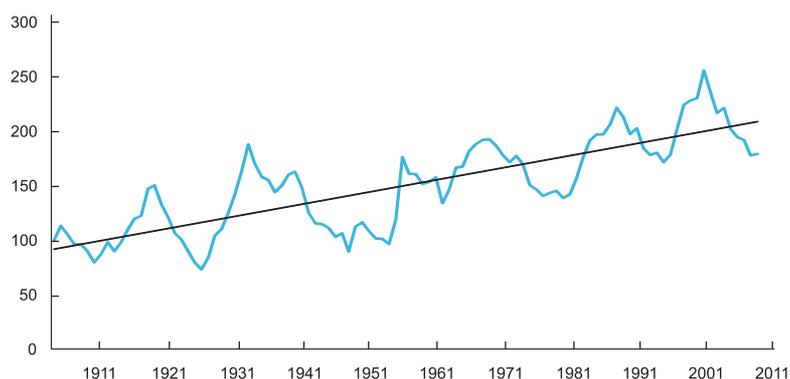




## ◆ Competitividad y tasa de cambio real en Colombia

La tendencia secular a la depreciación real de la tasa de cambio entre el peso colombiano y el dólar (Gráfico 1) sugiere que la productividad relativa del sector transable frente al no transable ha crecido en el largo plazo más rápido en los Estados Unidos que en Colombia. Sin embargo, desde 2003 el peso colombiano se ha apreciado continuamente en términos reales, con algunas interrupciones originadas principalmente por cambios en las condiciones externas. En el Gráfico 2 se observa que actualmente la tasa de cambio real (ITCR<sup>1</sup>) en Colombia se ubica por debajo del nivel promedio histórico calculado desde 1990. Un indicador alternativo (ITCR-C), el cual mide la

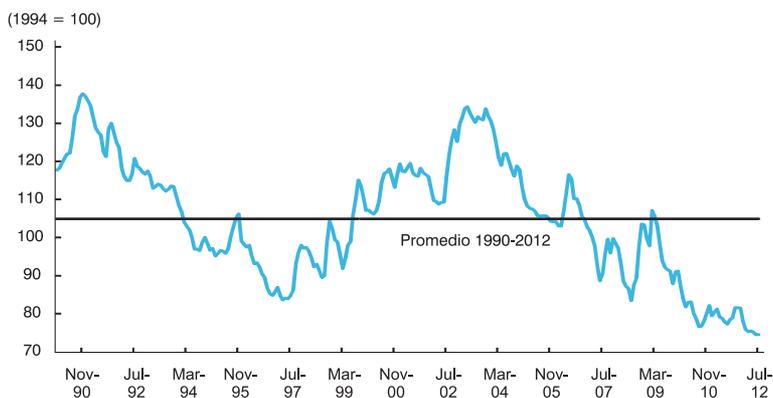
Gráfico 1  
Tasa de cambio bilateral frente a los Estados Unidos  
(1906 = 100)



Fuente: Banco de la República.

<sup>1</sup> El índice de la tasa de cambio real (ITCR) corresponde al promedio de los índices bilaterales ponderado de acuerdo al peso que tiene cada país en el comercio con Colombia, usando el IPC como deflactor.

Gráfico 2  
Tasa de cambio real (IPC) <sup>1/</sup>

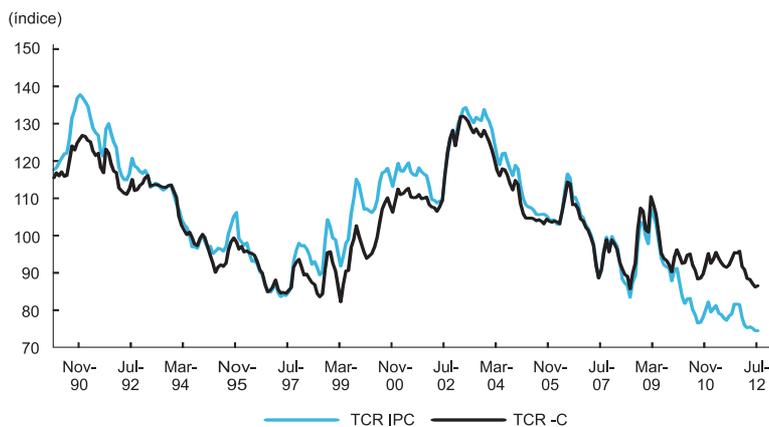


<sup>1/</sup> tomando 20 socios comerciales.  
Fuente: Banco de la República.

tasa de cambio real multilateral con respecto a los países que compiten con nuestros principales productos de exportación (café, banano, flores y textiles) en el mercado norteamericano muestra una tendencia similar a la apreciación (Gráfico 3).

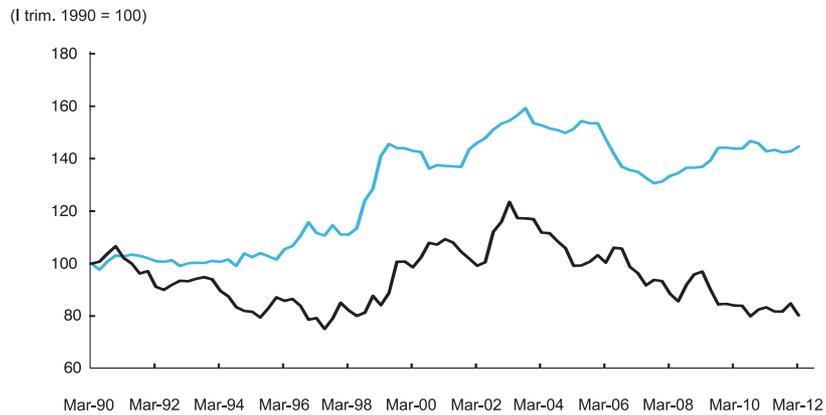
La apreciación del peso colombiano de la última década puede ser explicada por la evolución de varios de sus determinantes fundamentales. Desde el año 2003 se ha registrado una aceleración en el crecimiento relativo de la productividad del sector transable colombiano, lo cual podría explicar, al menos en parte, la reciente tendencia hacia la apreciación (Gráfico 4). Así mismo, desde 2004 se ha observado una mejora importante de los términos de intercambio de Colombia (Gráfico 5), lo

Gráfico 3  
Medidas de la tasa de cambio real



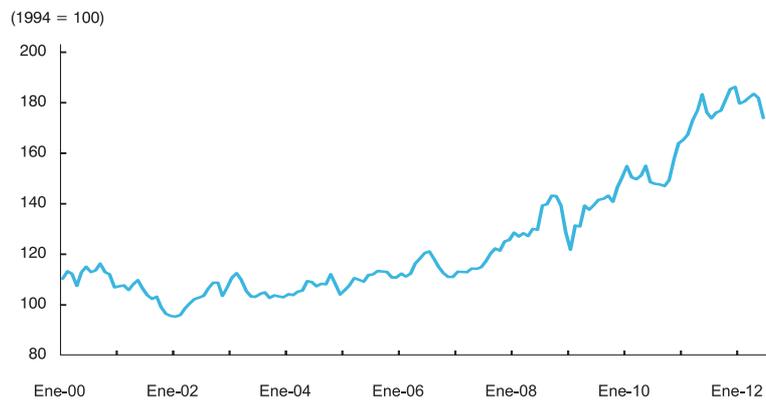
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 4**  
**Productividad relativa en la industria**  
**(Estados Unidos/Colombia)**  
**y la TCR bilateral**



Fuentes: BLS, DANE y Banco de la República.

**Gráfico 5**  
**Términos de intercambio**

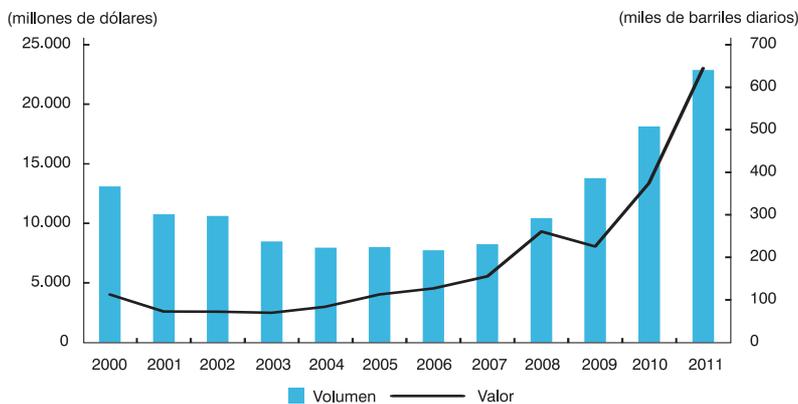


Fuente: Banco de la República.

que ha presionado aún más la apreciación del peso vía el mayor gasto en bienes no transables. Algo similar ha sucedido como resultado de las crecientes exportaciones de petróleo (Gráfico 6) y de los ingresos por remesas de trabajadores en el exterior, lo que ha contribuido a aumentar el ingreso nacional y por ende el gasto doméstico.

Otro factor que también ha explicado la apreciación del peso es el creciente flujo de recursos de inversión extranjera directa (IED). En efecto, las condiciones de la economía colombiana resultado de las mejoras en la seguridad, la confianza en las perspectivas de mediano plazo del país, y las atractivas oportunidades de inversión no solo en la actividad petrolera sino también en el resto de sectores de la economía, se han visto reflejadas en la tendencia creciente de IED, que solamente se ha visto interrumpida temporalmente por la crisis financiera internacional. Así, el ingreso neto

Gráfico 6  
Exportaciones de petróleo

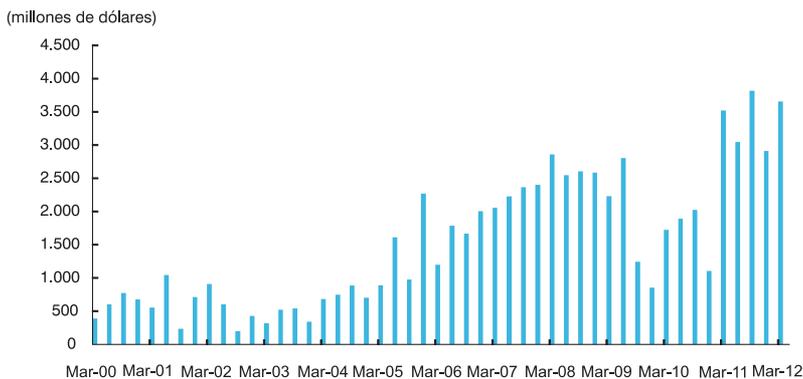


Fuente: DANE.

de capitales de IED pasó de US\$2.208 m en promedio entre 2000 y 2003 a US\$8.343 m en promedio entre 2005 y 2011 (Gráfico 7).

Por otra parte, en los últimos años la prima de riesgo de la deuda colombiana ha registrado una tendencia decreciente como resultado del bajo nivel de la deuda pública, de un sistema financiero sólido y de la creciente estabilidad macroeconómica, lo que ha contribuido a reducir la percepción de riesgo del país (Gráfico 8). Por el contrario, la posición fiscal y el sector financiero de las economías avanzadas se han deteriorado fuertemente. Al mismo tiempo, las tasas de interés de dichas economías, tanto de corto como de largo plazos se han mantenido en niveles relativamente bajos, lo que ha aumentado el diferencial de tasas con Colombia (Gráfico 9). Estos dos

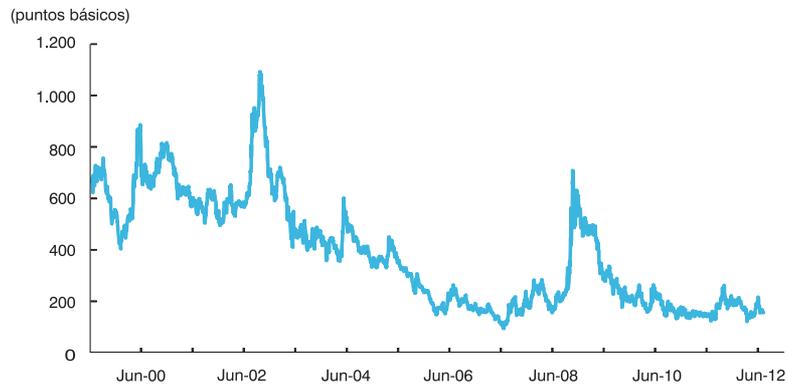
Gráfico 7  
Inversión extranjera directa en Colombia



Nota: excluye la compra de Bavaria por US\$4.502 millones en 2005.

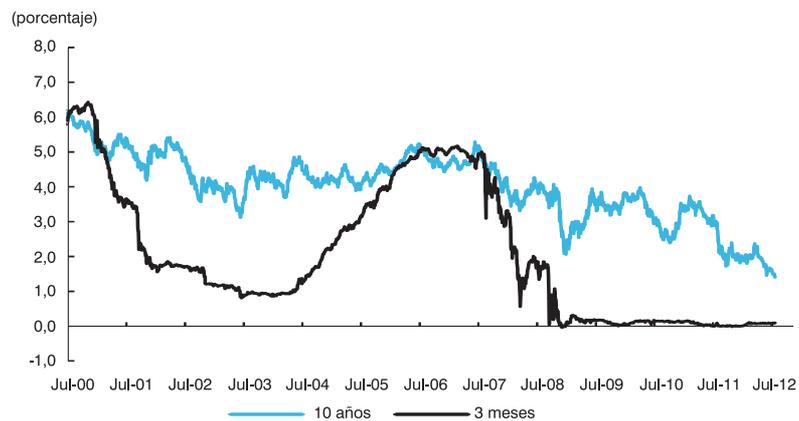
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 8  
EMBI Colombia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 9  
Tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos



Fuente: FED.

factores han aumentado el atractivo de los activos colombianos, reflejándose en una creciente presión a la apreciación de la moneda del país.

Con el fin de tener una aproximación al valor de equilibrio de la tasa de cambio real (TCR) que permita evaluar si la tasa actual se encuentra desalineada o no, el Banco de la República estima varias medidas de equilibrio basadas en las aproximaciones de la paridad de poder de compra (PPC), Behavioral Equilibrium Exchange Rate (BEER) y Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER) (*Apéndice*). Dada la incertidumbre involucrada en cada uno de estos modelos y la falta de criterios de selección para determinar cuál estimación de la tasa de cambio de equilibrio es la mejor (dado el carácter de no observable que tiene esta variable), el Banco de la República calcula un promedio de las diferentes estimaciones, asignándole la misma

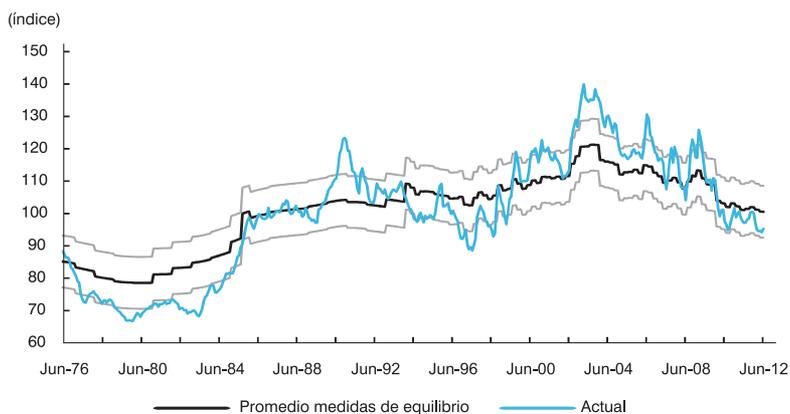
ponderación a cada metodología. En el Gráfico 10 se presenta la evolución de largo plazo de la TCR observada así como del promedio de las estimaciones de equilibrio considerando un rango de incertidumbre de una desviación estándar alrededor del promedio. En este se observa que durante el período de apreciación observado desde 2003, la TCR se ubicó por encima de la medida de equilibrio hasta principios de 2010 para luego mantenerse en la parte baja del intervalo.

Los anteriores resultados sugieren que son los fundamentales los que determinan el comportamiento de la tasa de cambio real de Colombia. Sin embargo, eso no significa que a las autoridades económicas no les preocupe la tendencia reciente de dicha variable, ya que la apreciación continua del peso observada en los últimos años ha afectado la competitividad de varias actividades manufacturadas como también la del sector agrícola.

Dado que las causas de la apreciación no son un fenómeno de corto plazo que pueda ser controlado o compensado solamente con medidas monetarias o cambiarias, se requiere que el ahorro interno tenga un componente procíclico importante. De esta forma, pueden ser moderados los excesos de gasto y de crédito que tienden a generarse en fases de expansión económica. Como resultado, la variabilidad del producto y del empleo, así como la volatilidad cambiaria, serán menores. En el caso de Colombia, las recientes acciones de política fiscal, como la reforma al sistema de regalías (que busca ahorrar el 30% de estas), la conformación de fondos de ahorro y estabilización y la definición de la regla fiscal, son pasos decisivos en esa dirección.

Así mismo, para minimizar la pérdida de competitividad generada por la apreciación, son necesarias acciones tanto del sector privado como del público que busquen reducir los costos de producción, incrementando la productividad, y aumentando el valor agregado mediante la innovación. En este sentido, las recientes decisiones del Gobierno nacional de reducir los aranceles sobre las importaciones de bienes intermedios y de capital y los costos en la provisión de energía contribuyen a lograr este propósito.

Gráfico 10  
Tasa de cambio real observada de equilibrio



Fuente: Banco de la República.

Respecto al papel del Banco de la República, este reconoce los beneficios que la flexibilidad cambiaria brinda a la estabilidad macroeconómica. Dicha política no solamente aumenta la autonomía de la política monetaria para alcanzar sus objetivos de inflación y de suavización del producto, sino que también permite que la tasa de cambio nominal actúe como un amortiguador que modera los efectos de los choques externos sobre la economía del país. Una experiencia reciente fue la depreciación que sufrió el peso durante la crisis financiera de 2008-2009, la cual ayudó a proteger al sector exportador colombiano de la caída de los precios internacionales y de la debilidad de la demanda mundial. De aquí que suprimir la flexibilidad cambiaria no hace parte de la política del banco central, de hecho, esta es una pieza central de la política monetaria contracíclica.

Adicionalmente, el funcionamiento del esquema monetario y cambiario en Colombia se basa en medidas regulatorias permanentes que controlan los descalces de monedas y de plazos y previene un excesivo apalancamiento, lo que es fundamental para garantizar un grado de flexibilidad cambiaria tal que permita la operación de una política monetaria contracíclica. Igualmente, en algunas ocasiones, cuando se han identificado tendencias preocupantes a la acumulación de riesgos de liquidez, un apalancamiento excesivo o la aparición de descalces de monedas del sector real, el Banco de la República ha establecido controles de capitales temporales en la forma de requisitos de depósitos no remunerados sobre el endeudamiento externo. Así mismo, el banco central de Colombia ha intervenido en el mercado cambiario para acumular reservas internacionales hasta un nivel que garantice los pagos internacionales del país y minimice la vulnerabilidad ante choques externos. También lo ha hecho para corregir desalineamientos transitorios de la tasa de cambio o moderar episodios de volatilidad cambiaria excesiva. 🏠

♦ José Darío Uribe Escobar ♦

Gerente general\*

\* Esta nota editorial corresponde a la presentación del Gerente General en la Reunión Anual de Gobernadores de Bancos Centrales de Economías Emergentes, en Basilea, el 9 de septiembre de 2012. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de la exclusiva responsabilidad del Gerente General.

## Apéndice

### Estimaciones de la tasa de cambio real de equilibrio del Banco de la República

Un conjunto de indicadores calculado y usado en el Banco de la República corresponde a las estimaciones de *paridad de poder de compra* (PPC). La idea de esta aproximación es que todos los precios de la economía se mueven en línea con los precios externos calculados en moneda local. Bajo este supuesto la PPC relativa debe cumplirse en el largo plazo. En este sentido, una medida aproximada de la PPC puede ser una constante, calculada como el promedio histórico de largo plazo del ITCR. Sin embargo, este tipo de medidas tiene fuertes deficiencias, dado el supuesto insostenible de que todos los bienes de la economía son transables, y que por tanto sus precios deben converger a un nivel internacional.

Una metodología alternativa es el *Behavioral Equilibrium Exchange Rate* (BEER), la cual permite la existencia de bienes transables y no transables, así que la tasa de cambio de equilibrio no es una constante en

el tiempo, pues depende del precio de los bienes no transables relativo al de los transables tanto a nivel local como externo. De esta forma, la tasa de cambio real varía con los determinantes de la oferta y la demanda de bienes no transables. Es así como, por ejemplo, cambios relativos en la productividad, presiones sobre el gasto doméstico (e. g. términos de intercambio) o en el mercado laboral pueden afectar la tasa de cambio real de equilibrio.

Una tercera aproximación es el *Fundamental Equilibrium Exchange Rate* (FEER), la cual se basa en la idea de que la tasa de cambio de equilibrio debe ser compatible con un déficit en cuenta corriente sostenible en el largo plazo (equilibrio externo) así como con un equilibrio interno en el cual el PIB debe estar en su nivel potencial y la inflación en la meta.