

NOTA EDITORIAL

LA TASA DE CAMBIO Y LA POLÍTICA MONETARIA DE INFLACIÓN OBJETIVO

El peso colombiano se devaluó fuertemente frente al dólar en el segundo semestre de 2002 y el primer trimestre de 2003. Luego se ha apreciado, con especial intensidad en diciembre de 2003 y lo transcurrido de 2004. Estos movimientos de la tasa de cambio peso-dólar afectaron los pronósticos de inflación y llevaron a la Junta Directiva del Banco de la República a modificar la postura de la política monetaria, cambiando las tasas de interés de intervención e interviniendo en el mercado cambiario. ¿Cuál es la relación entre la tasa de cambio y los objetivos de política monetaria en una estrategia de inflación con flotación de la tasa de cambio? ¿Cuenta el banco central con alguna guía general para responder a los movimientos de la tasa de cambio?

Esta Nota Editorial responde las dos preguntas anteriores, y muestra cómo el enfoque flexible de inflación objetivo contribuye a la estabilidad de las tasas de cambio e interés. La sección I analiza la relación entre la tasa de cambio y los objetivos de la política monetaria. En ella se realiza, además, una primera aproximación al tipo de consideraciones de política monetaria que surgen cuando el sistema cambiario es de flotación y la autoridad monetaria enfrenta movimientos de la tasa de cambio. La sección II explica de qué manera la estrategia flexible de inflación objetivo ofrece al banco central la guía general para definir la

respuesta de política monetaria a los movimientos en la tasa de cambio. Esta sección complementa la anterior al identificar los enormes retos y las dificultades que enfrenta la autoridad monetaria cuando se presentan variaciones fuertes en la tasa de cambio. La sección III concluye.

I. LA TASA DE CAMBIO Y LOS OBJETIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA

El objetivo primario de la política monetaria en Colombia es el logro de la meta de inflación, al tiempo que se trata de que la política monetaria acerque el producto a una medida de producto potencial (la brecha de producto). Además, el sistema cambiario es de flotación, por lo cual no existe meta alguna de tasa de cambio (nominal o real). Por lo tanto, si la autoridad monetaria modificó su postura de política monetaria frente a los movimientos de la tasa de cambio fue porque consideró que ellos comprometían el logro de las metas de inflación, o contribuían a la desviación del producto observado frente al producto potencial.

En economías pequeñas y abiertas como la colombiana la tasa de cambio incide de manera *directa* sobre la inflación a través de su efecto sobre el precio de los bienes comerciables internacionalmente (importados, exportados o que compiten con las importaciones). Cuando la tasa de cambio se deprecia, los precios en moneda local de los bienes y servicios comerciables internacionalmente tienden a aumentar. Por ejemplo, cuando el peso se devalúa, el precio en pesos del trigo aumenta, y el del pan también tiende a incrementarse, independientemente del efecto de un aumento en la cotización internacional del trigo. De igual manera, el precio del algodón tiende a subir, aunque éste no sea un producto importado, debido a que el precio en pesos del algodón en el mercado internacional aumenta con la depreciación del peso colombiano. Lo contrario ocurre cuando se aprecia el peso.

Los efectos directos de la tasa de cambio sobre los precios de los bienes y servicios normalmente afectan la inflación al consumidor de manera rápida, entre los seis y los 12 meses siguientes. A su vez, la magnitud del efecto de la tasa de cambio sobre los precios, si bien tiende a ser proporcional a la participación de los bienes y servicios comerciables en la canasta familiar y el producto, también se ve afectada por factores como la estructura de mercado y la percepción de la persistencia de los movimientos de la tasa de cambio, entre otros.

El efecto directo de la tasa de cambio sobre la inflación, no siempre requiere una respuesta de política monetaria en la forma de cambios en las tasas de interés de intervención del banco central. Esto es así porque los efectos de la tasa de cambio sobre la inflación pueden ser temporales y darse antes que la modificación en la postura de la política monetaria haya tenido efecto alguno sobre el potencial impacto de la tasa de cambio en los precios. Sin embargo, si las personas no juzgan el movimiento de la tasa de cambio como un fenómeno temporal, o de una sola vez sobre el nivel de precios, y cambian las expectativas de inflación, el banco central podría verse en la obligación de actuar para evitar el desarrollo de presiones sostenidas sobre el nivel de precios que sean incoherentes con el logro de las metas de inflación.

La tasa de cambio también puede afectar la inflación de manera *indirecta* a través de su efecto sobre la demanda de bienes y servicios producidos en Colombia. Cuando el peso se deprecia, los bienes y servicios producidos en Colombia se vuelven más baratos con relación a los precios de los bienes y servicios producidos en el exterior. O, puesto en otras palabras, las exportaciones colombianas se vuelven más competitivas en el mercado internacional, y los precios de los bienes y servicios producidos en el país se tornan más competitivos frente a las importaciones. Las empresas que producen bienes para la exportación, o sustitutos de importaciones, aumentan sus ventas. En ausencia de factores compensatorios, un peso más devaluado resulta en presiones de demanda sobre la producción nacional, en menor brecha de producto, y en una mayor capacidad de las empresas nacionales para aumentar sus precios. De nuevo, lo contrario ocurre si el peso se aprecia¹.

Al evaluar la postura de la política monetaria, el banco central no puede ignorar estos efectos indirectos de la tasa de cambio sobre la inflación. La tasa de cambio es relevante para la definición de la postura de política monetaria, sin que ello signifique que el banco central tiene una meta escondida de tasa de cambio.

En síntesis, los movimientos en la tasa de cambio tienen efectos directos sobre los precios, e indirectos a través de su incidencia en el tamaño de la brecha del producto. Si bien en algunos casos (Ej.: alta credibilidad de su

¹ Otro efecto de gran importancia de la devaluación (apreciación) de la moneda local ocurre cuando los agentes nacionales están endeudados en moneda extranjera. Si el endeudamiento externo es alto, la devaluación puede ser fuertemente contractiva del producto. Este efecto "balance" no se analiza en el texto con el fin de simplificar la exposición.

política monetaria) el banco central puede ignorar el efecto directo y relativamente rápido de la tasa de cambio sobre los precios, suponiendo que este efecto directo no genera presiones inflacionarias de "segunda vuelta" (Ej.: no aumente las expectativas de devaluación a niveles incoherentes con el logro de la meta de inflación), el efecto de la tasa de cambio sobre la demanda total y sus implicaciones de mediano plazo para la inflación siempre deben ser motivo de cuidadoso análisis.

II. LA TASA DE CAMBIO Y LA RESPUESTA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La estrategia flexible de inflación objetivo ofrece al banco central la guía general para responder a movimientos en la tasa de cambio². En este esquema los objetivos de la política monetaria son la inflación y la brecha del producto. Sin embargo, como existen rezagos, largos y variables, entre la acción del banco central y su efecto sobre la inflación y la brecha de producto, la forma de actuar es fijando la tasa de interés de intervención en un nivel tal que los pronósticos de inflación y de brecha de producto se dirijan hacia la meta cuantitativa de inflación y cero, respectivamente.

El procedimiento anterior es más fácil describirlo que llevarlo a la práctica. Un principio general es que el efecto de los movimientos en la tasa de cambio sobre la inflación y la brecha de producto depende de la causa inicial del movimiento de la tasa de cambio. Por lo tanto, la primera etapa en la definición de la respuesta de política monetaria es identificar las causas de las variaciones de la tasa de cambio. Esta identificación es un proceso particularmente complejo.

En efecto, la tasa de cambio es el precio de la moneda de un país, por ejemplo, el dólar de los Estados Unidos, medido en términos de la moneda de otro país, v. gr.: el peso colombiano. Por lo tanto, es de esperar que la tasa de cambio peso-dólar responda a condiciones macroeconómicas fundamentales, tales como las tasas de interés, la inflación y el crecimiento económico, en las dos economías. Sin embargo, la expe-

² Véanse, principalmente, los trabajos de Lars E. O. Svensson sobre inflación objetivo en economías abiertas y sus memorandos de discusión en el Banco Nacional de Bélgica, enero de 2004, y el ECON del Parlamento Europeo, febrero de 2004 (www.princeton.edu/~svensson). Las etapas analizadas en esta Nota están claramente definidas en la aplicación que hace este autor a la reciente apreciación del euro frente al dólar de los Estados Unidos.

riencia de los países ha mostrado que es difícil encontrar una relación estable entre estas variables económicas y la tasa de cambio.

Más aun, la inversión en una moneda extranjera depende del valor futuro de la tasa de cambio. Esto significa que la tasa de cambio está determinada por las expectativas de los inversionistas sobre su valor futuro, y estas expectativas están basadas en la información. Si dicha información es tal que los inversionistas esperan que el peso colombiano se fortalecerá (apreciará) frente al dólar, invertirá en pesos. Y si un número suficiente de inversionistas nacionales o extranjeros esperan que el peso se aprecie, la demanda de pesos aumentará y su precio también aumentará. Además, los inversionistas tendrán que tomar en cuenta el riesgo. Cuando el riesgo de una moneda aumenta, su valor tiende a caer. El problema es que ni las expectativas, ni la información que forma la base de las expectativas, ni la evaluación que hagan los inversionistas del riesgo, son variables observables. Así mismo, los tres factores (expectativas, información y riesgo) varían en el tiempo, haciendo más difícil de encontrar relaciones estables.

En general, los movimientos de la tasa de cambio pueden tener múltiples causas. Pueden ser los resultados, por ejemplo, de cambios en los portafolios de los inversionistas por modificaciones en su percepción de riesgo. Pueden ser también los resultados de cambios en los "fundamentales" de largo plazo de las economías, por ejemplo, en los términos de intercambio o en las tendencias de productividad. O pueden ser simplemente los resultados de modificaciones en las presiones inflacionarias de los países. Por lo tanto, como se anotó antes, el primer paso en la definición de la respuesta de la política monetaria a variaciones en la tasa de cambio en un esquema de inflación objetivo es identificar su origen y naturaleza (Ej.: factores monetarios *vs.* factores que cambian el valor de equilibrio de la tasa de cambio real).

El paso siguiente es evaluar el efecto de la variación de la tasa de cambio sobre la inflación y la brecha de producto. Este efecto depende, entre otros factores, de la naturaleza del choque a la tasa de cambio, identificado antes, y su persistencia. Este paso es, al igual que el anterior, particularmente complejo. Debido a que la política monetaria afecta los precios con rezagos, el efecto inicial de un cambio en la postura de la política monetaria se manifiesta primero en la tasa de cambio real que en el nivel de precios. Sin embargo, la tasa de cambio real también responde a cambios en los "fundamentales" de la economía. Por lo tanto, para la autoridad monetaria es difícil interpretar si el nivel

o las variaciones en la tasa de cambio real están generando información relevante para evaluar la postura de la política monetaria y el comportamiento futuro de la inflación.

Más específicamente, el reto para la autoridad monetaria es ser capaz de separar los factores monetarios relevantes para la inflación de los factores que mueven el valor de la tasa de cambio real de equilibrio. Únicamente en casos excepcionales es esta separación una tarea fácil de realizar. Y aun en esos casos es difícil evaluar los efectos cuantitativos de la tasa de cambio sobre los pronósticos de inflación.

Así mismo, la evaluación de los efectos de las variaciones en la tasa de cambio sobre los pronósticos de la brecha de producto requiere evaluar el efecto de la tasa de cambio sobre los pronósticos de producto y brecha del producto. Además, esta última es una variable no observada particularmente difícil de medir e interpretar y, por lo tanto, de pronosticar.

El tercer paso es evaluar, a partir de los pronósticos de inflación y brecha de producto, si el nivel vigente de tasas de interés de intervención del banco central es coherente con el logro de las metas de inflación y de cierre de la brecha del producto, y en caso de que no lo sea, la forma específica que tomaría el cambio en la postura de la política monetaria (Ej.: modificaciones en las tasas de interés del banco central, cambios en el nivel de reservas internacionales, o ambas).

Tampoco este tercer paso es una tarea fácil, en especial si no se tiene certeza sobre la naturaleza, tamaño y duración de los choques a la tasa de cambio. Además, este paso tiene relación con las consideraciones realizadas en la sección anterior en relación con los efectos directos e indirectos de la tasa de cambio sobre la inflación. Mientras los efectos directos y de primera vuelta de la tasa de cambio sobre la inflación deben compensarse en países donde los movimientos de la tasa de cambio reflejan choques inflacionarios, en economías donde esas variaciones responden predominantemente a factores "fundamentales" y las expectativas son coherentes con el logro de las metas de inflación pueden ser acomodados por la autoridad monetaria.

El último paso es anunciar y explicar al público la decisión de política monetaria, tarea que usualmente se desarrolla en comunicados y ruedas de prensa del vocero de la autoridad monetaria, y en mayor detalle en los informes de inflación publicados.

En síntesis, si se trata de responder a cambios en la tasa de cambio, la decisión de política monetaria debe venir precedida de los siguientes pasos: i) análisis de las causas de los movimientos de la tasa de cambio; ii) evaluación de los efectos de la tasa de cambio sobre los pronósticos de inflación y brecha de producto; iii) identificación de la acción de política monetaria que lleva a que los pronósticos de inflación y de brecha de producto se dirijan a la meta cuantitativa de inflación y cero, respectivamente, y iv) anuncio y explicación de la decisión de política monetaria. Los tres primeros pasos son particularmente difíciles, y contrastan con la facilidad con la cual algunos analistas económicos piden cambios en la postura de la política monetaria frente a variaciones de la tasa de cambio.

III. CONCLUSIÓN

La Junta Directiva del Banco informó hace varios años que había adoptado una estrategia flexible de inflación objetivo. Esto significa que la Junta persigue una meta cuantitativa de inflación, al tiempo que valora la estabilidad del producto alrededor de su nivel de producto potencial (brecha). Ahora bien, debido a los rezagos que existen entre la acción del banco central y su efecto sobre el producto y la inflación, la forma de lograr esas metas es fijar la tasa de intervención del banco (el instrumento) de manera tal que la inflación se dirija hacia la meta cuantitativa de inflación, y la brecha de producto, a un valor cercano a cero.

Con base a las consideraciones hechas en las secciones I y II de esta Nota puede inferirse la respuesta de la autoridad monetaria frente a movimientos exógenos de la tasa de cambio. La reciente apreciación real del peso frente al dólar, originada en la política fiscal y monetaria expansiva en los Estados Unidos, tiende a reducir los pronósticos de inflación por el efecto directo de la tasa de cambio sobre los precios antes descrito. Además, dependiendo de la magnitud y la duración de la apreciación, afectará negativamente la producción de bienes transables por las menores exportaciones al mercado de los Estados Unidos y por el incremento de las importaciones de bienes sustitutivos de la producción nacional. Si, como consecuencia de todo lo anterior, la proyección de la inflación cae, y la de la brecha del producto aumenta, es previsible una política monetaria más expansiva en Colombia. En consecuencia, un fortalecimiento real del peso, *ceteris paribus*, podrá inducir una

política monetaria más expansiva, aunque la autoridad monetaria no tenga meta alguna de tasa de cambio nominal o real³.

En este contexto, la expansión monetaria se hace reduciendo las tasas de interés del banco central, comprando reservas internacionales, o con la combinación de las dos. A su vez, la compra de reservas puede hacerse compensando total o parcialmente su efecto expansivo sobre la base monetaria.

En síntesis, el banco central responde a movimientos en la tasa de cambio siempre y cuando esos movimientos afecten los pronósticos de inflación y la brecha de producto. Y la respuesta consiste en modificar su tasa de intervención o en la intervención en el mercado cambiario, o ambas. Este enfoque otorga mayor estabilidad a las tasas de cambio e interés y, por ende, a la inflación y el producto, sin impedir las fluctuaciones de la tasa de cambio propias de una economía globalizada y un sistema cambiario flexible.

Por último, es de interés el caso por ahora hipotético en el cual la apreciación real del peso debida a la entrada de capitales externos coincide con un período de exceso de gasto sobre la capacidad productiva de la economía. La disyuntiva del banco central en esta situación es evidente. Si aumenta la tasa de interés para reducir el gasto atrae capitales del exterior y reduce más la tasa de cambio real. Con ello crea un sesgo del gasto en favor de la adquisición de bienes transables e incrementa el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, generando una economía vulnerable a choques externos. Y algo similar ocurre cuando el banco central trata de mantener bajas las tasas de interés. En este caso, además de perder credibilidad, su principal activo, la expansión de la demanda interna presiona al alza los precios de los bienes no transables, incrementa la demanda de importaciones y deteriora el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La disyuntiva descrita ilustra la importancia de la coordinación de la política fiscal y monetaria. La restricción monetaria para controlar el crecimiento del gasto agregado necesita de la política fiscal para que el peso del ajuste no recaiga todo en el sector privado, y para que tam-

³ Esta conclusión se aplica también a las principales monedas de la economía mundial. Véanse, por ejemplo, los dos memorandos de discusión recientemente escritos por Lars Svensson, en relación con la apreciación del euro y la respuesta de política monetaria del Banco Central Europeo, citados en la nota 2 de pie de página, de esta Nota.

bién contribuya a la sostenibilidad de las cuentas externas. Infortunadamente, la experiencia de los países es rica en ejemplos en que el peso de mantener la estabilidad macroeconómica ha recaído de una manera desproporcionada en la política monetaria. Así, la autoridad monetaria termina asumiendo todo el costo político de una economía que pierde dinamismo, o que incluso termina en crisis, si bien ese final doloroso podría haberse evitado con una participación más activa de la política fiscal en el ajuste.

Miguel Urrutia Montoya
*Gerente General**

* Esta Nota fue elaborada con la colaboración de José Darío Uribe E. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco y son de la responsabilidad del Gerente General.