Revaluación: ¿qué alternativas existen?

I. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos años se ha presentado en Colombia un auge notorio de la Inversión Extranjera Directa (IED), que ha alcanzado niveles récord del orden de 5% del PIB, correspondientes a cerca de US$10.125 millones anuales a marzo de 2008, lo cual significa un incremento de 35% frente al mismo periodo del año anterior, y un crecimiento sostenido durante los últimos 5 años. Este dinamismo observado en los flujos de inversión de largo plazo ha estado atado a varios factores, tanto externos como internos.

En el frente externo, dada su correlación con el ciclo económico internacional, los flujos de capital se han visto favorecidos en los últimos años por el dinamismo de la economía mundial observado hasta hace poco, que ha impulsado especialmente la inversión de las grandes transnacionales en países en desarrollo. Por otra parte, los altos precios de los productos básicos han hecho atractiva la inversión en sectores como el minero-energético.

En el frente interno, la mejora en las condiciones de seguridad han permitido alcanzar altos niveles de confianza inversionista, lo cual se ha traducido en mayores entradas de capitales foráneos al país, tanto de corto como de largo plazo. Si bien las mejores condiciones económicas y sociales son una buena noticia para el país, la gran afluencia de capitales externos a la economía, en particular de Inversión Extranjera Directa (IED), y en menor medida, los flujos privados de corto plazo, han generado una fuerte revaluación del peso colombiano en los últimos años. En efecto, en los últimos cinco años se ha presentado una apreciación de la tasa de cambio de 38%, pasando de un promedio mensual de 2.968 a un promedio mensual de 1.652, entre enero de 2003 y julio de 2008.

Como bien es sabido, la revaluación se ha convertido en un tema de debate económico, en particular por las consecuencias negativas que tiene sobre el sector exportador y otros sectores vitales para la economía colombiana. A raíz de esto, se ha abierto la discusión sobre las herramientas que tienen el gobierno y el Banco de la República para evitarla. En este documento se lleva a cabo un análisis del comportamiento reciente del tipo de cambio y las posibles explicaciones al fenómeno de la revalua-

ción. En la segunda sección se describen los mecanismos utilizados hasta el momento por el Banco de la República y el gobierno para evitar la apreciación del tipo de cambio, así como los efectos de estas intervenciones. En la tercera sección se hace un recuento de las medidas fiscales compensatorias que ha llevado a cabo el Gobierno. En la cuarta sección se presentan algunas medidas alternativas para frenar la apreciación del tipo de cambio. Finalmente, en la última sección se concluye.

II. TENDENCIAS RECIENTES DE LA TASA DE CAMBIO Y POSIBLES EXPLICACIONES

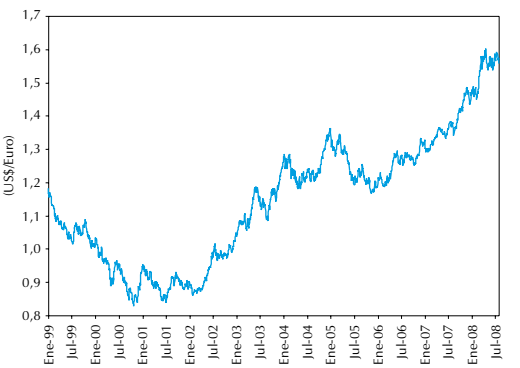
Desde hace cerca de cinco años, pero de manera más marcada desde finales de 2005, la tasa de cambio ha tenido una tendencia clara hacia la revaluación. El promedio mensual del tipo de cambio pasó de 2.905 pesos por dólar a finales de 2005 a 1.652 pesos por dólar en junio de 2008 (Gráfico 1). Pese a algunos episodios de incremento del tipo de cambio, por cuenta de las políticas llevadas a cabo por el Banco de la República como la intervención masiva en el mercado cambiario a principios de 2007, y las restricciones a los flujos de capitales impuestas en mayo de 2007, el peso colombiano ha sufrido una revaluación del orden de 43% entre finales de 2005 y julio de 2008 y en lo corrido de 2008 se ha apreciado cerca de 10,2%. Cabe anotar, que si bien la revaluación del tipo de cambio en Colombia ha sido más acentuada que en otros países de la región, este ha sido un fenómeno mundial. De hecho, el dólar ha alcanzado niveles históricos de devaluación frente al euro (Gráfico 2) y en varios países de América Latina, como Brasil y Perú, entre mediados del 2006 y mediados del 2008, el tipo de cambio se ha apreciado cerca del 30% y 10% respectivamente (Gráfico 3).

Gráfico 1. TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO (1998 - julio 2008)



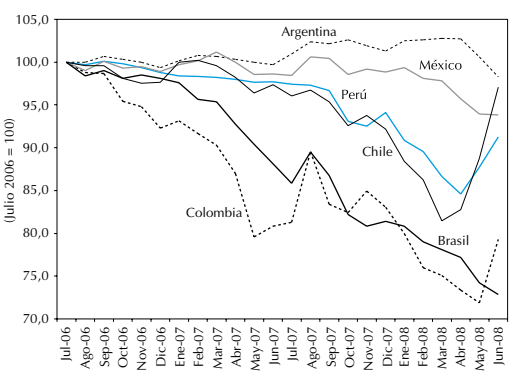
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2. TASA DE CAMBIO DÓLAR/EURO



Fuente: ST. Louis Fred.

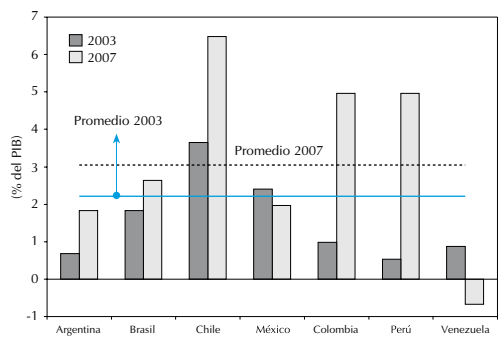
Gráfico 3. TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO (fin de mes)



Fuente: Banco de la República.

La revaluación del tipo de cambio en América Latina ha estado asociada, en gran medida, a la entrada de flujos de capitales por concepto de Inversión Extranjera Directa (IED). Estos flujos de IED están relacionados con el ciclo económico, y como tal, se han visto favorecidos por el dinamismo de la economía internacional de los últimos años. De hecho, entre 2003 y 2007, la IED en Chile pasó de representar cerca de 3,5% del PIB a representar casi 6,5% del PIB. En Perú esta presentó un incremento de 4 puntos porcentuales al pasar de 1% del PIB a 5% del PIB (Gráfico 4).

Gráfico 4. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN AMÉRICA LATINA

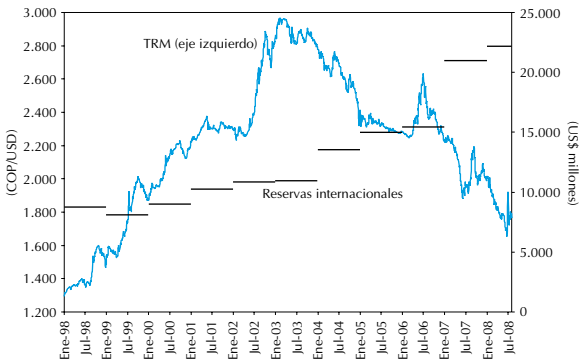


Fuente: Banco de la República y CEPAL.

Colombia no ha sido la excepción. Al analizar los factores que están detrás de la apreciación de la moneda, se hace evidente que su comportamiento refleja el comportamiento de la balanza de pagos. En particular, es el reflejo del comportamiento de los flujos financieros de largo plazo (dentro de los cuales la IED es el principal componente) y de las transferencias (Gráfico 5 y Gráfico 6).

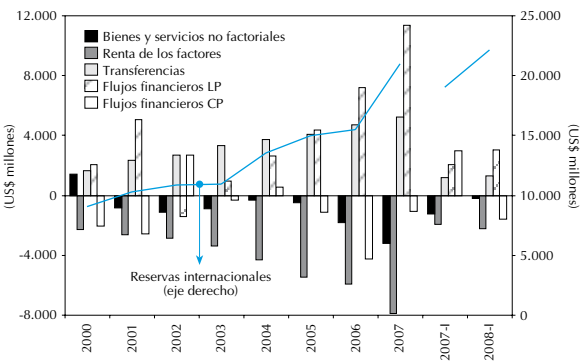
En efecto, cuando se compara con el resto de los países de la región, es evidente que el incremento en los flujos de IED ha sido mayor que el de otros países (Gráfico 4), al ubicarse cerca de 5% del PIB. Además,

Gráfico 5. TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO Y RESERVAS INTERNACIONALES (1998 - julio 2008)



Nota: En 2008 el acumulado de reservas internacionales corresponde al primer trimestre del año.
Fuente: Banco de la República.

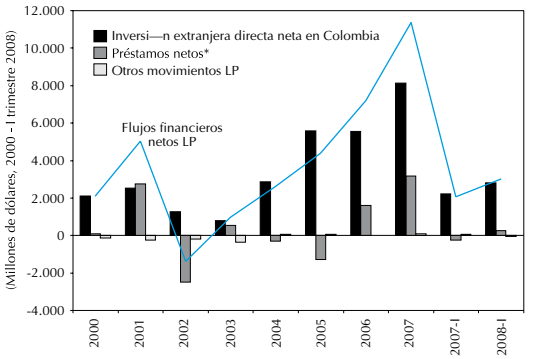
Gráfico 6. FLUJOS DE CAPITAL Y TRANSFERENCIAS



Fuente: Balanza de Pagos - Banco de la República.

desde mediados de 2005 la IED ha venido registrando una tendencia creciente. De hecho, durante ese año se dio la más grande inversión de este tipo, la compra de Bavaria por parte de la Sudafricana SAB Miller, la cual superó los US$4.700 millones. A marzo de 2008, la IED acumulada anual alcanzó los US$10.125 miles de millones después de un incremento de 35% frente al mismo periodo de 2007 (Gráfico 7). Así, la entrada de capitales extranjeros por IED, es en buena medida la explicación al fenómeno de la revaluación.

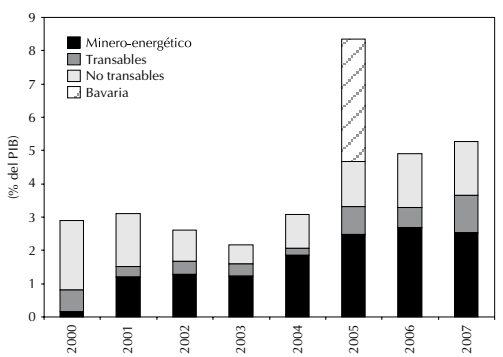
Gráfico 7. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA



Nota: incluye inversión de cartera, préstamos directos y crédito comercial.
Fuente: Balanza de Pagos - Banco de la República.

Buena parte de los flujos de IED han estado concentrados en el sector minero-energético. De hecho, este sector recibe cerca de la mitad de la IED que entra al país, y el sector de no transables recibe otro tanto (a marzo de 2008 entraron 10.125 millones de dólares aproximadamente 18.700 millones de pesos) de los cuales 5.405 (aproximadamente 9.981 millones de pesos) fueron destinados al sector minero energético (Gráfico 8).

Gráfico 8. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN COLOMBIA POR SECTORES



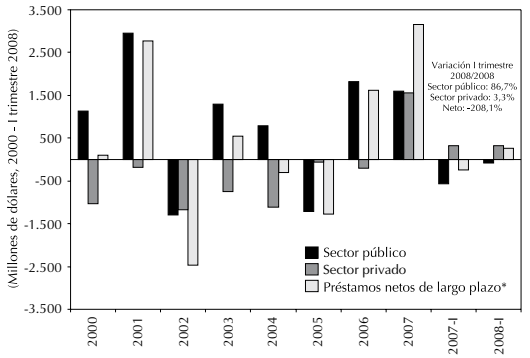
Nota: incluye los siguientes sectores: petróleo, minas y canteras (carbón) y electricidad, gas y agua.
Fuente: Banco de la República.

Este dinamismo de la IED ha estado explicado, en buena medida, por las mejores condiciones de seguridad. De hecho, las respuestas sobre las condiciones sociopolíticas para la inversión y la confianza de los consumidores de la encuesta de Opinión Empresarial y del Consumidor de Fedesarrollo, demuestran que, a pesar de las reducciones presentadas en junio de 2008, estas todavía se ubican en terreno positivo.

Por otra parte, el dinamismo de la IED ha estado acompañado de un fenómeno de inflación originado en la expansión de la demanda agregada y en el incremento mundial de los precios de las materias primas y los alimentos. Sin embargo, este fenómeno inflacionario no ha provenido únicamente de presiones de gasto por parte del sector privado, o del fenómeno mundial de inflación de las materias primas agrícolas (en particular los alimentos, por cuenta de la mayor demanda proveniente de la China, así como de la producción de biocombustibles). El mayor gasto del gobierno también ha contribuido a ampliar la brecha del producto. Esto a su vez se ha traducido en un mayor endeudamiento del gobierno, en particular en una mayor deuda pública neta. En efecto, los flujos de préstamos externos netos de largo plazo del gobierno ascendieron a cerca de US$3.160 millones en 2007 frente a US$98 millones en el 2000 (Gráfico 9).

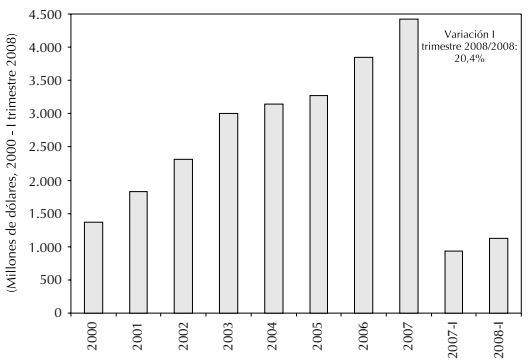
Un último factor que ha influido en la apreciación del peso frente al dólar son las remesas de los trabajadores hacia Colombia. Aunque a futuro se espera que se estabilicen en los niveles actuales, debido a la menor emigración de colombianos, las remesas pasaron de US$1.371 millones en el 2000 a cerca de US$4.430 millones en 2007, y entre el primer trimestre del 2007 y el primer trimestre de 2008 crecieron cerca de 20% (Gráfico 10). De hecho, al comparar con el resto de la región, a excepción de Brasil, Guatemala y México, Colombia tiene uno de los mayores ingresos

Gráfico 9. PRÉSTAMOS NETOS DE LARGO PLAZO



* Incluye inversión de cartera, préstamos directos y crédito comercial.
Fuente: Balanza de Pagos - Banco de la República.

Gráfico 10. FLUJO NETO DE REMESAS



Fuente: Balanza de Pagos - Banco de la República.

por remesas en América Latina y el Caribe (cerca de US$4.500 millones) (Gráfico 11).

III. MEDIDAS ADOPTADAS POR EL BANCO DE LA REPÚBLICA Y EL GOBIERNO

Con el fin de evitar la apreciación del tipo de cambio, el Banco de la República ha llevado a cabo una serie de medidas dentro de las cuales se encuentran la compra neta de reservas internacionales, intervenciones discrecionales en el mercado cambiario y restricciones a los controles de capitales. Sin em-

Gráfico 11. INGRESOS POR REMESAS EN AMÉRICA LATINA (millones de dólares, 2007)



Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo.

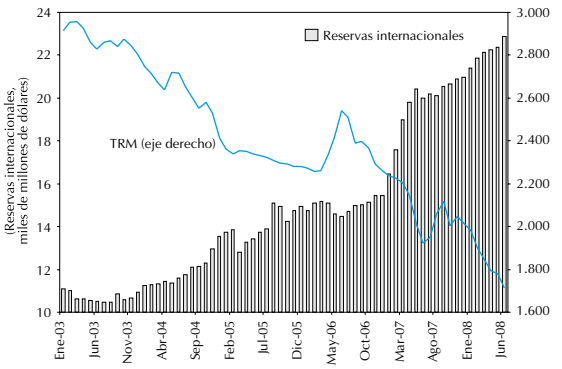
bargo, estas medidas han sido altamente debatidas y no han mostrado ser del todo efectivas.

Las intervenciones masivas en el mercado cambiario buscan controlar la revaluación del tipo de cambio a través de la reducción de la oferta de divisas por medio de la compra de reservas internacionales (Gráfico 12). Para tal fin, en 2007 se realizó la compra neta de divisas por US$4.713 millones, y entre enero y junio de 2008 se compraron US$1.035 millones. En 2007 el Banco de la República también realizó intervenciones discrecionales por US$4.527 millones de dólares.

Sin embargo, un estudio reciente para Colombia[1], muestra que las intervenciones realizadas por el Banco de la República entre 2004 y 2007 no fueron

[1] Kamil Herman, *Is Central Bank intervention effective under inflation targeting regimes?*, Working Paper, International Monetary Fund, April 2008.

Gráfico 12. ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES (2003 - junio 2008)



Fuente: Banco de la República.

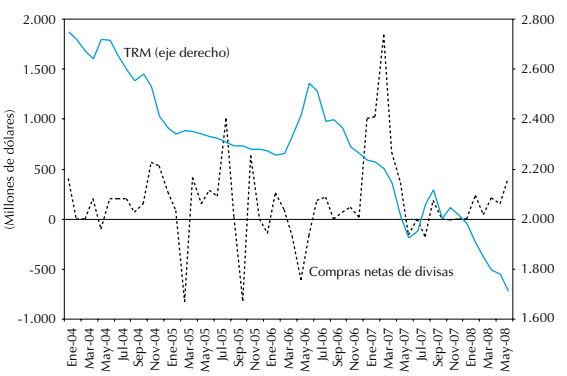
del todo efectivas. Durante el periodo 2004-2006, si bien se moderó la tendencia revaluacionista, en particular gracias a que éste era un periodo de disminuciones en las tasas de interés y expansión de la economía, los efectos de la compra de divisas sobre la tasa de cambio diaria fueron pequeños y de muy corto plazo.

Las intervenciones durante 2007, por su parte, no fueron efectivas en frenar la apreciación. Según Kamil (2007), esto se debió a que la política monetaria y cambiaria no estaban coordinadas: a la vez que se buscaba frenar la revaluación del tipo de cambio se pretendía controlar las presiones inflacionarias. El autor sugiere que para que los mecanismos de intervención utilizados por los bancos centrales sean efectivos en contener la apreciación del tipo de cambio, es necesario que la economía esté operando por debajo de su potencial de tal modo que una política monetaria expansionista sea consistente con el cumplimiento de la meta de inflación.

Al observar el comportamiento del tipo de cambio en este periodo, es claro que las intervenciones en el mercado cambiario no tuvieron el efecto esperado por el Banco de la República. Durante los primeros meses de 2007 el Banco de la República buscó conseguir dos objetivos que, en principio, eran contradictorios: cumplir con la meta de inflación para 2007 y evitar una mayor revaluación del peso. Para tal fin, el Banco Central optó por incrementar las tasas de referencia e intervenir de manera masiva en el mercado cambiario por medio de la compra de divisas. Sin embargo, pese a la compra de más de US$4.000 millones entre enero y abril de 2007 y la acumulación de reservas por cerca de US$20.000 millones de dólares, la tasa de cambio se revaluó cerca del 6%. Adicionalmente, la inflación anual se aceleró al pasar de 4,71% en enero a 6,26% en mayo del mismo año (Gráfico 13).

Así, es claro que el Banco de la República no puede controlar la inflación y al mismo tiempo controlar el tipo de cambio. Particularmente en las circunstancias actuales en las que una intervención implica ampliar la base monetaria y generar presiones adicionales al alza de los precios. Si bien el incremento en las tasas de interés durante los últimos meses ha sido ampliamente criticado, este es el mecanismo con el cual cuenta el Banco para cumplir con su principal objetivo: contener la inflación.

Gráfico 13. INTERVENCIÓN DEL MERCADO CAMBIARIO VS. TRM (2004 - junio 2008)



Fuente: Banco de la República.

Otra serie de mecanismos utilizados son las restricciones a la entrada de capitales (Gráfico 14). En mayo de 2007 se estableció un depósito al endeudamiento externo correspondiente al 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa vigente a la fecha de su constitución y el término de restitución es de seis meses[2]. En noviembre de 2007 se autorizó hacer el depósito en dólares bajo las mismas condiciones del depósito en pesos. Así mismo, en mayo de 2007 se estableció un límite superior a la posición bruta de apalancamiento, este límite corresponde a 500% del patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario (en mayo de 2008 se aumentó a 550%).

Por otra parte, en abril de 2008 se instauró un depósito a la financiación de importaciones de más de seis meses, dado que estas constituyen una operación de endeudamiento externo, se debe constituir un depósito por el 40% del valor desembolsado, no remunerado, y el plazo para su redención anticipada es de 6 meses.

A través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público el gobierno estableció un depósito a la inversión extranjera de portafolio en mayo de 2007. Este corresponde al 40% del valor de la inversión de portafolio de capital extranjero. Al igual que para el depósito al endeudamiento externo, este es no remunerado y el término para su redención es de seis meses. En junio de 2007 se excluyeron las inversiones de extranjeros en Colombia a través de la adquisición de acciones de empresas colombianas emitidas en el exterior y en diciembre del 2007 se excluyeron las emisiones primarias de acciones en el mercado local.

En mayo de 2008 se adoptaron dos medidas adicionales que fortalecieron estos controles. La primera, elevó del 40% al 50% el depósito no remunerado que se exige a las inversiones de portafolio que ingresen al país, y la segunda, establece un tiempo mínimo de permanencia de dos años para la IED que entre al país. Esta restricción cubre únicamente el monto correspondiente al capital invertido, sin modificar el régimen actual de remisión de utilidades.

Al igual que las intervenciones en el mercado, los controles de capitales han sido ampliamente debatidos en la literatura económica colombiana e internacional ya que no han mostrado ser efectivos en el propósito de frenar la apreciación del tipo de cambio. De hecho, en el *World Economic Outlook (WEO)* de 2007, el Fondo Monetario Internacional concluye que los controles de capitales tienen un efecto sobre la composición de los flujos entre corto y largo plazo, pero no sirven para blindar a los países ante eventos como una parada en seco o una crisis financiera. Adicionalmente, en términos del

Gráfico 14. CONTROLES A LA ENTRADA DE CAPITALES DE CORTO PLAZO (2007 - junio 2008)



Fuente: Banco de la República.

[2] Cabe recordar que este depósito, que había sido impuesto en 1993 no evitó el auge del endeudamiento externo anterior a la crisis en 1999, ni la consecuente salida súbita de capital, razón por la cual se había establecido en 0%.

impacto de los controles de capitales sobre algunas variables macroeconómicas, el resultado indica que estos no tienen efecto sobre la tasa de cambio real, pero si pueden reducir los flujos privados, y en particular, la IED.

En el caso particular de Colombia, los analistas coinciden en afirmar que a partir de la imposición de los controles de capitales, la liquidez de los mercados secundarios de renta fija y renta variable ha disminuido, mientras que la valorización de los activos financieros ha estado rezagada frente a lo observado en otros países de la región. Además, la baja efectividad de estos controles está asociada al hecho de que los flujos financieros de corto plazo son muy pequeños (cerca del 25% de los flujos de capital) comparados con los flujos de IED (cerca del 75% del total).

Por otra parte, por medio de la resolución 1255 de mayo 7 de 2008 el Gobierno Nacional anunció la pesificación de la deuda externa por un monto inicial de US$2.000 millones. A julio de 2008 ya se habían pesificado US$ 500 millones. Igualmente, el gobierno se comprometió con el diseño del Plan financiero de 2008 de tal modo que no se presione el tipo de cambio, en especial, se llevará a cabo un recorte del gasto. Es importante mencionar, sin embargo, que aunque el ajuste ya se dio, es pequeño.

En efecto, si bien en los últimos años el gobierno ha venido reduciendo su nivel de endeudamiento, cumpliendo así las metas del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), para el año entrante se propone un incremento del gasto de 14,4%. Si bien el gobierno tiene un limitado margen de maniobra para reducir la mayoría de sus gastos (SGP, pensiones y deuda), preocupa el aumento de los demás rubros en el presupuesto de 2009. En particular, el aumento de las transferencias del GNC a las regiones más allá de lo que ordena la constitución. Además, es importante resaltar que el gobierno no sólo está aumentando el gasto de la vigencia corriente, sino que además está comprometiendo el de vigencias posteriores, incluso aquellas que exceden el período presidencial, lo cual hará aún más inflexible el presupuesto para futuras administraciones. Lo anterior es poco deseable por múltiples razones, incluida la urgente necesidad de una mayor coordinación entre las políticas monetaria y fiscal.

Por otra parte, dado que la revaluación ha afectado algunos sectores productivos del país, el gobierno ha utilizado una serie de mecanismos con el fin de aliviar los efectos negativos sobre algunos sectores. Si bien estos mecanismos no buscan frenar la revaluación, también tienen implicaciones fiscales. El Gobierno ha otorgado ayudas económicas para los sectores afectados con cargo al Presupuesto General de la Nación y ejecutados a través del los Ministerios de Agricultura y de Comercio. A través del Ministerio de Agricultura, a junio de 2008 se habían otorgado $125 mil millones de pesos en 2006, $146 miles de millones en 2007 y $337 miles de millones en 2008, para los sectores afectados (banano, flores, café, tabaco, camarón, frutas, hortalizas, piscicultura, follajes y hierbas aromáticas). Por otra parte, se han hecho programas de coberturas que consisten en un subsidio equivalente a un porcentaje del costo de los instrumentos de cobertura frente al riesgo cambiario. A través del Ministerio de Comercio Industria y Turismo, se han otorgado apoyos por $134 mil millones en 2006, $123 mil millones en 2007 y $145 mil millones en 2008.

Es importante mencionar que aunque el mecanismo más "popular" entre los exportadores son las ayudas por medio de subsidios provenientes del gobierno, es claro que esta medida no es una solución eficiente ni viable para la economía colombiana. De hecho, otorgar subsidios a los exportadores requiere un incre-

mento del gasto, lo que a su vez termina ahondando el déficit fiscal del SPC que se ubicó en 0,8% en 2007. Como se menciona en el editorial, si bien la situación fiscal de sector Público Consolidado ha mejorado en los últimos años, esto ha sido en buena medida como resultado del ciclo económico y del alza en los precios de los productos básicos, sin embargo, aunque se han hecho algunas reformas en materia fiscal, las finanzas públicas todavía son vulnerables.

IV. ALTERNATIVAS PARA FRENAR LA APRECIACIÓN

La apreciación ha afectado de manera importante a los exportadores colombianos, y estos son sectores que revierten de una gran importancia económica ya que son altamente generadores de empleo. De hecho, por ejemplo, el sector agrícola genera cerca de 2,4 millones de empleos directos y 4,7 millones de empleos indirectos. Esto significa cerca del 39% de los empleos del país. Dentro de estos, el sector floricultor, banano, caña de azúcar, maíz, soya y algodón, que son algunos de los más afectados, generan cerca del 14% del empleo agrícola. La pérdida de empleos en estos sectores debido a los efectos negativos de la apreciación del tipo de cambio tiene un impacto negativo sobre el consumo de las familias, y como tal sobre la producción nacional. No en vano este tema ha sido objeto de una fuerte presión política por parte del gobierno.

Ante este escenario, es pertinente controlar los efectos negativos que la apreciación del tipo de cambio pueda tener sobre éstos, ya que está afectando una parte importante del sector productivo del país y, en consecuencia, el crecimiento observado hasta el momento. Sin embargo, los instrumentos usados hasta el momento para evitar la caída del dólar frente al peso, o bien no han mostrado ser efectivos o contribuyen aun más a ahondar la caída del dólar frente al peso por ser medidas de carácter transitorio que finalmente no corrigen de manera estructural las causas de la revaluación. Esto sin contar que algunas de las medidas utilizadas para aliviar los efectos negativos de dicha apreciación contribuyen a incrementar el déficit fiscal. Por tanto, es claro que se deben encontrar estrategias alternativas que tengan un verdadero efecto sobre el tipo de cambio, y que no sigan contribuyendo al desbalance de las finanzas públicas. A continuación presentamos algunos de estos mecanismos.

Tal como se evidenció en la sección anterior, existen presiones sobre la tasa de cambio de tipo estructural y coyuntural que hacen necesario que las medidas adoptadas tengan en cuenta una serie de factores. En primer lugar, las medidas no pueden contemplar un aumento de la base monetaria que presione aun más la inflación al alza, como sucede con las intervenciones cambiarias. Está demostrado que la intervención en el mercado cambiario no es efectiva y al contrario, como ha pasado en otras ocasiones, ha llegado a desviar los objetivos de política de las autoridades monetarias. Igualmente, las medidas no pueden representar un costo fiscal significativo, pues esto terminaría agravando el déficit fiscal, que aunque ha disminuido, se encuentra en niveles todavía elevados. Además, no deben seguirse constituyendo subsidios a las exportaciones, no sólo porque ahondan el problema del déficit fiscal, sino porque en algunos sectores como el floricultor, las exportaciones a Estados Unidos se verían comprometidas, pues los subsidios violan el principio de *countervailing duties* (inexistencia de subsidios a la exportaciones).

Teniendo en cuenta los anteriores elementos, una alternativa eficaz es que se realicen inversiones del gobierno en el exterior o se reduzca la deuda pública neta. Es decir, que se lleven a cabo privatizaciones a compradores nacionales para realizar inversiones

en el exterior. Estas a su vez deben estar acompañadas de medidas macroeconómicas estructurales necesarias para evitar mayores desbalances a futuro, en particular el mayor ajuste fiscal.

Bajo esta línea de ideas, Fedesarrollo considera que existe varios mecanismos que contribuirían de manera eficaz a frenar la revaluación del tipo de cambio y que consisten en utilizar fuentes de recursos que ya existen con el fin de evitar un mayor gasto fiscal: la venta ISAGEN a los inversionistas institucionales (las Administradoras de Fondos de Pensiones) en pesos colombianos, así como un porcentaje adicional de las acciones de Ecopetrol, y la posterior utilización de estos recursos para la compra de divisas que serían invertidas en fondos soberanos en el exterior o para el prepago de deuda externa. Una reducción importante en la posición deudora neta no sólo contribuiría a frenar la revaluación del peso sino que mejoraría las posibilidades del país de alcanzar el grado de inversión para su deuda soberana y permitiría blindar la economía frente al creciente deterioro del entorno internacional.

Como bien es sabido, desde 2007 la Comisión Independiente de Gasto Público recomendó la privatización del 56% restante de ISA y un 25% adicional de ISAGEN, como el fin de financiar parte del gasto público. Si bien en su momento el Gobierno decidió no privatizar estas empresas y buscó compensar esta decisión con la venta de algunas electrificadoras del nororiente del país, ya en el presupuesto del 2008 se hace evidente que se deben buscar nueva fuentes de financiación. De hecho, cuando se observan las fuentes del presupuesto de 2009, el gobierno financiará casi un 35% del gasto con deuda interna y externa. Por tanto, es el momento de hacer efectiva la venta de estas empresas. A este respecto, el Marco Fiscal de Mediano Plazo ya contempla dentro del financiamiento $3.000 miles de millones de pesos correspondientes a la venta del restante de Isagen, lo que corresponde a cerca de US$1,7 miles de millones.

Por otra parte, recientemente la Comisión Independiente de Gasto Público propuso vender el 10% adicional de acciones de Ecopetrol a compradores nacionales, y que, de igual forma, los recursos obtenidos se destinen a la reducción de la deuda externa o a conformar activos fuera del país a través de un fondo soberano. Esto además de contribuir a frenar la apreciación del tipo de cambio, estimularía la democratización de la propiedad accionaria y fortalecería el mercado de capitales.

V. CONCLUSIONES

El dinamismo reciente de la economía colombiana, así como la mejora en las condiciones de seguridad, sumados al *boom* de los precios de los *commodities*, han conducido a que los inversionistas extranjeros encuentren atractivo traer sus capitales al país. Esto condujo a que la Inversión Extranjera Directa, haya registrado un incremento promedio de cerca de 47% anual durante los últimos cinco años y ha permitido la expansión de varios sectores como el sector minero-energético, que han mostrado ser bastante dinámicos para el desarrollo del país. Sin embargo, estos flujos de capital de largo plazo también han sido la fuente principal de la revaluación observada en los últimos años.

Dado que el fenómeno de apreciación del tipo de cambio ha afectado algunos sectores clave para la economía, resulta pertinente encontrar mecanismos alternativos a los ya utilizados con el fin de atenuar los efectos negativos que la apreciación del tipo de cambio pueda tener sobre estos. Hasta el momento el Banco de la República y el Gobierno han utilizado varios mecanismos como intervenciones directas al mercado cambiario, controles a los capitales de

corto plazo, y apoyos directos a los sectores afectados. Sin embargo, ninguno de estos mecanismos ha resultado ser una herramienta eficaz ni pertinente para tal fin.

En efecto, si bien los diferenciales de tasas de interés han hecho atractivo para algunos inversionistas traer capitales de corto plazo al país, estos no representan la mayor presión al tipo de cambio. De hecho, tan sólo participan con un porcentaje pequeño de los flujos que entran al país. Como tal las restricciones a la entrada de capitales de corto plazo no revierten de mayor utilidad, y de hecho han tendido a distorsionar los mercados en lugar de corregir la tendencia a la apreciación del tipo de cambio. Del mismo modo, las intervenciones masivas en el mercado por parte del Banco de la República tampoco han demostrado mayor efectividad, particularmente en los últimos años (2007-2008) cuando, al mismo tiempo, se presentan fuertes presiones inflacionarias.

Así las cosas, es necesario encontrar mecanismos que permitan corregir de manera estructural la tendencia a la apreciación del tipo de cambio, estos mecanismos no puede implicar ampliar la base monetaria y generar mayores presiones inflacionarias, ni un mayor gasto del gobierno que acreciente el déficit fiscal, al contrario, se deben utilizar las fuentes de recursos ya existentes. Como tal, Fedesarrollo considera que el gobierno debería, como se había recomendado desde tiempo atrás en la Comisión Independiente de Gasto Público, reconsiderar la venta de Isagen, en pesos, a las Administradoras de Fondos de Pensiones y, con estos recursos, comprar divisas para invertirlas en fondos soberanos en el exterior. Con la sola venta de Isagen, al valor presupuestado, se tendría un impacto del orden de US$1,7 miles millones en la oferta de divisas en el país que muy seguramente contribuiría a frenar la apreciación del tipo de cambio.

Del mismo modo, en línea con la propuesta de la Comisión Independiente de Gasto Público, Fedesarrollo propone vender el 10% adicional de acciones de Ecopetrol a compradores nacionales, y que, de igual forma, los recursos obtenidos se destinen a la reducción de la deuda externa o a conformar activos fuera del país a través de un fondo soberano. Esto además de contribuir a frenar la apreciación del tipo de cambio, estimularía la democratización de la propiedad accionaria y fortalecería el mercado de capitales.