revaluación anual del 9.2%, la cual se consideró prudente<sup>4</sup>.

En 1992 continuó presentándose una evolución moderada de revaluación, que en el primer trimestre llevó el ITCR a niveles cercanos a 100, para luego presentar una trayectoria estable, alrededor de este valor (100) según se había propuesto, con la excepción de un movimiento al alza en el índice durante los meses de julio a septiembre, producto de menores descuentos del certificado (entre 11% y 9%) y de la devaluación del dólar frente a las monedas europeas y al yen. Un aumento en la demanda de certificados de cambio como activo de inversión así como la creciente demanda de divisas, probablemente por la temporada de vacaciones, contribuyen a explicar este cambio en la trayectoria prevista para los meses de agosto y parte de septiembre.

La evolución reciente del ITCR debe interpretarse siempre dentro del marco de la política de estabilización. Trabajos de investigación realizados por el Banco de la República indican que el sector externo colombiano consigue equilibrar el comercio y la balanza de pagos a tasas de cambio reales próximas a las obtenidas durante el período 1986-1989, por lo que se ha buscado llevar ya el ITCR alrededor de estos niveles (entre 95 y 105), por encima o por debajo de los cuales se pueden presentar distorsiones que afectan negativamente la economía. Cabe recordar que durante dicho período

las exportaciones no tradicionales registraron un crecimiento promedio de 17.5% anual y la cuenta corriente de la balanza de pagos se mantuvo, en promedio, equilibrada.

Al situarse el ITCR en los niveles deseados para el mediano plazo se consigue que, sin que se presente una reversión del flujo exportador real, la reducción de los aranceles se traduzca en una mayor demanda de importaciones. Esto además de traer beneficios en cuanto a la eliminación del sesgo antiexportador, estimula un adecuado grado de competencia, en un marco en el que, al reducirse los diferenciales de rentabilidad, se recupera en gran medida la efectividad de la política monetaria.

El sostenimiento de la tasa de cambio real en niveles de equilibrio de mediano plazo constituye entonces una de las orientaciones fundamentales del manejo macroeconómico del país. Si bien se ha otorgado una mayor flexibilidad en la determinación de la tasa de cambio y ésta ahora oscila, a diferencia de lo que ocurría bajo políticas anteriores, el Banco de la República ha estado siempre atento a intervenir en el caso de que esta variable se desvíe de los niveles que se consideran apropiados.

Por eso no estamos de acuerdo con afirmaciones que dicen que la tasa real de equilibrio podría ser diferente a la del promedio del período 1986-1989, considerando, de una parte, que en esta época prevalecieron controles administrativos y altos aranceles para las importaciones, los cuales se han reducido sustancialmente, eliminando el sesgo antiexportador y, de otra, que la economía ha incrementado en los últimos años sus niveles de productividad, por lo que el nivel de equilibrio que se estima actualmente para el ITCR resulta comparable con el del período señalado.

##### 5. Comportamiento de las exportaciones

Por último, me referiré brevemente a la evolución de las exportaciones. Según estimaciones del Banco

<sup>4</sup> El ITCR promedio para 1990 fue 111.53 y 108.28 para 1991, con lo cual la revaluación promedio en el año sería 2.9%.

de la República elaboradas con base en información de la Dirección General de Aduanas y de algunas empresas exportadoras, las exportaciones de bienes ascendieron hasta agosto del presente año a US\$ 4.774 millones, monto inferior en US\$ 193 millones (3.9%), a aquel efectuado en el mismo período del año anterior.

¿Es esta cifra indicativa de una contradicción entre los postulados de la política y los resultados? En ningún caso. La caída que registramos obedece en primer lugar a la reducción de los precios internacionales por el fenómeno recesivo en los Estados Unidos, Japón y algunos países europeos. La disminución de los precios internacionales ha afectado nuestros principales renglones de exportación. En el caso del café, estos descendieron de un promedio de US\$ 0.84 la libra en 1991 a US\$ 0.64 en promedio entre enero y agosto de 1992. En igual lapso, los precios internacionales del crudo disminuyeron de US\$ 18.4 a US\$ 17.6 el barril; los del carbón de US\$ 38.4 a US\$ 37.9 la tonelada; los de ferroníquel de US\$ 3.0 a US\$ 2.6 la libra y los del oro de US\$ 362.4 a US\$ 345.7 la onza troy.

Las exportaciones no tradicionales explican la parte principal de la reducción que ya comentamos (US\$ 182 millones, 7.5% anual). A su vez ellas caen, debido a que los precios implícitos para el conjunto de estas exportaciones tuvieron rebajas hasta junio de 15.2% anual. Este fenómeno de pérdidas en los términos de intercambio ha afectado a todos los países, incluso a los más desarrollados<sup>5</sup>.

La disminución se concentró en el sector industrial y en el de la minería; hasta agosto, las exportaciones industriales descendieron 10.7%, las mineras 31.3% anual, mientras que las agropecuarias registraron un incremento de US\$ 24 millones, 3.3%. Dentro del sector industrial se destaca el deterioro de las exportaciones de confecciones, US\$ 168 millones, o sea un 92% del descenso en el valor de las exportaciones no tradicionales. Esta caída a su vez, coincide con la de las ventas a Panamá, Aruba y Antillas Holandesas (US\$ 240 millones), confirmando la hipótesis, expresada en las Notas Editoriales de enero de este año, de que posibles problemas de sobrevaloración en 1991 estuvieran claramente

concentrados en unos pocos mercados y productos<sup>6</sup>. También se registró una caída en el valor de las exportaciones de cuero y sus manufacturas, minerales no metálicos, artes gráficas y otras industrias. Por el contrario, mostraron incremento las exportaciones de alimentos, bebidas y tabaco y las de la industria química; así como el banano, las flores, el tabaco, y el algodón, que superaron el retroceso en las ventas de arroz, pescados, crustáceos y moluscos. El deterioro de las exportaciones mineras se explica básicamente por una sustancial reducción en las ventas de piedras preciosas.

Se debe mencionar que en un trabajo realizado en el Departamento de Investigaciones Económicas del Banco, se compararon los precios implícitos de las exportaciones no tradicionales realizadas en 1991, con aquellos declarados en 1989 y 1990 y se concluyó que la sobrevaloración de exportaciones en 1991 pudo estar alrededor del 7% del valor total de las exportaciones no tradicionales de ese año. Esto significa que las cifras de exportaciones, ajustadas por este factor, estarían presentando actualmente un crecimiento cercano al 2% en dólares. Además, se debe considerar que en volumen dichas exportaciones muestran en lo corrido de 1992 un incremento de 5.8%, lo que implica que en términos reales estarían aumentado.

Finalmente, quisiera destacar que la principal demostración del apoyo que han recibido las exportaciones

<sup>5</sup> De acuerdo con el World Economic Outlook, publicación del Fondo Monetario Internacional, el incremento en volumen del comercio mundial para 1991 fue de 3.3%, la tasa anual más baja desde 1985. El índice del valor del comercio mundial (en DEG) disminuyó 1.5% en el año, y el correspondiente a las exportaciones de los países industrializados cayó 1.2%. Para 1992 se esperan mayores crecimientos en volumen (5% a nivel mundial) pero se pronostica un deterioro generalizado en los términos de intercambio: del 0.3% para los países industrializados (0.5 para el comercio sin petróleo) y del 1.4% para aquellos en vía de desarrollo.

<sup>6</sup> Se ha detectado que el precio por kilo exportado de confecciones a las Antillas Holandesas fue de US\$ 298.6 en el primer semestre de 1991 y descendió a US\$ 29.2 en el primer semestre de 1992; a manera de comparación, el kilo de confecciones exportado a Estados Unidos pasó de US\$ 14.7 a US\$ 10.9 en igual lapso.

taciones de las políticas cambiaria y crediticia la encontramos en la evolución de los volúmenes comerciados. Estos han registrado un interesante aumento; por ejemplo, dentro del sector agropecuario, los volúmenes exportados de algodón, tabaco, banano y flores, tuvieron durante el primer semestre crecimientos superiores al 10% anual; así mismo, dentro del sector industrial se destaca el avance en volumen de las confecciones, manufacturas de cuero, material editorial y productos de la industria química, todos con incrementos superiores al 12%, comportamiento que en varios casos contrarresta la fase desfavorable por la que atraviesan hoy los precios internacionales.

## 6. Conclusiones

Para concluir, quisiera mencionar que a partir del segundo semestre se observa una reducción importante en el ritmo de crecimiento de las reservas internacionales, como resultado de las políticas adoptadas. Luego de registrar incrementos mensuales promedio de US\$ 167 millones en el primer semestre de 1992, entre julio y septiembre las reservas aumentaron a un promedio mensual de sólo US\$ 23 millones.

En cuanto a los principales renglones de la Balanza de Pagos, estimaciones sobre la evolución de las importaciones señalan cambios significativos en su comportamiento respecto a la situación observada a comienzos del año cuando éstas registraban una disminución de 11.2% anual hasta febrero; en agosto ya crecen a ritmos cercanos al 20% anual. Por otra parte, es importante destacar que desde julio se observa una reducción de los ingresos por servicios y transferencias, los cuales pasaron de un promedio mensual de US\$ 300 millones en el primer semestre a US\$ 250 millones entre julio y septiembre. De continuar la tendencia observada en los últimos meses para las importaciones y los servicios y transferencias, la cuenta corriente de la Balanza de Pagos será cada vez menos superavitaria, aproximándose hacia el equilibrio como consecuencia de la política de ajuste.

Las anteriores cifras confirman la eficacia de las políticas adoptadas para corregir el desequilibrio en el frente externo, principal causa de los problemas macroeconómicos. También se está logrando el objetivo de reducir la inflación, según lo confirman los recientes resultados del IPC y del IPP.

Así mismo, se ha conseguido sostener el tipo de cambio, el cual se ha venido aproximando a niveles competitivos y de equilibrio de mediano plazo, lográndose además plena credibilidad sobre el manejo cambiario hasta el punto de haber conseguido contrarrestar las tendencias revaluacionistas que estuvieron presentes en el primer semestre del año. Además de tener certeza acerca del mantenimiento de esta política, los exportadores se benefician de aquellos elementos favorables que se derivan de la estrategia de apertura, en particular la eliminación del sesgo antiexportador y el bajo nivel de las tasas de interés.

No hay que olvidar, de otra parte, que la caída de las exportaciones durante lo corrido del presente año, en comparación con las elevadas cifras de 1991, ha obedecido a reducciones en los precios internacionales de muchos productos de exportación, los cuales inclusive han sido compensados en parte con mayores volúmenes exportados.

Por último, hay que reiterar que la directriz fundamental de la política cambiaria es el sostenimiento del índice de la tasa de cambio real en niveles competitivos, como elemento fundamental del equilibrio externo de mediano plazo. El reciente comportamiento del ITCR demuestra la estabilidad de dicha política, y su mantenimiento constituye prioridad dentro de la orientación macroeconómica actual. De esta manera se logra que, sin afectar las verdaderas exportaciones, la disminución de los aranceles se traduzca en una mayor demanda de importaciones, lo cual trae beneficios en cuanto a la eliminación del sesgo antiexportador y la reducción de la inflación.