DEBATES DE COYUNTURA ECONÓMICA Y SOCIAL

ISSN 0120-8969
Mayo de 2012
No. 91

FEDESARROLLO

¿Qué hacer con la apreciación del peso?

Juan Carlos Echeverry
José Darío Uribe
Adrián Armas
Mauricio Cabrera
Leonardo Villar

Konrad Adenauer Stiftung

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

FEDESARROLLO

Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo

Fedesarrollo es una fundación privada, independiente, sin ánimo de lucro, dedicada a la investigación no partidista en los campos de economía, ciencia política, historia, sociología, administración pública y derecho. Sus principales propósitos son contribuir al desarrollo de políticas acertadas en los campos económico y social, promover la discusión y comprensión de problemas de importancia nacional, y publicar y difundir análisis originales sobre fenómenos económicos y sociopolíticos, nacionales y latinoamericanos que sirvan para mejorar la calidad de la educación superior.

• • •

El Consejo Directivo es responsable de vigilar por la adecuada marcha de la administración de la institución y de trazar y revisar los objetivos generales de la fundación. La administración de los programas, del personal y de las publicaciones corre por cuenta del Director Ejecutivo, quien es el representante legal de la fundación. El Director y el Editor de Coyuntura asesorados por un comité interno de publicaciones tienen la responsabilidad de determinar qué trabajos se publican en Coyuntura Económica: Investigación Económica y Social o en forma de libros o folletos de la institución. La publicación de un trabajo por Fedesarrollo implica que éste se considera un tratamiento competente de un problema y por lo tanto un elemento de juicio útil para el público, pero no implica que la fundación apoye sus conclusiones o recomendaciones.

• • •

Fedesarrollo mantiene una posición de neutralidad para garantizar la libertad intelectual de sus investigadores. Por lo tanto, las interpretaciones y las conclusiones de las publicaciones de Fedesarrollo deben considerarse exclusivamente como de sus autores y no deben atribuirse a la institución, los miembros de su Consejo Directivo, sus Directivos, o las Entidades que apoyan las investigaciones. Cuando en una publicación de Fedesarrollo aparece una opinión sin firma, como es el caso del Análisis Coyuntural en las Revistas de la Institución, se debe considerar que ésta refleja el punto de vista del conjunto de Investigadores que están colaborando en la Institución en el momento de la publicación.

MAYO DE 2012 No. 91

DEBATES DE COYUNTURA
ECONÓMICA Y SOCIAL

¿Qué hacer con la apreciación del peso?

Juan Carlos Echeverry
José Darío Uribe
Adrián Armas
Mauricio Cabrera
Leonardo Villar

FEDESARROLLO
Calle 78 No. 9-91
Tels.: 325 97 77
Fax: 325 97 70
A.A.: 75074
http: //www.fedesarrollo.org.co
Bogotá, Colombia

Edición
Leonardo Villar

Redacción de textos
Laura Calderón
Orizel Llanos
Ana Cecilia Montes
María Alejandra Peláez
Germán Rodríguez
Julio César Vaca

Artes y diseño
Consuelo Lozano
Formas Finales Ltda. | formas.finales@gmail.com | mconsuelolozano@hotmail.com
Tel.: 487 51 77
Bogotá, D.C.

La Imprenta Editores S.A.
Calle 77 No. 27A-39
Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia
Printed and made in Colombia

Contenido

Presentación 7

Tipo de cambio: Elementos para el debate
Juan Carlos Echeverry 9

En defensa del marco actual de política cambiaria
José Darío Uribe 15

Intervención cambiaria en el Perú
Adrián Armas 22

El dolor del dólar
Mauricio Cabrera 27

¿Puede hacerse algo frente a la apreciación cambiaria sin desmontar la estrategia de "Inflación Objetivo"?
Leonardo Villar 37

Presentación

El comportamiento de la moneda de un país, y en particular la de los países emergentes, constituye uno de los temas de discusión permanente sobre la política económica entre académicos, autoridades y agentes económicos privados. Sus efectos sobre la economía son diversos e igualmente diversos son los actores sobre los cuales recaen las bondades o perjuicios de la depreciación o la apreciación. Incluso en los países que no tienen la tasa de cambio fija o controlada directamente por los bancos centrales, tanto estos como los ministerios de hacienda y los reguladores financieros cuentan con herramientas que podrían ayudar a moderar las fluctuaciones en el valor de la moneda. No siempre es claro, sin embargo, si el uso de esos instrumentos conlleva mayores beneficios que costos. En el caso de Colombia, el peso ha mostrado una fuerte apreciación desde mediados de la década del 2000. Las preguntas sobre la capacidad que tienen las autoridades para controlarla sin generar otros desajustes mayores en la economía se encuentran por ello a la orden del día.

Con esta ambicioso tema de discusión en mente, Fedesarrollo y la Fundación Konrad Adenauer (KAS) sumaron esfuerzos para llevar a cabo el pasado 31 de mayo de 2012 el Debate de Coyuntura Económica y Social "¿Qué hacer con la apreciación del peso?" en el cual se contó con la participación de: Juan Carlos Echeverry, Ministro de Hacienda y Crédito Público, quien planteó la visión sobre el tema que tiene el Gobierno Nacional; Jose Darío Uribe, Gerente General del Banco de la República, quien expuso las virtudes y beneficios del esquema de inflación objetivo, el papel que cumple la flexibilidad cambiaria dentro de ese marco y las acciones que ha tomado el Banco de la República para mitigar las presiones hacia la apreciación; Adrián Armas, Gerente Central de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú, quien expuso cuál ha sido la experiencia peruana y cómo se ha manejado la política cambiaria recientemente en esta nación latinoamericana; Mauricio Cabrera, columnista y banquero de inversión quien desde una perspectiva más heterodoxa realizó una pre-

sentación llamada "El dolor del dólar". Por último, Leonardo Villar, Director Ejecutivo de Fedesarrollo, hizo una intervención evaluando alternativas para enfrentar la apreciación del peso sin desviarse de los propósitos últimos perseguidos por el esquema de inflación objetivo.

Esperamos que las memorias del debate que se recogen en el presente cuadernillo contribuyan a fortalecer la discusión y a mejorar la calidad de la política pública en un tema crucial para el futuro de nuestro país.

Leonardo Villar
Director Ejecutivo

Tipo de cambio: Elementos para el debate

Juan Carlos Echeverry[1]

La tasa de cambio en Colombia se ha venido apreciando en los últimos años, y por esto resulta importante analizar los ciclos de apreciaciones y depreciaciones del peso colombiano, así como también la volatilidad de la tasa de cambio real, sus implicaciones y las políticas adecuadas para evitar futuras crisis.

I. GUERRA DE MONEDAS Y CONTEXTO HISTÓRICO

Ante la crisis financiera de finales del 2008, el gobierno de Estados Unidos inicia una política monetaria expansiva con el fin de reactivar su economía; sin embargo, esta política ha aumentado los flujos de dólares a nivel mundial, generando una depreciación del dólar estadounidense con respecto a las demás monedas del mundo.

Frente a esta situación, los países emergentes han respondido con acciones para defender su competitividad a través de un aumento en los niveles de reservas internacionales. Uno de los países que lidera esta *guerra* es China, quien no ha ha permitido que su moneda se revalúe con el fin de evitar un aumento en los precios de sus exportaciones. Otros países latinoamericanos como Brasil, Perú y México se han sumado a esta *guerra*, elevando sus niveles de reservas para evitar apreciaciones importantes de sus monedas. Así mismo Colombia, al igual que Chile, ha elevado sus niveles de reservas de manera prudencial.

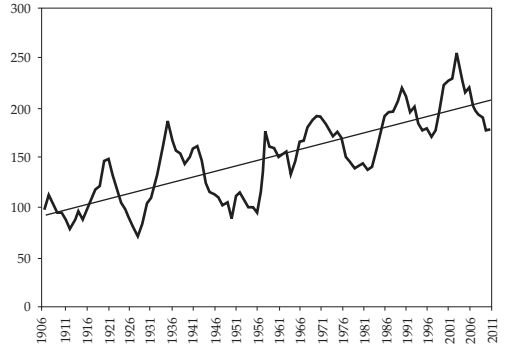
Por otro lado, es difícil distinguir si esta coyuntura internacional corresponde a un hecho transitorio o permanente. En el mejor de los casos esta puede ser una *guerra* transitoria. Sin embargo, perderla puede

[1] Este documento, que resume la exposición de Juan Carlos Echeverry, actual Ministro de Hacienda y Crédito Público, fue elaborado por Ana Cecilia Montes, Asistente de Investigación de Fedesarrollo.

tener consecuencias permanentes en la medida en que se deteriora el sector transable. En particular, los bienes transables podrían perder presencia en los mercados externos (proceso que podría exhibir algún nivel de histéresis), y al mismo tiempo podría alimentarse un efecto riqueza en las familias y las empresas el cual, al no ser compatible con los fundamentales de la economía, podría recalentarla y generar eventuales burbujas de activos.

Al analizar el comportamiento histórico de la tasa de cambio real bilateral con Estados Unidos, se observa que la tasa de cambio real parece tener una tendencia creciente en el largo plazo, con fluctuaciones amplias alrededor de la misma, (Gráfico 1). El comportamiento de esta variable no solo revela la diferencia en la productividad de Estados Unidos y Colombia (tendencia ascendente), también muestra que la tasa de cambio real tiene una fuerte reversión a la media, es decir, que durante los últimos 100 años Colombia ha enfrentado unos ciclos muy marcados de apreciaciones y depreciaciones de la tasa de cambio. El primer ciclo empieza en los años 20 con una apreciación en el periodo conocido como "prosperidad al debe", seguido de una fuerte depreciación durante la crisis de los años treinta. El segundo ciclo comienza a partir del año 1933 con una fuerte apreciación del peso frente al dólar y un auge del sector cafetero, seguido por una depreciación durante la crisis económica en los gobiernos de Alberto Lleras y Guillermo León Valencia (1958-1966). A partir de 1971 se presenta de nuevo una apreciación del peso acompañada de un auge exportador y una bonanza cafetera. Sin embargo, el peso colombiano se deprecia nuevamente durante la crisis cambiaria de 1982-1986. Con la bonanza minero-energética de principios de los noventa se inicia un nuevo ciclo de apreciación y depreciación del peso colombiano, el cual termina a comienzos de la década del 2000. Finalmente durante los últimos 10 años, Colombia ha estado nuevamente en un periodo de apreciación, y la pregunta fundamental es ¿Es posible evitar un nuevo ciclo de apreciación y depreciación?. Por otro lado vale la pena reflexionar sobre en qué parte del ciclo se encuentra la tasa de cambio real, y sobre qué tan pronunciado es este nuevo ciclo. Finalmente, cabe preguntarse cuáles son las políticas más responsables para enfrentar dicho ciclo.

Gráfico 1
TASA DE CAMBIO REAL BILATERAL CON ESTADOS UNIDOS (AÑO 1906 = 100)



Fuente: Banco de la República.

En los últimos años, la tasa de cambio real ha crecido por encima de su tendencia de largo plazo (Cuadro 1). A su vez, otros indicadores económicos como el Índice General de Bolsa de Valores de Colombia (IGBC), el crédito de consumo y los precios de la vivienda están creciendo por encima de su

Cuadro 1
VARIACIÓN ANUAL DEL NIVEL Y LA TENDENCIA DE LARGO PLAZO DE LA TASA DE CAMBIO REAL

	Variación anual nivel	Variación anual tendencia largo plazo
1994	-6,4%	0,2%
1995	1,9%	0,5%
1996	-3,1%	0,8%
1997	-4,4%	1,3%
1998	5,4%	1,7%
1999	8,5%	2,0%
2000	6,8%	2,0%
2001	2,6%	1,9%
2002	0,8%	1,5%
2003	14,3%	1,0%
2004	-5,6%	0,3%
2005	-7,6%	-0,4%
2006	3,2%	-1,0%
2007	-5,7%	-1,6%
2008	-1,9%	-2,1%
2009	1,0%	-2,6%
2010	-13,2%	-2,9%
2011	-0,3%	-3,1%
2012*	-3,6%	-3,3%

* Dato con corte en abril.
Fuente: Banco de la República.

tendencia, lo cual indica que la economía podría encontrarse en un proceso de recalentamiento, en donde el papel del gobierno y el banco central es crucial para evitar una futura crisis.

II. VOLATILIDAD E INVERSIÓN

Otro de los temas en la agenda de discusión es analizar la volatilidad de la tasa de cambio real colombiana, sus implicaciones y las políticas que debe implementar el gobierno frente a esta discusión.

Si se compara la volatilidad de la tasa de cambio de Colombia con otros países del mundo, se puede concluir que Colombia tiene el segundo coeficiente de variación de la tasa de cambio más alto (15,2%) después de Brasil (22,7%). Esta alta volatilidad genera efectos adversos en la medida en que los agentes económicos tienen mayores dificultades para tomar decisiones de inversión de mediano y largo plazo. En particular, se encuentran inmersos en un ambiente de incertidumbre, inestabilidad de los resultados financieros, efectos impredecibles sobre el capital de trabajo y una percepción alta de riesgo sobre el sector exportador. Asimismo, los agentes económicos tienen una menor capacidad para responder a choques de liquidez e innovar. Todo lo anterior se profundiza en presencia de un sector financiero poco desarrollado, y conduce a una menor productividad de largo plazo. Por lo tanto, se concluye que la volatilidad de la tasa de cambio tiene efectos importantes sobre la inversión.

Con el fin de evaluar el efecto de la volatilidad de la tasa de cambio sobre la inversión, se realizó una serie de ejercicios econométricos, en compañía de Andrés Trejos y Andrés Restrepo, empleando la metodología de Mínimos Cuadrados Generalizados. Se utilizó un panel balanceado de 28 países heterogéneos en términos de desarrollo para el periodo comprendido entre 1981 y 2002 incluyendo efectos fijos de país y año. Los resultados se muestran en el Cuadro 2.

De allí se concluye que la volatilidad de la tasa de cambio afecta negativamente y de manera significativa a la tasa de inversión. Se obtienen

Cuadro 2
RESULTADOS ECHEVERRY, RESTREPO Y TREJOS (2010)

Variable Dependiente: Inversión sobre el Stock de Capital$_{t-1}$

Variables independientes	Ejercicio 1			Ejercicio 2		
	Grupo heterogéneo de 28 países	20 países industrializados	8 países en desarrollo	Grupo heterogéneo de 29 países	20 países industrializados	8 países en desarrollo
PIBt sobre el stock de capital$_{t-1}$	0,3536 ***	0,4983 ***	0,3055	0,3515 ***	0,4829 ***	0,302 ***
	(0,00669)	(0,0101)	(0,020)	(0,0049)	(0,0100)	(0,0200)
Tasa de interés real	0,0002 ***	-0,00001	0,0001 ***	0,0001 ***	0 ***	0,0001 ***
	(0,0000)	(0,00002)	(0,00004)	(0,00001)	(0,00002)	(0,000004)
Costo relativo de la inversión	-0,0637 ***	-0,0682	-0,0616 ***	-0,0639 ***	-0,0703 ***	-0,062 ***
	(0,0016)	(0,0019)	(0,00474)	0,0008	(0,002)	(0,0047)
Ln (1 + inflación)				0,001 ***	0,0015 ***	0,0003
				(0,0001)	(0,0001)	(0,0007)
Volatilidad Tasa de Cambio Real	-0,0087 ***	-0,0089 **	-0,0145 *	-0,0091 ***	-0,0096 **	-0,0151 **
	(0,0020)	(0,0036)	(0,0074)	(0,0013)	(0,0039)	(0,0074)
Número de observaciones	616	440	176	616	440	176

Nota: Entre paréntesis se encuentran los errores estándares. *,**, y *** significa que el parámetro es estadísticamente significativo con un nivel de significancia de 10%, 5% y 1%, respectivamente.
Fuente: Elaboración y cálculos propios.

resultados similares al usar un grupo de 8 países en desarrollo, y otro grupo con 20 países desarrollados. Los resultados anteriores son consistentes con los de otros estudios como Amadou (2007), quien utiliza un panel desbalanceado de 51 países en desarrollo entre 1975 y 2004, y encuentra una relación negativa entre la volatilidad de la tasa de cambio real y la inversión.

III. ESTRATEGIAS Y ACCIONES PARA CONTRARRESTAR LA APRECIACIÓN

La volatilidad no es un fenómeno ante el cual no existan alternativas de respuesta por parte de las autoridades económicas, entendiendo en todo caso las particularidades en cada contexto. Perú ha logrado estabilizar su tasa de cambio a través de altos requerimientos de liquidez a los intermediarios financieros mediante encajes al endeudamiento externo y encajes a depósitos de no residentes. A su vez ha mantenido una elevada acumulación de reservas internacionales (alrededor del 30% del PIB) y un superávit importante en materia fiscal.

Tener flexibilidad cambiaria implica inmensos beneficios, que Colombia debe mantener sin dejar de lado una política de intervención que busque apuntarle al tipo de cambio en coyunturas especialmente difíciles como por ejemplo en situaciones donde la apreciación sea muy marcada.

Lo anterior no implica que desconozcamos que son los elementos estructurales los que dan una respuesta de fondo a este tema. En este frente el ahorro y la disciplina fiscal son centrales y los resultados del Gobierno contundentes. Al respecto, se proyecta que el déficit del Sector Público Consolidado (SPC) en el 2012 ascienda a 1,8% del PIB ($11,3 billones de pesos), lo cual significa que el déficit del SPC se habrá reducido en un 1,8% del PIB respecto a lo proyectado en 2010 ($19 billones de pesos)[2]. Asimismo, el gobierno ha logrado menores monetizaciones netas del Gobierno Nacional Central (GNC) y se modificó el Plan Financiero del 2011 con el fin de reducir las monetizaciones en 384 millones de dólares. De otra parte, se evitó recurrir a la deuda externa, se eliminaron las exenciones de impuesto de renta al pago de intereses de créditos con entidades del exterior, se entregaron facilidades de FINAGRO para apoyar al sector agropecuario y se fiscalizó el pago de regalías a la DIAN. También se efectuaron retenciones en la fuente al crédito externo, se limitó la posición en dólares de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y la emisión de TES de corto plazo en 2012, se eliminó la sobretasa de energía y no se monetizaron las utilidades de ECOPETROL.

IV. CONCLUSIÓN

La tasa de cambio real en Colombia parece tener regresión a la media y una tendencia creciente en el largo plazo, con fluctuaciones amplias alrededor de la misma. Se debe evitar esta vez la típica crisis sobreviniente a la revaluación, máxime cuando la posición de los demás países es abiertamente activa en favor de su competitividad.

Por otro lado, la volatilidad de la tasa de cambio real ha estado acompañada de una clara reasignación de recursos del sector industrial y agrícola hacia sectores no transables, como el comercio y la construcción, pudiendo conducir a un escenario preocupante de volatilidad y destrucción de producción y empleo en sectores transables, justamente al inicio de una década que traerá fuertes flujos de divisas al país. A su vez, la volatilidad de la tasa de cambio afecta negativamente la inversión y la productividad.

Una intervención que modere la volatilidad, sin buscar la defensa de un determinado nivel de la tasa de cambio, es muy importante y conlleva la utilización de distintas herramientas a nivel macroeconómico y de los mercados. Una pasividad frente a fenómenos de alta volatilidad real puede minar la credibilidad de las instituciones y reducir el bienestar de la sociedad. Aunque resulta claro que una política fuerte para estabilizar la tasa de cambio puede tener costos asociados sobre la eficiencia del mercado de capitales, es necesario sopesar con cuidado este balance y encontrar un equilibrio que considere también los efectos

[2] Cifras disponibles hasta el 31 de mayo de 2012. El Marco Fiscal de Mediano Plazo 2012 se publicó el 15 de junio de 2012 y allí se concluía que "se prevé una reducción del déficit del SPC al pasar de 2,0% en 2011 a 1,2% del PIB en 2012".

de una alta volatilidad de la tasa de cambio. Tomando como ejemplo la experiencia peruana, se encuentra que la flotación totalmente libre de la tasa de cambio no es indispensable para el correcto funcionamiento del esquema de inflación objetivo.

Si bien se han tomado diferentes medidas de tipo fiscal con el fin de aportar a la solución al problema, resulta necesario tomar otra clase de medidas que reduzcan la volatilidad de la tasa de cambio real sin afectar el esquema de inflación objetivo ni la credibilidad del banco central, como lo muestran otras experiencias latinoamericanas.

En defensa del marco actual de política cambiaria

José Darío Uribe[1]

I. PRELIMINARES

La economía colombiana ha logrado grandes avances en lo que va corrido del siglo XXI. La tasa de inversión en capital físico se ha más que duplicado. La inversión extranjera directa se ha multiplicado por seis y la de los colombianos en el exterior, que en 2000 era casi insignificante, un decenio después superó los US$6000 millones. Las exportaciones e importaciones han crecido de manera acelerada partir de 2003 y el coeficiente de apertura, medido como la suma de las exportaciones e importaciones como proporción del PIB, ha subido más de cinco puntos porcentuales.

En otras palabras, Colombia es un país que está invirtiendo e insertándose rápidamente en la economía internacional, tanto a través del comercio como de la inversión. Ello ha contribuido a impulsar el crecimiento económico, a la generación de empleo y a reducir los niveles de pobreza. Entre 2002 y 2011, el crecimiento del PIB per cápita anual promedio fue aproximadamente de 3,2%, cifra superior a la observada en las décadas del 90 y 80 y similar a la de los años 70. Así mismo, la tasa de desempleo, que comenzó la década pasada en casi 20%, terminó 2011 en 10%, y los niveles de pobreza también han caído en años recientes. Estos son, sin duda, logros significativos, producto de acciones de política y el aprovechamiento de condiciones externas favorables.

La mayor integración de la economía colombiana en la economía mundial no solo es fuente de mayor crecimiento del producto y el empleo; también lo es de una mayor volatilidad. Los precios internacionales de las exportaciones son volátiles. Las elasticidades de corto plazo de la oferta y la de-

[1] Gerente General, Banco de la República.

manda de los bienes básicos son bajas, con lo cual cambios en cualquiera de estas variables generan fuertes fluctuaciones en sus precios. Lo mismo ocurre con los flujos de capital, que entran a los países en grandes cantidades y posteriormente salen, en algunas oportunidades, de manera súbita. El crecimiento mundial depende cada vez más del comportamiento de las economías emergentes, las cuales, con excepción de lo ocurrido en años recientes, son más volátiles.

La volatilidad de las variables externas afecta, directamente, el ingreso nacional, las exportaciones y las importaciones, las cuentas fiscales y la disponibilidad y el costo del endeudamiento externo e, indirectamente, el gasto agregado, el PIB, el empleo, la tasa de interés y la tasa de cambio. Dicha volatilidad podría reducirse, o incluso eliminarse, cerrando la economía al resto del mundo. Sin embargo, se perderían los enormes beneficios derivados de la inserción en la economía mundial, por lo cual esta no es una opción responsable. Después de la Segunda Guerra Mundial, todos los países que han logrado salir de la pobreza, o lo están haciendo de manera acelerada, se han integrado en la economía mundial.

Lo que hay que hacer es diseñar un marco de políticas macro y microeconómicas que facilite el ajuste de la economía a los cambios en las condiciones externas. Como veremos a continuación, el país ha hecho enormes avances en el campo macroeconómico y cuenta con un marco de políticas que ha permitido reducir significativamente la volatilidad del producto y la vulnerabilidad externa. Recordemos que, por ejemplo, de las economías grandes de la región, Colombia fue la que mejor respondió a los retos provenientes de la crisis internacional de 2008 y 2009, a pesar de haber recibido un choque externo negativo adicional con el cierre del comercio con Venezuela en 2009. En este marco, la flexibilidad cambiaria juega un papel fundamental.

II. CREDIBILIDAD, FLEXIBILIDAD CAMBIARIA Y POLÍTICA MONETARIA CONTRACÍCLICA

El marco de política macroeconómica que ha desarrollado el país en lo corrido de este siglo, y en el que se plasmaron las lecciones de la experiencia de los años 90, está compuesto, además de la profundización de la inserción internacional (incluyendo los TLC), de una política fiscal responsable, de una regulación y supervisión financiera eficiente y de una estrategia monetaria de inflación objetivo. En esta estrategia, la política monetaria tiene por objeto mantener una inflación baja y estable y suavizar las fluctuaciones económicas a través de acciones contra-cíclicas. Asimismo, busca contribuir a la estabilidad financiera mediante el control de excesos de endeudamiento y toma de riesgo.

La credibilidad del banco central es fundamental en el esquema de inflación objetivo. Si el banco central no es creíble, un choque que genere una devaluación fuerte de la moneda local y una caída del producto probablemente llevará a que, si el banco reduce y mantiene baja la tasa de interés, la devaluación se traslade rápidamente a la inflación y el país entre en una espiral inflacionaria (ej. Ecua-

dor 1999). O, por el contrario, si el banco contiene la devaluación vendiendo reservas y restringiendo la oferta monetaria, las tasas de interés aumentarán y acentuarán la desaceleración de la economía. La credibilidad es un elemento central de una política monetaria contra-cíclica y se gana cumpliendo la meta de inflación y actuando oportunamente para corregir desviaciones de la misma.

La flexibilidad cambiaria también es fundamental. Además de dar autonomía al banco central para alcanzar sus objetivos de inflación y suavización del producto, los movimientos de la tasa de cambio contribuyen a amortiguar los choques que recibe la economía. En Colombia, los choques más significativos son de origen externo e involucran los precios internacionales y la demanda de nuestras exportaciones, así como la disponibilidad y el costo del endeudamiento externo. Por ejemplo, puesto que el petróleo es el principal producto de exportación de Colombia, una caída fuerte de su precio internacional (y la misma lógica aplica de manera inversa si sube) baja el ingreso nacional y, con él, el gasto agregado. Además, disminuye el precio de la gasolina. Sin embargo, en la medida en que el peso se deprecia al mismo tiempo, la devaluación modera los efectos negativos iniciales sobre el gasto, el producto y los precios. La tasa de cambio flexible sirve, entonces, de amortiguador.

En resumen, la credibilidad y la flexibilidad cambiaria son pilares fundamentales del marco de política monetaria contra-cíclica. Cuando la economía recibe un choque externo negativo que disminuya el ingreso nacional, el gasto y los precios, el banco central reduce la tasa de interés para impulsar la demanda interna y estimular la actividad productiva y el empleo. La reducción de la tasa de interés, a su vez, viene acompañada de la devaluación real de la moneda local, lo cual favorece la actividad económica de los sectores transables. Asimismo, cuando la economía recibe un choque externo positivo que eleva el ingreso nacional, el gasto agregado y el endeudamiento, el banco central sube la tasa de interés y contribuye a la suavización del ciclo económico. En este caso, el incremento de la tasa de interés es moderado por los efectos de la apreciación de la moneda local sobre la actividad económica y los precios.

Las bondades de este esquema contrastan con las debilidades y vulnerabilidades que surgirían en Colombia de limitar fuertemente la volatilidad de la tasa de cambio con el uso de instrumentos monetarios. La defensa de un nivel específico de tasa de cambio desembocaría, como lo hemos aprendido de experiencias propias y ajenas, en políticas monetarias pro-cíclicas. Esto sería a todas luces inconveniente. Asimismo, la búsqueda de la estabilidad de la tasa de cambio mediante la intervención masiva no esterilizada reduce las tasas de interés e inunda la economía de liquidez, alimentando excesos crediticios y burbujas en precios de activos. Esto, junto con los indeseados descalces de monedas y plazos propios de sistemas de tipo de cambio fijo o semi-fijo, crea tensiones y vulnerabilidades financieras que, de no ser controladas, terminan en profundas crisis. Por último, si la intervención cambiaria masiva es esterilizada, ella viene acompañada de altos costos cuasi-fiscales

que, más temprano que tarde, hacen insostenible la estrategia.

III. REVALUACIÓN, SECTORES TRANSABLES Y COMPETITIVIDAD

La flexibilidad cambiaria es fundamental para el buen funcionamiento de economías como la colombiana, pequeñas, abiertas, productoras de bienes básicos y con fuertes rigideces en su mercado laboral y en sus finanzas públicas. Sin embargo, frente al auge externo que están teniendo en Colombia los sectores minero-energéticos, algunas ramas de la industria manufacturera y el sector agropecuario están perdiendo competitividad por la apreciación real del peso. ¿Qué hacer para que esos sectores transables que no están en "bonanza", mantengan o incluso aumenten sus niveles de competitividad?

Lo primero es identificar correctamente los orígenes de la apreciación de la moneda. En Colombia, la apreciación real del peso se explica principalmente por dos tipos de factores. Los primeros están asociados a la expansión del sector minero-energético. Colombia cada año produce más petróleo y minerales y los precios internacionales de estos productos han crecido de manera significativa a partir de 2004. Esto aumenta el valor de las exportaciones de dichos bienes y atrae grandes flujos de inversión extranjera para su explotación, elevando la oferta de divisas y apreciando el peso.

Los segundos están asociados a los enormes avances macroeconómicos descritos a comienzos de la presentación. Colombia ha disminuido la vulnerabilidad de sus finanzas públicas al reducir su nivel de deuda como proporción del PIB y cambiar la composición de monedas de la misma. Cuenta, además, con un sistema financiero sano. En contraste, la posición fiscal y el sector financiero de economías avanzadas se han deteriorado fuertemente. En estas circunstancias, el atractivo de los activos colombianos aumenta y su riesgo relativo se reduce y se mantiene bajo por largo tiempo. En consecuencia, el peso se valoriza.

Estos factores no son fenómenos de corto plazo que pueden ser controlados o compensados única, o principalmente, con medidas cambiarias o monetarias. Como lo he dicho en múltiples oportunidades, se requiere acciones decididas y perdurables del sector público y del sector privado que incrementen el ahorro macroeconómico, reduzcan costos (aumenten productividad) y agreguen valor (innovación). Estos son temas profundos, ciertos y perdurables, que contrastan con el énfasis de varios sectores de opinión en temas cambiarios y monetarios, cuyos efectos en este campo son inciertos y transitorios.

Más específicamente, el ahorro macroeconómico debe aumentar y financiar con recursos internos una proporción creciente de la inversión. De esta forma, la necesidad de ahorro externo se reduce y, con ella, la oferta de divisas y la revaluación. Como se espera y conviene que la tasa de inversión se mantenga alta por un período prolongado, también se requiere que el ahorro interno aumente de manera sostenida y significativa.

Adicionalmente, con el fin de moderar la volatilidad de la economía ante choques exógenos, se necesita que el ahorro interno tenga un componente pro-cíclico importante (aumente en "boom" y viceversa). Así pueden ser moderados los excesos de gasto y crédito que tienden a generarse en fases de expansión económica. El efecto benéfico de esto es una menor variabilidad del producto y el empleo y una menor volatilidad cambiaria. Por ejemplo, en períodos de términos de intercambio altos y fuertes entradas de capitales es usual que la demanda interna y el crédito local crezcan rápidamente y la moneda local se aprecie en términos reales. Un aumento del ahorro en esta situación modera el crecimiento del gasto y reduce las entradas netas de capitales, mitigando la revaluación.

Varias acciones de política fiscal recientes, como la reforma de las regalías y la conformación de fondos de ahorro y estabilización, apuntan en esta dirección. La definición de los parámetros y detalles de la regla fiscal son un paso fundamental en ese sentido.

Asimismo, para compensar la pérdida de competitividad en sectores transables resultante de la apreciación real del peso, son necesarias acciones del sector privado y público que reduzcan los costos de producción (aumenten productividad) y agreguen valor (innovación). En lo que compete al Estado, todo lo que promueva mejoras a la productividad general de la economía a distintos plazos es fundamental. Acciones realizadas por el actual Gobierno Nacional, dirigidas a reducir los aranceles sobre las importaciones de bienes intermedios y de capital, y bajar los sobrecostos en la provisión de energía, disminuyen los costos de producción en el corto plazo y aumentan la competitividad de las empresas. El desarrollo de la infraestructura de transporte tendría efectos positivos a mediano plazo, y la mejora de la calidad de la educación y la salud son indispensables para subir la productividad a largo plazo.

El Estado puede también favorecer la innovación y la adopción de mejoras tecnológicas por parte del sector privado mediante la eliminación de privilegios y barreras a la competencia. En la última década se ha registrado un salto en la inversión y una mejora tecnológica en varios sectores. El reto es profundizar ese proceso.

IV. EL PAPEL DEL BANCO DE LA REPÚBLICA

¿Cuál es la contribución del Banco de la República en este contexto? Como se mencionó inicialmente, la principal contribución de la política del Banco consiste en el mantenimiento de una tasa de inflación baja y estable, la suavización de las fluctuaciones económicas a través de una política contra-cíclica y la contribución a la estabilidad financiera mediante el control de descalces y de excesos de apalancamiento.

Esto no implica que el Banco sea indiferente ante los movimientos de la tasa de cambio. Todo lo contrario. Los movimientos de la tasa de cambio afectan el crecimiento del producto y su composición, e inciden sobre la inflación y las cuentas externas. Por ejemplo, una apreciación sostenida

atenúa las presiones inflacionarias, directamente al abaratar los productos importados, e indirectamente a través de su efecto en la demanda de productos locales y la brecha del producto. Estos efectos se incorporan en nuestro marco analítico y en el proceso de toma de decisiones de política monetaria, y tienden a mantener las tasas de interés en niveles más bajos que los que se observarían si se estuviera presentado un fenómeno sostenido de devaluación.

Adicionalmente, el Banco de la República ha intervenido activamente en el mercado cambiario. De hecho, hoy el país cuenta con un nivel de reservas internacionales más de tres veces superior al que tenía hace menos de una década. Actualmente está comprando, con el compromiso de hacerlo en montos diarios mínimos de US$20 millones hasta, al menos, el 2 de noviembre de 2012. Las compras de reservas siempre parten de análisis cuidadosos de costo y beneficios, y de oportunidad, siendo responsables con el país e incorporando el hecho que la esterilización de la acumulación de reservas cuesta (en la actualidad, cerca de $9000 millones por cada US$100 millones comprados).

Además, nunca se hacen compras de reservas internacionales en magnitudes y formas que erosionen la credibilidad y reputación del banco central, u obstaculicen en exceso el desarrollo de segmentos importantes del sistema financiero. Lo primero, como vimos antes, dificultaría el logro de los objetivos de la política monetaria. Lo segundo se presentaría si la esterilización de grandes compras de reservas se lleva a cabo mediante medidas que repriman al sistema financiero o encarezcan su labor de intermediación, como los encajes, por ejemplo. Esto dificultaría el acceso de una gama amplia de la población a los servicios financieros, con efectos negativos sobre la equidad y la eficiencia, e impediría o retrasaría el desarrollo de un sistema financiero que pueda absorber eficientemente las fluctuaciones en los flujos externos.

El Banco de la República ha intervenido en el mercado cambiario para tener reservas internacionales en niveles que garanticen los pagos internacionales del país y minimicen su vulnerabilidad ante choques externos. Adicionalmente, lo ha hecho para corregir desalineamientos de la tasa de cambio (esta es el precio de un activo) o moderar episodios de volatilidad cambiaria excesiva (en especial, de turbulencia financiera). El Banco es consciente de que movimientos bruscos o tendencias injustificadas de la tasa de cambio son costosos, y que en esas circunstancias las acciones del Banco suelen ser efectivas. La intervención es esterilizada en una magnitud tal que sea coherente con el logro de las metas de inflación y de suavización del ciclo económico.

Desde junio de 2008, y después de haber empleado diversas formas de intervención, el Banco ha acumulado reservas internacionales cercanas a los US$10.000 millones mediante la compra preanunciada de montos fijos diarios, hasta el momento de US$20 millones. Anteriormente habíamos aprendido que intervenciones grandes y discrecionales generan dudas sobre la defensa de un nivel específico de tasa de cambio, y atrae ataques especulativos.

Con base en la experiencia nuestra, y de otros países (Israel y Chile), consideramos que, hasta ahora, el esquema de compras diarias preanunciada es el más efectivo y el de menor costo.

Por último, el funcionamiento del esquema monetario y cambiario del Banco de la República se basa en medidas regulatorias permanentes de los descalces de monedas y de liquidez en moneda extranjera de los intermediarios financieros. Esto es fundamental para garantizar un grado de flexibilidad cambiaria tal que permita la operación de una política monetaria contra-cíclica. Igualmente, en algunas ocasiones, cuando se han acumulado riesgos de liquidez, apalancamiento excesivo o descalce de monedas del sector real, el Banco ha recurrido a controles de capitales temporales en la forma de requisitos de depósitos no remunerados sobre el endeudamiento externo.

V. RESUMEN Y CONCLUSIÓN

Colombia se ha beneficiado enormemente de la inserción en la economía mundial, la cual no solo es fuente de crecimiento sino también de mayor volatilidad. Dicha volatilidad no puede eliminarse sin sacrificar los beneficios de la integración a la economía mundial. La opción que tienen economías pequeñas, abiertas y productoras de bienes básicos, como Colombia, es diseñar políticas macro y microeconómicas que mitiguen la volatilidad y faciliten los ajustes a cambios en condiciones externas. Eso es lo que ha hecho el país en lo corrido de este siglo, desarrollando un marco de políticas fiscal, financiera y monetaria que ha dado inmensos frutos.

Para maximizar el crecimiento del PIB y el empleo que sea sostenible es fundamental un Banco Central que pueda ejecutar políticas monetarias contra-cíclicas, lo cual requiere flexibilidad cambiaria y credibilidad. Para enfrentar presiones persistentes a la revaluación es fundamental el aumento del ahorro, tanto público como privado... Así mismo, se requieren acciones microeconómicas que reduzcan costos (aumenten productividad) y agreguen valor (innovación).

El Banco de la República incorpora los movimientos de la tasa de cambio en su instrumental de análisis y de acciones de política, interviene en el mercado cambiario, ha establecido una regulación cambiaria permanente que facilita la operación de una política monetaria contra-cíclica y ha impuesto controles temporales a los flujos de capital. La compra pronunciada de dólares en montos fijos diarios ha sido hasta el momento la forma de intervención más efectiva. La intervención debe ser esterilizada y cuesta.

En síntesis, durante lo corrido del siglo hemos sido exitosos en diseñar un marco macroeconómico que ha permitido reducir significativamente la volatilidad del producto y la vulnerabilidad externa. Defendámoslo y perfeccionémoslo en las áreas donde el avance ha sido menor. En el campo de la política monetaria y cambiaria el progreso ha sido enorme.

Intervención cambiaria en el Perú

Adrián Armas[1]

Luego de 23 años de continuas crisis de balanza de pagos, en 1990 el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) decide apostar por un proyecto de largo plazo que permita evitar la recurrencia de esos precedentes y centra así sus esfuerzos en construir una política monetaria independiente para el Perú. Este cambio se da luego de la dolorosa crisis que el país sufrió a lo largo de la década de los años 80, mucho más profunda que en otros países de la región, y que hizo retroceder al Perú en términos del ingreso per cápita a niveles observados en la primera mitad de la década del sesenta.

I. LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÚ

Las crisis de balanza de pagos que este país suramericano sufrió entre las décadas de los años sesenta y ochenta desembocaron en una hiperinflación cuyas consecuencias aún persisten con el alto grado de dolarización financiera que todavía se registra[2]. Perú, a diferencia de otros países que experimentaron hiperinflaciones en el mismo periodo, escogió un camino más largo para lograr su recuperación y estabilización. En particular, apostó por un proceso que permitiera ganar credibilidad en el largo plazo, en vez de importarla de un tercer país a través de la fijación del tipo de cambio. Este proceso le permitió al Perú salir de la hiperinflación y lograr en una década reducir la inflación del 56,7% en 1992 a 1,5% en 2002. A partir de dicho año se adoptó un esquema de meta de inflación, manteniendo la inflación en niveles internacionales desde entonces.

Perú llegó a este esquema de política monetaria (en el que se anuncia un compromiso explícito con

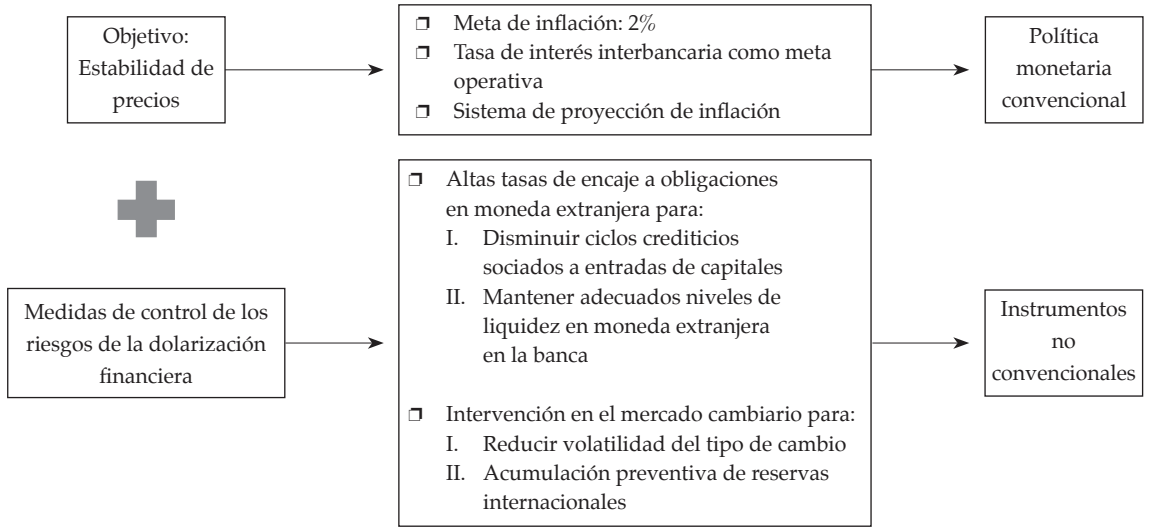
[1] Este documento es el resumen de la presentación de Adrián Armas Rivas, Gerente Central de Estudios Económicos del Banco Central de Reserva del Perú, elaborado por Germán Rodríguez, Asistente de Investigación de Fedesarrollo.

[2] La hiperinflación en Perú generó una pérdida de confianza en las instituciones económicas del país, lo que condujo a la dolarización financiera. Además, agravó los problemas de pobreza y desempleo, atacó la producción nacional y redujo el ingreso per cápita, al tiempo que hizo caer fuertemente las reservas internacionales.

un valor objetivo de la inflación) basado en la idea que si un banco central no ancla sus expectativas de inflación en un nivel bajo, poco podría hacer para adoptar medidas anti-cíclicas consistentes; de ahí la importancia en que el BCRP mantenga su credibilidad en este proceso. No obstante, dado que la economía peruana tiene un alto nivel de dolarización financiera, no se puede dar el lujo de tener una alta volatilidad cambiaria como en otros países de la región. Aunque las fluctuaciones del tipo de cambio cumplen un rol que les permite absorber choques externos, su margen de maniobra es limitado; por ejemplo, una depreciación del orden del 40% o 50% (como el experimentado por algunas economías de la región a raíz de la crisis financiera internacional del 2008) puede afectar fuertemente a familias y empresas que tienen deudas en dólares pero cuyos ingresos se encuentran en moneda nacional. Por ello, si bien la estabilidad financiera no es el mandato central del BCRP, este incorpora el uso de encajes e intervenciones cambiarias con el objetivo de reducir la volatilidad del tipo de cambio y evitar potenciales problemas de solvencia financiera que pudieran obstruir o reducir los canales de transmisión de la política monetaria. Las intervenciones cambiarias además le permiten al BCRP acumular de manera preventiva reservas internacionales, las cuales son indispensables para afrontar escenarios macroeconómicos adversos, más aún en el actual contexto internacional.

De esta manera, el BCRP sigue un esquema de metas de inflación que incluye medidas que controlen los riesgos de la dolarización financiera en la economía local a través de instrumentos no convencionales (Esquema 1).

Esquema 1
PILAR DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÚ

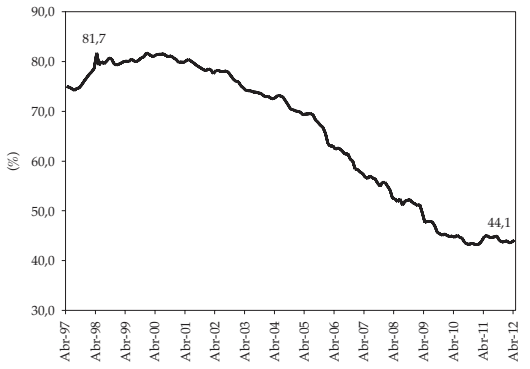


Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

II. ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES COMO FUENTE DE ESTABILIZACIÓN

La pérdida de confianza y credibilidad en la moneda peruana luego de la profunda crisis de los años ochenta llevó a un fuerte proceso de dolarización financiera que está siendo gradualmente revertido en los últimos 10 años. Esto gracias a que la gestión del BCRP ha logrado construir confianza y credibilidad alrededor de la moneda nacional. De hecho, tal como se muestra en el Gráfico 1, la dolarización del crédito al sector privado pasó de ser el 81,7% en abril de 1997 al 44,1% en abril de 2012. Si bien hay una tendencia muy clara a la baja, también se reconoce que todavía continúa siendo significativamente alta, particularmente en el caso de los créditos hipotecarios, pues cerca de la mitad de estos últimos permanece en dólares, lo cual supone una fuente importante de vulnerabilidad.

Gráfico 1
DOLARIZACIÓN DEL CRÉDITO
(como porcentaje del crédito total)*



* Sociedades de depósito.
Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

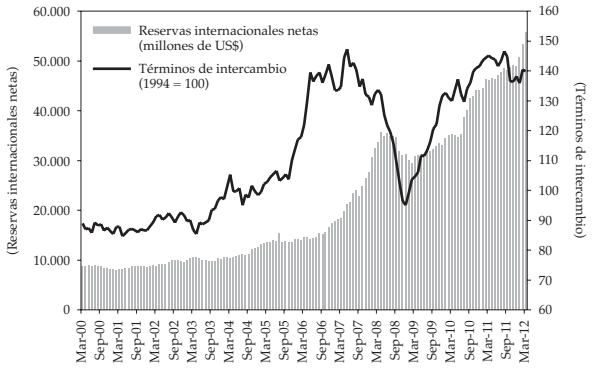
En este orden de ideas, dado que la dolarización financiera conlleva riesgos de liquidez y descalces cambiarios al no existir un prestamista de última instancia en dólares, uno de los consensos internos en el Perú es que la acumulación de reservas internacionales es el camino a seguir para evitar que las crisis de balanzas de pagos, con sus consecuentes periodos de escasez, desajustes y pérdidas de reservas, vuelvan a ocurrir. Así, tal como se observa en el Gráfico 2, las reservas internacionales netas pasaron de cerca de 8.000 millones de dólares en el año 2000 a más de 50.000 millones de dólares en 2012.

Esta acumulación de reservas se da en un contexto de crecimiento importante de los términos de intercambio, lo que a su vez exige tener precaución, puesto que estos pueden ser también una fuente de incertidumbre (la volatilidad de los términos de intercambio en la última década es mas del doble de la observada durante los noventa[3]), al depender de la situación de la economía mundial.

En este sentido, el BCRP puede apoyar con liquidez en dólares para reducir la probabilidad que una depreciación significativa y abrupta en una economía parcialmente dolarizada, desencadene problemas al sector real y financiero.

[3] Medida como la desviación estándar de los desvíos de los términos de intercambio respecto a su tendencia.

Gráfico 2
ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES Y TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú.

Ahora bien, ¿Cómo ha sido este proceso de acumulación de reservas internacionales en tan poco tiempo y cómo se ha esterilizado las intervenciones cambiarias para hacerlas consistentes con el nivel de la tasa de referencia de política monetaria? Para responder esta pregunta, es necesario entender en primer lugar, la relación entre el ahorro fiscal en este periodo y sus implicancias como principal fuente de esterilización de las intervenciones cambiarias del banco central. En el caso del Perú, cuando el sector minero paga sus impuestos (provenientes de los ingresos extraordinarios del boom de *commodities*), los vende en el mercado cambiario. Esto genera una oferta muy importante de dólares que presiona a la baja el tipo de cambio, y ante lo cual el BCRP interviene como comprador en el mercado cambiario. Sin embargo, por otro lado, el fisco ha generado superávits fiscales con parte de estos ingresos extraordinarios de la minería, determinando un ahorro que ingresa al BCRP en moneda nacional y que permite apoyar la intervención en el mercado cambiario, comprando los dólares y acumulándolos en el exterior. Como resultado de las operaciones mencionadas, las reservas internacionales en dólares crecen de forma importante al tiempo que se atenúa la presión a la baja del tipo de cambio y, gracias al boom minero, se mantiene un superávit fiscal importante. Además de este canal directo el superávit fiscal también permite reducir la apreciación real a través de los otros canales macroeconómicos, moderando las presiones de demanda agregada (precios de bienes no transables) y sobre las tasas de interés (influjos de capitales del exterior).

El caso chileno es similar al peruano en cuanto al resultado de un superávit fiscal importante generado a partir de ingresos transitorios del sector minero. En este caso, Chile ahorra los ingresos extraordinarios del cobre que recibe de la empresa estatal y directamente los invierte en el exterior como fondos soberanos, así evita que ingresen a la economía y generen algún tipo de presión. Chile no necesita acumular reservas internacionales con esterilización fiscal como sí lo hace Perú, pero el efecto macroeconómicamente es similar para ambos casos: atenuar la presión apreciatoria de la moneda nacional y generar superávit fiscal.

III. LOS ENCAJES COMO OTRA FUENTE DE CONTROL DE VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO

La segunda fuente de esterilización de la acumulación de reservas internacionales o con el que

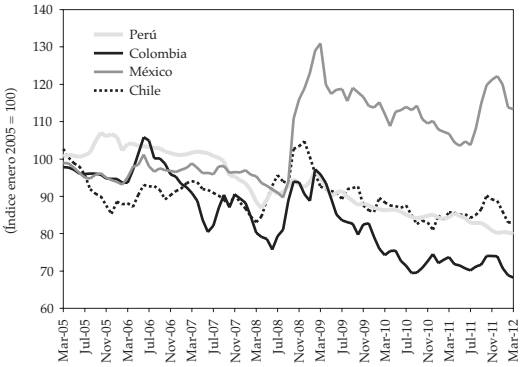
cuenta Perú son los encajes, tanto en soles -moneda nacional- como en dólares. Durante el 2008, el país enfrentó el dilema de tener fuertes influjos de capitales que paralelamente generaban una fuerte presión a la apreciación, situación que debía ser controlada por la autoridad monetaria. En ese contexto se corría el riesgo de sufrir una volatilidad muy fuerte del tipo de cambio que, en una economía financieramente dolarizada, hiciera que afecten la estabilidad del sistema financiero. De esta manera, el BCRP elevó los encajes en soles como mecanismo de esterilización. Adicional a esto, como parte de los pasivos bancarios están también en dólares, fue necesario elevar los requerimientos de encajes para la moneda extranjera, moderando así la expansión de la liquidez y el crédito en dólares en la economía logrando enfrentar las presiones cambiarias que se presentaron.

IV. RESULTADOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN EL PERÚ

Tal como se puede apreciar en el Gráfico 3, la volatilidad en el tipo de cambio en el Perú en los últimos años ha sido menor que en otros países de la región que también aplican el esquema de meta de inflación.

Además, dado que Perú tiene una meta de inflación más baja que los demás países, también registra la menor inflación acumulada entre 2005 y 2012 (24%) frente a niveles muy superiores de los otros tres países (Cuadro 1). Ambos resultados, la baja volatilidad del tipo de cambio para reducir los riesgos de la dolarización financiera y la baja inflación acumulada, demuestran la efectividad que

Gráfico 3
TIPO DE CAMBIO NOMINAL EN LA REGIÓN



Fuente: Bancos Centrales de Perú, Colombia, México y Chile.

Cuadro 1
INFLACIÓN ACUMULADA

País	Inflación Acumulada 2005-2012 (%)
Colombia	31,4
México	35,0
Chile	38,3
Perú	23,8

Fuente: Bancos Centrales de Perú, Colombia, México y Chile.

han tenido las políticas monetarias aplicadas en el Perú desde 2002.

En conclusión, Perú muestra un exitoso manejo de la política monetaria por parte del BCRP, al cumplir los objetivos que la política monetaria se ha propuesto. Primero, mantener una baja inflación por medio de un esquema de meta de inflación y, segundo, reducir la volatilidad cambiaria, para reducir los riesgos sobre la vulnerabilidad financiera que genera una economía financieramente dolarizada como la peruana.

El dolor del dólar

Mauricio Cabrera[1]

En los últimos años el peso colombiano se ha apreciado de manera importante; mientras que a finales del 2003 se pagaba US$0,34 por cada mil pesos, actualmente se paga US$0,57[2]. La revaluación de la moneda es una enfermedad que ya está teniendo consecuencias negativas en varios sectores y el Ministro de Hacienda se pregunta si ya habremos llegado al umbral del dolor de la tasa de cambio, pregunta muy pertinente, pues plantea el debate sobre cual es la tasa de cambio que permite la competitividad del conjunto del aparato productivo colombiano, y no solo de algunos sectores.

Frente a esta realidad son tres los grupos de preguntas que deben tratar de responderse. Primero, ¿Cuál es el Umbral de dolor? y ¿A quién le duele la revaluación del peso?; segundo, ¿La revaluación de las monedas es una Pandemia? ¿Por qué afecta más a unos países que a otros?; y tercero, ¿Existe algún Terapia frente al dolor del dólar? y ¿A quién corresponde aplicarla?

I. ¿CUÁL ES EL UMBRAL DEL DOLOR Y A QUIÉN LE DUELE LA REVALUACIÓN?

El nivel a partir del cual la revaluación del peso frente al dólar empieza a ser nocivo depende del agente económico que se esté considerando; por eso es importante analizar quiénes son los ganadores y los perdedores con la apreciación del peso.

Es claro que la revaluación no le duele a los importadores ni a los consumidores; por el contrario los favorece. Con un dólar más bajo se abaratan los

[1] Banquero de Inversión y Columnista de El País y Portafolio.

[2] En la terminología usual se dice que la tasa de cambio ha pasado de $2.940 a $1.770 en ese período, lo cual muestra la devaluación del dólar. La revaluación del peso se mide en la relación dólares por peso.

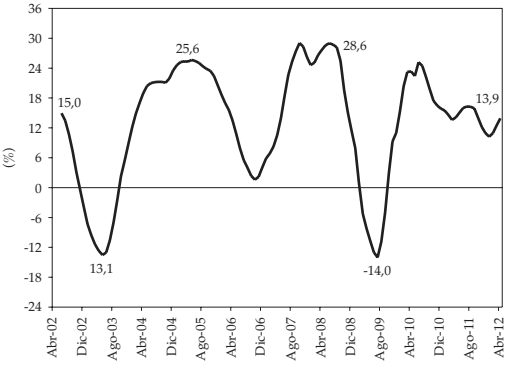
productos del exterior y los almacenes se llenan de toda clase de artículos importados, más baratos que los nacionales. Por eso en los últimos diez años el valor de las importaciones casi se quintuplicó al pasar de 11.000 a 51.000 millones de dólares.

Sin embargo, es importante anotar que los consumidores no se han visto beneficiados en la misma magnitud pues los precios de los productos importados han caído menos que el dólar. En efecto, el componente de productos importados en el IPC solo ha disminuido un 8%, mientras que el precio del dólar ha caído alrededor de 38%, y la tasa de cambio real ha caído más del 20%. La diferencia se explica porque los intermediarios se están quedando con una parte importante del beneficio de la revaluación.

Tampoco les duele revaluación a los deudores que han tenido la oportunidad de conseguir créditos en dólares, pues han pagado menos intereses que si la deuda se hubiera contratado en pesos. En promedio, el diferencial entre las tasas de interés en pesos y en dólares (ajustada por las variaciones en la tasa de cambio) fue superior al 10% anual en la década pasada (Ver Gráfico 1). También este diferencial ha sido muy rentable para el *carry trade*, es decir para quienes han tomado créditos dólares para invertir en títulos denominados en pesos; es un círculo vicioso pues el ingreso de dólares por el *carry trade* presiona la revaluación.

Al Banco de la República solo le duele la revaluación cuando el precio del dólar se ubica por debajo de un rango de $1.750 a $1.800. La señal que el Banco está enviando al mercado es que

Gráfico 1
MARGEN EXTERNO - ACTIVO LIBOR
TASA INTERNA - TASA EXTERNA
PROMEDIO MÓVIL - 6 MESES)



Margen Pasivo Libor: ((1+Dev. dólar)(1+Libor 3m)-(1+DTF Tot))*100. Margen Activo Libor: ((1+Dev. dólar)(1+Libor 3m)-(1+Tasa Coloc. Tot))*100.
Nota: Los datos anuales son el promedio de los meses de cada año.
Fuente: Banco de la República, Subgerencia de Estudios Económicos.

este es el nivel que considera de equilibrio y que es el adecuado para permitir la competitividad de la producción colombiana. El Banco reactivó sus compras de 20 millones de dólares diarios cuando el precio del dólar amenazó bajar de ese nivel, pero el año pasado suspendió esas compras cuando el dólar subió un poco e inclusive anunció que iba a volver a vender hasta 200 millones de dólares si la TRM subía más de $38 en un día.

A pesar de las discusiones internas y de la opinión disidente de algunos miembros de su Junta Directiva, la preferencia revelada del Banco es que está tranquilo con una tasa de cambio que no baje mucho por debajo del nivel de los $1.800. Con estas decisiones el Banco le está diciendo al país

que considera que una tasa de cambio cercana a $1.800 por dólar es adecuada y competitiva, que no considera necesario defenderla por encima de ese nivel y, lo peor de todo, que va a intervenir para que no suba mucho más. En la práctica el Banco le ha puesto un techo al precio del dólar y el mercado ha tomado atenta nota.

Una hipótesis de por qué es tan bajo el umbral del dolor de la autoridad monetaria puede ser por el beneficio que le reporta la tasa de cambio como ancla anti-inflacionaria ,como ya lo hizo en la década los noventa con los desastrosos resultados de la recesión del fin de siglo. En efecto, al ver la evolución del Índice de Precios al Productor (IPP), que ha crecido 40,8% en la última década, se observa que los precios de productos domésticos producidos y consumidos han aumentado casi 60% mientras que el precio de los productos importados ha caído 8%; es decir que son los precios de los importados los que han evitado una mayor inflación.

La revaluación si les duele, y mucho, a todos los productores nacionales, industriales y agrícolas, El sector exportador es muy afectado por la revaluación, ya que cada vez recibe menos pesos por sus ventas al exterior enfrentándose así a un dilema perdedor: o pierden dinero vendiendo a precios inferiores a sus costos o pierden clientes por no poder ofrecer precios competitivos. Algo similar le sucede a los productores que venden en el mercado doméstico y tienen que competir con bienes y servicios importados. La tasa de cambio pasó hace mucho el umbral del dolor para estos sectores que cada vez son menos competitivos.

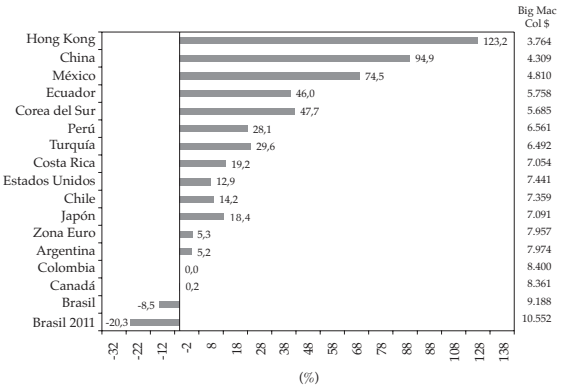
Es evidente que la competitividad depende de muchos factores como la infraestructura, comunicaciones, la productividad de los factores o la fortaleza de las instituciones, pero también depende de la tasa de cambio. Esta no se puede medir por sus fluctuaciones de corto plazo, sino que se deben comparar los niveles de costos y precios en los distintos países. Una forma de hacerlo es con la teoría de la Paridad del Poder Adquisitivo (PPP, por su sigla en inglés), según la cual la tasa de cambio está en equilibrio cuando los niveles de precios domésticos de los dos países son iguales después de convertirlos con esa tasa de cambio.

Una forma popular de aplicar esta teoría es el "Índice Big Mac" de la revista The Economist. Según la teoría PPP el precio de una hamburguesa (US$4,20 en Estados Unidos) debería ser similar en todos los países al dividir el precio doméstico por la respectiva tasa de cambio. Colombia tiene el dudoso honor de estar entre el grupo de países menos competitivos pues el precio doméstico de la hamburguesa es US$4,71, es decir que la tasa de cambio está sobrevaluada en un 12%.

El Índice Big Mac está construido con base en el dólar, pero con la misma metodología se puede medir la competitividad del peso colombiano frente a las monedas de nuestros principales socios comerciales y de los países con los que tenemos que competir en los mercados internacionales. Los resultados son muy preocupantes.

En el gráfico las barras hacia la derecha corresponden a países donde, con la tasa de cambio actual,

Gráfico 2
ÍNDICE BIG MAC
DEVALUACIÓN O REVALUACIÓN DE SOCIOS COMERCIALES DE COLOMBIA FRENTE AL PESO



Fuente: McDonald's, The Economist-Oanda.

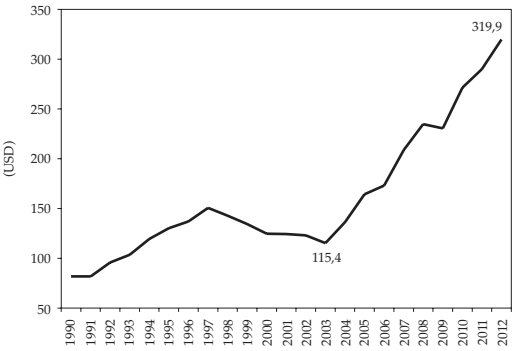
el precio de la Big Mac (última columna) es más barata que en Colombia, es decir que nuestra moneda está sobrevaluada y no somos competitivos.

Mientras que la Big Mac en Colombia vale $8.400, solo en Brasil es más cara ($9.188)[3]. En todos los demás países este indicador de una canasta de bienes vale menos; en algunos casos muchísimo menos. En China $4.309 y en México $4.810. Si los precios en Colombia son un 95% más altos que en China, o un 74% más que en México, cómo pretendemos competir con los productos de esos países? ¿Cabe alguna duda de que esta sea una de las causas de la inundación de productos chinos en los almacenes y las calles de todas nuestras ciudades? ¿o que la importación de carros de México esté creciendo a un ritmo vertiginoso? ¿O que los déficit comerciales con estos dos países sean de 5.700 y 5.200 millones de dólares respectivamente?

Ahora que se están negociando TLCs con Corea y Turquía, es necesario resaltar que los precios en Colombia son respectivamente un 48% y un 30% más altos que en esos dos países. La competencia que tendrán que afrontar los productores colombianos es pelea de toche con guayaba madura.

Podría decirse que las protestas de los productores son solo chillidos de los ricos por defender sus utilidades, porque a los trabajadores sí les va bien con la revaluación dado que el salario mínimo medido en dólares ha subido casi 180% al pasar de 115 a 320 dólares en los últimos nueve años.

Gráfico 3
SALARIO MÍNIMO
EN DÓLARES



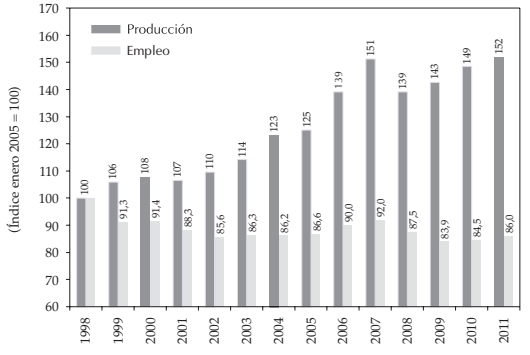
Fuente: Banco de la República.

[3] Nótese que para Brasil se presentan dos valores. En el 2011 el real estaba sobrevaluado un 20% respecto del peso, pero con las medidas de choque adoptadas este año por el gobierno brasileño, la sobrevaluación se redujo a menos de la mitad (8,5%).

Es una doble falacia. Primero, porque los trabajadores pagan su mercado en pesos y en esta moneda el salario solo ha subido 8%; segundo, porque con ese enorme aumento de los costos laborales, en todo el sector de bienes transables la reacción lógica y necesaria de los empresarios es reducir costos, y la principal forma de hacerlo es botando trabajadores. Es paradójico que muchos analistas, incluido el Banco de la República critican un aumento del salario mínimo de 1 o 2% por encima de la inflación, porque supuestamente desestimula la creación de empleo, pero no les preocupa un aumento de 180% en el salario medido en dólares.

Por lo tanto, a los trabajadores también les duele la revaluación porque destruye empleos. El caso de la industria manufacturera es dramático, tal como se muestra en el Gráfico 4: desde el año 1998 la producción industrial ha aumentado 52%, con un 16% menos de trabajadores. Con la revaluación las empresas se vuelven menos competitivas y por este motivo buscan automatizar los procesos

Gráfico 4
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN Y EMPLEO EN LA INDUSTRIA



Fuente: DANE. Cálculos propios.

utilizando menos manos de obra. Es un aumento de la productividad que es una consecuencia de la revaluación, y no una de sus causas como afirma el Banco de la República. No hay que olvidar que los subsidios e incentivos tributarios para la compra de maquinaria han contribuido a este proceso.

Este problema es particularmente grave en un país que no produce bienes de capital sino que los importa, ya que la sustitución de trabajo por máquinas no genera migración de empleo de la industria de bienes de consumo hacia la productora de bienes de capital, con lo que el aumento de empleo se registra en otros países.

A las autoridades económicas como el DNP y al Ministerio de Hacienda sí les debería preocupar la revaluación porque esta frena el crecimiento al desplazar la demanda interna hacia la compra de bienes importados. Esta es uno de los síntomas de la "enfermedad holandesa" y se nota en los datos más recientes de la industria y el comercio: mientras las ventas del comercio minorista aumentaron en el primer trimestre del año 5,1%, la producción industrial disminuyó 1%. La gente sigue comprando más, pero productos importados y no nacionales.

El impacto negativo sobre el crecimiento es claro. En los dos últimos años la demanda interna creció el 14,4%, pero el PIB solo creció el 10% debido a que buena parte de la demanda se desplazó a las importaciones que crecieron 35% en ese período. El optimista diría que si no hubiera sido por esa "filtración", la fortaleza de la demanda interna se habría traducido en un mayor aumento del PIB,

pero el pesimista dirá que solo hubiera sido una mayor presión inflacionaria.

Para quienes la revaluación tiene consecuencias negativas el nivel de la revaluación ya pasó el umbral del dolor, actualmente está destruyendo una parte importante de la economía nacional y es urgente tomar medidas para que las consecuencias no sean aún más nocivas. Para esto es importante determinar si la revaluación de la moneda es un problema local, o si por el contrario, es una pandemia universal frente a la cual no es posible actuar.

II. ¿ES LA REVALUACIÓN UNA ENFERMEDAD UNIVERSAL?: COLOMBIA FRENTE A OTROS PAÍSES

La presión para la revaluación de las monedas frente al dólar es una epidemia universal, provocada por un Tsunami monetario -así lo llamó la presidenta del Brasil-, una verdadera inundación de miles de millones de dólares y de euros salidos de las imprentas de los bancos centrales en la forma de préstamos muy baratos, casi regalados, a los bancos comerciales de esos países para evitar que se quiebren y para tratar de reactivar sus economías.

Solo en Estados Unidos en cuatro años se triplicó la base monetaria, pasando de 862.000 millones a 2,7 billones de dólares, como consecuencia de la decisión política de devaluar el dólar para disminuir el déficit en su balanza de pagos, estimular el crecimiento y la creación de empleo. El resultado, una caída del 15% en el precio promedio del dólar frente a la canasta de monedas de sus socios comerciales.

Ese Tsunami monetario ha golpeado las playas de países como Brasil y Colombia en la forma de oleadas de dólares buscando alternativas de inversión de corto plazo que encontraron buen puerto en estas latitudes con tasas de interés mucho más altas que en sus países de origen.

En medio de esa coyuntura global, Colombia ha resultado ser el país más infectado, es decir el que ha permitido una mayor revaluación de su moneda. Así se confirma al ver las tasas de cambio reales calculadas por el *Bank of International Settlements* (BIS) (Cuadro 1), tanto en la última década, como en los últimos 5 años.

Otros países han combatido más resueltamente la epidemia. Por ejemplo, las autoridades brasileñas no se han quedado impávidas frente este ataque a

Cuadro 1
TASA DE CAMBIO EFECTIVA CALCULADA POR EL BIS

País	2001-2012 (%)	2007-2012 (%)	Cta Cte/ % del PIB
Colombia	32,2	21,3	(2,8)
Brasil	22,3	0,8	(2,1)
Argentina	(81,9)	(27,3)	(0,5)
México	(37,9)	(18,1)	(0,8)
Perú	13,2	13,0	(1,3)
Chile	18,0	2,6	(1,3)
Estados Unidos	(22,1)	(0,5)	(3,1)
Corea	(12,4)	(23,9)	2,0
China	5,3	16,3	2,8
Euro	18,8	(7,3)	n.d

(+) Revaluación (-) Devaluación.
Nota: Datos al 25 de Mayo de 2012.
Fuente: Bank for International Settlements - BIS.

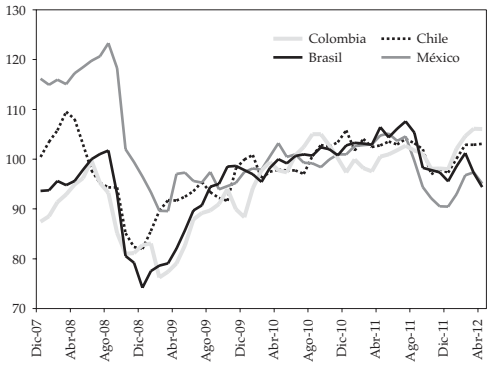
su moneda, ni se resignan con el pretexto de que es un mal que aqueja también a sus vecinos. El ministro de Hacienda, Guido Mantega, le hizo eco a su presidenta declarando enfáticamente que *"el Gobierno no asistirá impasible a la guerra cambiaria, tenemos que defendernos"*, y que *"el Gobierno continuará adoptando medidas para impedir que el real se valorice y perjudique la producción brasileña"*.

La medida más reciente fue extender un impuesto del 6% a las Operaciones Financieras (IOF) a los créditos externos con plazo hasta de tres años; además el Banco Central de Brasil ha bajado sus tasas de interés y está comprando más dolares. Si esto no fuera suficiente se están discutiendo otras opciones como imponer el IOF sobre compras de acciones locales por parte de extranjeros o cobrar una tarifa sobre el capital que entre a Brasil disfrazado de Inversión Extranjera Directa (IED) pero que se destina a especular en el mercado de valores.

En el Gráfico 5, se observa como con estas medidas Brasil ha logrado devaluar su moneda en los últimos meses. Se observa en el mismo gráfico que, a diferencia de los vecinos Brasil, Chile y México, el peso colombiano fue el único que se revaluó entre 2007 y 2012.

Al mirar los fundamentales de la economía se observa que estos apuntan a que Colombia debería tener una tasa de cambio más devaluada. En primer lugar, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos hace evidente la vulnerabilidad externa, y según los datos del BIS, Colombia tiene el déficit más grande, (Cuadro 1).

Gráfico 5
ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO



Fuente: Elaboración propia con información de Bancos Centrales.

Según el Banco de la República, dicho déficit en 2012 será aproximadamente US$13.000 millones lo que corresponde a 3,5% del PIB; si se ajusta el déficit por las variaciones en los términos de intercambio se concluye que el déficit actual es el mayor de toda la historia reciente del país.

La vulnerabilidad externa es aún más grande cuando se observa la composición de las exportaciones pues Colombia es cada vez más dependiente de las exportaciones de combustibles y minería: en el 2006 estos rubros representaban el 40% del total exportado y este año llegarán a ser cerca del 70%. Por su parte los productos manufactureros bajan su participación del 36% al 16% y los agropecuarios del 20% al 11%. Una destorcida de los precios internacionales de los combustibles aumentaría el déficit externo.

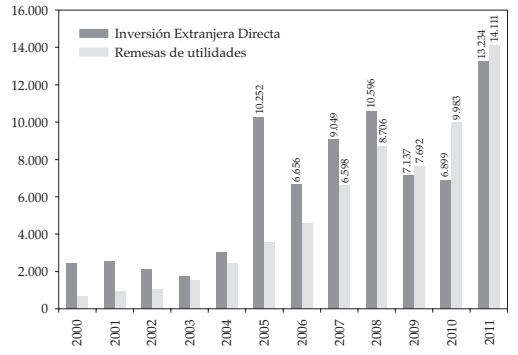
Algunos expertos consideran que la cuenta corriente no debería ser motivo de preocupación ya que

el país cuenta con grandes flujos de capitales y, en particular de IED. Estos ingresos sí han servido para cubrir el déficit de los últimos años, pero no disminuyen la vulnerabilidad externa toda vez que no hay ninguna garantía de que se repitan en el futuro.

Por el contrario, los ingresos de IED de hoy van a generar egresos de divisas en el futuro porque los inversionistas no son organizaciones de caridad que vienen a regalar recursos, sino que esperan tener un retorno por el capital invertido y los riesgos asumidos. De hecho como se observa en el Gráfico 6, desde hace tres años los giros de dividendos han sido mayores que los ingresos de inversión. Con un saldo de IED que ya se acerca a los U$100.000 millones, es de esperar que las remesas de dividendos serán por lo menos de U$15.000 millones anuales y crecientes. Es otro factor de vulnerabilidad.

La última vez que el país tuvo esta peligrosa combinación de incremento acelerado de los pasivos externos y déficit creciente la cuenta corriente de la balanza de pagos fue a finales de los años 90, con los resultados catastróficos que son bien conocidos.

Gráfico 6
IED Y GIROS DE DIVIDENDOS



Fuente: Banco de la República. Cálculos propios.

III. DIAGNÓSTICO Y TRATAMIENTO CONTRA LA REVALUACIÓN

La efectividad de medidas para evitar la revaluación depende de la claridad que se tenga en el diagnóstico del exceso de oferta, es decir en entender de dónde vienen los dólares que hoy inundan el mercado. Estos no vienen del comercio exterior de bienes y servicios pues, como ya se dijo, Colombia tiene un enorme déficit corriente en la balanza de pagos, sino de los flujos de capitales, en especial del sector privado.

En efecto, en los últimos dos años la deuda pública solo se incrementó un 15% mientras que la deuda privada que se duplicó pasando de US$16.590 millones a US$33.091 millones, sobre todo por el comportamiento de la deuda de corto plazo que casi se triplica al pasar de US$3.600 millones a US$9.600 millones de dólares. Es la consecuencia inevitable del diferencial de tasas de interés ya mencionado y de la ausencia de controles a esos ingresos de capitales. Por otra parte, existen factores adicionales que han contribuido a la apreciación de la moneda, como lo es el lavado de activos que ha superado los US$9.000 millones anuales.

Sin embargo, dado el grado de integración de los mercados de capitales, para entender la persistente tendencia a la revaluación hay que mirar más allá de los simples datos de oferta y demanda de dólares y

analizar el papel preponderante de las expectativas y de las decisiones de composición de portafolio. De hecho, se podría decir que el déficit en la cuenta corriente y las compras de dólares por parte del Banco de la República absorben el exceso de oferta de dólares, pero aún así la revaluación continúa.

La razón es que en el mercado actual los flujos de capitales son potencialmente infinitos y la recomposición de los portafolios de los especuladores puede generar una presión enorme sobre la tasa de cambio. Estas decisiones de portafolio dependen fundamentalmente del diferencial de tasas de interés y de las expectativas de devaluación. Si la tasa doméstica es más alta que la internacional y se espera que no haya devaluación seguirán entrando divisas, pero por la misma lógica el ingreso de capitales especulativos y de endeudamiento externo se detendrá si la expectativa de devaluación es superior al diferencial de tasas.

El Banco de la República es el principal actor del mercado de divisas. Mientras siga mandando al mercado la señal de que solo le duele un dólar por debajo de $1.800, tal como se lee entre líneas en el último informe del Banco al Congreso, la tasa de cambio se mantendrá alrededor de ese nivel hasta que ocurra una crisis externa y entonces el dolor será irremediable. Por el contrario la sola señal de que existe la decisión política de evitar la revaluación puede propiciar la subida del precio del dólar.

La señal debe partir de un cambio de fondo en la concepción de la política cambiaria que tenga como objetivo el mantenimiento de una tasa de cambio real competitiva (TCRC). Como lo ha propuesto el Ex-ministro Ocampo, el piso de la tasa de cambio debe ser un objetivo explícito del Banco de la República. Esta es parte de las obligaciones constitucionales del Banco según el artículo 371 de la Carta que señala expresamente que "serán funciones básicas del Banco de la República regular la moneda, los cambios internacionales y el crédito". Además la tasa de cambio es uno de los precios fundamentales de la economía, que como la tasa de interés, no puede dejarse a la autorregulación del mercado.

Por supuesto una política exitosa de TCRC requiere de la coordinación de las políticas macroeconómicas, y en particular de una política fiscal que sea contracíclica. La tasa de cambio real es un impulso a la demanda agregada que funciona como un acelerador y cuando deba frenarse hay que hacerlo con la combinación de las políticas monetaria y fiscal. El control de los excesos de demanda agregada no puede hacerse solo con política monetaria, mucho menos si está basada únicamente en la tasa de interés, y por lo tanto se requiere un papel activo de la política fiscal. Argentina tuvo éxito en su política de TCRC mientras estuvo complementada con un buen manejo fiscal.

A partir del diagnóstico correcto y la decisión política de hacerlo, se puede diseñar un programa efectivo para mantener una TCRC con instrumentos como los siguientes:

- Desestímulo a los ingresos de capitales de corto y mediano plazo. En el pasado reciente se han impuesto depósitos previos o encajes a estos

flujos que están contribuyendo al aumento de la oferta de dólares.

- Disminución de los ingresos de capital para el sector público. Para lograrlo es indispensable que se reduzca el déficit fiscal y por ende, el endeudamiento externo del gobierno.

- Para disminuir el déficit fiscal y al mismo tiempo evitar que la bonanza minera y petrolera produzca la enfermedad holandesa, hay que aumentar la participación del Estado en los ingresos de estas exportaciones. Para ello se pueden establecer regalías crecientes o un impuesto a las exportaciones también creciente en función de los precios internacionales.

- El Tobin Tax que se podría aplicar muy fácil en Colombia eliminando la exención del 4 por mil a las transacciones del mercado cambiario para encarecer la especulación con divisas y disminuir la volatilidad de la tasa de cambio. Si esta medida se generaliza y se eliminan todas las exenciones al 4 por mil, sería posible reducir la tarifa de este gravamen al 1 por mil.

- Finalmente, la compra masiva de dólares por parte del Banco de la República, pero sin anuncios previos de la cantidad y la fecha de la compra para evitar que se consoliden las expectativas de los especuladores. La capacidad de compra del Banco Central es infinita, y si hay peligro de una excesiva expansión monetaria siempre puede utilizar medidas compensatorias como las operaciones de mercado abierto o el aumento de los encajes bancarios.

Tras analizar el efecto que tiene la revaluación del peso sobre los diferentes actores económicos y determinar que la tasa de cambio ya alcanzó un nivel que tiene consecuencias muy perjudiciales para la economía nacional, se ha hecho un diagnóstico de los factores que actualmente contribuyen a la revaluación y se proponen una serie de instrumentos que sirven para contrarrestarla. En particular se plantea que tanto el Banco de la República como el Gobierno Nacional, pueden y debe tomar medidas para aliviar los efectos nocivos de la revaluación que va a destruir una parte importante de la economía colombiana y que ya está destruyendo empleos.

¿Puede hacerse algo frente a la apreciación cambiaria sin desmontar la estrategia de "Inflación Objetivo"?

Leonardo Villar[1]

I. LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO COMO PUNTO DE PARTIDA

Un punto de partida esencial para la discusión sobre la política cambiaria es el esquema de política monetaria que le sirve de marco. Al respecto, resulta indispensable destacar que la estrategia de inflación objetivo (EIO) utilizada en Colombia de manera formal a partir del año 1999 ha sido exitosa para mantener tasas bajas de inflación. Este marco también ha permitido al Banco de la Republica (BR) actuar en forma contra-cíclica. Así por ejemplo, durante la experiencia de los años 2008-2009, el BR enfrentó la crisis internacional reduciendo la tasa de interés, suministrando liquidez a la economía y permitiendo una depreciación del peso que facilitó la absorción de la crisis. Esta reacción de la política monetaria contrasta radicalmente con lo que sucedía típicamente a lo largo de todo el siglo XX, cuando los choques externos adversos eran enfrentados con medidas de restricción monetaria y aumentos de tasa de interés, lo cual tenía un impacto pro-cíclico que reforzaba los efectos negativos del choque externo sobre la actividad económica.

El éxito de la estrategia de inflación objetivo requiere que se cumplan varios prerrequisitos. En primer lugar, un claro mandato constitucional, en el cual la meta de inflación de mediano plazo tiene prioridad sobre cualquier otra meta. Esto no implica que el crecimiento o la tasa de cambio real carezcan de importancia. Por el contrario, al garantizar una inflación baja y estable, la EIO contribuye a que se logre un mayor crecimiento potencial y a una suavización del ciclo económico. Asimismo,

[1] Este documento que resume la exposición de Leonardo Villar, Director Ejecutivo de Fedesarrollo, fue elaborado por Julio César Vaca, Asistente de Investigación de Fedesarrollo.

mantener la inflación bajo control impide que se presenten apreciaciones reales de la moneda local a través de aumentos en los precio internos, tal como ha sucedido recientemente en otros países de la región, como Argentina o Venezuela.

En segundo lugar, la EIO requiere una clara definición sobre los instrumentos de la política monetaria. La tasa de interés de corto plazo es el principal instrumento, no hay metas de agregados monetarios y se permite un grado importante de flexibilidad cambiaria. Esto último sin perjuicio de que puedan existir preocupaciones sobre el nivel de la tasa de cambio nominal, e incluso políticas encaminadas a alterarlo, pero siempre supeditadas a la meta de inflación y a que no se asuman compromisos específicos sobre dicho nivel. En tercer lugar, la EIO requiere un alto grado de autonomía del banco central para usar los instrumentos que maneja en función del logro de su mandato principal.

II. EL DEBATE INTERNACIONAL SOBRE OBJETIVOS ADICIONALES DE LA POLÍTICA MONETARIA

A nivel académico, el principal debate sobre la Estrategia de Inflación Objetivo en los últimos años se relaciona con el grado en que la política monetaria deba tener objetivos adicionales al del cumplimento de la meta de inflación. En particular, ¿Debe reaccionar la política monetaria frente a crecimientos excesivos del crédito o frente a desalineamientos en los precios de los activos? En un famoso artículo académico publicado en 1999, el actual presidente del Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos, Ben Bernanke y su coautor Mark Gertler[2] argumentaron que tratar de usar la política monetaria para combatir burbujas en el crédito o en los precios de los activos sería un error debido fundamentalmente a lo difícil que es identificar esas burbujas de manera oportuna y a que el tratar de combatirlas haría que las tasas de interés fuesen excesivamente volátiles. Esta argumentación fue la dominante entre los bancos centrales durante todo el período previo a la crisis global de 2008, pese a que desde mediados de la década varios autores influyentes, especialmente en el Banco de Pagos Internacionales de Basilea (el *Bank for International Settlements*, BIS) empezaron a alertar sobre los riesgos que conllevaba para la estabilidad financiera el hecho de que los bancos centrales no reaccionaran ante el boom de crédito y de precios de activos que se estaba presentando. Alan Greenspan desestimó esas alertas y fue el propio Ben Bernanke, al asumir la Presidencia del FED en medio de la crisis, quien tuvo que reaccionar en contra de lo que él mismo había recomendado varios años atrás.

Tras la crisis de *Lehman Brothers*, cuando se hicieron evidentes los costos de haber minimizado la importancia de los desequilibrios financieros que se estaban generando en el período previo, se consolidó un nuevo consenso de acuerdo con el cual la política monetaria debe mantener el cumplimiento

[2] Bernanke, B. and M. Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility", NBER WP 7559, 1999.

de las metas de inflación a mediano plazo como su objetivo central, pero también debe contribuir a evitar la formación de burbujas crediticias y en los precios de los activos. Ese consenso dicta que es necesario reaccionar frente a indicios de burbujas, incluso cuando la meta de inflación de corto o mediano plazo no está en riesgo. Para poder hacer esto se necesita contar con instrumentos de política macro-prudencial, adicionales a la tasa de interés. En algunos países estos instrumentos están totalmente en cabeza del Banco Central, mientras en otros, como Colombia, se comparten con otras instituciones, tales como el Ministerio de Hacienda o la Superintendencia Financiera. Dichas herramientas contemplan las provisiones dinámicas, requisitos de capital contra-cíclicos y requisitos de liquidez entre otros.

III. ¿LA TASA DE CAMBIO COMO UN OBJETIVO ADICIONAL DE LOS BANCOS CENTRALES?

Tras la digresión anterior, la pregunta que surge, volviendo al tema cambiario que nos ocupa, es: ¿Qué tan parecidos son los dilemas planteados sobre la manera de enfrentar burbujas de crédito y de precios de los activos con los que se enfrentan ante procesos de apreciación de la tasa de cambio real inducidos por la entrada de capitales?

Hay varias similitudes: ambos procesos están típicamente asociados a excesos de demanda agregada, eventuales presiones inflacionarias futuras, incrementos en los precios de los activos nacionales y desequilibrios en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Existe sin embargo una diferencia muy grande en el manejo de booms de precios de activos y una apreciación cambiaria. La política de tasa de interés requerida para combatir la apreciación cambiaria sería opuesta a la requerida para bajar la inflación. Esto genera una contradicción que hace mucho más complejo el dilema desde el punto de vista de la política monetaria. En este contexto, si se quieren mantener los elementos centrales de la EIO, la discusión no debe ser acerca de las prioridades de la política monetaria, que debe seguir siendo el cumplimiento de la meta de inflación, sino sobre si hay instrumentos adicionales que ayuden a resolver el dilema que plantea el deseo de combatir la apreciación.

Pueden distinguirse tres tipos de instrumentos de política para moderar la apreciación de la tasa de cambio real: i) la acumulación de reservas internacionales (RIN) mediante intervención esterilizada en el mercado de divisas, ii) la imposición de requisitos de encaje no remunerados o de impuestos tipo Tobin sobre el financiamiento en moneda extranjera, y iii) la regulación financiera macro-prudencial.

IV. ACUMULACIÓN DE RESERVAS INTERNACIONALES MEDIANTE INTERVENCIÓN ESTERILIZADA EN EL MERCADO DE DIVISAS

Jonathan Ostry, subdirector de investigaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI), plantea en un artículo reciente que los bancos centrales deben plantearse dos objetivos y que para ello necesitan

dos instrumentos[3]. El primero, por supuesto, es la tasa de interés de corto plazo, como herramienta de control monetario que sirve fundamentalmente al objetivo de inflación. El segundo es la intervención esterilizada en el mercado de divisas, dirigida a modular el comportamiento de la tasa de cambio. ¿Por qué esterilizada? Precisamente porque esa intervención constituye una herramienta distinta que no debe afectar la cantidad de dinero ni la política de tasa de interés. La intervención, por otra parte, en la propuesta de Ostry, tiene que hacerse sin impedir que la tasa de cambio fluctúe, pues defender una tasa fija genera más estímulos a traer capitales para ganarle la "apuesta" al banco central.

Pese a la lógica del argumento anterior, debe reconocerse que los estudios empíricos, aún los citados por Ostry, son poco concluyentes sobre la efectividad de la intervención esterilizada en el mercado cambiario sobre el comportamiento de la tasa de cambio. Así, por ejemplo, un trabajo elaborado por Gustavo Adler y Camilo Tovar en el FMI[4] con cifras para 15 economías de América Latina sugiere que una intervención equivalente al 0,1% del PIB (que en Colombia equivaldría a cerca de US$ 300 millones) solo reduciría el ritmo de apreciación en 0,3%.

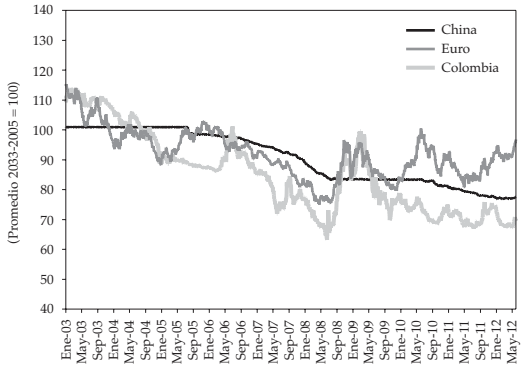
En la discusión sobre la efectividad de las intervenciones cambiarias, sin embargo, es importante distinguir dos casos de acumulación de RIN. Hay países en los que se acumulan RIN porque se tienen excedentes de ahorro público (*v.g.* Perú y Chile) o excedentes de ahorro de los hogares o las empresas (*v.g.* China) y donde, por lo tanto, esta acumulación es una expresión de dichos excedentes. Hay otro tipo de países (*v.g*. Colombia y Brasil) donde la acumulación de RIN coincide con un déficit de ahorro, ingresos netos de capitales e incluso con déficits fiscales moderados. En estos casos, lo que realmente se está haciendo con la acumulación de RIN es convertir unos ingresos de recursos financieros que vienen del exterior en salidas de recursos del banco central. Lo anterior tiene un costo importante, ya que los ingresos de capital de riesgo que entran al país bajo la forma de inversión extranjera directa, inversiones de portafolio, endeudamiento privado o endeudamiento público tienen un costo considerablemente mayor en términos de tasa de interés o tasa de rentabilidad de lo que puede recuperarse mediante la inversión de esos recursos por parte del banco central en el exterior (inversión que típicamente se hace en la forma de activos de alta liquidez y baja rentabilidad).

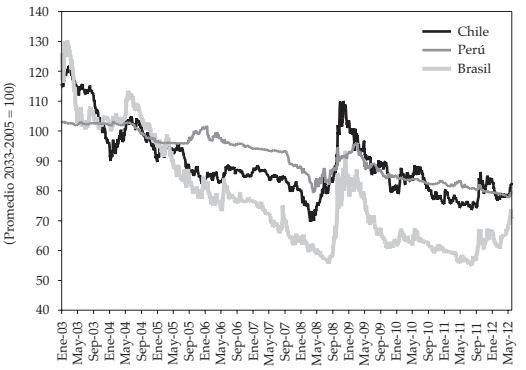
El Gráfico 1 muestra el comportamiento de la tasa de cambio nominal de varios países desde 2003 hasta la fecha, mediante índices con valor 100 para el promedio del período 2003-2005. Allí, se

[3] Ostry *et. al* (2012), Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies. SDN/12/01. IMF Discussion Note.

[4] Adler, G. and C. Tovar (2011), "Foreign Exchange Interventions: A Shield Against Appreciation Winds", IMF Working Paper, 11/165.

Gráfico 1
ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO NOMINAL
(Promedio 2003-2005 = 100)





Fuente: Bancos Centrales. Cálculos propios.

puede observar que incluso países como Perú y China han tenido una apreciación muy fuerte con respecto al dólar, cercana al 20%, entre el período base (2003-2005) y la actualidad. La gran acumulación de RIN no pudo evitar un nivel significativo de apreciación en esos países. Asimismo, muestra que países que permiten fluctuación de la tasa de cambio se comportan de manera muy parecida al Euro, porque todos se mueven dependiendo de las fluctuaciones del dólar frente a todas las demás monedas. Esto indica que lo que vemos es un fenómeno internacional que resulta difícil de compensar con intervención cambiaria. Pero también se observa que China, Perú y Chile son los países que han logrado una menor apreciación mientras que los que han tenido mayores apreciaciones son Brasil y Colombia. En el caso de Brasil, pese a que tuvo una gran acumulación de RIN, tuvo un proceso de apreciación más fuerte que el de Colombia y con una mayor volatilidad. Este resultado está íntimamente relacionado con el hecho de que Brasil y Colombia no tuvieron excedentes de ahorro como los observados en China Perú y Chile.

Una manera alternativa de ver el problema planteado en los párrafos anteriores es preguntarse ¿Cómo se financia la acumulación de RIN? Para esto hay tres alternativas: i) se financia con endeudamiento o con reducción en los activos financieros del Banco Central, ii) con encajes sobre los depósitos al sistema financiero o iii) con excedentes de ahorro público. La primera alternativa implica competir con el Gobierno por el ahorro privado, contrarrestando ingresos de capital privado (de riesgo) con salidas de capital público líquidas (sin riesgo). Esto implica un costo cuasi-fiscal, cuya magnitud puede ser muy importante, como lo ilustra el caso colombiano en el período reciente. En efecto, el BR tuvo el año pasado unas pérdidas de más de 350 mil millones de pesos, las cuales podrían superar los 500 mil millones de pesos este año como consecuencia del diferencial entre la tasa de interés interna que paga sobre sus

pasivos (o que deja de ganar sobre los activos en pesos que tiene que vender para esterilizar) y la tasa de interés en moneda extranjera que obtiene sobre la inversión de la reservas internacionales.

La segunda alternativa (encajes sobre los depósitos en el sistema financiero) permite financiar la acumulación de RIN con excedentes de ahorro privado al restringir el crédito. Su costo radica sin embargo en que constituye un impuesto sobre la intermediación financiera y desestimula esta actividad, lo cual resulta particularmente perturbador en un país como Colombia, con niveles de profundización financiera inferiores a lo que correspondería para su nivel de ingreso. Al financiar la compra de RIN por esta vía, además, en la medida en que se desestimula el crédito interno, se puede inducir más endeudamiento directo de las empresas o de los hogares en el exterior. Ello aumentaría la oferta de divisas y restaría efectividad a la intervención cambiaria en su impacto sobre la tasa de cambio.

La tercera alternativa, en la que la acumulación de RIN se financia con excedentes de ahorro público, es sin duda la que conlleva menores costos y mayor efectividad. Esta alternativa es la que corresponde a casos como los de China, Perú o de Chile donde la acumulación de RIN o de fondos soberanos en el exterior reflejan excesos de ahorro. Colombia debería moverse en una dirección similar. Sin embargo, para poder hacerlo es necesario tener superávit fiscal en las épocas de auge y de presión hacia la apreciación cambiaria. La reforma tributaria que planea presentar el Gobierno a consideración del Congreso es una oportunidad para aumentar los recursos del gobierno y generar un ahorro público con esta intención.

V. REQUISITOS DE ENCAJE NO REMUNERADOS O IMPUESTOS TIPO TOBIN SOBRE EL FINANCIAMIENTO EN MONEDA EXTRANJERA

Los requisitos de encaje no remunerado sobre el financiamiento en moneda extranjera se usaron en Chile y Colombia durante los años noventa, nuevamente en Colombia entre el 2006 y el 2008 y más recientemente en Brasil. Este instrumento tiene unas ventajas, ya que evita el sesgo en contra de la intermediación financiera interna, hace que el financiamiento externo sea más costoso y facilita el manejo de la tasa de interés interna cuando se requiere una política monetaria más estricta para evitar burbujas crediticias y de precios de activos asociados con el ingreso de capitales y con las presiones hacia la apreciación cambiaria. Asimismo, ayuda a extender los plazos de la deuda externa. Por otra parte, un trabajo elaborado por Hernán Rincón y Jorge Toro en el Banco de la República[5] sugiere que cuando están presentes regulaciones de este tipo, las intervenciones esterilizadas en el mercado cambiario para comprar RIN se hacen más efectivas en cuanto a su impacto sobre la tasa de cambio.

[5] Rincón, H. y J. H. Toro, 2010, "Are capital controls and central bank intervention effective?", Banco de la República, Borradores de Economía, 625.

Pese a todos los méritos mencionados, sin embargo, mi opinión personal es que la aplicación de encajes no remunerados (o de impuestos tipo Tobin) a los ingresos de capitales resulta de más difícil control y de efectividad mucho menor en las condiciones actuales de lo que resultaba en la década de los noventa. Ello es así fundamentalmente por el desarrollo de derivados y las innovaciones financieras, que hacen muy fácil para los agentes económicos buscar mecanismos para obviar los controles. Adicionalmente, debe destacarse que buena parte de los movimientos de capital de corto plazo que se observan hoy en día en el caso colombiano, a diferencia de lo que sucedía a finales del siglo pasado, corresponden a flujos de inversionistas institucionales colombianos (especialmente fondos de pensiones) que al menos en el pasado no estuvieron sujetos a los encajes no remunerados sobre el endeudamiento externo.

VI. REGULACIÓN FINANCIERA MACROPRUDENCIAL

Colombia tiene una regulación contra los descalces cambiarios en el sistema financiero extremadamente cautelosa, que conviene mantener a pesar de que es criticada con frecuencia. Los intermediarios financieros no pueden endeudarse en moneda extranjera para prestar en la misma moneda a plazos más amplios ni para prestar en pesos. Esto hace que no existan descalces cambiarios ni de plazos en moneda extranjera y que por lo tanto no haya sido necesario el desarrollo de un mercado interbancario de divisas. Se podría pensar en mecanismos para castigar los descalces cambiarios de los hogares y las empresas pero esto no representa hoy un gran problema, a diferencia de lo que sucedía en los noventa, cuando el endeudamiento neto del sector privado en moneda extranjera fue uno de los factores desencadenantes de la crisis de fin del siglo. Hay algo que se podría hacer en materia de los inversionistas institucionales, tratando de impedir que estos se muevan al "vaivén" de las expectativas del día a día. Ha habido esfuerzos en Perú y Colombia de restringir la libertad que tienen los fondos de pensiones para ser demasiado activos en el mercado, mediante límites al valor de las transacciones que pueden hacer en moneda extranjera como proporción de sus portafolios. Probablemente sería más eficaz exigir a esos fondos que mantengan su posición neta en moneda extranjera dentro de unos rangos predefinidos por ellos mismos con criterios de mediano y largo plazo. Esto les impediría desviarse significativamente de esa posición por razones puramente especulativas.

VII. UNA NOTA FINAL

Para terminar este comentario es conveniente reiterar mi convicción de que una apreciación excesiva del peso puede amenazar la sostenibilidad del crecimiento económico en el mediano y largo plazo. El problema es que tratar de evitar esa apreciación no es tarea fácil y que hacerlo sin cuidar suficientemente otros objetivos de la política económica, como es el del cumplimiento de las metas de inflación, podría llevarnos al peor de los mundos.

En este contexto, una conclusión central del análisis realizado es que el BR debe seguir manejando

las tasas de interés con el criterio de responder al mandato primordial de mantener la inflación alrededor de la meta. Sin embargo, tanto el BR como otras autoridades macroeconómicas y financieras tienen instrumentos diferentes a la tasa de interés, que pueden ser usados para apoyar el objetivo cambiario. La efectividad de esos instrumentos es limitada y la mejor manera de incrementarla sería generando excedentes fiscales en períodos como el actual, caracterizado por ingresos externos atípicamente elevados. La reforma tributaria prevista para el segundo semestre de este año es una excelente oportunidad para avanzar en esa dirección.

1ER CENTRO DE PENSAMIENTO EN COLOMBIA

4º en Latinoamérica y 29 en el ranking de Think Tanks de Política Económica Doméstica a Nivel Mundial.

FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social



1ER CENTRO DE PENSAMIENTO EN COLOMBIA

4º en Latinoamérica y 29 en el ranking de Think Tanks de Política Económica Doméstica a Nivel Mundial.

www.fedesarrollo.org.co

FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social

ENCUESTAS DE OPINIÓN

EMPRESARIAL: Expectativas de inversión, evolución de inventarios, uso de capacidad instalada.

AL CONSUMIDOR: Disposición de compra de bienes, perspectivas económicas de los hogares.

SOCIAL A HOGARES: Calidad de vida, seguridad social, empleo y educación, servicios públicos.

PROSPECTIVA ECONÓMICA

Proyecciones macroeconómicas y sectoriales de corto y mediano plazo.

COYUNTURA ECONÓMICA

Investigación Económica y Social.

PUBLICACIONES: Libros y cuadernos

TENDENCIA ECONÓMICA

CONFERENCIAS GREMIALES

EVENTOS EN ALIANZA



INFORMES OFICINA COMERCIAL

E-mail:comercial@fedesarrollo.org.co - Tel. (571) 3259777
Ext. 332 - 340 - 365 - Calle 78 No. 9 - 91 - Bogotá - Colombia