



Banco de la República
Colombia

LA APRECIACIÓN DEL PESO COLOMBIANO: DESAFÍO Y RESPUESTA

Bogotá, Junio 24 de 2005

Carlos Gustavo Cano
Codirector

Opiniones personales. No comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.



Contenido

- **I. Introducción**
- **II. El desafío y la respuesta del Banco**
- **III. Flotación administrada: el camino**
- **IV. Medidas complementarias**
- **V. Tres conclusiones**



I. INTRODUCCIÓN



No hay almuerzo gratis, pero tampoco mal que dure tanto ni cuerpo que lo resista

Tasa Representativa de Mercado
(pesos/ dólar)



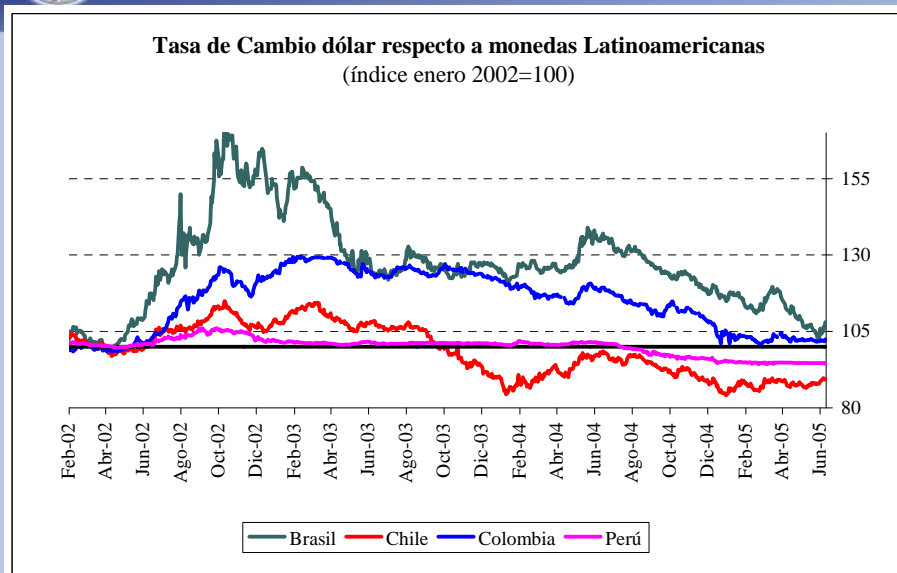


La magnitud de la apreciación durante los dos últimos años

- En 2004 la apreciación nominal del peso fue 14%.
- Entre febrero 11 de 2003, el máximo histórico de la tasa, y febrero 10 de 2005, fue del 21%. Ayer 23 de junio iba en 14.52% en año completo.
- Además, la diferencia entre la inflación interna y la externa en los dos últimos años fue cerca del 6%.
- **Luego en dos años hemos perdido más de una quinta parte de la competitividad cambiaria real, el primer lugar en A. Latina.**



Cierto que otras monedas de América Latina se han apreciado frente al dólar...





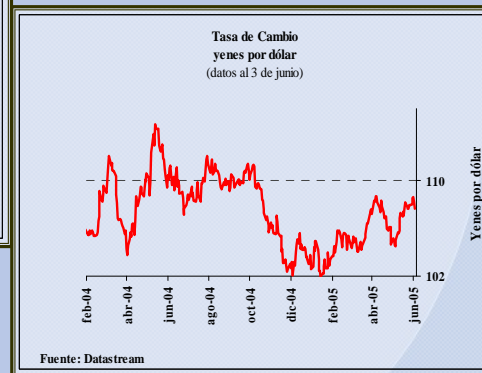
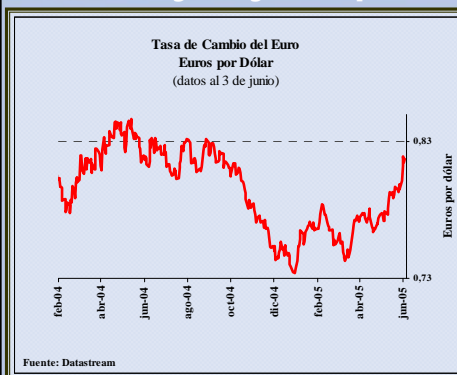
...pero con Chile, hasta ayer 23 de junio ostentábamos el campeonato

LATAM	año completo	Dos años atrás
	Colombia	-14,52%
Brasil	-23,08%	-16,36%
México	-4,84%	2,92%
Argentina	-2,39%	3,95%
Venezuela	11,98%	34,37%
Perú	-6,21%	-6,42%
Uruguay	-17,73%	-7,62%
Chile	-9,32%	-17,75%

Fuente: Bloomberg

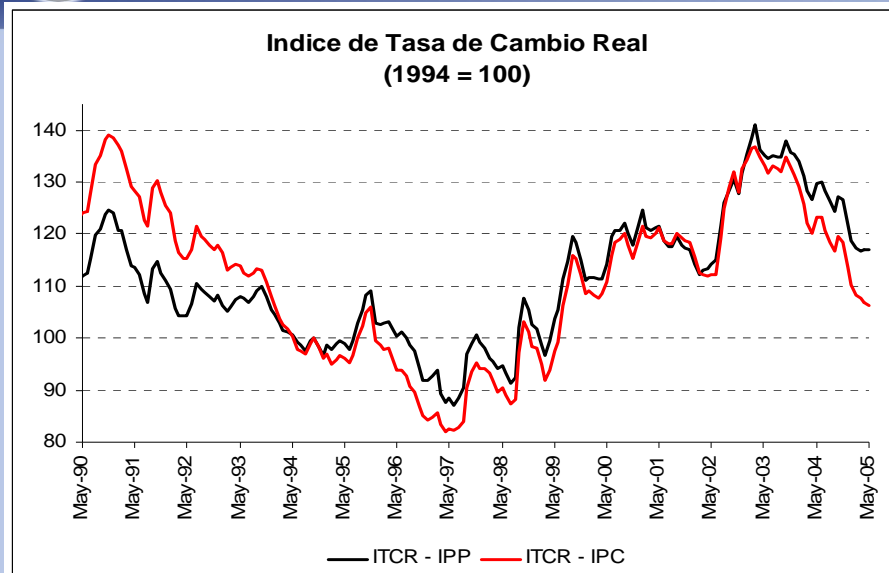


...y cierto que la apreciación ha coincidido con la depreciación del dólar frente al euro y al yen...pero en Colombia ya no es así...





...y cierto que el índice de nuestra TCR aún supera al de 1994 (en junio 17 era 116.2)



...pero

“...la TCR de equilibrio no es constante en el tiempo, ya que depende de factores que están en permanente proceso de cambio. Por tanto, no es lógico pensar que el nivel de equilibrio de la TCR deba permanecer constante y que necesariamente corresponda al obtenido en algún período en particular.” (Informe de la Junta del Banco al Congreso, Marzo de 2005).

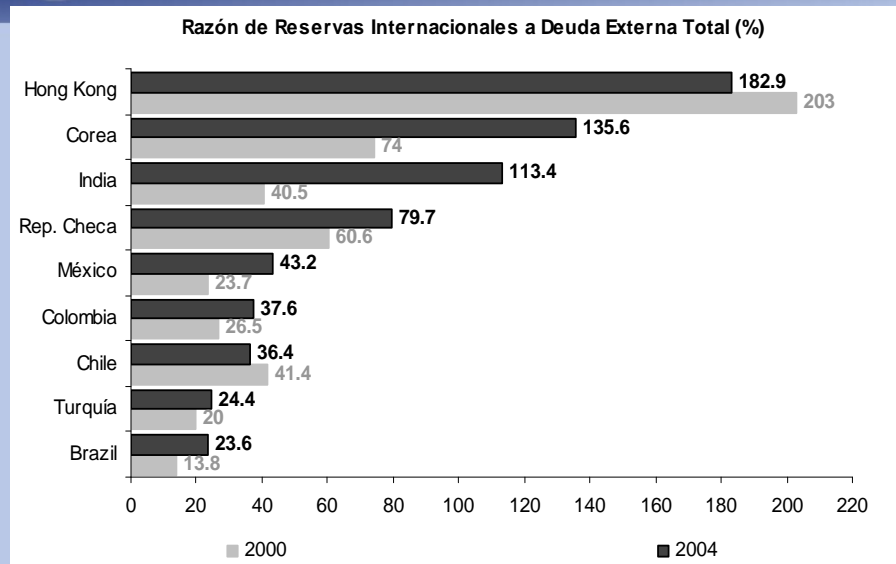


El excedente de 2004 y su absorción

- El exceso neto de la oferta del sector real durante 2004 fue de US \$3.281 mll.
- El Banco adquirió US \$2.904 mll, de los cuales el Gobierno luego le compró US \$500 mll para amortizar deuda externa.
- Este año, a Mayo 31, ya había adquirido US \$1.333 mll más, y el Gobierno le compró US \$1.250 mll más para prepagar deuda BID.

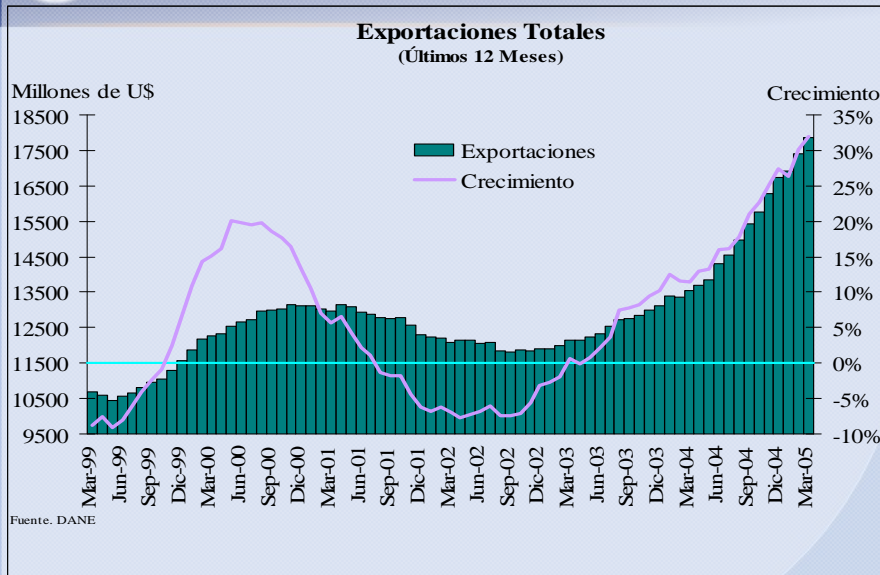


Con relación a la deuda, las reservas aún lucen razonables (similar a México y Chile)





Se dispararon las exportaciones, en especial a Venezuela y Estados Unidos...

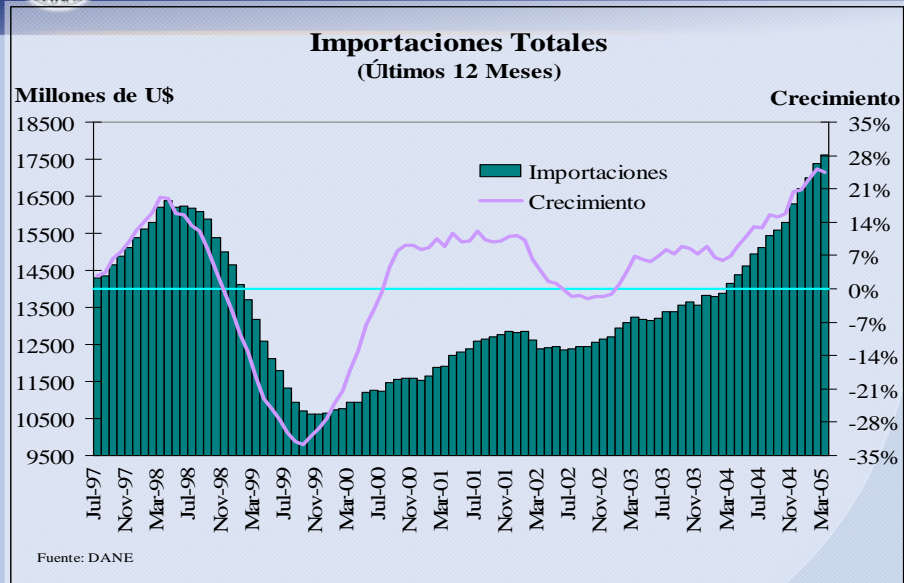


...y han seguido creciendo

EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES						
(Tasas de crecimiento anual)						
		Total año		Acumulado hasta marzo		
III. EXPORTACIONES		2003	2004	2003	2004	2005*
1.Café		4,4	17,8	15,2	16,0	79,4
2.Carbón		43,7	29,4	-12,9	55,5	36,6
3.Ferróniquel		52,2	51,0	49,7	72,8	20,6
4.Petróleo y derivados		3,3	25,1	24,3	1,6	23,7
5.Oro		522,7	-4,7	n.a.	1,3	46,9
6.Esmeraldas		-13,1	-6,9	2,0	-21,7	-36,9
7.No tradicionales 1/		7,6	27,8	4,1	12,8	25,3
8.Total		10,2	27,4	8,9	13,9	33,2
Fuente: DANE						



...pero también las importaciones...



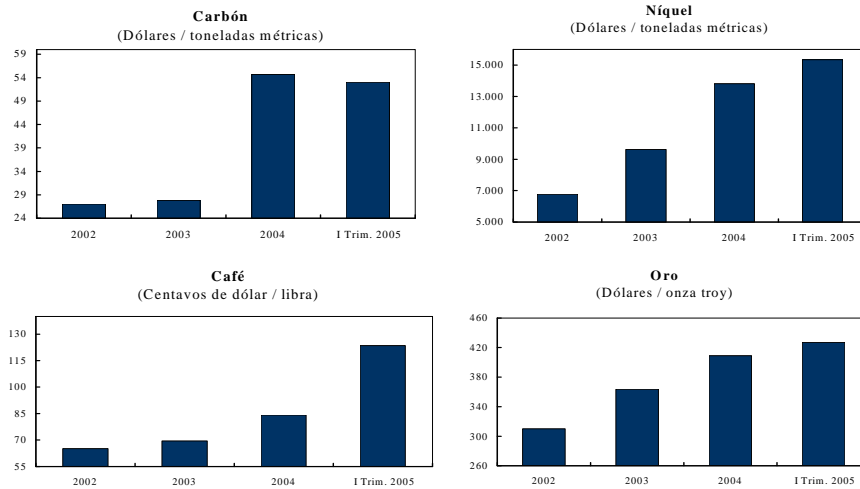
...que igualmente continúan aumentando

IMPORTACIONES COLOMBIANAS						
(Tasas de crecimiento anual)						
		Total año		Acumulado hasta marzo		
IV. IMPORTACIONES (CIF)		2003	2004	2003	2004	2005
1. Bienes de consumo		-1,1	18,5	-1,5	9,5	29,3
2. Bienes intermedios		9,9	24,9	18,3	16,7	23,6
3. Bienes de capital		15,7	16,0	43,8	-2,9	29,8
4. Total		9,4	20,6	22,1	8,0	26,7
Fuente: DIAN						



Además, aparte del petróleo, nuestros más importantes *commodities* de exportación han observado precios al alza

Precios internacionales de algunos *commodities*



Fuente: Banco Mundial (Pinksheet).



Pero nuestros principales socios podrían perder algo de dinamismo...

EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO

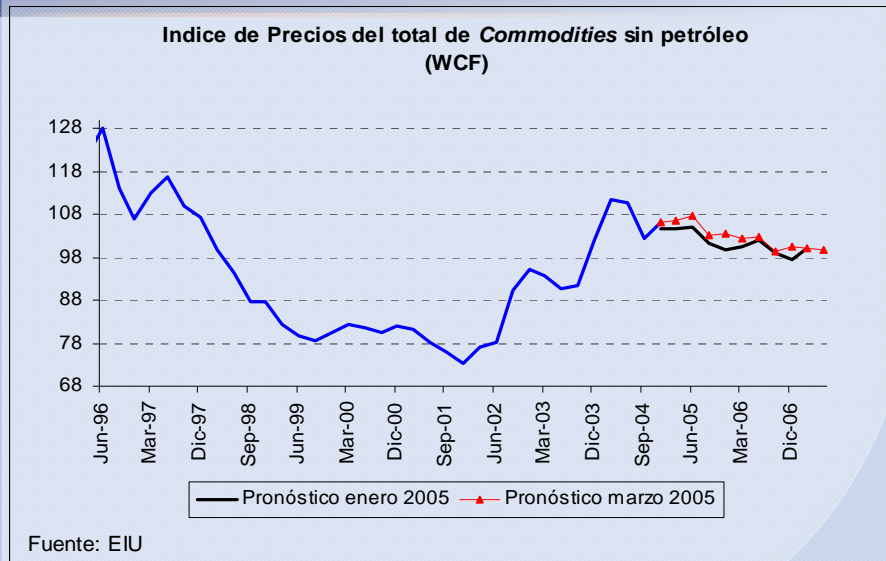
	Observado	Jun-05	May-05	Jun-05	May-05
	2004	2005	2005	2006	2006
Principales socios					
Estados Unidos	4,4	3,4	3,7	3,3	3,4
Ecuador	6,5	3,5	3,4	3,3	3,3
Venezuela	17,3	5,6	5,5	4,2	4,2
Otros socios					
Zona del Euro	1,8	1,9	1,9	2,5	2,5
Japón	2,6	1,0	1,0	1,7	1,7
China	9,5	8,9	8,6	8,0	7,9
Perú	5,1	4,7	4,7	4,3	4,3
México	4,4	3,9	3,9	3,5	3,5
Chile	5,9	5,8	5,8	5,1	5,0
Argentina	9,0	6,8	6,8	4,0	4,0
Brasil	5,2	3,6	3,7	3,6	3,7
Bolivia	3,6	3,5	3,3	3,5	3,4
Total socios comerciales*	7,7	4,0	4,1	3,6	3,6

Fuente: DATASTREAM - Consensus

*Cálculo según exportaciones no tradicionales



...y los precios de algunos *commodities* podrían comenzar a declinar



Sin embargo, no toda la enfermedad está en las sábanas...

Un componente muy importante de la apreciación del peso obedece al gran aumento de la demanda externa por activos financieros colombianos (entre ellos TES), y a la gran caída en la demanda colombiana por activos financieros externos. O sea a cambios en la cuenta de capitales, **no sólo a cambios en la cuenta comercial.**



En efecto el superávit de la cuenta de capital pasó del 1% en 2003 al 3.5% en 2004, y sigue incrementándose

- **Préstamos del exterior** pasaron de US \$382 mll a US \$1.650 mll : **crecimiento del 332%**.
- **La inversión** colombiana en el exterior cayó en US \$882 mll, y la extranjera en Colombia creció en US \$1.004 mll: **regreso de capitales "fugados", y el resto en carbón y petróleo.**
- Los **fondos de pensiones redujeron** su exposición externa del 15.6% al 9%, o sea en **US \$700 mll.**, y este año ha seguido cayendo.



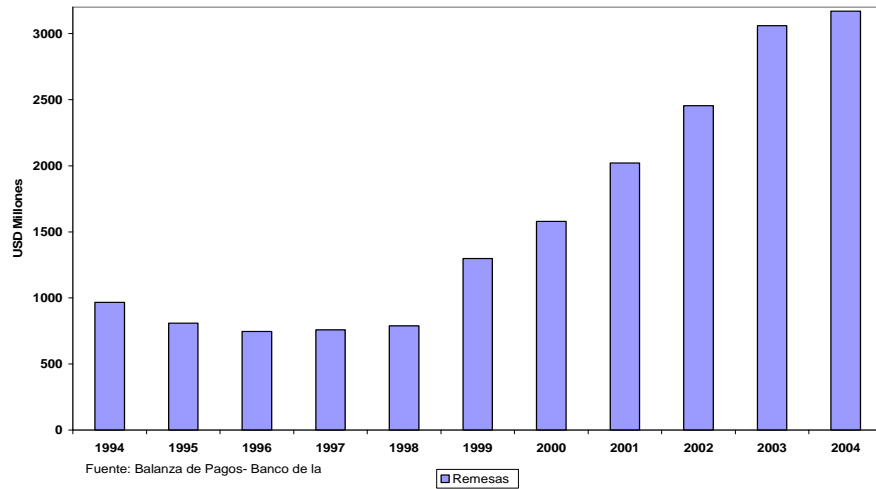
De otra parte, llama la atención que...

- Las remesas fueron de US \$3.170 mll (pasaron del 1.9% del PIB en 2000 al 3.3% en 2004).
- **Compras a cambistas fueron de US \$1.376 mll: un crecimiento del 88%.**
- **Y los servicios no financieros ascendieron a US \$864 mll: un crecimiento del 57%.**



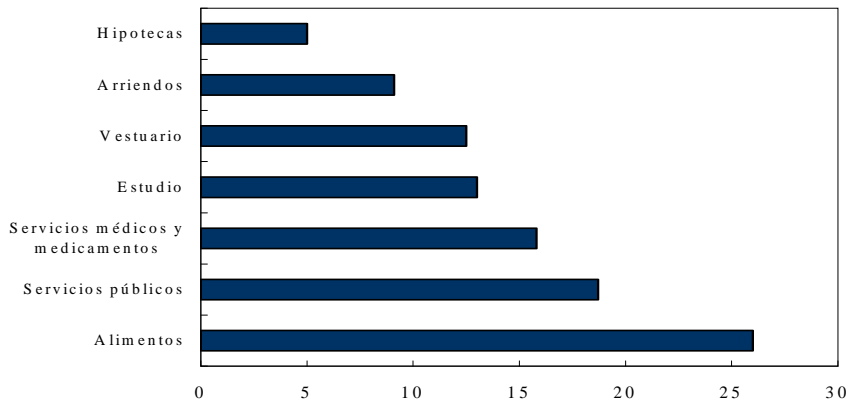
El despertar de las remesas

COLOMBIA: INGRESOS POR REMESAS DE TRABAJADORES
1994-2004



Los usos sanos de las remesas

¿Quiénes envían remesas? Usos potenciales de las remesas
(Porcentaje)

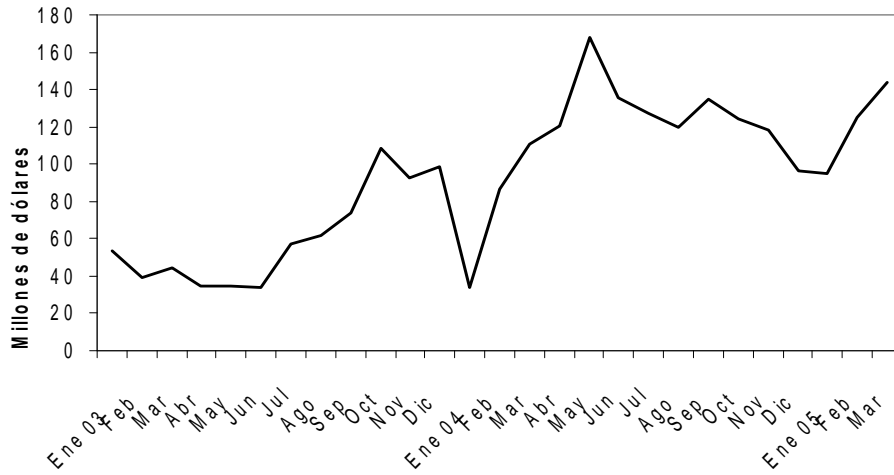


Fuente: Alejandro Gaviria. CEDE, Universidad de los Andes. En la otra cara de la diáspora: las relaciones de los emigrantes colombianos con su país de origen. (Presentación diapositivas).



Y, finalmente, algo muy inquietante...

Compras netas a cambistas profesionales
Flujos mensuales - (Millones de dólares)



II. EL DESAFÍO Y LA RESPUESTA DEL BANCO



No es posible bajar de forma duradera el desempleo con semejante apreciación... ...pero tampoco con alta inflación...

- Correlación inversa entre tasas reales de cambio y desempleo, con dos años de retraso: por cada 10% de apreciación, 5.6% más de tasa de desempleo (Frenkel 2004: Argentina, Brasil, México y Chile).
- Efecto negativo directo sobre la cuenta comercial de los bienes transables: castigo a la demanda interna y externa de la producción nacional (especialmente agropecuaria); y premio a las importaciones, al contrabando y al lavado de activos.
- Apreciación excesiva puede conducir a depreciación abrupta y también excesiva, y por tanto arriesgar el esquema de inflación-objetivo (*inflation targeting*).



...tampoco es posible recuperar el empleo rural, del cual 55% depende del agro...

Además de las exportaciones (café, flores, banano, azúcar, aceite de palma), casi todos los precios internos del resto del agro están atados al valor del dólar. A través de los acuerdos de competitividad de las cadenas productivas, de las siembras por contrato, y del sistema de subastas y contingentes arancelarios, se han impuesto los pactos de precios entre productores y agroindustrias denominados en la moneda norteamericana: maíz, soya, sorgo, yuca, algodón, arroz, trigo, frutas.



... y tampoco es posible debilitar económicamente el terrorismo, que se financia de los cultivos ilícitos...

En Colombia cada vez que se debilita la agricultura lícita se fortalece la ilícita y los grupos alzados en armas que se financian de ésta actividad. Luego la lucha contra el terrorismo pasa por la defensa del trabajo rural lícito, y su expansión, por una tasa de cambio real estable y competitiva.



Las herramientas del Banco

- Tasas de interés de corto p. en operaciones de expansión y contracción (TASAS REPOS).
- Intervenciones en el mercado cambiario: compra y venta de divisas (RESERVAS).
- Compra y venta de otros activos (TES).
- **CRITERIO RECTOR: Maximización del bienestar con equidad, sin sacrificar el poder adquisitivo de la moneda, cuya estabilización es clave para la sostenibilidad de aquel (el bienestar) y la viabilidad de esta (la equidad).**

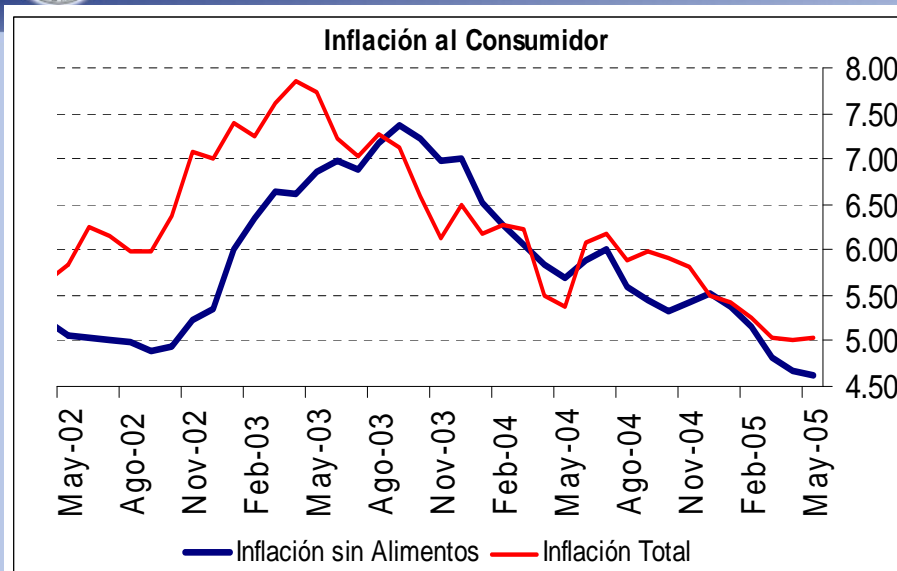


La respuesta: una política monetaria expansiva

- La meta de inflación se cumplió en 2004 (5.5%).
- Pronósticos y expectativas indican que para el 2005 también se cumplirá (rango 5.5% - 4.5%).
- Y que seguirá descendiendo en 2006.
- Además, la brecha del producto aún es amplia.
- **Por tanto, deben continuar bajas las tasas de interés, la ventanilla de contracción cerrada, y la discrecionalidad cambiaria.**



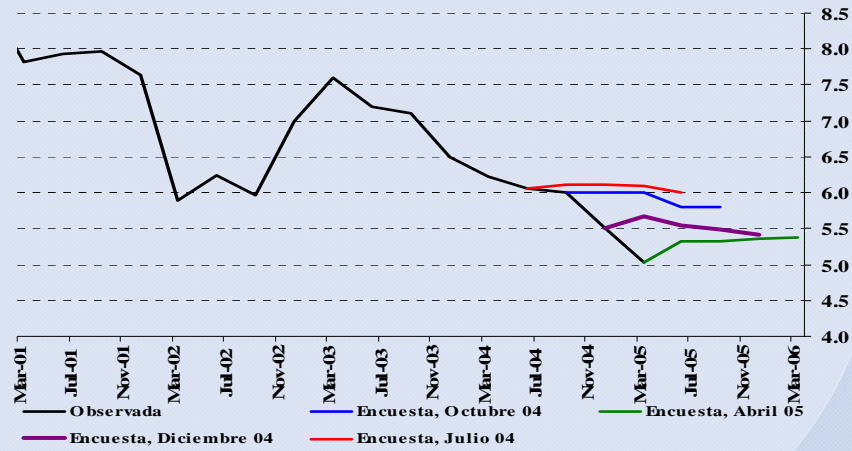
El sometimiento del dragón (¿gracias sólo a la apreciación del peso?)





Sin novedad en el frente...

Expectativas de Inflación

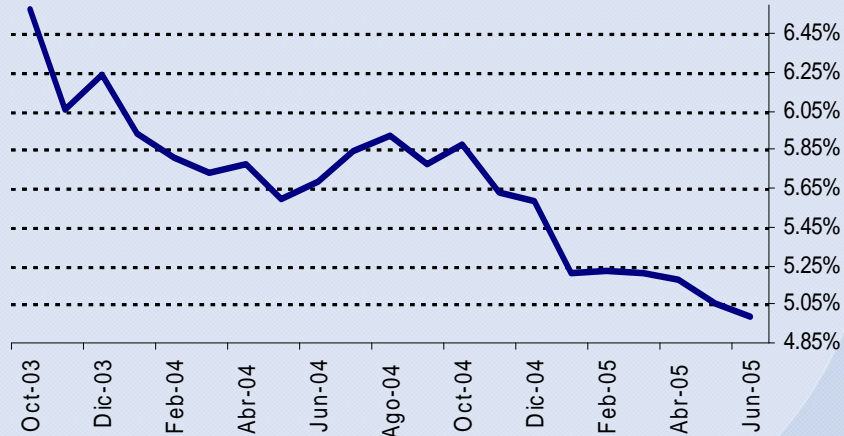


Fuente: Banco de la República, Sección de Estadística



Crece la credibilidad en la meta de inflación

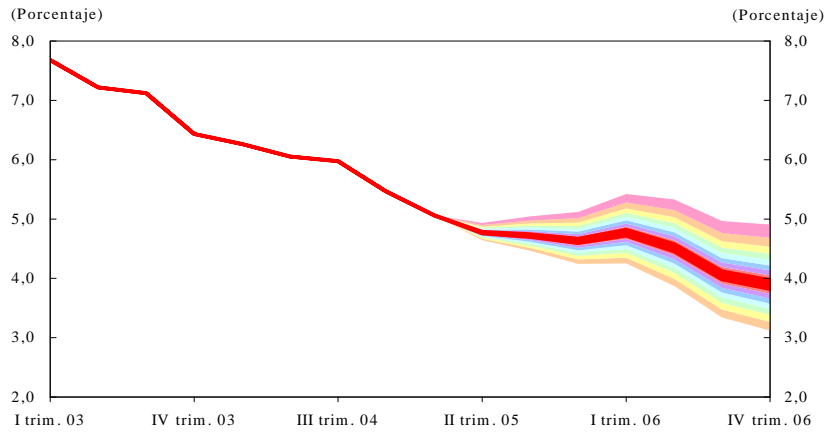
VARIACION PRONOSTICOS DE INFLACION A DICIEMBRE DE CADA AÑO BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA





La tendencia probabilística de la inflación: declinante prolongada

Distribución de probabilidades en la inflación (*Fan Chart*)

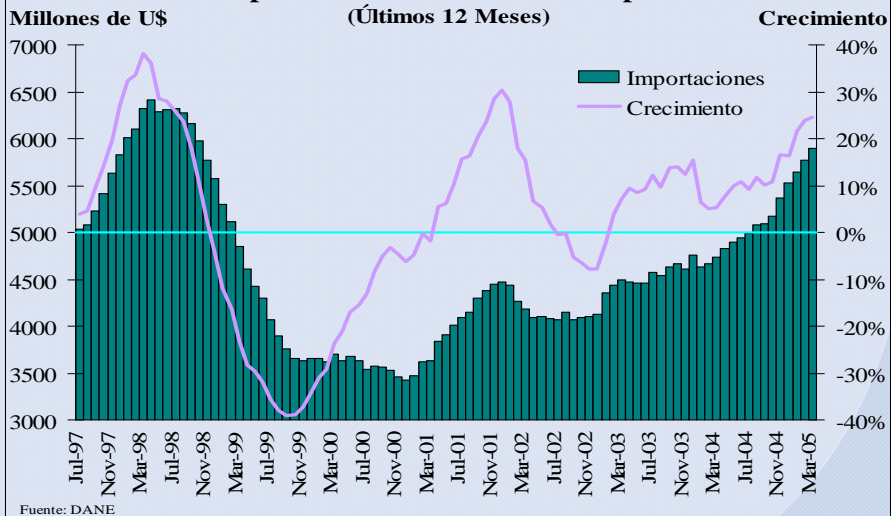


Fuente: Cálculos del Banco de la República.



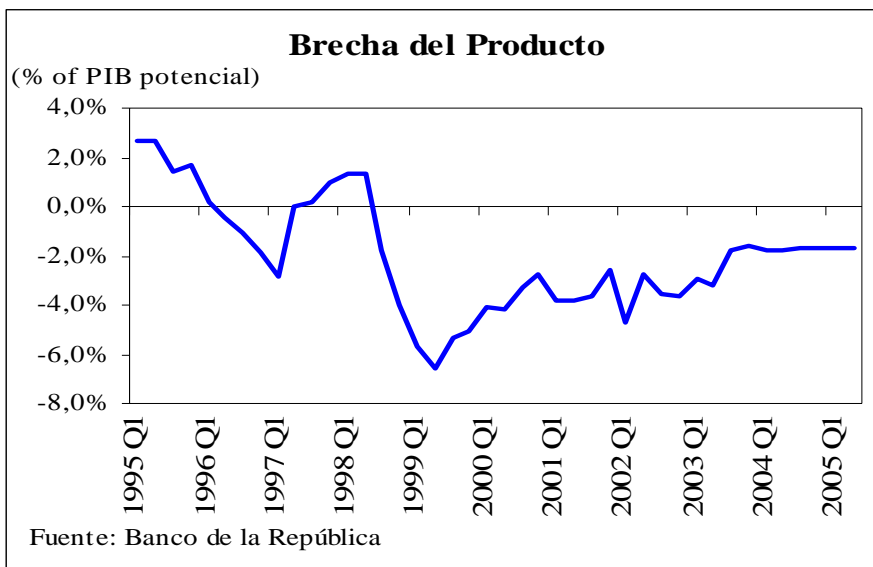
De otro lado, la inversión en maquinaria y equipo se recupera...

Importaciones de Bienes de Capital
(Últimos 12 Meses)

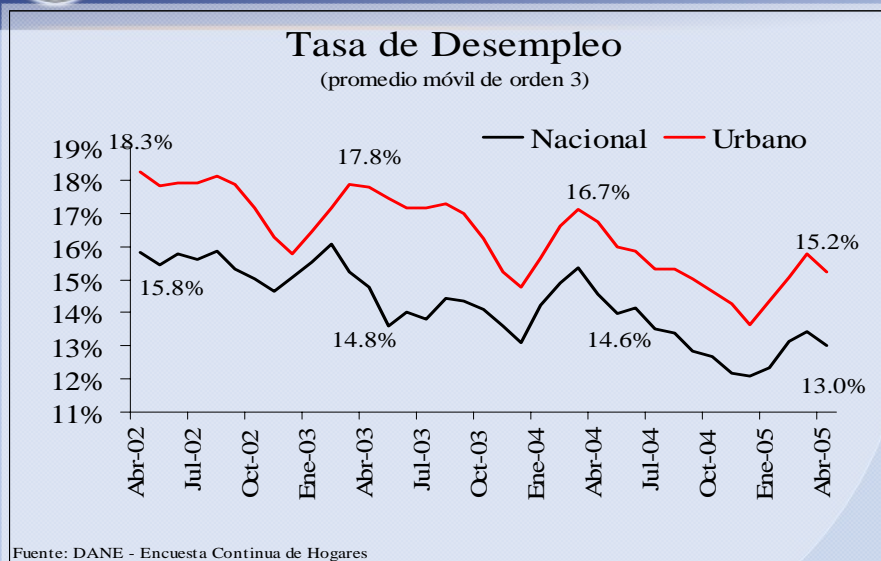




...y aún existe amplio margen para crecer...



...y el desempleo, a pesar de su reducción, aún es alto, y la pobreza rural aún más





III. FLOTACIÓN ADMINISTRADA: EL CAMINO



Los dos modelos extremos

- (A) Flotación pura o no intervención en el mercado cambiario: el nivel de las reservas tiende a mantenerse constante, o al menos con mínima volatilidad, y la tasa de cambio es definida única y exclusivamente por el libre mercado.
- (B) La autoridad monetaria fija discrecionalmente la tasa de cambio mediante meros actos administrativos.



La alternativa: dos modalidades de flotación administrada

- (A) ***Suavizamiento*** de la tasa: intervenciones sólo para atenuar sus movimientos cíclicos en el corto plazo.
- (B) **Tasa objetivo**: intervenciones cambiarias persistentes y sucesivas a fin de establecerle de modo deliberado un sendero a la tasa, pero sin anuncios previos ni compromisos sobre niveles.



La *realpolitik* del mundo cambiario

Según Bofinger y Wollmershäuser (2003), entre los países que se declaran en pro de la flotación libre, el 77% en realidad aplica la estrategia de tasa objetivo, el 10% la de *suavizamiento*, y el 13% la flotación pura. Y entre los que se declaran abiertamente en pro de la flotación administrada, el 89% sigue la estrategia de tasa objetivo y el resto la de *suavizamiento*.



Esterilización monetaria, opción fundamental

El manejo simultáneo de las tasas de interés y de cambio implica intervenciones esterilizadas mediante operaciones en los mercados de TES y/o REPOS a fin de modificar la base monetaria expandiéndola o contrayéndola, y a través de compras o ventas de divisas, según el caso. Las operaciones de esterilización son para preservar el nivel de la base monetaria y el total de activos del Banco, aunque su composición se altere, y en últimas para preservar el esquema inflación-objetivo.



Sin embargo...

- En Colombia la efectividad de la política monetaria se halla seriamente debilitada por: (a) operaciones de crédito e inversión extranjera de corto plazo, atraídas por la notable diferencia entre las tasas de interés real externas y las internas, incluidas las de los TES y los *Treassuries*; y (b) operaciones de lavado de activos originadas en narcotráfico.
- Luego urgen medidas complementarias en: fisco, mercado de capitales y banca.



IV. MEDIDAS COMPLEMENTARIAS

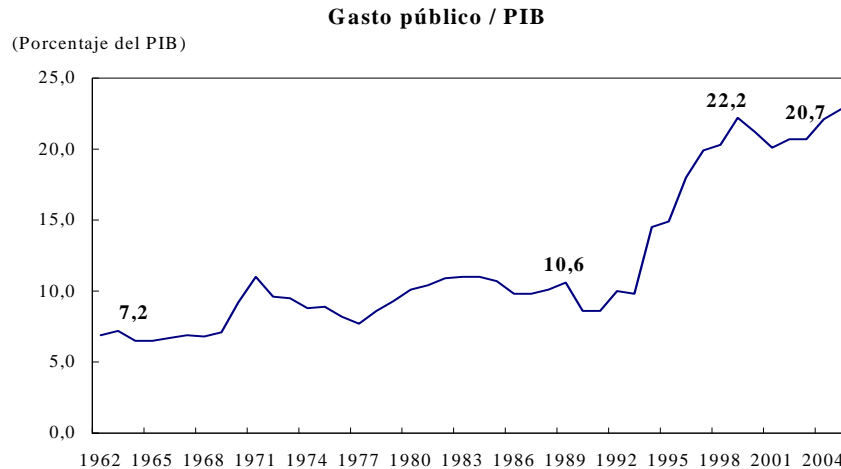


El ajuste fiscal es indispensable y apremiante

El desequilibrio fiscal es una de las más poderosas fuentes de presión al alza sobre las tasas de interés real internas, a su vez asociadas con percepciones de mayor riesgo por parte de los inversionistas. Tasas que, por tal razón, han terminado atrayendo con mucha más fuerza flujos de capital de corto plazo que inversiones productivas de capital fijo.



Pero la reducción del gasto público/PIB, por su naturaleza inercial, no será inmediata



Fuente: Fondo Monetario Internacional.



Durante la transición hacia el ajuste fiscal, tres posibles alternativas de estabilización

- (a) Encajes no remunerados sobre entradas de capital (Chile, Brasil, Colombia, 90's, Argentina hoy) o (b) gravamen a las re-exportaciones tempranas de capital (Malasia durante la crisis asiática), o (c) no deducibilidad tributaria de intereses por deudas externas de corto plazo.
- En cualquier caso se deben excluir créditos de proveedores, repatriación de capitales y sus dividendos, e inversión extranjera directa.
- **Único fin: privilegiar transitoriamente la inversión extranjera de más larga maduración y el endeudamiento externo a plazos más prolongados, en pos de una menor volatilidad macroeconómica.**



Del staff técnico del Banco de Inglaterra

“La volatilidad del tipo de cambio puede, en algunas circunstancias, ser más dañina que la interrupción de los mecanismos del mercado por medio de los controles de capital”.
(Hoggarth y Sterne, 1997)



Las inversiones de los fondos de pensiones

- La mayor exposición externa de sus inversiones contribuiría a revertir, o al menos detener, la apreciación. Y a acercar las tasas de interés real internas de largo plazo a las externas. Por tanto hay que incentivarla.
- Y a fin de contrarrestar su carácter procíclico y la resultante volatilidad cambiaria, se debe limitar la velocidad con que puedan modificar sus portafolios de inversión extranjera, de suerte que sean menos activos en transar y más activos en mantener dichas inversiones.



Y, adicionalmente, regulación prudencial

- (A) Medición apropiada de los riesgos de tenencia de TES en los balances de la banca para efectos de los requerimientos de patrimonio técnico, a fin de evitar el desmedro de la cartera, las tasas y el acceso al crédito.
- (B) Desalentar descalces cambiarios originados en el prepago de deudas que son sustituidas por pasivos en moneda extranjera sin contar con contrapartidas en activos en divisas.
- (C) Regulación de la competencia para prevenir eventuales abusos de posición dominante en el mercado financiero de cara a los márgenes de intermediación y a prácticas de *related lending*.



V. TRES CONCLUSIONES



Primera conclusión

El comportamiento de los determinantes fundamentales durante los últimos años explica adecuadamente la actual apreciación del peso:

- Depreciación de dólar frente al euro y al yen.
- Superávit de la cuenta de capital, en especial por endeudamiento e inversión de corto plazo.
- Aumento geométrico de compras de divisas a cambistas y de servicios no financieros.
- Histórico crecimiento de las remesas de los trabajadores colombianos desde el exterior.
- Dinamismo de las exportaciones por encima del de las importaciones.



Segunda conclusión

Sin embargo, los actuales factores motrices de tales determinantes no son permanentes ni sostenibles, sino temporales o transitorios, y bien podrían modificarse:

- Debilidad del dólar frente a UE, China y Japón.
- Alto diferencial entre las tasas de interés real de Colombia y Estados Unidos.
- Lavado de activos por *narco-inseguridad*.
- Creciente ritmo de emigración de trabajadores colombianos a Estados Unidos y España.
- Altos precios de los *commodities*, y alto crecimiento de Venezuela y Estados Unidos.



Tercera conclusión

Por tanto, a fin de evitar una futura depreciación abrupta que ponga en peligro la estrategia de inflación objetivo con reducción del desempleo:

- **Mantener en su mínimo histórico la tasa de interés de intervención del Banco, inclusive sin perjuicio de contemplar reducción adicional.**
- **Continuar con la intervención cambiaria, acorde con la modalidad de flotación administrada.**
- **Y, si fuere preciso, únicamente durante el tránsito hacia el inaplazable ajuste fiscal, algunas medidas de estabilización de los flujos de capitales de muy corto plazo, destinadas a reducir la volatilidad de la tasa de cambio.**



GRACIAS