

SEMINARIO MACROECONÓMICO ANIF- FEDESARROLLO

José Darío Uribe E.*

1. ORÍGENES EXTERNOS DE LA APRECIACIÓN DEL PESO

- La apreciación del peso se origina, en buena parte, por factores externos frente a los cuales una política monetaria y cambiaria responsable tiene un alcance limitado.
- Por un lado, la crisis global en las economías y los sistemas financieros de los países avanzados ha llevado a que sus bancos centrales expandan fuertemente la cantidad de dinero primario, en un contexto en el cual la política fiscal enfrenta restricciones por cuenta de los altos niveles de deuda pública. La expansión monetaria tiende naturalmente a depreciar sus monedas frente a las de economías emergentes. En este caso, el consiguiente fortalecimiento de monedas como el peso no tiene como contrapartida directa un incremento en la demanda externa ni en el ingreso nacional.
- Por otro lado, el buen desempeño de las economías asiáticas ha mantenido términos de intercambio muy favorables para países exportadores de bienes básicos, como Colombia. Esto ha inducido grandes flujos de inversión extranjera directa (IED) hacia estos sectores, lo cual ha elevado la oferta de divisas e implica un aumento considerable de los volúmenes exportados de estos bienes hoy y en los próximos años.
- En este segundo caso, la apreciación de las monedas de economías emergentes productoras de bienes básicos está acompañada de incrementos en la demanda externa y en los precios internacionales de sus principales productos de exportación. A su vez, la IED contribuye a expandir su capacidad productiva.

*

Gerente General del Banco de la República, Bogotá, 24 de noviembre de 2010.

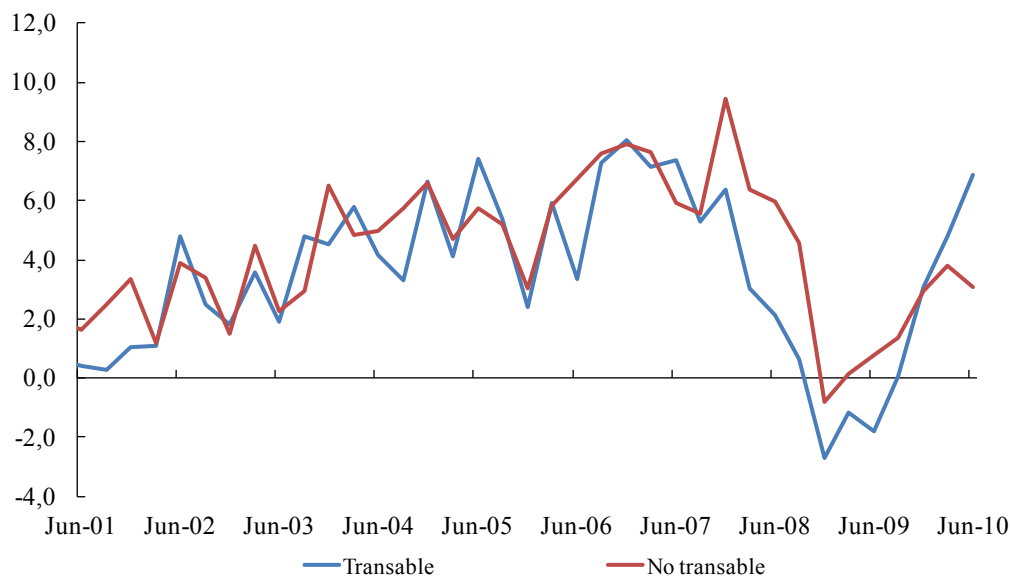
- Es entendible entonces que exista una tendencia hacia la apreciación nominal y real del peso (**Gráfico 1**). En la actualidad, si bien el sector productor de bienes transables (con y sin minería) está creciendo a tasas más altas que el de los no transables (**Gráfico 2**), es un hecho que la tendencia a la apreciación del peso está teniendo efectos adversos sobre algunos sectores transables de la economía, en especial los intensivos en mano de obra.

Gráfico 1
ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL
1994=100



Fuente: Banco de la República. Deflactado con IPP.

Gráfico 2
 PIB DE LOS SECTORES TRANSABLE Y NO TRANSABLE
 (crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2. EL PAPEL DE LA POLÍTICA PÚBLICA (NO MONETARIA)

¿Qué puede hacer la política pública para moderar estos efectos?

- Debido a que una fuente importante de la apreciación se explica por aumentos en la inversión extranjera y el ingreso nacional (mejores términos de intercambio y mayores volúmenes exportados de bienes básicos), la respuesta de política más efectiva consiste en elevar el ahorro interno. De esta forma, se reduce el flujo neto de divisas que entra a la economía cada año y, por esta vía, la apreciación real del peso.
- En este sentido, el aumento del ahorro público y la consiguiente reducción del déficit fiscal son las medidas idóneas para enfrentar el problema. A un plazo más corto, la disminución del financiamiento externo del déficit puede aliviar las presiones sobre el mercado cambiario, pero con un costo para el Estado y la economía en la

forma de tasas de interés reales de largo plazo mayores si no se acompaña con una reducción del déficit.

- Otra opción complementaria de política pública no monetaria consiste en la disminución de los costos para los sectores transables y, en particular, para los exportadores. Las medidas recientes de disminución del costo de la energía y de política comercial (rebaja de aranceles) apuntan en este sentido. Estas últimas, además, pueden moderar las presiones cambiarias al estimular la demanda de insumos y bienes de capital importados.

3. POLÍTICA MONETARIA Y CAMBIARIA

A. Introducción

¿Qué hay sobre la política monetaria y cambiaria?

- Primero, emplear la política monetaria y cambiaria para revertir o detener una tendencia hacia la apreciación real del peso resultante de factores “fundamentales” es inefectivo y puede ser muy costoso y riesgoso.
- Segundo, en cuanto a la apreciación del peso generada por la expansión monetaria externa, el Banco de la República podría tratar de compensar ese efecto con una expansión monetaria interna. Eso, sin embargo, no consulta las diferencias marcadas que existen entre el estado de la economía local y el de las economías avanzadas. En las últimas, el sistema crediticio está parado y la demanda agregada (especialmente el consumo), deprimida. En Colombia, el sistema financiero es saludable y el crecimiento crediticio viene en aumento, al tiempo que la economía se recupera a buen ritmo.
- En estas circunstancias, si el Banco tratara de generar una gran expansión monetaria para sostener la tasa de cambio nominal, terminaría alimentando una expansión del crédito y de la demanda agregada tal que se exacerban los riesgos de inflación y de desequilibrios financieros (p. ej. exceso de crecimiento del crédito y “burbujas” en los precios de los activos).

- Por supuesto, en un esquema de inflación objetivo, los movimientos de la tasa de cambio son incorporados en el marco de política en la medida que afectan las proyecciones y expectativas de inflación, y en las del crecimiento económico. En consecuencia, una apreciación que reduzca las proyecciones y expectativas de inflación o amplíe la brecha del producto puede llevar a reducciones en la tasa de interés de intervención, tal y como ocurrió en Colombia en el pasado mes de abril.
- Tercero, si la apreciación real tiene sustento en factores reales persistentes, como altos términos de intercambio, grandes flujos de inversión extranjera directa y aumentos en los volúmenes exportados de los bienes básicos, es poco lo que la política monetaria puede hacer para revertir esta tendencia.. En esto el país tiene una larga experiencia en la época del “crawling peg”, cuando intentos por mantener niveles de la tasa de cambio **real** con ajustes **nominales** generaron un aumento de la inflación y, de todas formas, el peso se apreció en términos reales. Por el contrario, la flotación cambiaria amortigua el choque externo positivo y contribuye a la estabilidad macroeconómica.

B. ¿Cuál es entonces el papel de la política monetaria y cambiaria?

- Para responder esta pregunta hay que recordar los objetivos de esas políticas. Estos son, fundamentalmente, mantener la inflación en niveles bajos y estables (rango meta de largo plazo de 2%-4%), sostener el producto alrededor de su tendencia de largo plazo y contribuir a la conservación de la estabilidad financiera.
- Como se explicó anteriormente, medidas de política monetaria y cambiaria que traten de contrarrestar la tendencia de la hacia la apreciación real del peso producto de factores reales persistentes redundan en riesgos sobre la estabilidad financiera y de precios. No obstante, existen dos razones por las cuales se justifica intervenir en el mercado cambiario en un esquema de inflación objetivo.
- *Primera*, cuando se presentan comportamientos especulativos en el mercado cambiario que pueden inducir una apreciación del peso

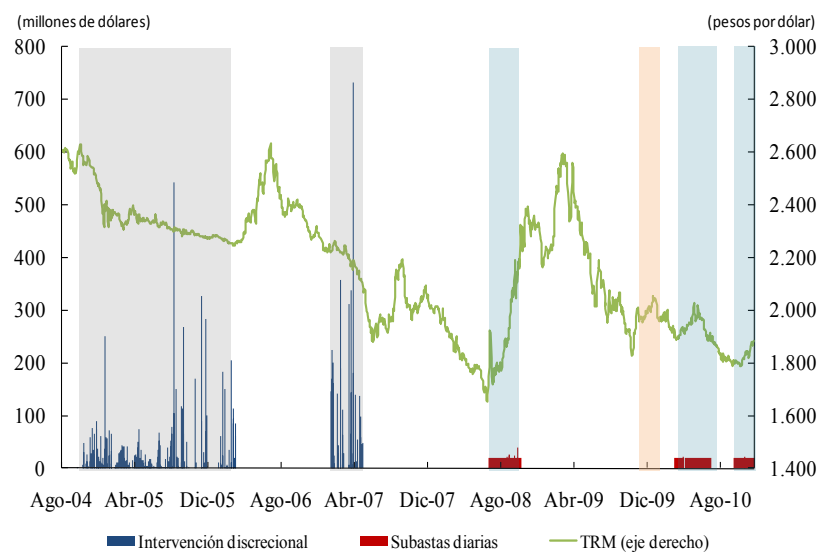
más allá de la justificada por los factores anotados. Esto sucede especialmente en períodos prolongados de apreciación, cuando los agentes del mercado pueden percibir que el peso se mueve en una sola dirección y toman, por ende, posiciones de riesgo excesivas a favor de la moneda local. Estos desalineamientos de la tasa de cambio son costosos no solo por el efecto adverso y transitorio que tienen en los sectores transables, sino también porque pueden acompañar comportamientos especulativos en otros mercados de activos, con lo cual se compromete la estabilidad financiera.

- En este caso, la intervención del Banco en el mercado cambiario puede ser útil para corregir los desalineamientos. Esta intervención, sin embargo, no puede ir en contra de los objetivos y la estrategia de la política general. Por esta razón, el efecto monetario de la intervención es compensado con medidas contraccionistas que garanticen que la tasa de interés de corto plazo no se distancie de los niveles que la JDBR considera compatibles con el logro de sus objetivos de inflación y de estabilidad del producto en horizontes de mediano y largo plazo.
- *Segunda*, la intervención sirve para alcanzar y mantener un nivel adecuado de reservas internacionales. Incluso en un régimen de tasa de cambio flotante, contar con un nivel apropiado de reservas internacionales es necesario para evitar movimientos especulativos en contra de la moneda local y garantizar los pagos externos del país en eventos de iliquidez internacional. Esto puede entenderse como una dimensión del objetivo de contribuir a la preservación de la estabilidad financiera.
- En este caso, las compras de reservas internacionales tampoco pueden llevar a que la tasa de interés de corto plazo se sitúe en un nivel que no sea coherente con el logro de los objetivos del Banco. Esto implica que las compras de reservas deben ser esterilizadas o que se efectúen para acomodar el crecimiento permanente de la demanda de dinero.

C. Efectividad y mecanismos de esterilización

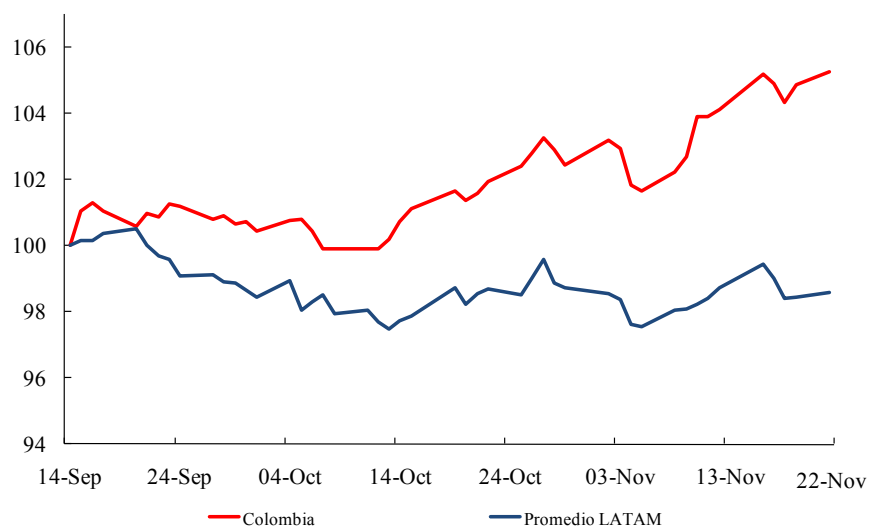
- La intervención es algo que debe manejarse con cuidado por dos razones, al menos. Primero, su efectividad depende de la forma y momento en que se realice. Y segundo, la esterilización no es algo trivial; debe consultar varios criterios de interés para el Banco Central y el Gobierno.
- En cuanto a la efectividad, si la intervención se da cuando no hay un desalineamiento, es improbable que tenga un impacto significativo en la tasa de cambio. Esto es todavía más claro cuando, además, el Banco hace compras discrecionales de sumas muy grandes en el mercado cambiario, toda vez que puede estar enviando una señal de defensa de un nivel de tasa de cambio que el mercado juzga insostenible. En este caso, la misma intervención induce entradas de capitales de agentes que desean vender divisas “caras” al Banco Central.
- La experiencia colombiana al respecto es ilustrativa. En el **Gráfico 3** se aprecia como las compras diarias y anunciadas de sumas fijas y la intervención “verbal” de finales de 2009 han sido más efectivas en revertir el comportamiento cambiario que las intervenciones grandes y discrecionales de 2004, 2005 y 2007. Así mismo, en los **gráficos 4 y 5** se muestra el comportamiento del peso posterior al anuncio de intervención del Banco el pasado 15 de septiembre comparado con el de otras monedas de la región y otros continentes. La comparación claramente sugiere que la intervención mediante la compra de al menos US20 millones diarios ha sido efectiva.

Gráfico 3
INTERVENCIÓN BANCO DE LA REPÚBLICA Y TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO



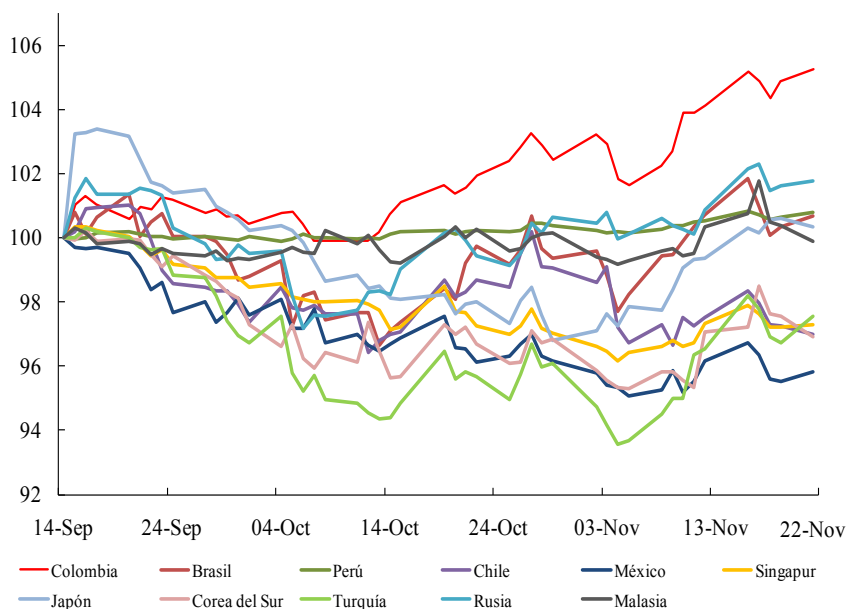
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4
TASA DE CAMBIO NOMINAL
Colombia y promedio Latam
(Base 100 = 14 de septiembre de 2010)



Promedio LATAM, corresponde al promedio de los índices de Perú, Chile, Brasil y México.
Fuente: bancos centrales; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5
TASA DE CAMBIO NOMINAL
COLOMBIA FRENTE A VARIOS PAÍSES
(Base 100 = 14 de septiembre de 2010)



Fuentes: Bloomberg y Superintendencia Financiera de Colombia.

- En cuanto a la esterilización, el Banco cuenta con varias formas de compensar la expansión resultante de sus compras de divisas. Estas modalidades difieren respecto a:
 - i) El costo cuasi fiscal.
 - ii) El impacto en la intermediación financiera.
 - iii) El efecto en las entradas de capitales.
 - iv) Las dificultades que entrañan para la operación de la política monetaria.
- Por ejemplo, esterilizar con pasivos de muy corto plazo del Banco de la República (Vg. un día) facilita el manejo monetario y resulta menos costoso fiscalmente (se paga la tasa de interés de corto plazo,

generalmente menor que la de plazos más largos), pero implica la oferta de un activo que puede atraer más capitales al tener menores riesgos de crédito, de mercado y de liquidez. O también, sería posible esterilizar la expansión monetaria con mayores encajes sobre los depósitos bancarios (a costo nulo para el fisco), pero se encarecerían la intermediación financiera y el crédito.

- El Banco de la República rutinariamente hace un examen del mercado cambiario para verificar la presencia de desalineamientos y realiza una evaluación de costo-beneficio de la intervención y las modalidades de esterilización. A partir de estos ejercicios se decide si una intervención esterilizada es conveniente y la forma de esterilización. En esto la situación fiscal es un elemento fundamental.
- En efecto, una posición fiscal ajustada facilita la intervención cambiaria esterilizada por, al menos, las siguientes razones:
 - i) Permite mayores depósitos del Gobierno en el Banco de la República y, por ende, permite la compra de divisas sin efecto monetario expansivo.
 - ii) Requiere menores colocaciones de deuda pública interna y da, por tanto, más espacio al Banco para vender sus títulos en el mercado local o para que el gobierno compre directamente moneda extranjera en el mercado.
 - iii) Permite absorber más fácilmente el costo cuasi fiscal de la intervención.

D. Regulación cambiaria y estabilidad financiera

- Por último, otro aspecto de la política del Banco tiene que ver con la regulación cambiaria. Al respecto, los instrumentos del Banco se manejan también de acuerdo con sus objetivos y contemplando siempre los costos y beneficios de cada instrumento en cada momento del tiempo.
- Desde una perspectiva de largo plazo, la probabilidad de alcanzar los objetivos del Banco se maximiza cuando éste puede llevar a

cabo una política contra cíclica y cuando se garantiza la estabilidad financiera. Para ello es fundamental reducir las restricciones originadas en los descalces cambiarios y el traspaso de la tasa de cambio a los precios. Estas restricciones se relajan principalmente gracias al mismo régimen de flotación, en la medida en que la volatilidad cambiaria las inhibe. No obstante, esto puede no ser suficiente y se abre un espacio para la regulación cambiaria.

- Por ejemplo, la limitación a la dolarización financiera o transaccional es un componente crítico en este sentido. De igual importancia es la regulación de descalces cambiarios o de plazos en M/E de los intermediarios financieros locales. Esta regulación evita que una fuerte depreciación produzca quiebras o fragilidad financiera y, por ende, permite que la tasa de cambio se ajuste ante choques del sector externo, liberando a la política monetaria de la necesidad de contener el movimiento de la tasa de cambio.
- Ocasionalmente, estas medidas permanentes deben ser reforzadas con medidas temporales como el control de capitales. Esto sucedió, por ejemplo, en 2007 cuando la imposición de encajes marginales internos fue complementada con los encajes al endeudamiento externo con el fin de contener el apalancamiento general de la economía y la aparición de descalces cambiarios.
- La regulación cambiaria tiene costos. Reprime al sistema financiero y obstaculiza el acceso al crédito y la diversificación de riesgos de varios agentes de la economía. Por esta razón, no puede aplicarse indiscriminadamente. Como con la intervención esterilizada, su efectividad, pertinencia y costos deben evaluarse cuidadosamente con frecuencia para decidir su utilización.

Cuadro 1
INTERVENCIÓN CAMBIARIA Y TASA DE CAMBIO

	Período	Monto (millones de dólares)	Devaluación (15 de septiembre-22 de noviembre) (porcentaje)
Colombia	15 de septiembre-22 de noviembre	920,0	5,25
Brasil	15 de septiembre-12 de noviembre	17.064	0,68
Perú	15 de septiembre-19 de noviembre	1.248	0,80
Chile	15 de septiembre-22 de noviembre	-	-3,01
México	16 de septiembre-19 de noviembre	1.197	-4,17
Japón	15 de septiembre-22 de noviembre	25.590	0,35

* Intervención no esterilizada.

Fuente: Bancos centrales.

4. RESUMEN

- La política monetaria y cambiaria es inefectiva para contener o revertir una tendencia persistente a la revaluación. Usarla en este sentido tiene riesgos y costos macroeconómicos y financieros.
- Tiene, sin embargo, un rol en la corrección de desalineamientos cambiarios temporales, acumulación de reservas y reducción de la fragilidad financiera derivada de apalancamiento excesivo y descalces de moneda y plazo. El Banco de la República ha usado activamente sus instrumentos para estos fines sin comprometer de manera alguna el logro de sus objetivos.
- La utilización de los instrumentos se basa en un análisis pragmático de costo-beneficio y se ha aprendido de la experiencia.