



**Palabras del Co-Director del Banco de la República, Juan
Mario Laserna J. en el foro convocado por el Diario la
República:**

¿Qué hacer frente a la revaluación?

Salón Rojo del Hotel Tequendama

Agosto 1, 2007

Quisiera primero agradecerle al Doctor Jorge Emilio Sierra, Director del Diario La República, su amable invitación a participar en este foro, así como a sus demás directivas.

Señoras y señores.

A pesar de que la Economía colombiana continúa creciendo vigorosamente, tal y como lo demostró el resultado del primer trimestre de 2007 cuando el producto interno bruto alcanzó un crecimiento de 8% y con el cual se completan tres trimestres consecutivos de crecimientos superiores al 7%, una variable que ha ocupado la atención de la opinión pública en el primer semestre del presente año es el comportamiento de la tasa de cambio.

En este discurso quisiera tratar este tema, en primera medida con la óptica general de la JDBR y luego hacer unos comentarios respecto a lo que creo, muy personalmente, se debería hacer.

Un análisis de los determinantes de la tasa de cambio concluye que la apreciación real del peso colombiano ha obedecido a una confluencia de factores permanentes y transitorios. Entre los primeros se identifican la devaluación del dólar, las ganancias en productividad y las mayores

remesas de trabajadores colombianos en el exterior. Entre los factores transitorios, pero que se han prolongado en el tiempo, se señalan los favorables términos de intercambio, el incremento de la inversión extranjera directa, la expansión de la demanda interna, las menores primas de riesgo y el diferencial de tasas de interés a favor del país.

Como es bien sabido, la larga intervención del BR en el mercado de FX fue perdiendo efectividad, a medida que se avanzaba en el ajuste de las tasas de interés, y la incoherencia de las políticas inflacionarias y cambiarias se agudizaba. La experiencia entre enero y abril de 2007 lo ilustra claramente. Insistir en la intervención pudiera comprometer el logro de la meta de inflación y debilitar el esquema de Inflación Objetivo. Así, a partir de mayo cesó la intervención discrecional, y en la actualidad sólo opera la intervención a través de opciones para el control de la volatilidad.

Esto se debe a que las condiciones macroeconómicas bajo las cuales la intervención cambiaria se desenvuelve, son fundamentales para su efectividad. Más específicamente, la coherencia entre la política monetaria y la política cambiaria, en el sentido de que las decisiones de tasas de interés refuercen la señal de mercado que provee la intervención cambiaria, es una condición necesaria para que esta última alcance sus objetivos. La experiencia así lo ha demostrado.

La primera experiencia de intervención para afectar la tasa de cambio luego de permitir la flotación cambiaria se tuvo en el primer semestre de 2003 mediante la venta de divisas a través de opciones de desacumulación. Con ello se buscaba moderar la fuerte tendencia de depreciación que representaba un riesgo para el cumplimiento de las metas de inflación. La tasa de cambio nominal se estabilizó inmediatamente después del anuncio

de la subasta de opciones *call* de desacumulación a mediados de febrero 2003. La subasta de estas opciones se hizo luego de un incremento de 100 puntos básicos de la tasa de interés del Banco de la República en enero de 2003, seguida por otro incremento de la misma magnitud en abril de 2003. Estas decisiones aseguraron la coherencia entre la intervención cambiaria y la política monetaria, lo que sin duda contribuyó al propósito de estabilizar la tasa de cambio.

La segunda experiencia de intervención comenzó el 29 de septiembre de 2004, con el anuncio de la JDBR de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario. En un comienzo, la intervención se concibió como un instrumento muy limitado y transitorio. Fue así como el anuncio estableció un límite en cantidad (US \$ 1,000 millones) y en tiempo (hasta el fin de 2004). En vista de estos límites públicamente conocidos, la efectividad inicial de la intervención discrecional para moderar la tendencia de apreciación fue muy limitada. En efecto, a excepción de un impacto positivo sobre la tasa de cambio durante las dos semanas posteriores al anuncio, la tendencia de apreciación continuó, y hacia diciembre de 2004 se hizo más aguda, pues el mercado sabía que el Banco de la República se aproximaba a los límites anunciados.

En diciembre 22 de 2004 la JDBR modificó su estrategia y anunció que la intervención discrecional continuaría sin ninguna restricción de tiempo ni cantidad. Casi simultáneamente la Junta anunció su decisión de cerrar la ventanilla de contracción y de reducir la tasa de interés de las operaciones REPO en 25 puntos básicos. Fue así como en esta oportunidad el anuncio de una intervención más decidida se combinó con decisiones que claramente señalaban una política monetaria más relajada. Como resultado,

la efectividad de la intervención para moderar la tendencia de apreciación mejoró significativamente.

A lo largo de 2005 la apreciación del peso fue bastante moderada y menos aguda que la apreciación que afectó otros países de la región como Brasil y Chile. A lo anterior también contribuyó la confirmación de coherencia entre la intervención y la política monetaria que se produjo a raíz de la decisión de la JDBR de reducir la tasa de interés en 50 pb. en septiembre de 2005.

Consiguientemente, ante nuevas presiones a la apreciación del peso, la intervención discrecional continuó durante el primer trimestre de 2006. No obstante hacia finales de marzo esas presiones súbitamente desaparecieron debido a la incertidumbre de los mercados con respecto a las decisiones que la Reserva Federal de los EE.UU sobre sus tasas de interés. Como resultado, durante el segundo trimestre de 2006 se produjo una significativa reversión del proceso de apreciación, al punto que la tasa de cambio se depreció 11.8% entre fin de marzo y mediados de julio. En tales circunstancias el BR interrumpió la intervención discrecional hasta el fin de 2006 y sólo intervino en el mercado cambiario a través de opciones de volatilidad.

Sin embargo, a partir de abril de 2006 la autoridad monetaria comenzó un proceso gradual de incremento de la tasa de interés a la que suministra liquidez al sistema financiero, llevándola desde el 6% a un nivel de 9.25% en la actualidad.

Como ampliamente, la razón para estos sucesivos incrementos obedeció a que la economía se acercaba a su capacidad de producción potencial,

haciendo prever el surgimiento de presiones inflacionarias. Esto precisaba actuar anticipadamente incrementando la tasa de interés para moderar el crecimiento de la demanda agregada. Esta política de ajuste en las tasas de interés reafirmó que el objetivo central de la autoridad monetaria es el logro de la meta de inflación.

Sin embargo, desde el punto de vista cambiario esta política tuvo un costo, pues a medida que se avanzaba en el incremento de la tasa de interés, se perdía la coherencia que hasta marzo de 2006 se mantuvo entre la intervención cambiaria y el esquema de inflación objetivo. Esto terminaría reducir la efectividad de la intervención cambiaria como se discute a continuación.

En enero de 2007 las presiones a la apreciación del peso resurgieron con intensidad, ante la perspectiva de la inminente monetización de un volumen importante de recursos destinado a pagar empresas estatales vendidas a finales de 2006. Por juzgar que se trataba de presiones de carácter transitorio, la JDBR decidió volver a intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario de manera masiva, según lo anunció públicamente. Para ese entonces la tasa de interés del Banco ya se había aumentado 175 pb. y el mercado tenía claras expectativas de que la autoridad monetaria continuaría incrementando la tasa de interés, ante su compromiso de cumplir la meta de inflación. En esas condiciones, se agudizó la incoherencia entre la política monetaria y la política de intervención.

A pesar del importante monto de recursos destinados a la intervención entre enero y mayo de 2007 (US\$ 4887.4 millones), no fue posible detener la tendencia de apreciación. Al finalizar mayo la tasa de cambio nominal se

había apreciado 5.2% frente a su valor de fin de 2006. Esto mostraba que la intervención discrecional había perdido efectividad.

Otras razones que explican la pérdida de efectividad de la intervención discrecional se destacan: i) la devaluación del dólar asociada a los desequilibrios macroeconómicos de los Estados Unidos; ii) el exceso de liquidez internacional y la baja aversión al riesgo global, iii) el ciclo monetario de Colombia que se encuentra desincronizado con el de los principales países de la región y en particular con el de los Estados Unidos; iv) el alto volumen de inversión extranjera directa durante el primer semestre de 2007 y v) las expectativas de los agentes sobre el impacto de la intervención en la eficacia de la política monetaria.

Los sucesivos incrementos en la tasa de interés por parte del Banco de la República y la expectativa de que la autoridad monetaria mantuviera esta política de ajuste, ampliaban la diferencia actual y futura entre las tasas de interés internas y externas. Todo lo anterior hacía altamente atractivo traer capitales al país. En tales condiciones, la intervención discrecional terminaba por estimular la entrada de capitales, al brindarle al mercado abundante liquidez en pesos, con lo cual facilitaba las operaciones de los inversionistas que buscaban aprovechar el diferencial de tasas de interés.

Consciente de esta situación, y ante la evidencia de que la intervención masiva del primer trimestre hacía cada vez más difícil mantener el control del crecimiento de los agregados monetarios, y con ello de las tasas de interés, el Banco de la República interrumpió la intervención discrecional a partir de mayo 2007.

De otra parte, para limitar las operaciones de *carry trade* la JDBR decidió establecer un depósito obligatorio en pesos no remunerado por seis meses, equivalente al 40% de los desembolsos de deuda externa. Se espera que estas medidas contribuyan a reducir el diferencial de tasas de interés y a moderar las expectativas de apreciación, de tal forma que desincentive la entrada de capitales. El gobierno posteriormente extendió este depósito a las entradas de capital de portafolio. Adicionalmente, como una medida de carácter prudencial para mitigar los riesgos de contraparte, la JDBR fijó un límite de apalancamiento del 500% del patrimonio de los intermediarios financieros para operaciones en el mercado de derivados.

Los datos más recientes de balanza cambiaria muestran que esta medida ya comienza a ser útil para desincentivar la entrada de capitales de corto plazo, y con ello moderar las presiones a la apreciación del peso.

Finalmente, los análisis oficiales del BR, como ustedes ya lo saben, una conclusión importante es que la apreciación frente al dólar americano es un fenómeno común a numerosas monedas de América Latina y otras regiones del mundo.

El Banco piensa que esta es una razón por la cual la tasa de cambio real bilateral de Colombia con respecto a diversos países sólo se ha apreciado marginalmente en el período 2003-2006, y en algunos casos incluso se ha depreciado, como ha ocurrido frente al bolívar de Venezuela, y entre otros factores, esto explica que la pérdida de competitividad no haya sido tan pronunciada como pudiera pensarse.

Esto lo comprueba la dinámica que continúan mostrando las exportaciones, al crecer 17.3% en dólares entre enero y abril de 2007, al igual que el sector

transable de la economía que en términos reales creció 8.5%, en el primer trimestre de 2007, por encima del correspondiente crecimiento del sector no transable (7.8%).

Sin comprometer al Banco de la República, pasemos a la segunda sección.

¿Qué hacer?

Hay varios temas que yo creo que es necesario tratar o sobre los cuales debemos reflexionar a mediano plazo para que el fenómeno revaluacionista no se acentúe más de lo necesario. Quiero decir que en este punto muchas de las ideas son de mi propia cosecha.

Cuenta Corriente

Uno de los nubarrones que algunos analistas podrían ver en las proyecciones de déficit de cuenta corriente del 4.0% este año y aumentando al futuro.

En el frente externo, las exportaciones continúan creciendo a un ritmo saludable, superior al 9% en términos reales, al tiempo que las importaciones muestran un fuerte aumento, como reflejo de una economía pujante que requiere importar bienes de capital y materias primas para mejorar su competitividad y continuar su expansión. Sin embargo esto no deja de preocupar a algunos analistas y puede introducir presiones devaluacionistas.

El Gasto Público

Cualquier banquero central va en un momento dado, durante una reevaluación, a culpar al gasto público. Sin embargo, esto es verdad solo en unas condiciones muy específicas. Hay gasto público como el desarrollo de la infraestructura o proveer ciertos servicios tales como vivienda que aumentan la oferta de bienes no transables y por lo tanto mejoran la competitividad de la tasa de cambio y de nuestras exportaciones.

La composición del gasto público es fundamental en determinar si ese gasto revalúa o si este gasto genera crecimiento y competitividad. Hablar del gasto público sin hablar de su composición no tiene mayor sentido.

En lo personal pienso que no solo el gasto del gobierno se ha reducido en los últimos datos, sino que además creo que en este campo ha habido una mejoría en su composición.

Esto no excluye el hecho de que aún sigan siendo necesarios mayores ajustes en el gasto público. Pero no podemos hacer que los recortes recaigan sobre la inversión pública.

Facilitar la participación de las AFPs en infraestructura

Es fundamental facilitar la inversión de los fondos de pensiones en proyectos de infraestructura. Esto sin duda volvería más competitiva nuestra producción.

Este es un reto del nuevo Superfinanciero, pero sobretodo del IFC que esta estructurando muchos de estos proyectos.

Es necesario estructurar proyectos como la ruta del sol de una manera que sean muy líquidos, de tal manera que los fondos de pensiones y el mercado puedan transar ese papel y así valorarlo día a día. La valoración ha sido hasta hoy uno de los escollos más grandes en este campo.

Es un reto muy importante el facilitar la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura o sea, formación bruta de capital fijo. Esto quiere decir que los títulos están siendo respaldados por un activo así sea éste público.

Venta de ISA y de ISAGEN

En este campo, a mi me preocuparía que, si estos ingresos vienen a financiar un gasto corriente o a reducir deuda, un próximo presidente pueda decidir emitir mucha más deuda para financiar proyectos sobre los cuales no haya el consenso o que sean innecesarios. Muchas veces estas medidas que no se dirigen al corazón del problema fiscal, sino que dan alivios temporales, pueden crear una tentación hacia el futuro para mayor gasto.

Más sobre gasto público: Pensiones

En lo que a mi respecta me preocupa más que de la agenda del Gobierno haya desaparecido uno de los temas económicos y políticos más importantes de los próximos cinco o diez años, y que va a ser determinante en temas como la competitividad futura del país. Es el tema del pago de las pensiones actuales.

Durante muchos años la manera como los Ministros de Hacienda negociaban las concesiones en los paros nacionales o sectoriales era dando concesiones pensionales a futuro. El Ministro de Hacienda en ese momento veía que en realidad eso no se contabiliza y no le afecta su flujo de caja inmediato ya que se paga es en veinte años.

Afortunadamente, desde la reforma pensional, se ha venido mejorando la contabilidad de esos pasivos que existían, se han venido reconociendo y se han vuelto transparentes.

Sin embargo, con estos pasivos se crearon unas cargas pensionales que las nuevas generaciones van a tener que pagar en impuestos. Esto va a perjudicar la generación de nuevas empresas mediante una mayor carga tributaria. Al fin y al cabo la deuda pensional, o se transforma en TES o que tiene que salir de las arcas del fisco nacional o sea de los impuestos de todos los colombianos. Es necesario, por lo tanto, comenzar a ver qué está implicando que se graven a las nuevas generaciones para beneficiar unas nuevas generaciones que argumentan que tiene un “derecho adquirido” que adquirieron en negociaciones laborales cerradas en las cuales se decidió realmente que pagara el de atrás. Lamento informarles a muchos de los aquí presentes que los de atrás somos nosotros.

Es muy posible que mi generación se vaya a pensionar con pensiones sustancialmente inferiores en términos efectivos al nivel de los pensionados actuales, en términos de periodo cotización y sueldo efectivo versus asignación de retiro.

El tema de las pensiones lo planteó el gobierno en su referendo. Es necesario en el futuro retomarlo y gravar las pensiones existentes así como

las futuras. Sobre todo unas pensiones adquiridas con unos tiempos muy bajos de cotización y que esta asfixiando y continuarán asfixiando a las generaciones futuras desestimulando la inversión y el trabajo. Este es uno de los temas fiscales más importantes que se puedan tratar y que brilló por su ausencia en los informes de la comisión del gasto.

Administración de Portafolios AFPs

Aprovecho para hacer mi comentario de siempre de que se necesita una reforma estructural al régimen de inversiones que solucione los problemas de concentración de riesgos y que mire hacia delante y no como se hizo recientemente de una manera precipitada y un poco tosca que me parece que se pudo evitar.

Un tema muy importante es como se están administrando las pensiones por unas personas que tienen sus intereses alineados con los de los futuros pensionados por culpa de la regulación. Ahora que tenemos a alguien joven en la Superfinanciera, creo que es bueno que se comience a mirar ese tema en serio. En realidad gran parte de las reformas requieren solo resoluciones y pueden generar una mejora sustancial en la eficiencia de manejo de los portafolios y evitar problemas futuros. Quisiera decir que unos estudios preliminares y digamos que están revisando es que los que tuvieron problemas con rentabilidad mínima fueron también fondos cuyas razones de sharpe o sea medidas de manejo de riesgo retorno eran las peores. Entonces la modificación de la rentabilidad mínima que se hizo hasta ahora, va a premiar a los portafolios más ineficientes. En ese sentido le pediría al gobierno que si bien no retoma la iniciativa que yo hice de una diversificación de fondos, retome la que ha presentado mi colega Leonardo

Villar que busca estabilizar las posiciones cambiarias de los fondos de pensiones a través de una regulación prudencial de su posición cambiaria.

Sin embargo, irónicamente el sector de los fondos de pensiones habla de multifondos, o sea de un sistema que cada persona se afilia a un perfil diferente de riesgo y se crean una serie de portafolios diferentes conforme a las diferentes edades y preferencias de riesgo. La única observación que yo haría, es que la propuesta que yo había hecho era de que crearan un primer portafolio de referencia relativamente sencillo para el sistema actual antes de que ensayaran de armar cuatro.

El tema de la administración de los fondos de pensiones y su composición cambiaria y su riesgo es cada vez mas importante. Sobre todo hoy en que la concentración del riesgo en Colombia ha llegado a su punto histórico más alto debido a su baja diversificación en moneda extranjera.

En conclusión, en el tema de pensiones por un lado estamos invirtiendo ineficientemente las pensiones y por el otro, estamos castigando las nuevas generaciones cada vez más, en beneficio de la gente pensionada. Puede que parezca horrible lo que estoy diciendo, pero realmente es así.

Derivados

En el tema de derivados, yo quiero señalar un punto que personalmente creo que es muy importante. Gran parte de la manera como se está estructurado el mercado de derivados es de una forma que en el fondo genera externalidades negativas. Así funciona. Un exportador va a un banco y le dice: “ yo le vendo dólares a sesenta días a noventa días o ciento ochenta días para asegurar un precio determinado. Al mismo tiempo el

Banco va, se endeuda en el exterior y vende en el mercado el monto equivalente a esos dólares. El gran crecimiento del sector del mercado de coberturas acelera la entrada, de un momento a otro, de una parte sustancial de las exportaciones que iban a monetizar durante el próximo año con el pretexto de cubrirlas. Creo este es un tema que hay que revisar, pero no es un tema fácil y tiene que ver con las inversiones colombianas y las inversiones de los fondos de pensiones a largo plazo fuera del país.

Financiación del sector público y coordinación con la tesorería

Por último quisiera decir unas palabras sobre la financiación del gasto público es muy importante señalar que el sector público es en Colombia un elefante en la bañera. Yo fui Director de Crédito Público tres años y con el Ministro Santos podemos dar testimonio como nosotros desde el sector público afectábamos la tasa de cambio.

La capacidad de monetizar de la TGN y el dinero que se saque del país o se traiga al país influye enormemente sobre la tasa de cambio. Esto es un efecto que, en la medida en que los mercados se hacen más perfectos y Colombia se integre a los mercados financieros, puede ser algo menor, pero que por el momento tienen un gran impacto.

Por lo tanto es importante analizar muy bien los flujos de la TGN y mirar cómo están afectando cambiariamente al mercado. Algunos miembros de la Junta Directiva del banco de la República salimos a comienzos del año a dar una pelea muy fuerte con el ministro Carrasquilla sobre este tema y yo creo que a posteriori tuvimos razón. La gente se dio cuenta que no era culpa del Banco la Revaluación sino que tenía razones en la financiación del sector público.

Señoras y señores:

Como ven son muchos los temas que podrían ayudar con la tasa de cambio. Sin embargo, casi todas las medidas dependen o de la Superfinanciera o del Ministerio de Hacienda, y no del Banco de la República. Ojalá una adecuada coordinación de estas entidades –y no que remen en contravía como ocurría en el pasado- nos ayude a superar este difícil proceso que pone en riesgo una parte del sector productivo del país.

Muchas gracias