

# NOTA EDITORIAL

## POLÍTICAS DE CORTO Y MEDIANO PLAZOS PARA ENFRENTAR LA APRECIACIÓN

**E**n lo corrido del año el peso colombiano se ha apreciado frente al dólar y otras monedas del mundo, tanto en términos nominales como reales. Entre enero y octubre se revaluó 15,5% en términos nominales frente al dólar, y 9,7% en términos reales frente al conjunto de monedas de nuestros principales socios comerciales.

Ante dicha apreciación surge la inquietud sobre el efecto que ésta pueda tener sobre la competitividad de la economía colombiana y, en particular, de su sector exportador. Tanto el Gobierno como el Banco de la República no han sido ajenos a este fenómeno, por lo que han tomado un conjunto de políticas orientadas a mitigar los efectos de corto y mediano plazos.

Las medidas del Gobierno incluyen la no monetización del endeudamiento externo y la eliminación de los aranceles para la importación de materias primas para lo que resta del año, al igual que el mantenimiento en cuentas externas de US\$500 millones que Ecopetrol debía girarle al Gobierno por concepto de utilidades.

Por su parte, el Banco de la República anunció que el componente permanente de la liquidez de final de año se entregará mediante la compra de dólares en el mercado y la compra de títulos del Gobierno.

En esta Nota Editorial se analiza la racionalidad de estas políticas y se explican sus beneficios y sus costos. Adicionalmente, se plantea otro conjunto de políticas orientadas a enfrentar la apreciación real del peso en el mediano plazo.

## ***I. CRITERIOS PARA EVALUAR POLÍTICAS***

Antes de analizar las políticas económicas para enfrentar la revaluación, resulta conveniente establecer algunos criterios para estudiar la conveniencia de las mismas. En primer lugar, la política debe ser efectiva, lo cual depende del grado en el que ésta enfrente el origen de la apreciación. En segundo lugar, la evaluación de las políticas debe sopesar los beneficios y los costos de éstas: toda política, si bien busca corregir algún problema, tiene efectos colaterales y, por tanto, debe propender por minimizar tales efectos.

Desde el punto de vista macroeconómico, una política conveniente es aquella cuyos beneficios sociales exceden con holgura sus costos. En la práctica no es trivial encontrar esta clase de políticas e, inclusive, bajo determinadas circunstancias resulta factible que una política mal diseñada termine siendo muy costosa para la sociedad.

## ***II. POLÍTICAS DE CORTO PLAZO***

Para comprender las razones de las políticas adoptadas recientemente para enfrentar la revaluación en el corto plazo, es conveniente entender la tasa de cambio nominal como el precio de un activo. Es decir, que la tasa de cambio nominal resulta de las decisiones de cada agente de invertir en activos denominados en pesos o en moneda extranjera.

Cuando existe libre movilidad de capitales, el retorno esperado en pesos de un activo local debe ser muy cercano al retorno esperado en pesos de un activo externo. Esta condición, conocida como “paridad descubierta de intereses”, indica que, dadas las expectativas acerca de la tasa de cambio futura, la tasa de cambio nominal *spot* se ajusta para equilibrar dichos retornos. De no cumplirse esta condición deberían existir oportunidades de arbitraje, pues algunos agentes podrían endeudarse en una moneda e invertir en activos denominados en otra.

$$i \approx i^* + \text{prima de riesgo} + (TC^e - TC)$$

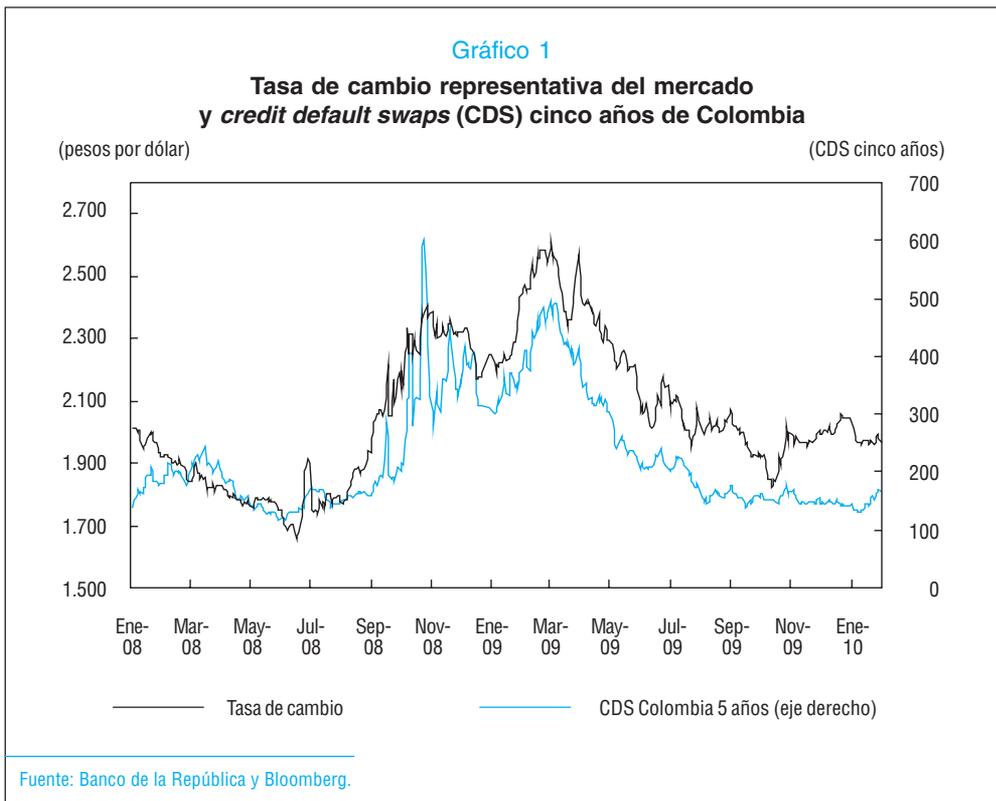
De acuerdo con la paridad descubierta de intereses, la tasa de cambio nominal puede expresarse como:

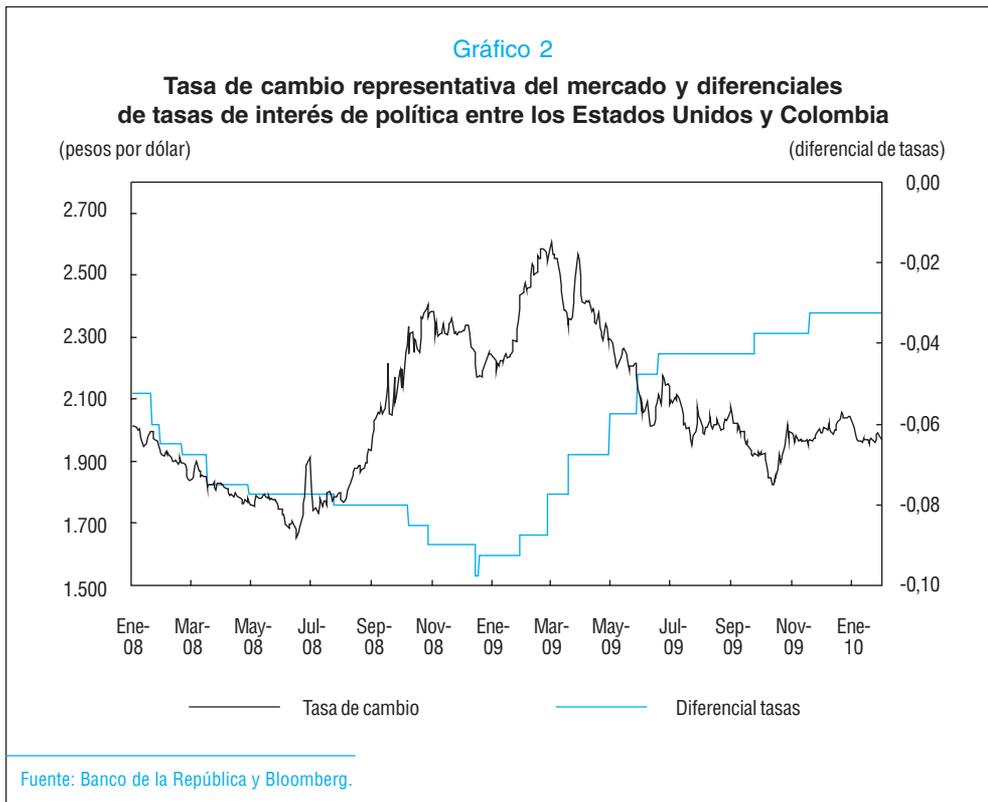
$$TC \approx TC^e + \text{prima de riesgo} + (i^* - i)$$

La ecuación anterior muestra cómo la tasa de cambio nominal depende de:

- Las expectativas sobre la tasa de cambio en el futuro,  $TC^e$
- La prima de riesgo de invertir en el activo local
- El diferencial de tasas de interés ( $i^* - i$ )

La experiencia reciente muestra de manera clara que la evolución de la tasa de cambio en los últimos dos años ha estado estrechamente ligada al comportamiento de la prima de riesgo (Gráfico 1). Por su parte, los diferenciales de tasas de interés parecen haber desempeñado un papel secundario en la determinación de la tasa de cambio (Gráfico 2).





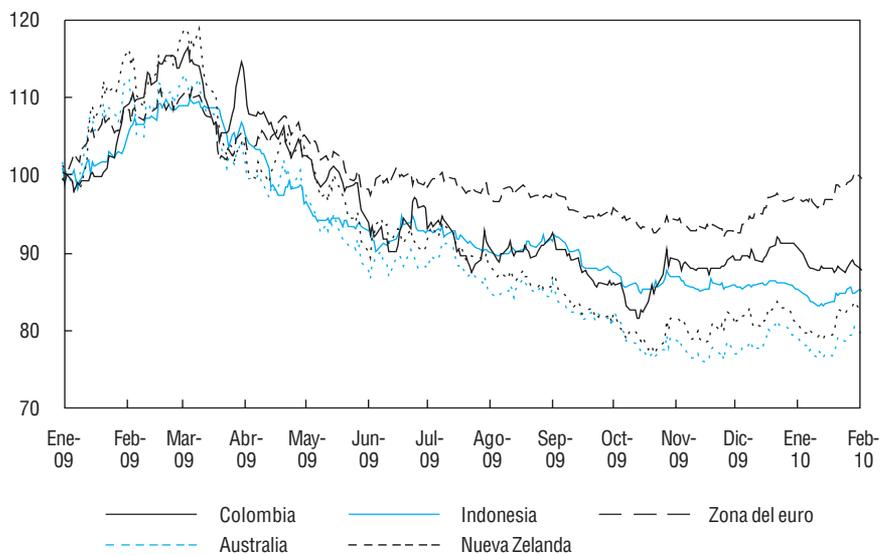
De acuerdo con la condición de paridad de intereses, las expectativas sobre la tasa de cambio futura cumplen una función fundamental en la determinación de la tasa de cambio nominal. Por ejemplo, la tasa de cambio esperada en el futuro puede ser menor si la gente espera que las tasas de interés externas se mantengan bajas por un período prolongado de tiempo, o que la prima de riesgo de invertir en activos locales baje. Así mismo, de manera arbitraria la gente puede esperar una tasa de cambio inferior en el futuro, o algún otro factor externo o interno puede alterar los flujos de dólares en el mercado. En cualquiera de estos casos las personas encuentran rentable “rebalancear” sus portafolios deshaciéndose de activos externos y comprando activos locales, de forma tal que el peso se aprecia hoy frente a la moneda extranjera.

Recientemente, algunos de estos factores han ejercido presiones hacia la revaluación en Colombia. Primero, existe la expectativa generalizada de que las tasas de interés de corto plazo en los Estados Unidos se mantengan excepcionalmente bajas por un período prolongado de tiempo, pues su economía aún padece los efectos de una profunda crisis financiera. Esto ha ocasionado que el dólar se debilite frente a varias monedas, entre ellas el peso colombiano (Gráfico 3).

Gráfico 3A

Índice de tasa de cambio nominal  
(moneda local por dólar)

(enero 02/2009 =100)

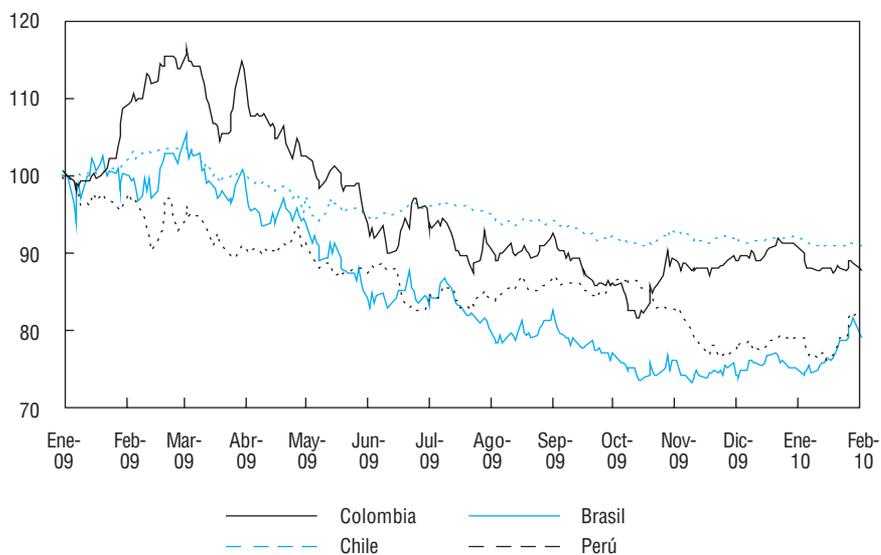


Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

Gráfico 3B

Índice de tasa de cambio nominal  
(moneda local por dólar)

(enero 02/2009 =100)



Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

Segundo, en los últimos meses la reducción sostenida de las primas de riesgo de las economías emergentes, incluidas las de Colombia, ha presionado la mayoría de monedas de estos países a apreciarse frente al dólar.

Tercero, las expectativas acerca de las monetizaciones de algunos flujos de dólares por parte del Gobierno y de Ecopetrol reforzaron la percepción de una abundante disponibilidad de dólares en el mercado en el futuro cercano, lo que fortaleció aún más el peso frente al dólar.

De acuerdo con las anteriores consideraciones, las autoridades económicas han tomado una serie de medidas para enfrentar las presiones revaluacionistas. En particular, el Gobierno buscó atacar directamente el problema de las expectativas de apreciación generadas por sus monetizaciones y aquellas de Ecopetrol, anunciando una reducción en las monetizaciones de recursos externos mediante un cambio en la composición del financiamiento (interno *vs.* externo). Además, anunció que mantendrá una parte de los dividendos recibidos de Ecopetrol en el exterior.

Estas medidas han sido complementadas por las políticas que ha adoptado el Banco de la República, en especial aquellas relacionadas con la provisión permanente de liquidez en pesos para el tercer trimestre del presente año, la cual se realizaría, eventualmente, mediante la compra de dólares.

Una consideración que vale la pena resaltar como resultado de las experiencias pasadas de las intervenciones del Banco en el mercado cambiario es que ésta puede llegar a ser efectiva cuando la revaluación se presenta por expectativas arbitrarias de revaluación. No obstante, su efectividad es transitoria, o inclusive nula, cuando la revaluación se explica por factores fundamentales, como se verá más adelante cuando se analicen las políticas de mediano plazo.

Al tiempo, la intervención en el mercado cambiario es costosa. En primer lugar, porque complica el manejo monetario si se requiere compensar la expansión monetaria generada por la acumulación de reservas.

En segundo lugar, la intervención genera pérdidas cuasifiscales para el Banco de la República. Este problema no es menor, máxime si se tiene en cuenta que su estado de pérdidas y ganancias proyectado para 2009 y 2010 es débil dadas las bajas tasas de interés externas. No obstante, considerando que los retornos de las reservas internacionales dependen de la

tasa de interés externa, mientras que los gastos del Banco están atados a la tasa de interés en pesos, dichas pérdidas cuasifiscales disminuyen en la medida en que la economía alcanza una inflación baja y estable.

Otra política a disposición del Gobierno y del Banco es el establecimiento de controles a los flujos de capital. Esta política puede ser útil cuando se presentan fuertes entradas de capital especulativo de corto plazo; no obstante, la coyuntura cambiaria actual no corresponde a esta situación. En lo corrido del año 2009 la economía colombiana ha tenido salidas netas de capital privado distinto de inversión extranjera directa (Cuadro 1), situación que no ha cambiado en el cuarto trimestre.

Otra opción de política para enfrentar la revaluación es recortar las tasas de interés de intervención del Banco para reducir, eventualmente, el diferencial de tasas de interés. Como se anotó, la efectividad de esta política es limitada, pues la evidencia apunta a que es débil la relación entre los diferenciales de tasas y la tasa de cambio.

<b>Cuadro 1</b>						
<b>Flujos cambiarios</b>						
	Acumulado enero-sep. 30 de 2008	Acumulado enero-sep. 30 de 2009	Trim. I 2009	Trim. II 2009	Trim. III 2009	Oct 1 - 16 2009
<b>I. Reintegros netos de cuenta corriente/*</b>	(3.036)	(3.484)	(520)	(1.342)	(1.623)	(360)
<b>II. Reintegros netos de capital (A+B)</b>	4.320	4.715	1.256	1.889	1.570	(53)
<b>A. Reintegros netos de capital privado</b>	4.557	921	601	377	(57)	(345)
<b>Préstamo neto</b>	(1.055)	(1.210)	(350)	(683)	(177)	(52)
<b>Inversión extranjera directa neta</b>	6.417	5.748	1.700	2.161	1.887	167
Extranjera en Colombia	6.541	6.013	1.763	2.308	1.942	175
Petróleo y minería	4.544	5.129	1.327	2.065	1.737	351
Directa y suplementaria otros sectores	1.997	884	436	242	205	(176)
Colombiana en el exterior	(124)	(266)	(64)	(147)	(55)	(8)
<b>Inversión extranjera de portafolio neta</b>	(1.666)	(2.163)	(434)	(615)	(1.114)	(326)
Extranjera en Colombia	(804)	(269)	(56)	68	(282)	15
Colombiana en el exterior	(863)	(1.894)	(379)	(683)	(832)	(341)
Fondos de pensiones	(219)	(908)	(107)	(417)	(384)	(291)
Otros	(643)	(986)	(272)	(266)	(448)	(49)
<b>Cuentas corrientes netas</b>	862	(1.453)	(314)	(486)	(653)	(134)
<b>B. Reintegros netos de capital oficial**</b>	(237)	3.794	655	1.512	1.627	291

\*/ No incluye operaciones de la Tesorería General de la Nación ni del Banco de la República.  
 \*\*/ Incluye las compras o ventas de divisas de la Tesorería General de la Nación en el mercado cambiario.  
 Fuente: Balanza cambiaria, Banco de la República.

En este sentido, el empleo de la tasa de intervención como herramienta de política debe estar concentrado en los objetivos fundamentales de la política monetaria, como lo son el garantizar una inflación baja y estable, y contribuir a alcanzar un nivel de producto cercano a sus niveles sostenibles. Así, el empleo de la tasa de interés como instrumento de política cambiaria debe guardar coherencia con su función como instrumento de política monetaria; de lo contrario, se corre el riesgo de enviar señales equívocas sobre la solidez del compromiso del banco central con sus objetivos primordiales.

Adicionalmente, emplear la tasa de interés para estabilizar la tasa de cambio acerca a la economía hacia un esquema de fijación cambiaria. No hay que perder de vista que la flexibilidad cambiaria ha sido de gran importancia para la política monetaria y el país, pues ha hecho posible la puesta en práctica de una política monetaria contracíclica, y ha permitido amortiguar los choques externos. Una tasa de cambio flexible no sólo permite la absorción eficiente de choques externos, sino que limita la exposición excesiva del sector privado al riesgo cambiario. De esta forma, el Banco de la República preserva el control de la política monetaria y puede llevar a cabo políticas contracíclicas que reduzcan la probabilidad de ocurrencia de crisis financieras en el futuro.

### ***III. POLÍTICAS DE MEDIANO PLAZO***

En el mediano plazo es necesario establecer si los objetivos de la política económica son compatibles entre sí y analizar qué instrumentos deben ajustarse.

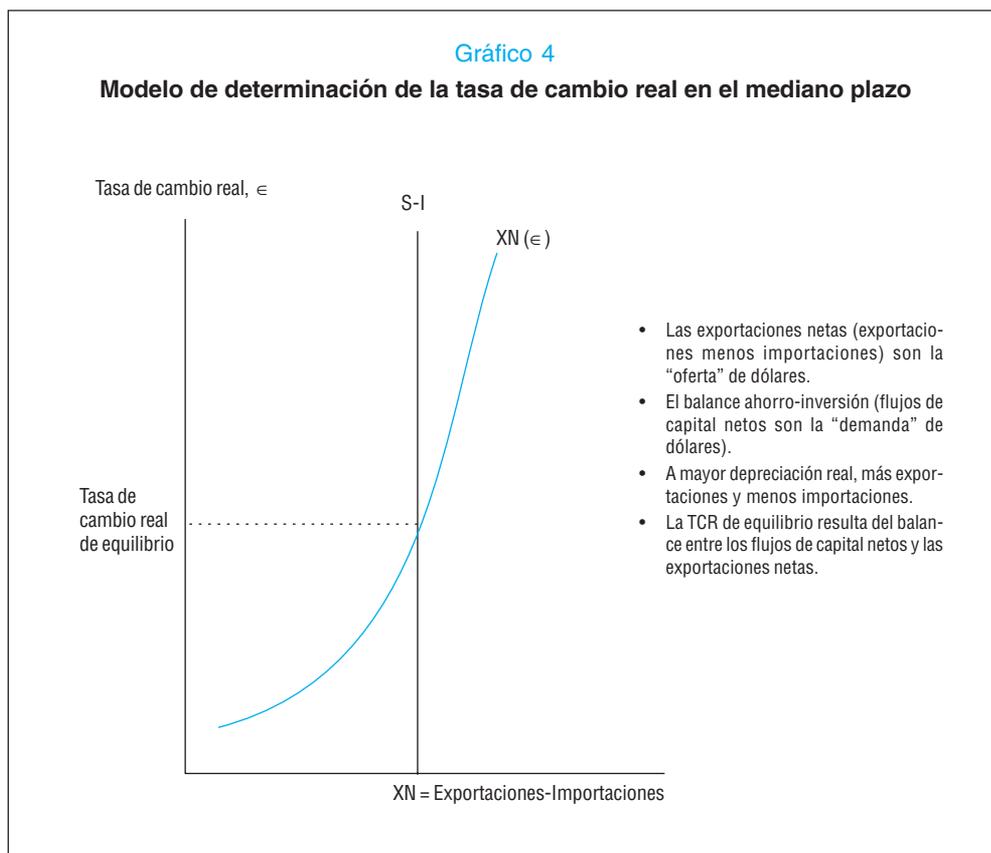
En los últimos años Colombia ha escogido los siguientes objetivos de política económica: primero, impulsar la inversión en general y la inversión extranjera en particular como motor de crecimiento sostenible. Segundo, el Gobierno ha decidido dejar la producción petrolera y minera en manos de empresas nacionales y extranjeras. Tercero, evitar una apreciación real del peso que afecte la competitividad de los sectores transables de la economía diferentes a los sectores mineros y de hidrocarburos.

Es posible que estos objetivos entren en conflicto. Por ejemplo, la promoción de la inversión involucra financiarla, al menos parcialmente, con recursos externos, lo que probablemente ocasiona una apreciación real del peso que afecta principalmente a sectores distintos al minero y al de

hidrocarburos. De igual forma, grandes entradas de dólares al país por concepto de mayores exportaciones mineras o de hidrocarburos aprecian la tasa de cambio, golpeando la competitividad de otros sectores.

El reto de la política económica es conciliar estos objetivos, para lo cual es conveniente entender cómo se determina la tasa de cambio real a mediano plazo.

En teoría, la determinación de la tasa de cambio real depende de la “oferta” y “demanda” de dólares. La oferta de dólares en el mediano plazo está dada por la diferencia entre las exportaciones y las importaciones. Cuanto mayor sea la tasa de cambio real, mayores serán las exportaciones y menores las importaciones y, por tanto, mayor la oferta de dólares. La demanda de dólares estará determinada por la diferencia entre el ahorro y la inversión de la economía. Si una economía ahorra más de lo que invierte va a tener exceso de ahorros, los cuales irán a financiar al resto del mundo, generando una demanda de dólares y activos externos. Lo contrario ocurrirá si la inversión es mayor que el ahorro nacional (Gráfico 4).

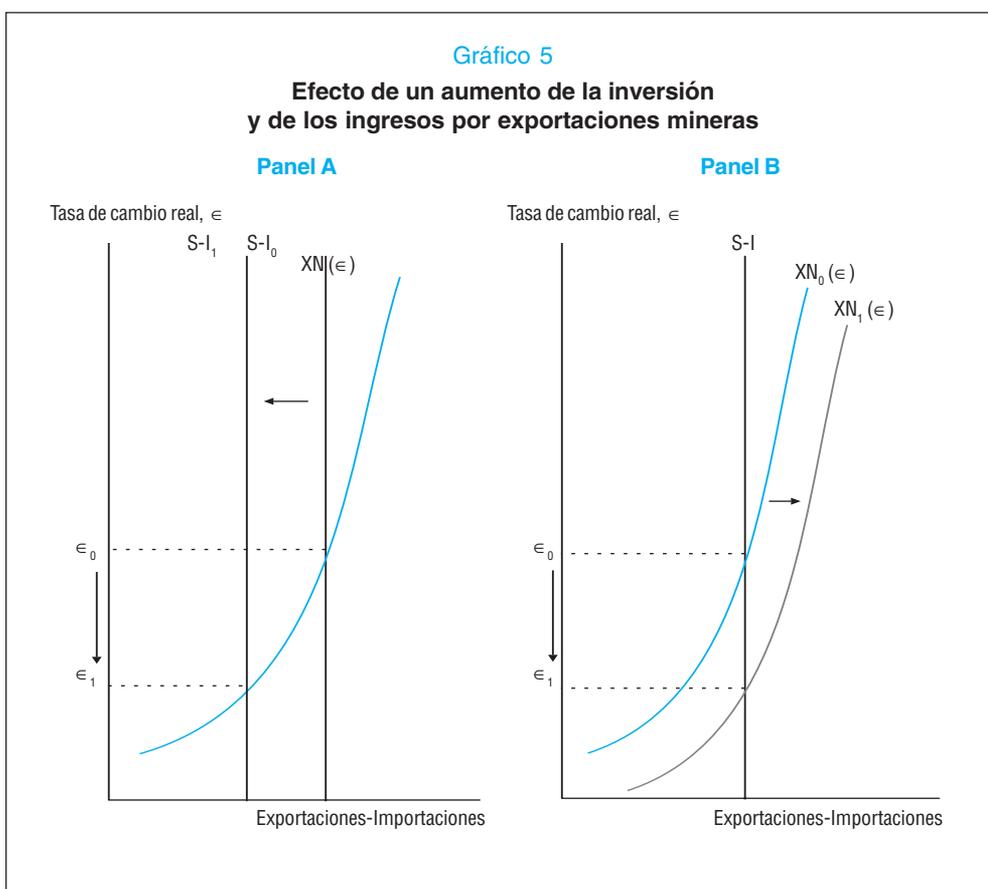


Dentro de este marco analítico se pueden considerar, por ejemplo, las siguientes situaciones:

- Un aumento de la inversión ( $I$ ), todo lo demás constante, implica entradas netas de capitales adicionales (Gráfico 5, panel A).
- Un aumento de los ingresos por exportaciones mineras que se gaste en su totalidad deja el ahorro constante, lo cual eleva la oferta de divisas (Gráfico 5, panel B).

Nótese que ambas situaciones conllevan a una apreciación real del peso.

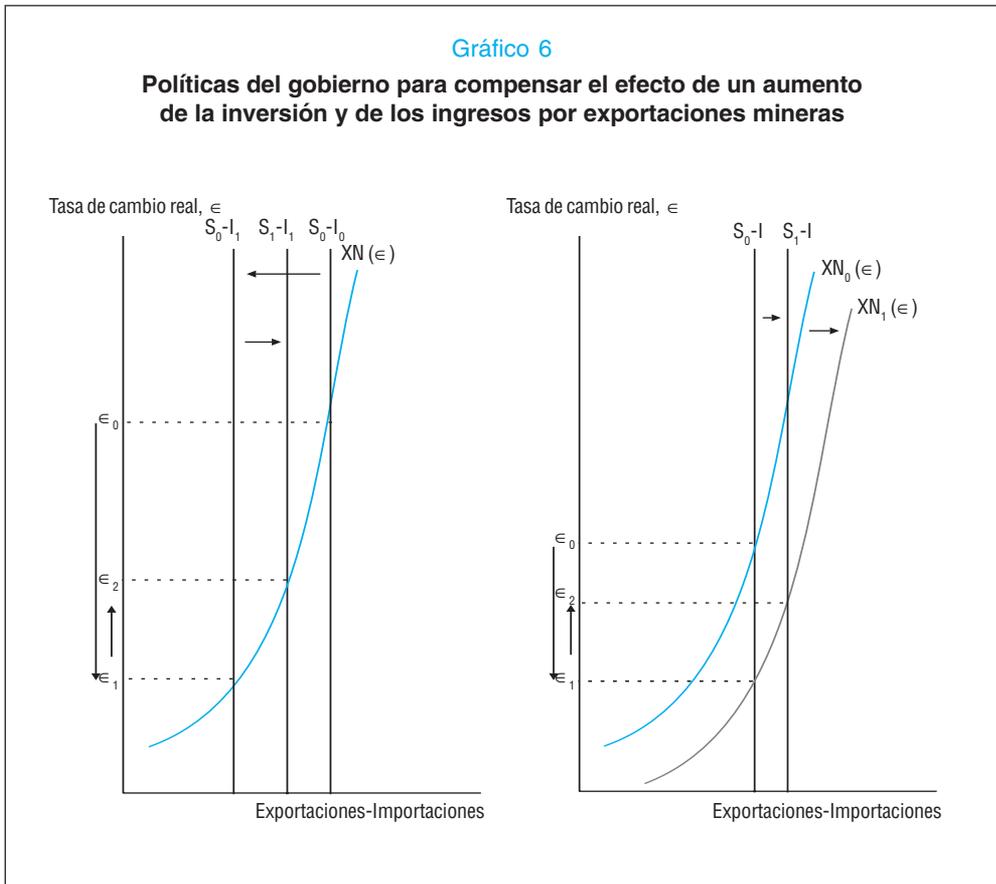
Para mitigar la revaluación real en estos casos, deben tomarse medidas que eleven el ahorro de la economía ( $S$ ). Ante un aumento fuerte de la inversión, la política económica debe elevar el ahorro nacional para reducir las entradas de capital extranjero requeridas para financiarla. Ante



mayores ingresos por exportaciones mineras, la política económica debe ahorrar una fracción importante de los mismos. En general, estas medidas deben apuntar a aumentar la demanda o reducir la oferta de divisas de la economía, según el caso.

En este contexto, es poco lo que puede contribuir un banco central para aumentar el ahorro real nacional, pues dicho ahorro no se genera mediante la administración de los medios de pago, ni tampoco con acumulación de reservas internacionales. Incrementar el ahorro real implica dejar de gastar efectivamente parte del ingreso real de los agentes económicos, y ni la impresión de dinero ni la acumulación de reservas internacionales implican una reducción del gasto agregado.

Así, la política fiscal adquiere especial relevancia, pues ésta puede generar ahorro macroeconómico por lo menos mediante el ajuste de su gasto corriente (Gráfico 6, panel A) o el ahorro de una parte de los ingresos que



recibe por concepto de impuestos, regalías y dividendos de los ingresos mineros o petroleros (Gráfico 6, panel B). Por esta vía podría financiar parte del aumento buscado de la inversión o dejar de monetizar parte de los ingresos por exportaciones mineras o petroleras, mitigando la apreciación real y sus efectos.

Una forma en la que el Gobierno podría contribuir de manera sostenible a aumentar el ahorro nacional es mediante la adopción de una “regla fiscal” que induzca la generación de ahorro público. Dicha regla operaría de manera contracíclica, es decir, permitiría reducir el crecimiento del gasto durante las fases de expansión de la economía y apoyaría la economía en épocas de recesión. La principal ventaja de esta regla es que al tiempo que modera la revaluación de la moneda, genera los ahorros necesarios para atender los desbalances fiscales futuros.

Adicionalmente, el Gobierno puede aumentar la demanda estructural de divisas mediante la política comercial. Por ejemplo, menores aranceles estimulan la demanda de importaciones y deprecian la moneda en términos reales. Además, dicha política tiene ventajas microeconómicas y macroeconómicas importantes, como lo son que beneficia a todos los consumidores, abarata la producción nacional y estimula la competitividad del sector exportador.

#### ***IV. CONSIDERACIONES FINALES***

En esta Nota Editorial se han definido algunos criterios para la evaluación de las políticas del Gobierno y del Banco de la República encaminadas a enfrentar los efectos de la reciente apreciación real del peso, tanto en el corto como en el mediano plazo. También se ha analizado la dificultad en el diseño de la política económica para hacer compatibles los múltiples objetivos de las mismas y se ha resaltado la importancia de emplear los instrumentos adecuados para el logro de dichos objetivos.

Las principales conclusiones de este análisis son: primero, las políticas del Gobierno y del Banco de la República para enfrentar la apreciación del peso se han centrado en lo que se ha considerado más efectivo y menos costoso. Segundo, en el mediano plazo es posible que se presenten conflictos entre un conjunto más amplio de políticas, lo que conlleva a pensar

en diseñar políticas que aumenten el ahorro nacional en el largo plazo. Finalmente, los instrumentos con los que cuenta el Banco de la República resultan ser inapropiados para lograr este propósito. En contraste, la política fiscal y la comercial pueden cumplir un papel importante.

*José Darío Uribe*  
*Gerente general\**

---

\* Esta Nota Editorial fue elaborada con la colaboración de Hernando Vargas y Franz Hamman, gerente técnico y asesor de la Gerencia General, respectivamente. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del gerente general.