

I. NOTA DEL EDITOR

Las FARC-EP es el más antiguo y poderoso de los movimientos subversivos existentes en Colombia. Su habilidad militar, la disciplina que le caracteriza, su poder económico derivado del narcotráfico, el secuestro y otras actividades ilícitas, lo han convertido en uno de los principales protagonistas de la vida política nacional. La administración Gaviria en dos ocasiones –Caracas y Tlaxcala– intentó, sin éxito, negociaciones de paz. La administración Samper ningún avance logró a pesar de todos sus esfuerzos.

El Gobierno actual ha logrado restablecer la confianza necesaria para adelantar conversaciones formales tendientes a poner fin a la confrontación armada. La próxima semana se instalará la Mesa Nacional de Negociación, la cual debe empezar a analizar la “agenda común por el cambio hacia una nueva Colombia”, pactada a comienzos de mayo.

Revelan las encuestas que la opinión pública es escéptica sobre las posibilidades de éxito de los diálogos y, en general, la política de paz del Gobierno. Ese clima adverso obedece a la asimetría del proceso; vale decir, a que los actos de buena voluntad, comprensión y generosi-

dad han corrido, casi que de modo exclusivo, por cuenta del Estado colombiano.

De allí que resulte indispensable, para devolverle credibilidad y respaldo al proceso de paz, que las FARC-EP efectúen demostraciones contundentes de su buena voluntad. A nuestro modo de ver, tales demostraciones deberían ser las siguientes:

En primer término, propiciar en la mesa de negociaciones la pronta designación de una comisión internacional de verificación que pueda establecer, con rapidez e incuestionable autoridad moral, posibles violaciones de los acuerdos ya formalizados, comenzando por los relativos a la zona de distensión o despeje. ¿Es responsable la guerrilla de atropellos a la población y a las autoridades civiles? Las denuncias abundan pero nadie, hasta ahora, puede establecer su veracidad y, menos aún, correctivos. Esa comisión internacional podría hacerlo.

En segundo lugar, mediante la liberación inmediata e incondicional de las personas que han sido retenidas para forzarlas a pagar lo que la guerrilla denomina “impuesto de guerra” y el Código Penal Colombiano “secuestro extorsivo”. Estas conductas atentan contra el derecho internacional humanitario, que los alza-

dos en armas dicen acatar, y hacen imposible el respaldo ciudadano a las conversaciones de paz.



II. El arreglo cambiario

NO HAY BANDA QUE DURE UN AÑO

La Asobancaria respalda las modificaciones introducidas a la banda cambiaria, bajo el entendido de que ellas constituyen una señal inequívoca del compromiso del Banco de la República por mantener la política de bajas tasas de interés.

Una defensa a ultranza de la banda cambiaria hubiera presionado las tasa de interés al alza, bien fuera por la restricción de liquidez que genera la venta de reservas, o por el aumento de las tasas de intervención del Banco de la República.

Reacción del mercado

Contrario a lo que se esperaba, la modificación de la banda no propició un significativo incremento del precio de la divisa. No obstante, el mercado se ha caracterizado por registrar una alta volatilidad, lo cual ha forzado al Banco de la República a intervenir vendiendo o comprando divisas. Buena parte de esa volatilidad está asociada con el impuesto del 2X1000 que redujo el tamaño del mercado; desafortunadamente el Congreso, con el aparente beneplácito del Gobierno, no introdujo modificaciones en este sentido en el Plan de Desarrollo.

La paradójica caída de la tasa de cambio observada a comienzos de la semana obedeció, fundamentalmente, a la sustitución de coberturas que ha venido realizando el sistema financiero. Las enti-

dades financieras, que habían acumulado posiciones en dólares al contado para cubrirse frente a una eventual devaluación, encontraron atractivo sustituirlas por TES indexados a la TRM.

Aunque resulta prematuro afirmar que la aparente tranquilidad del mercado cambiario muestra el retorno de la confianza en la economía colombiana, las medidas anunciadas en el frente fiscal y financiero, sin duda, contribuirán a despejar buena parte del panorama económico de mediano plazo. Por lo menos hay una señal importante de que las autoridades están adoptando medidas acertadas para corregir el rumbo de la economía, tal como lo confirma el memorando del FMI.

¿El problema es la banda?

La modificación de la banda cambiaria por dos veces en menos de un año ha hecho pensar que el mecanismo está desprestigiado. Sin embargo, no hay que perder de vista que el éxito o fracaso de cualquier esquema cambiario está condicionado al estado de salud de la economía.

Aunque el establecimiento de cualquier banda cambiaria supone su defensa, también supone la existencia de un mercado competitivo que forma sus expectativas sobre el valor de la moneda, entre otras cosas, con base en los fundamentos de la economía. Por fèrrea que parezca cualquier autoridad cambiaria, la adopción de metas de política poco creíbles e inconsistentes, o el marcado deterioro en las condiciones macro, terminarán por desestabilizar el tipo de cambio o agravar la situación económica. En ese sentido, la modificación de la banda implica el reconocimiento de un entorno económico diferente al que existía cuando se estableció la banda anterior, sin renunciar al cumplimiento de la meta de inflación como objetivo primordial de la política monetaria. Las circunstancias económicas actuales dan cuenta, entre otras cosas, de una profunda recesión económica, de una caída sustancial de los ingresos fiscales, de un plan de capitalización de la banca en buena parte finan-

ciado con recursos públicos y de una cartera de créditos paralizada.

Detrás de la Resolución 12

A la vez que modificó la banda cambiaria, la Junta Directiva del Banco de la República expidió la Resolución 12 mediante la cual se limita al 50% del patrimonio técnico la posición propia de contado en moneda extranjera que pueden tener los operadores del mercado cambiario. Como posición propia de contado, el Banco definió la diferencia entre todos los activos y pasivos denominados en moneda extranjera, excluidas las cuentas que hacen referencia a las operaciones carrusel, operaciones *forward*, contratos de futuros, *swaps*, y utilidad o pérdida en valoración de opciones.

Con esta disposición, el Banco de la República busca limitar la demanda de divisas por parte de las entidades financieras como mecanismo para obtener cobertura del riesgo cambiario.

Como profesionales en la asunción de riesgos, las entidades financieras otorgan coberturas a los agentes expuestos al riesgo cambiario mediante la realización de operaciones *forward*. Para cubrirse del riesgo que asumen, las entidades financieras deben tomar la posición contraria, bien sea acudiendo al mercado de derivados, o mediante la compra de divisas en el mercado cambiario a la vista.

De manera indirecta, la norma induce a las entidades financieras a buscar otros mecanismos de cobertura tales como los TES indexados a la TRM, o las operaciones de cumplimiento financiero. En la práctica, sin embargo, ninguno de estos dos mecanismos puede cumplir esa labor de manera perfecta ya que el mercado de

TES en dólares todavía no es lo suficientemente líquido, y las operaciones de cumplimiento financiero¹ no han despegado por múltiples razones, entre otras, por la ausencia de una cámara de compensación que mitigue el riesgo de contraparte.

Si los agentes, especialmente los inversionistas extranjeros, no disponen de instrumentos alternativos de cobertura, la norma del Banco de la República podría terminar por encarecer los mecanismos existentes en el mercado.

Sobre especulación

La modificación de la banda cambiaria ha abierto nuevamente la discusión en torno al papel de los especuladores. Para muchos, la especulación sigue siendo una actividad perversa porque, según ellos, produce efectos desestabilizadores de los precios.

Desde el punto de vista económico, la especulación podría definirse como un proceso de transferencia del riesgo de precio, efectuada por agentes económicos poco proclives a asumirlo hacia otros que están dispuestos a hacerlo porque es parte de su negocio.

La especulación es benéfica para los mercados, entre otras cosas, porque desempeña las siguientes funciones económicas: a) permite distribuir los riesgos de una economía en la medida en que los especuladores están dispuestos a asumir los riesgos de los agentes adversos a él; b) bajo condiciones competitivas, los especuladores mejoran la capacidad informativa de los precios, en la medida en que sus decisiones incorporan la información a la que es difícil acceder directamente; c) los especuladores pueden contribuir a estabilizar los precios en la medida en que, al

¹ Operaciones a futuro que se realizan en una bolsa de valores.

ser agentes mejor informados, saben más sobre las condiciones de oferta y de demanda del mercado y sus expectativas, indicando el precio correcto.

Si no hubiese especuladores, los agentes adversos al riesgo no podrían operar con mayor seguridad y confianza en sus negocios. Por ejemplo, si algún exportador desea cubrirse frente al riesgo de revaluación (que le podría acarrear una reducción en pesos de sus ingresos por la venta de sus productos en el exterior), la existencia de un especulador que esté dispuesto a asumir ese riesgo, porque confía en que la moneda no se va a revaluar —o porque está dispuesto a asumir ese riesgo a cambio de una prima— le garantiza un ingreso mínimo en pesos para adelantar desde hoy sus planes de inversión y de ventas futuras.

Por un mercado de derivados

La experiencia reciente pone de presente que los agentes, tanto del sector real como financiero, son más cuidadosos en el manejo del riesgo cambiario. La necesidad de éstos por obtener coberturas es cada vez mayor, lo cual sienta las bases para el desarrollo de un mercado de productos de cobertura en Colombia; sin embargo, todavía hay áreas en las que es necesario seguir trabajando para que éste pueda ganar profundidad y liquidez.

El desarrollo de un mercado de derivados requiere de un ambiente macroeconómico relativamente estable; la inestabilidad hace que sea difícil encontrar posiciones contrarias que permitan cubrir los riesgos entre los diferentes agentes.

La posibilidad de realizar operaciones derivadas por parte de las entidades financieras puede verse restringida por la ponderación que tienen para efectos de

relación de solvencia (100%). Las normas internacionales sugieren que estas operaciones deberían computar para efectos de los activos ponderados por riesgo, por su valor en riesgo y no por la totalidad de su valor nominal.

Adicionalmente, las operaciones de cumplimiento financiero que intenta desarrollar la Bolsa de Bogotá no despegarán mientras no se cree un mecanismo de compensación que mitigue el riesgo de contraparte. Por fortuna, la reforma financiera recientemente aprobada por el Congreso posibilita el desarrollo de estos mecanismos.