



REFLEXIONES SOBRE LA SITUACIÓN CAMBIARIA

LANZAMIENTO DEL LIBRO “10 AÑOS DE REVALUACIÓN” DE MAURICIO CABRERA

Bogotá, Mayo 6 de 2013

**Carlos Gustavo Cano
Codirector**

Las opiniones expresadas en esta presentación son responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva

A) El sector externo

B) La declinación de la industria

C) La apreciación del peso

D) Regla fiscal y tasa de cambio

E) Política cambiaria y controles de capital

Algunas referencias

A. EL SECTOR EXTERNO

“Una „bonanza” no debe confundirse con una bendición”

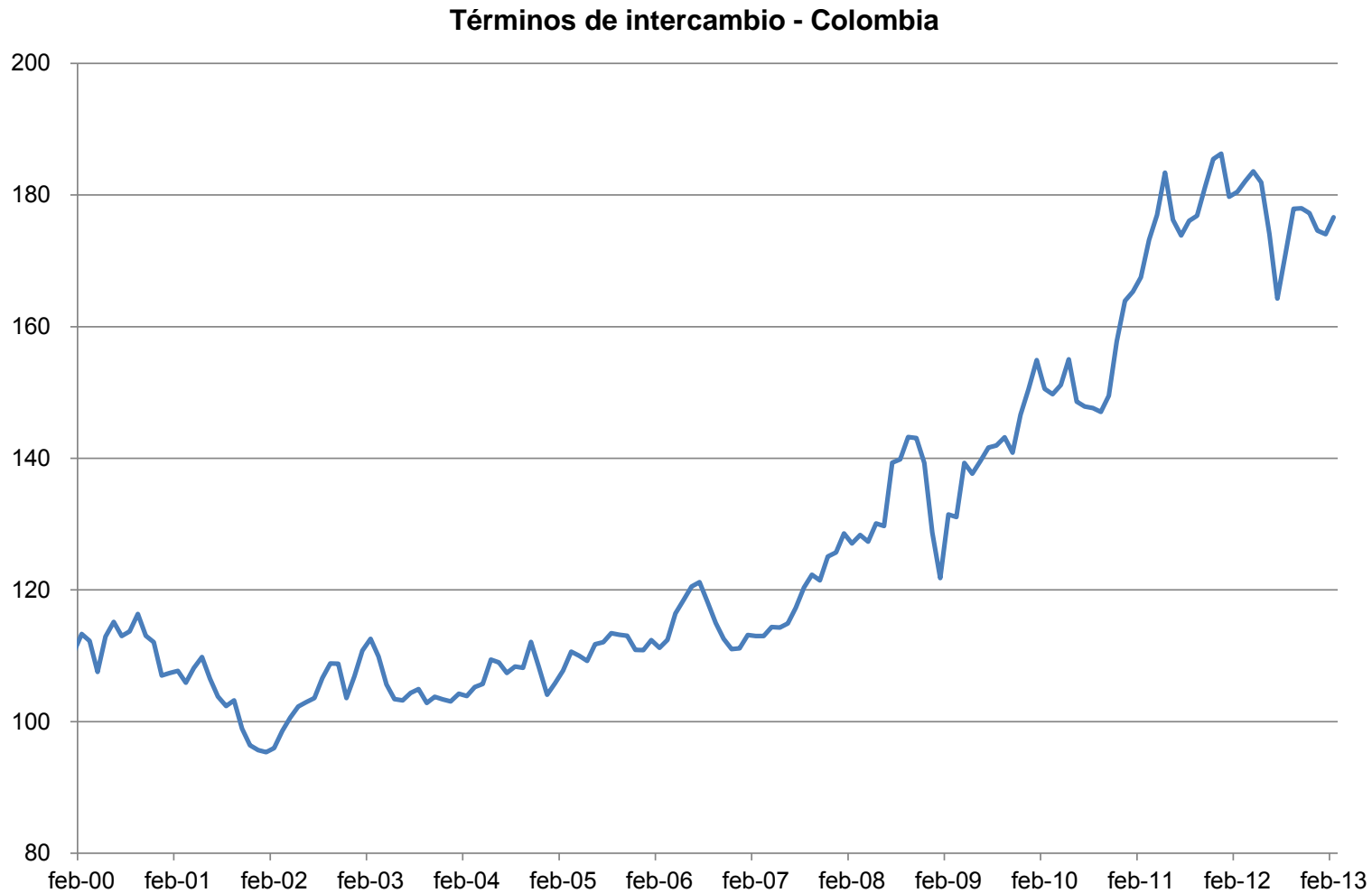
En breve tiempo el sector minero-energético llegó a representar el 8% del PIB (igual que la agricultura). Llegó a generar más del 40% de los ingresos de la balanza de pagos y un poco más del 70% de total de las exportaciones, pero con sólo 220.000 empleos directos.

Alcanzó a ocupar el 85 % de la inversión extranjera directa.

Es la principal fuente del mercado de divisas en el país

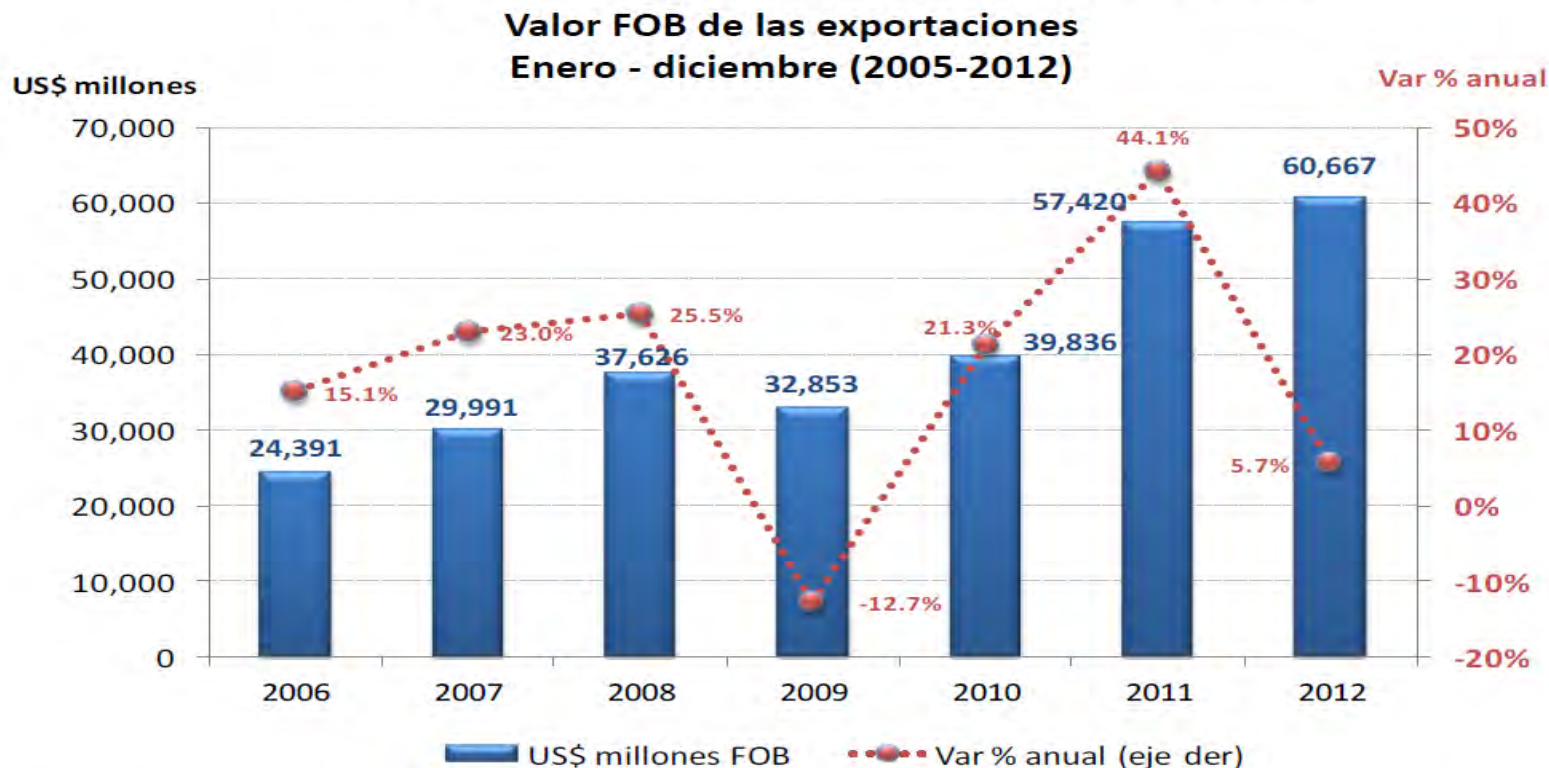
Llegó a aportar cerca de 1/4 del recaudo de impuestos del Gobierno (sin incluir los muy importantes ingresos por concepto de los dividendos pagados por Ecopetrol, ni las regalías).

Sin embargo, los términos de intercambio han caído, aunque aún se mantienen en terreno alto



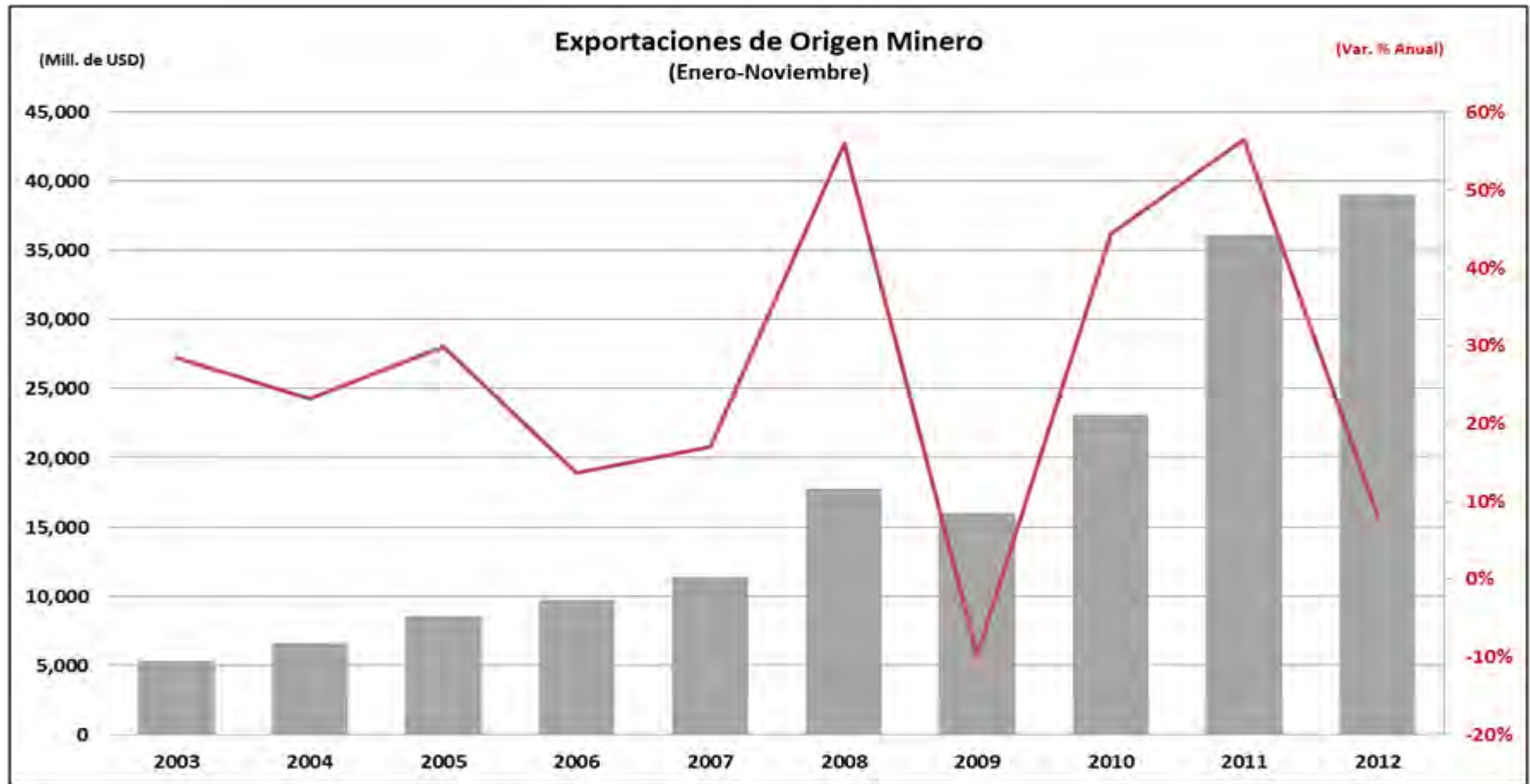
Las exportaciones totales: su dinámica se desplomó en 2012. Crecieron ese año con relación a 2011 sólo 5,7%, que contrasta con 44,1% del año anterior

Exportaciones totales acumuladas.



En el año 2012, las exportaciones FOB del país sumaron US\$ 60,667 millones (m), equivalente a 16,3% del PIB nominal estimado. El valor importado por el país registró una variación anual de 5,7% (US\$ 3,246 m), inferior al registrado un año atrás (44%).

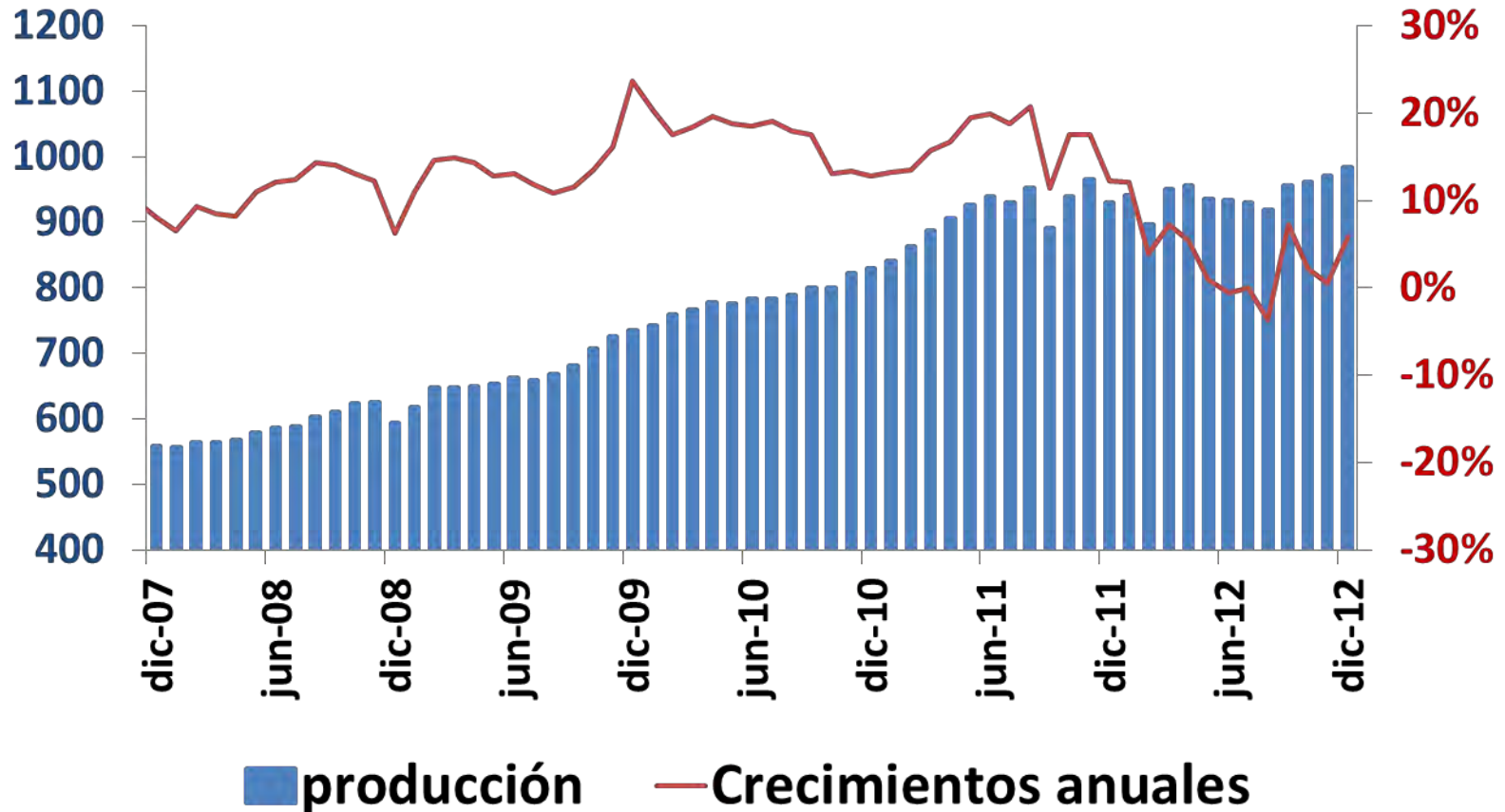
¿Se esfuma el „boom“ minero energético...y por ende la sombra de la „enfermedad holandesa“? Es posible



Ene-Nov 2011	= US\$ 36.140 mill	- var. % anual =	56%
Ene-Nov 2012	= US\$ 39.038 mill	- var. % anual =	8%
Año completo		=	8%

**Producción de petróleo en miles de barriles diarios.
Hacia el futuro crecimientos más cercanos al 5%-7%
que a los dos dígitos del pasado reciente (excepto si se da
„el gran hallazgo“)**

PRODUCCIÓN DE CRUDO:



Petróleo: precios en caída. ¿Por fin la recesión mundial pesa más que las tensiones geopolíticas del oriente medio?

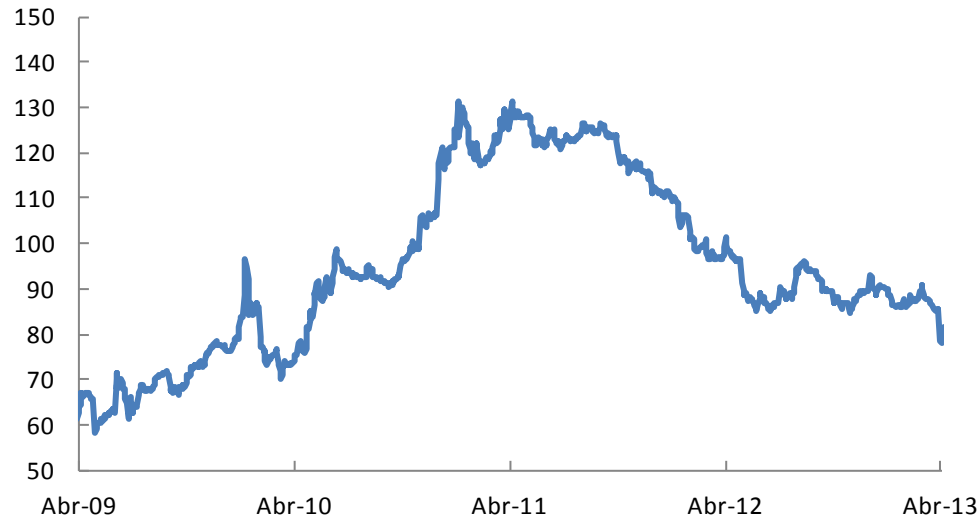


Oro: también cayendo. ¿Perdiendo fortaleza como activo de refugio?

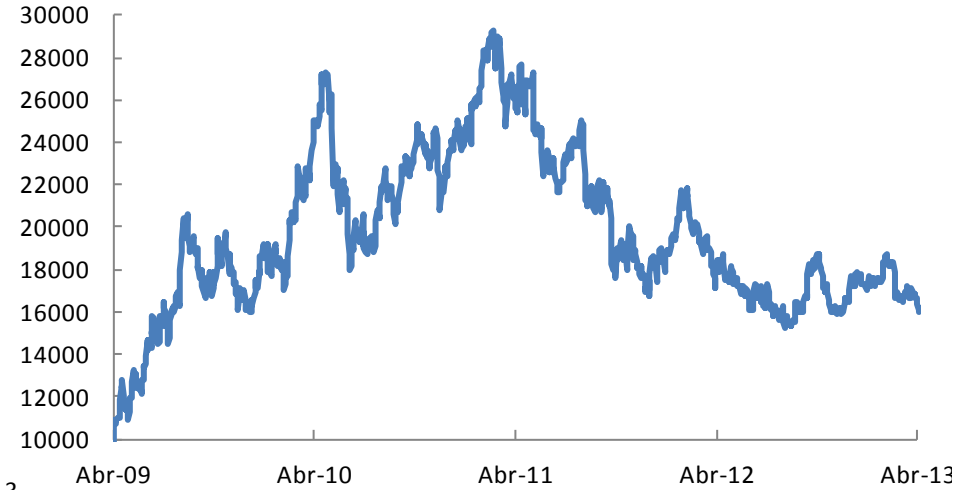


Otros bienes mineros exportados por Colombia: precios igualmente debilitándose

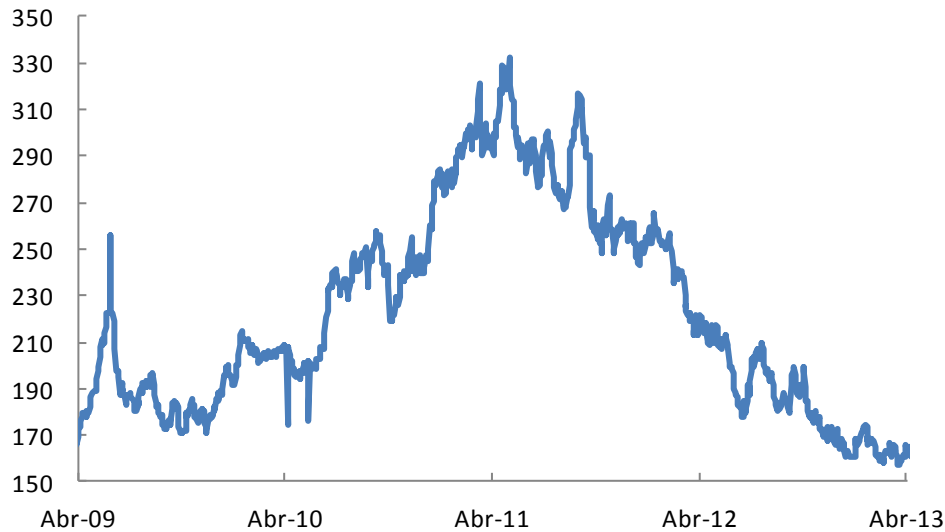
Carbón



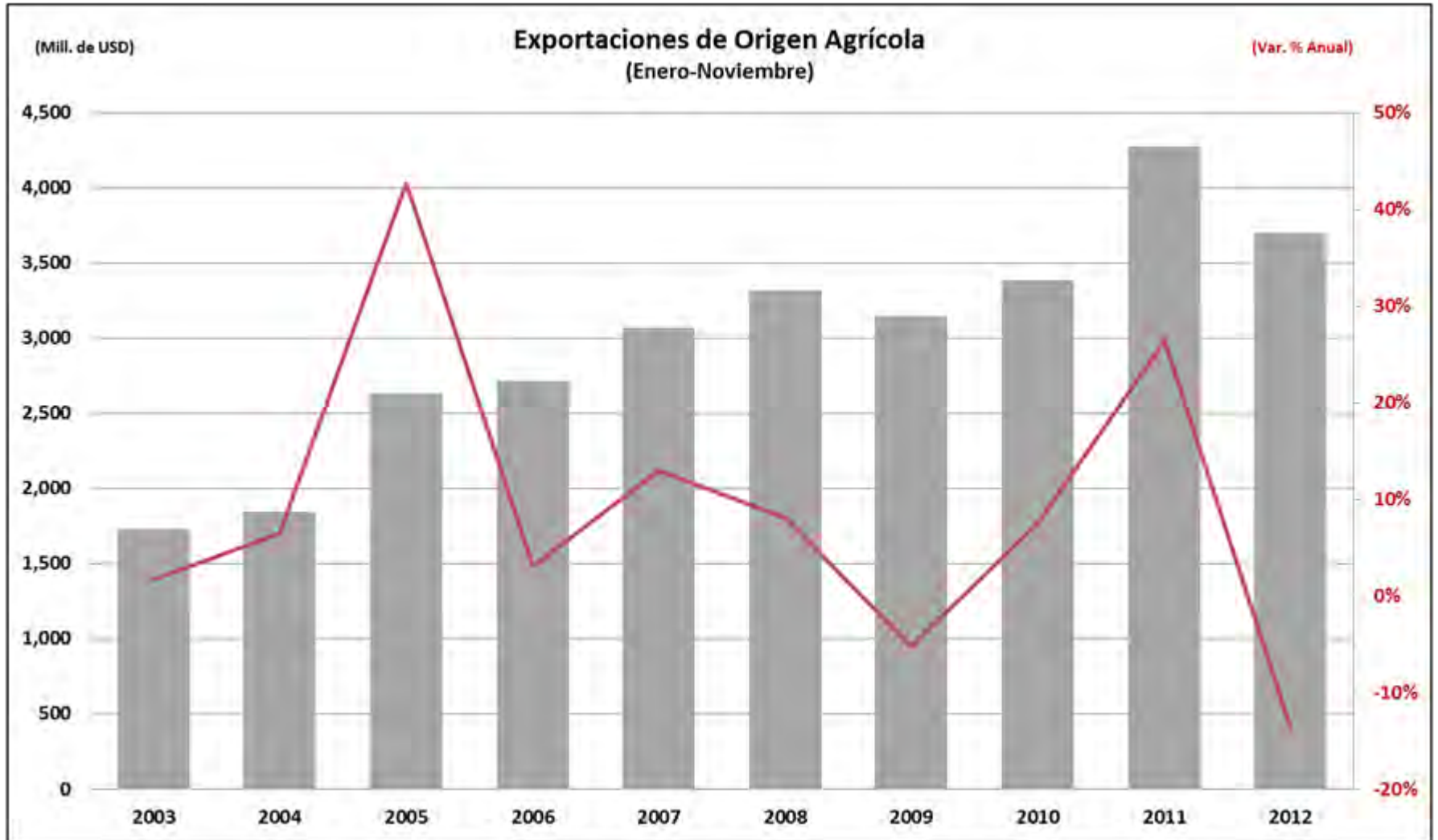
Níquel



Café de colombia (bolsa de NY)



Gran caída de las agrícolas, especialmente por café

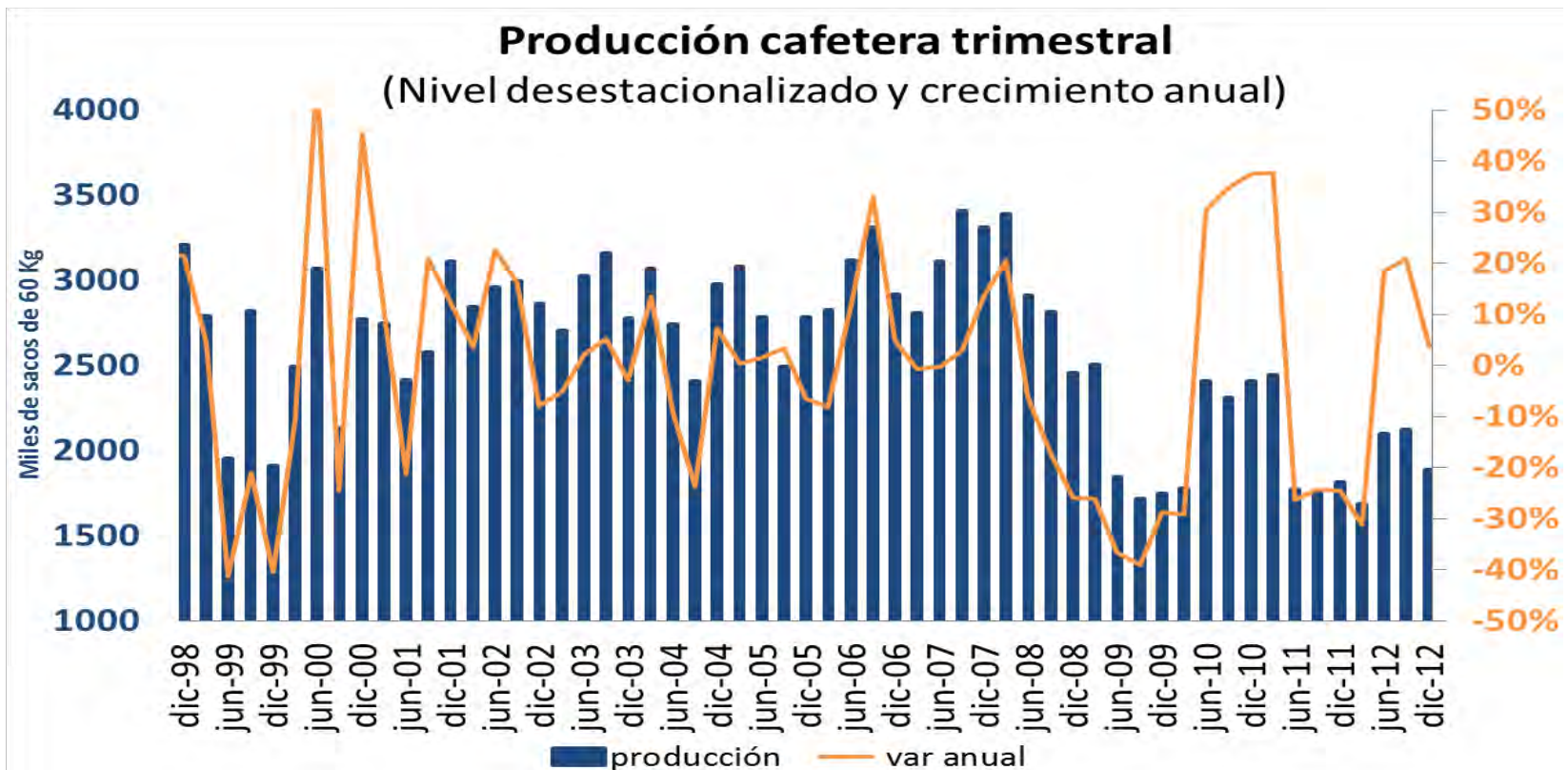


Ene-Nov 2011 = US\$ 4.278 mill - var. % anual = 26%

Ene-Nov 2012 = US\$ 3.700 mill - var. % anual = -14%

Año completo = -14%

La producción de café se derrumbó (en apenas 20 años su participación en el mercado mundial pasó de 16% a 6%). La causa fundamental: el desplome de la productividad. En igual período, de 17 cargas por ha. pasó a 8,5 : la tercera parte de la de Brasil y la mitad de la de Honduras y Costa Rica



Las industriales aún en terreno positivo principalmente por Venezuela y Ecuador, dos vecinos petroleros (???)

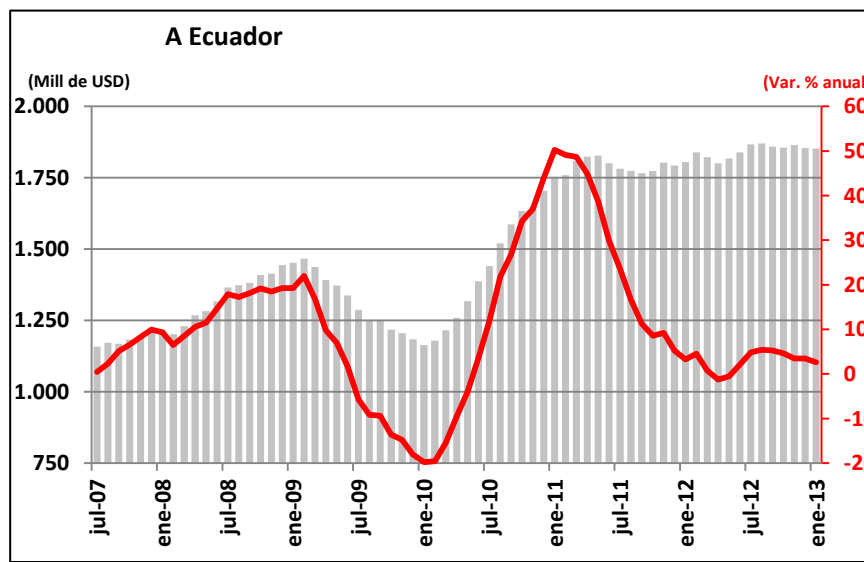
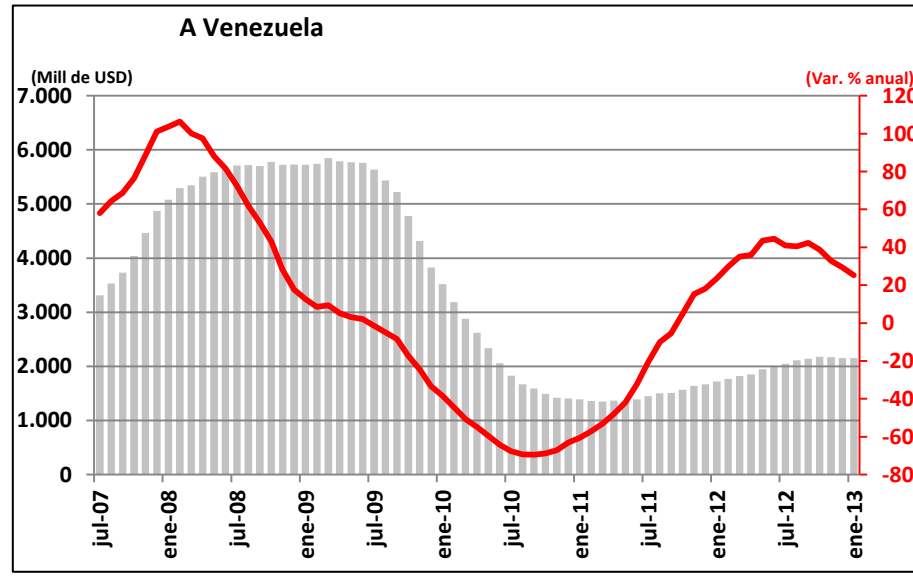
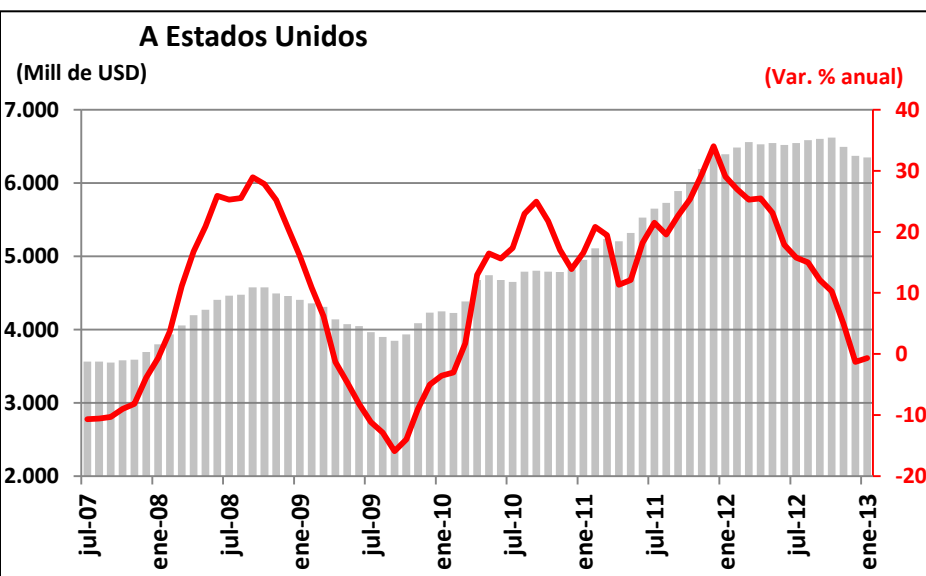


Ene-Nov 2011 = US\$ 10.776 mill - var. % anual = 15%

Ene-Nov 2012 = US\$ 11.520 mill - var. % anual = 7%

Año completo = 5,9%

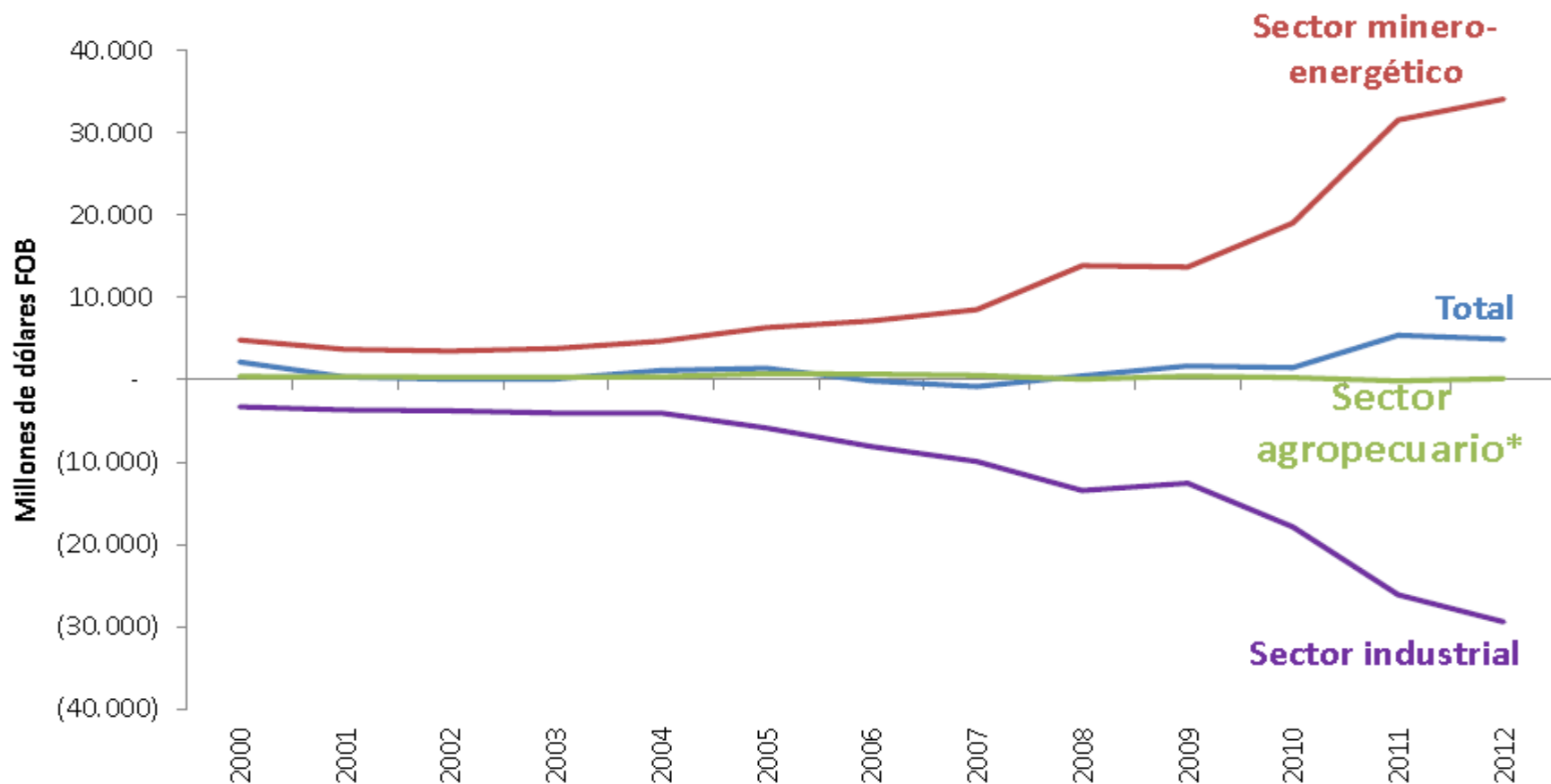
Exportaciones sector industrial: Venezuela (con grandes y crecientes desequilibrios macroeconómicos) aún es el primer destino (acumulado doce meses)



Fuente: DANE.

B. LA DECLINACIÓN DE LA INDUSTRIA

Como lo advierte el director de Fedesarrollo (2013), a la par del aumento del superávit de la balanza comercial minero-energética y el equilibrio de la agrícola, preocupa la creciente ampliación del déficit de la industrial



* Incluye ganadería, caza y silvicultura.

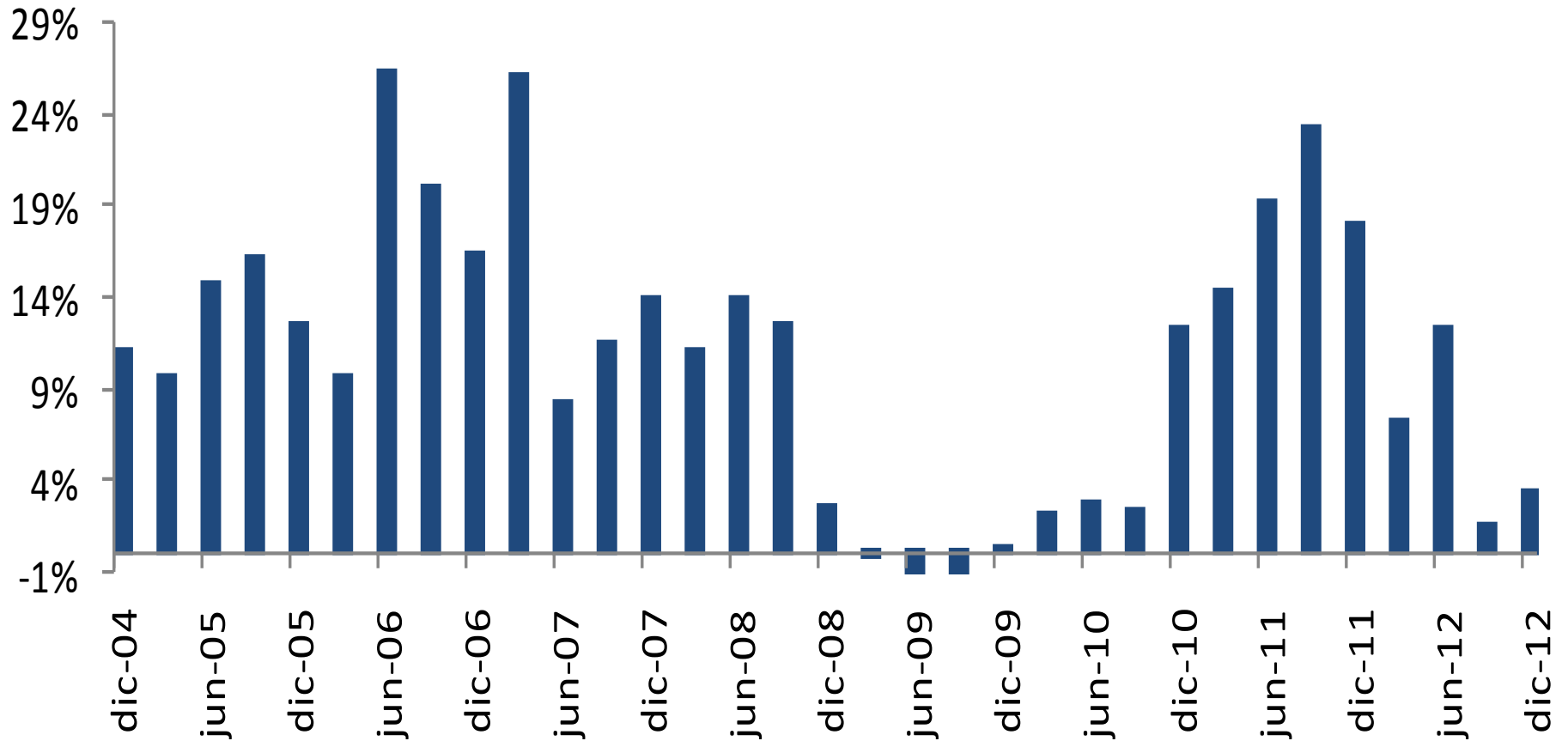
Nota: La balanza comercial es calculada de acuerdo a la clasificación CIIU Rev. 3 y usando un factor de conversión anual para las importaciones en dólares CIF.

Fuente: DANE, Cálculos propios.

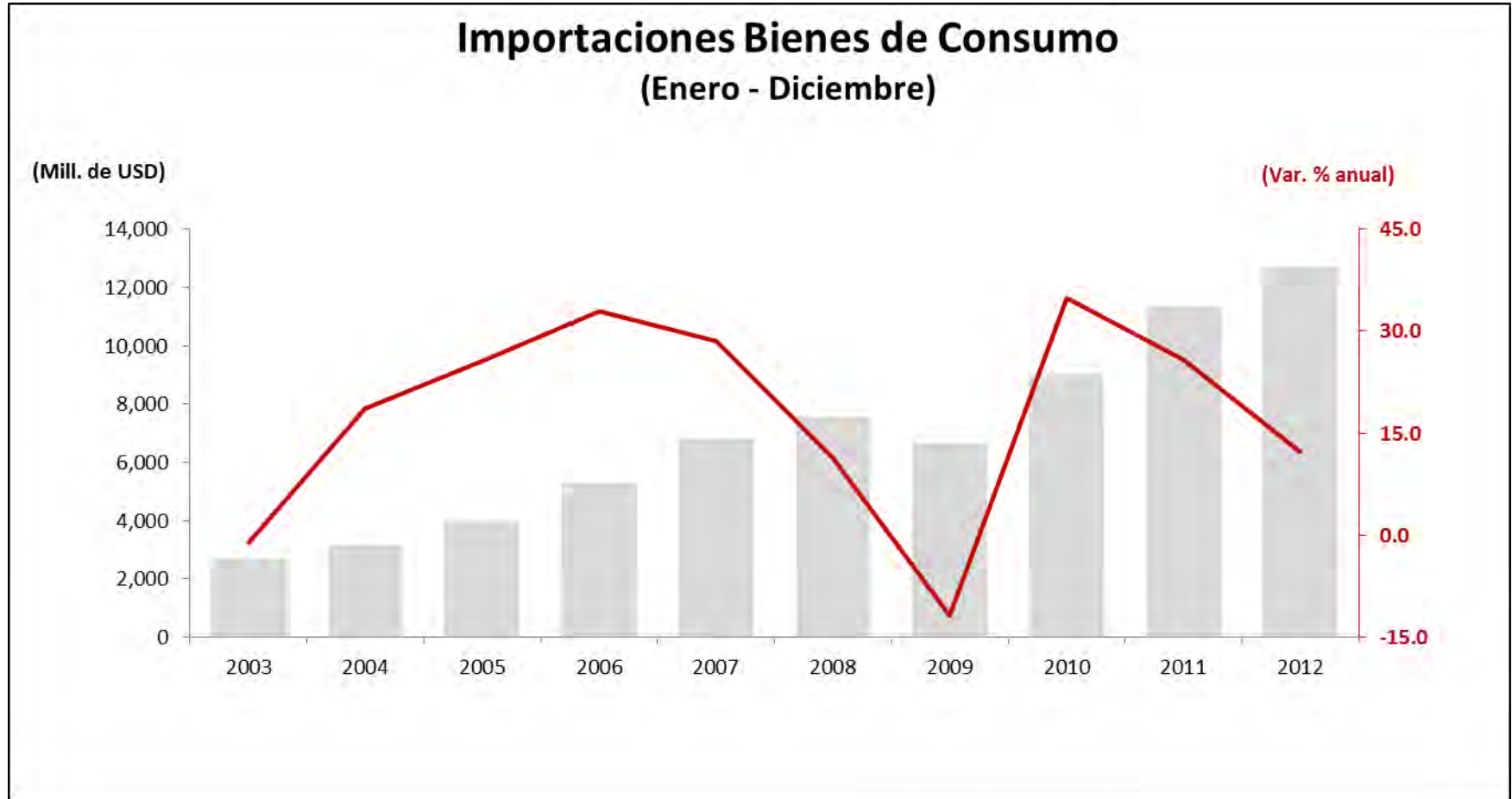
Semejante déficit industrial no se puede explicar por las importaciones de bienes de capital, cuyo crecimiento anual se desplomó del 42,7% en 2011 al 0,3% en 2012



En consecuencia, se debilita asimismo el crecimiento anual real de la formación bruta de capital fijo



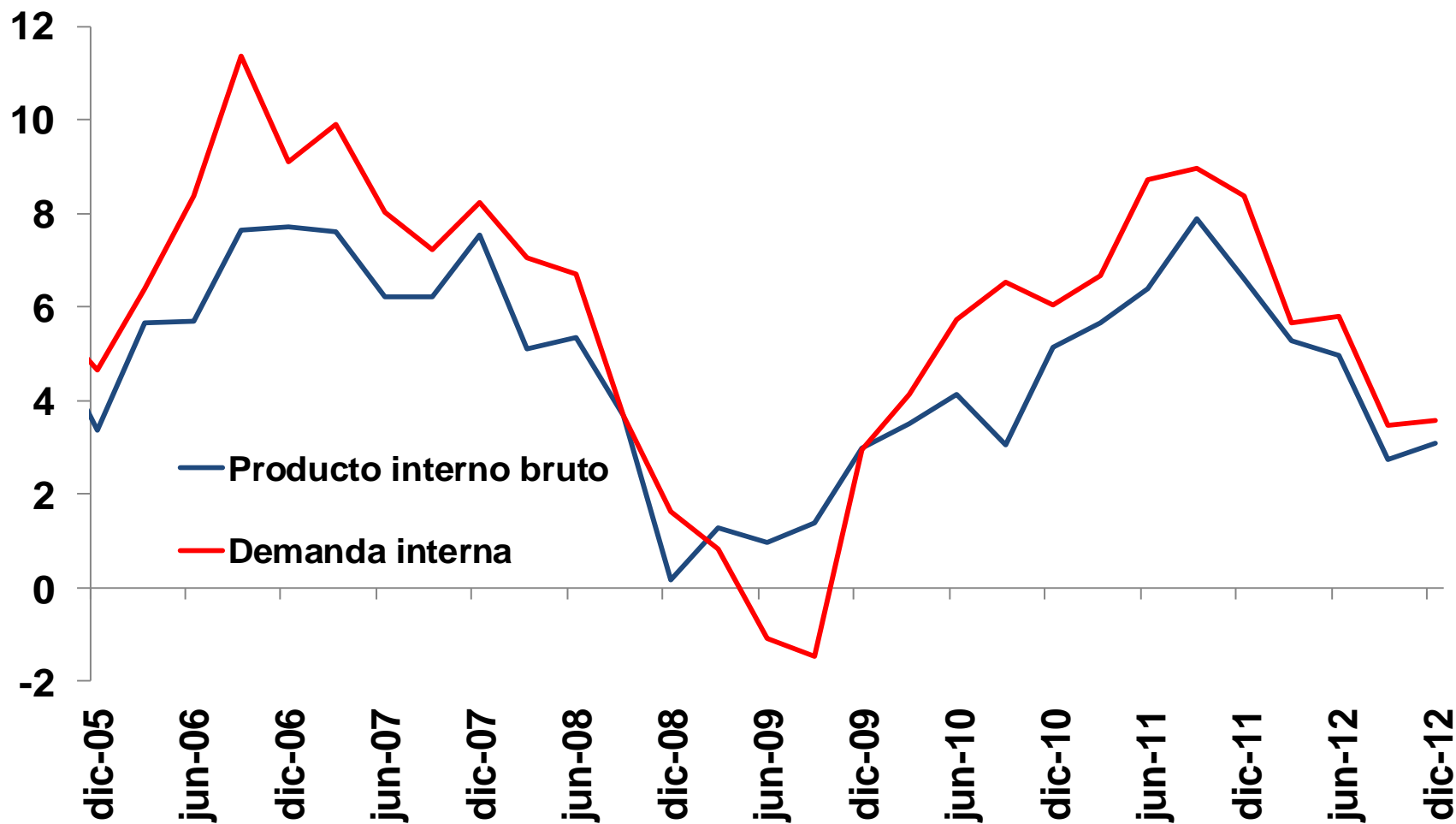
En contraste, a pesar de que también perdieron dinamismo, las importaciones de bienes de consumo crecieron 12% en 2012, más del doble que las totales



Ene-Dic 2011 = US\$ 11.315 mill
= US\$ 12.702 mill

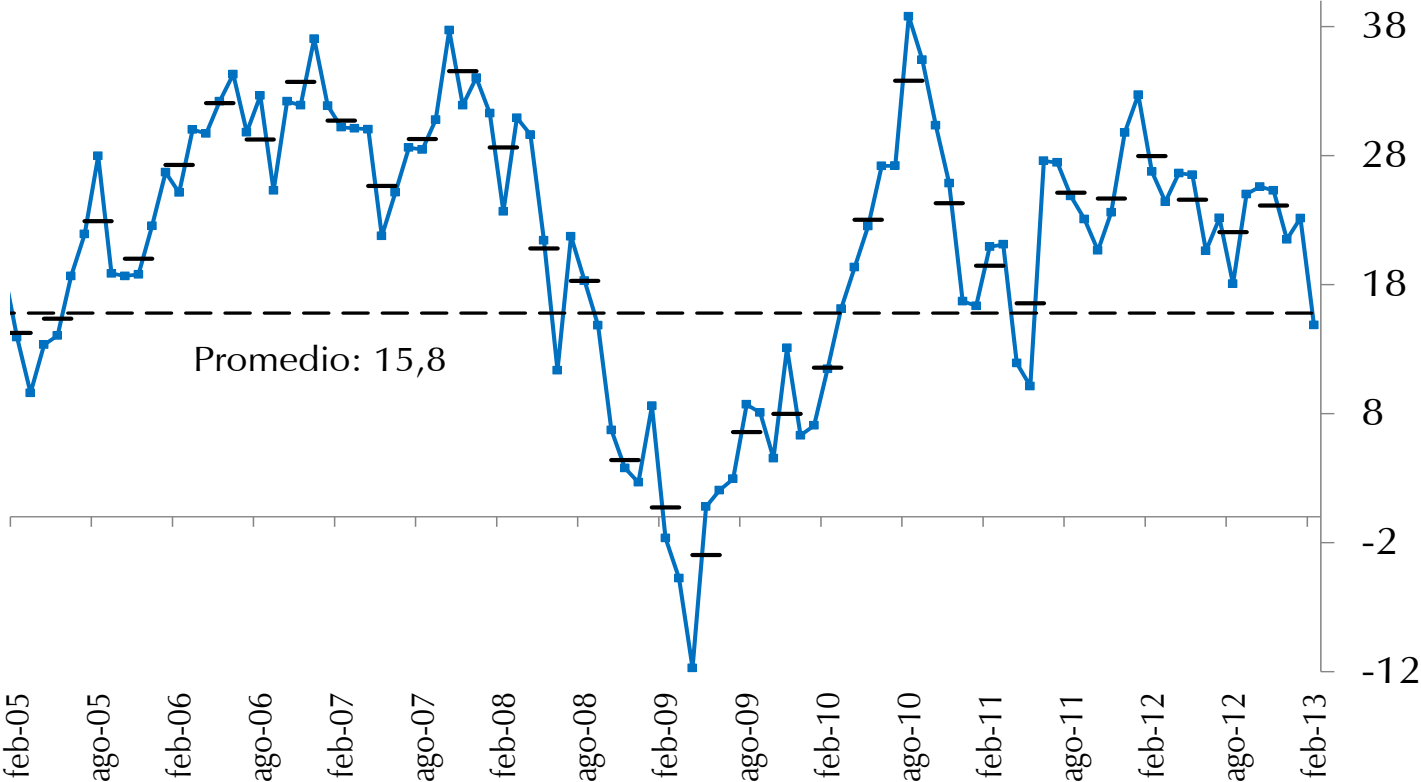
- var. % anual = 25.7% Ene-Dic 2012
- var. % anual = 12%

En tanto que se debilita notablemente el crecimiento anual real de la demanda interna. Todo ello revela una sustitución de bienes nacionales por importados

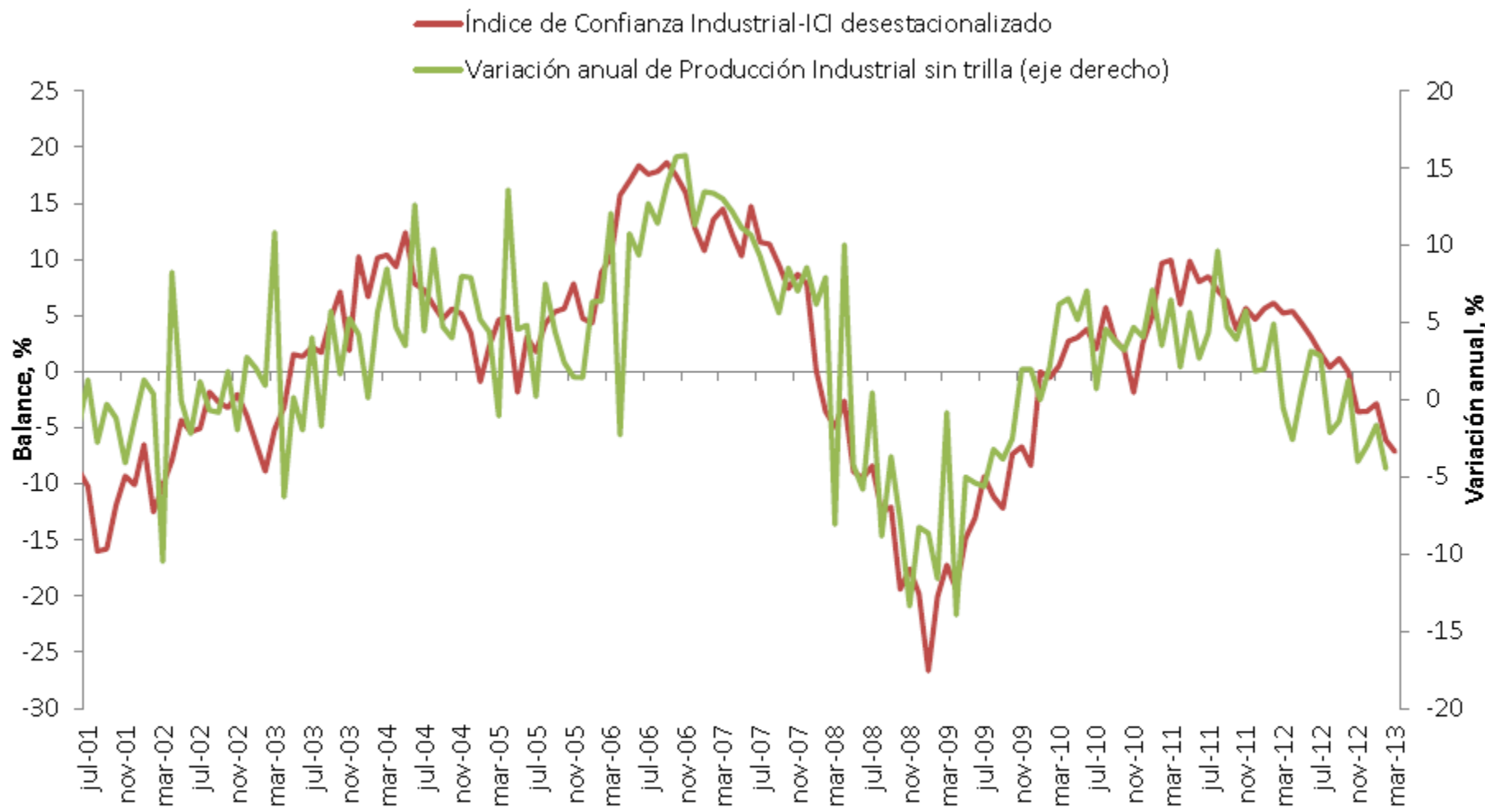


La confianza del consumidor cayó fuertemente en febrero y se situó por debajo de su promedio histórico, donde permaneció en marzo. Lo cual seguiría alimentando el debilitamiento de la demanda

Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



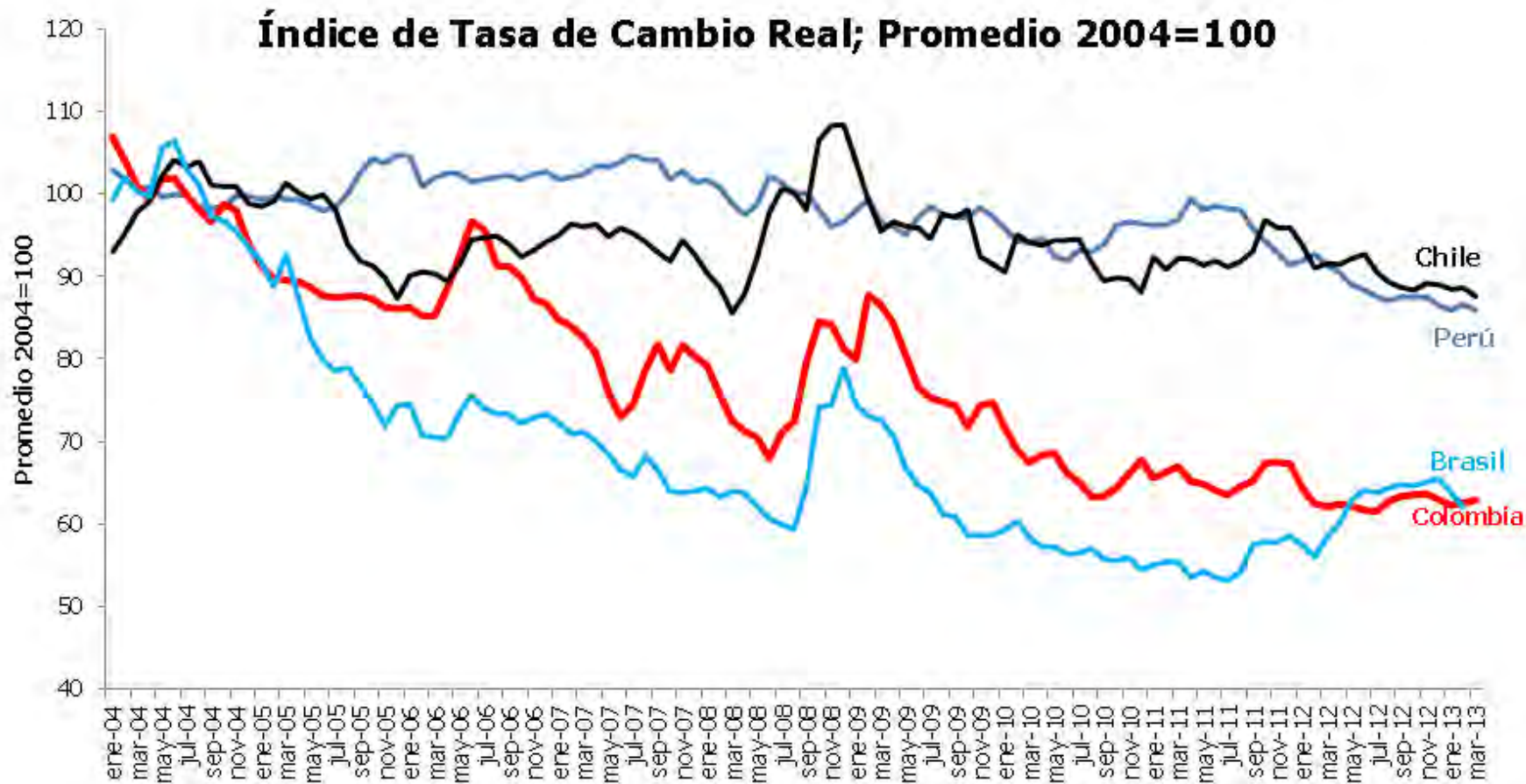
El índice de confianza industrial de Fedesarrollo, un buen predictor de la producción, también sigue cayendo, lo cual asimismo sugiere que la contracción del sector continuaría



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo y DANE.

C. LA APRECIACIÓN DEL PESO

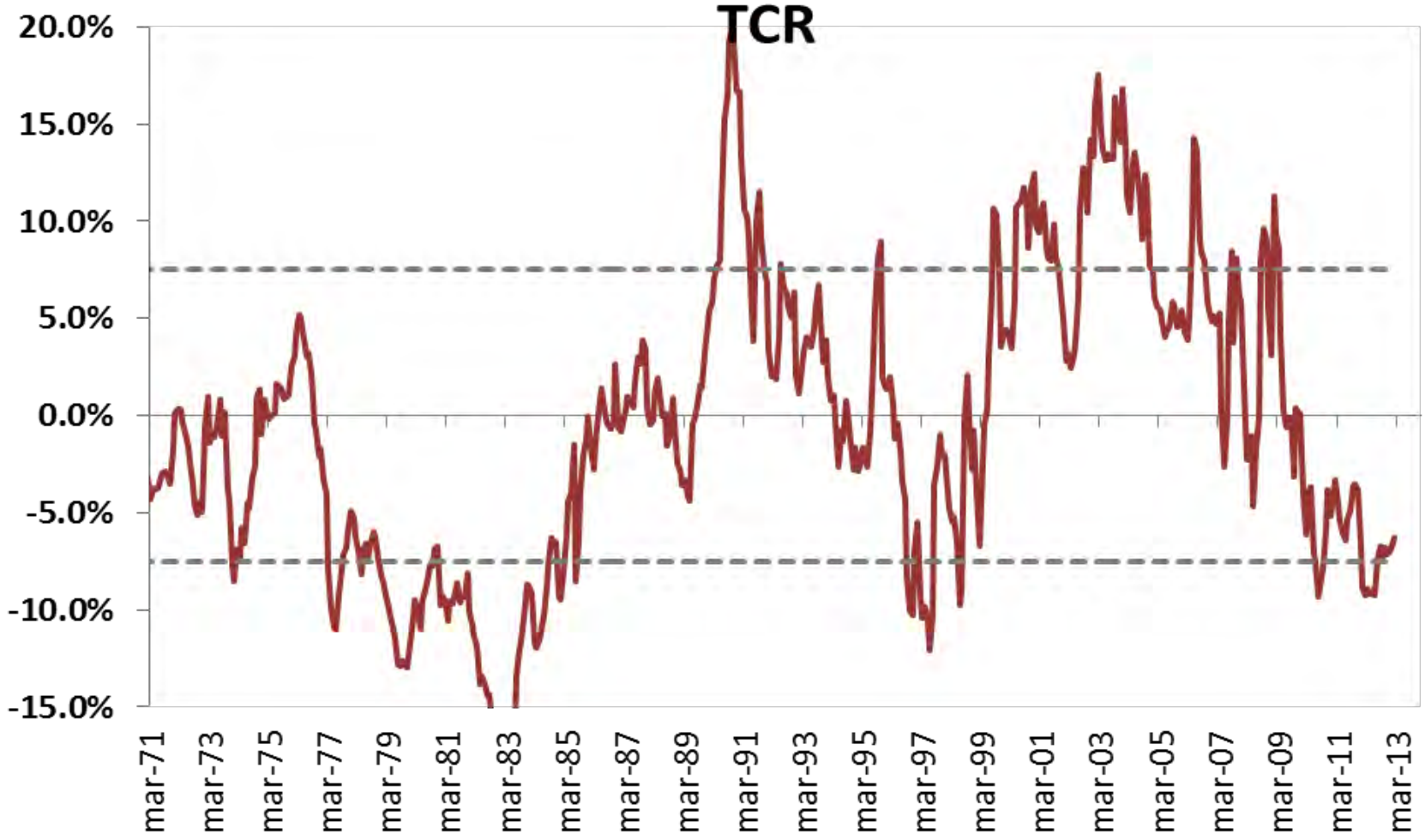
Según lo muestra L.Villar (2013), desde el promedio de 2004 el peso se ha apreciado 37% en términos reales, similar a Brasil, pero mucho más que Chile y Perú, que han avanzado más en productividad que Colombia



Fuente: Bancos centrales de cada país, elaboración propia.

El promedio de los modelos del BR confirma la sobrevaloración de la TRC con relación a la de equilibrio: entre 7% y 8%

Desalineamiento promedio estimado de la



Sin duda una tasa de cambio real inferior a su nivel de equilibrio lesiona la producción nacional de bienes y servicios transables. En primer término, a la que compete con importaciones. Y, en segundo, a la que se exporta

Los bancos centrales (BC) de los mercados emergentes deben reconocer abiertamente que la estabilidad de su tasa de cambio real hace parte de su función objetivo. (Blanchard, 2010)

Esto no implica que el esquema Inflación-Objetivo se tenga que abandonar. Para ello el BR cuenta con otros instrumentos como las intervenciones en el mercado cambiario y diversos mecanismos de esterilización monetaria.

Hace apenas un año, el peso era sin duda la moneda más apreciada de la región

Devaluaciones (en verde) y

Revaluaciones (en amarillo)

A 3 de abril de 2012

	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	-8,80%	-9,85%	-4,40%	-7,85%	-26,58%
Brasil	-2,22%	-0,39%	13,58%	4,13%	-18,78%
México	-8,58%	-6,01%	7,51%	4,79%	-5,00%
Argentina	1,87%	4,11%	8,10%	12,94%	18,80%
Peru	-1,07%	-3,46%	-5,07%	-5,92%	-13,78%
Uruguay	-2,05%	-3,74%	2,31%	1,30%	-18,92%
Chile	-7,31%	-9,27%	1,42%	-6,35%	-17,59%

Pero hoy no se podría afirmar lo mismo, gracias, al menos en parte, a la intervención cambiaria del BR

Devaluación

Tipos de

Cambio

06-may-13

	Devaluaciones				
	año corrido	6 meses	año completo	Dos años atrás	Tres años atrás
Colombia	3,64%	0,34%	4,26%	3,76%	-9,25%
Brasil	-1,86%	-0,91%	4,46%	23,06%	8,64%
México	-5,81%	-6,59%	-8,06%	3,23%	-6,51%
Argentina	5,91%	9,13%	17,58%	27,41%	33,39%
Peru	2,47%	0,64%	-1,01%	-5,30%	-8,09%
Uruguay	-1,09%	-4,19%	-5,15%	0,90%	-1,15%
Chile	-2,04%	-2,06%	-2,85%	0,40%	-13,62%

Sin embargo, a pesar de que la intervención del BR en 2012 ha sido la más alta del presente milenio, su impacto luce insuficiente: ¿Acaso algo más hace falta...?

Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República			
(Millones de dólares)			
	Compras netas	Ventas al gobierno	Compras netas sin gobierno
2000	319	0	319
2001	629	0	629
2002	-163	0	-163
2003	-238	0	-238
2004	2405	500	2905
2005	1408	3250	4658
2006	-164	1000	836
2007	4713	0	4713
2008	2147	0	2147
2009	171	0	171
2010	3060	0	3060
2011	3720	0	3720
2012	4844	0	4844
01-Abr-13	2153	0	2153

D. REGLA FISCAL Y TASA DE CAMBIO

El „efecto voracidad“ del *boom* minero-energético (Cano, 2010)

Los ME más dependientes del sector minero-energético, enfrentan el riesgo de que, a medida que aumente su participación dentro del PIB, el crecimiento de su gasto público se desborde y se torne típicamente pro-cíclico. A costa de su función estabilizadora de la economía.

Gasto público que, en las fases expansivas típicas de las „bonanzas“ – lo que se llama el „efecto voracidad“ -, suele convertirse en una fuente primordial de presión sobre la demanda agregada, los precios y la tasa de cambio real.

Resultado: el debilitamiento de las actividades económicas transables no petroleras, como la industria y la agricultura, las principales fuentes de empleo.

La salida: Regla Fiscal y aumento del ahorro público. Financiar con crédito externo el exceso de inversión sobre ahorro, revalúa (Cano, 2010)

1. Desacoplamiento del gasto público (y del presupuesto) con respecto de la volatilidad de sus ingresos proveniente de los ciclos de las actividades minero-energéticas
2. Reducción de la proporción de la deuda pública dentro del PIB hasta niveles no superiores a los de otros países que aplican la Regla con rigurosa disciplina (Noruega, Chile)
3. Fondo de estabilización para ahorrar en el exterior los excedentes de las cuentas externas del sector minero-energético durante épocas de „vacas gordas“, adoptando cláusulas de salida que le permitan al Gobierno enfrentar de modo contra-cíclico las fases recesivas

**E. POLÍTICA CAMBIARIA Y
CONTROLES DE CAPITAL**

Colombia: clave monitoreo sobre entradas de capital por endeudamiento externo e inversiones de portafolio

- En Colombia antes de episodios de *boom* crediticios se suelen presentar masivas entradas de capital, ampliaciones *atípicas* de déficit en cuenta corriente y apreciación del peso.
- En tanto que los precios de los activos se comportan de manera pro-cíclica con respecto al *boom*.
- El crecimiento de la cartera en moneda extranjera (USD 9.556 millones) se ha vuelto a reactivar en proporciones no despreciables (41% en el último año a abril 19, 54% últimas cuatro semanas). Al igual que el flujo de inversión extranjera de portafolio (USD 1.904 millones, 65% corrido del año).
- Pero tampoco hay que descartar el fenómeno inverso, o sea *sudden stops*, si la crisis global llegare a empeorar.

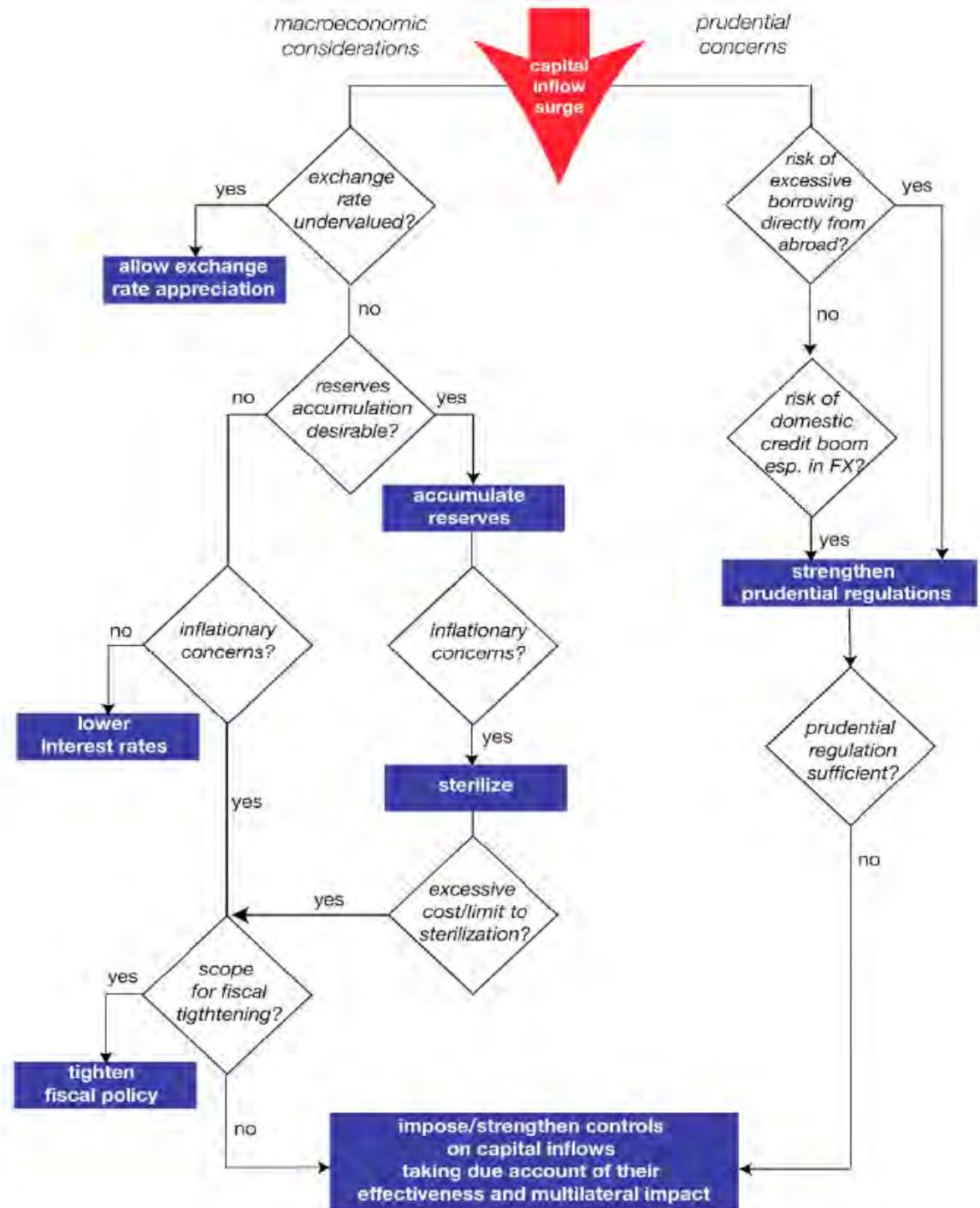
Controles de capital de corto plazo: otra herramienta de regulación, sólo en casos estrictamente necesarios (Jonathan D. Ostry y otros del FMI, 2010)

Dos razones adicionales para controles de capital: ponerle límites a la apreciación de la tasa de cambio real, y a la vulnerabilidad de la economía ante modalidades de financiamiento externo que se consideren de más alto riesgo (por ejemplo operaciones *„carry trade*’).

Tales controles han sido un complemento muy útil de las demás herramientas macroeconómicas (fiscales, monetarias y regulatorias), *bajo circunstancias especiales y transitorias*

„La regla de Ostry“

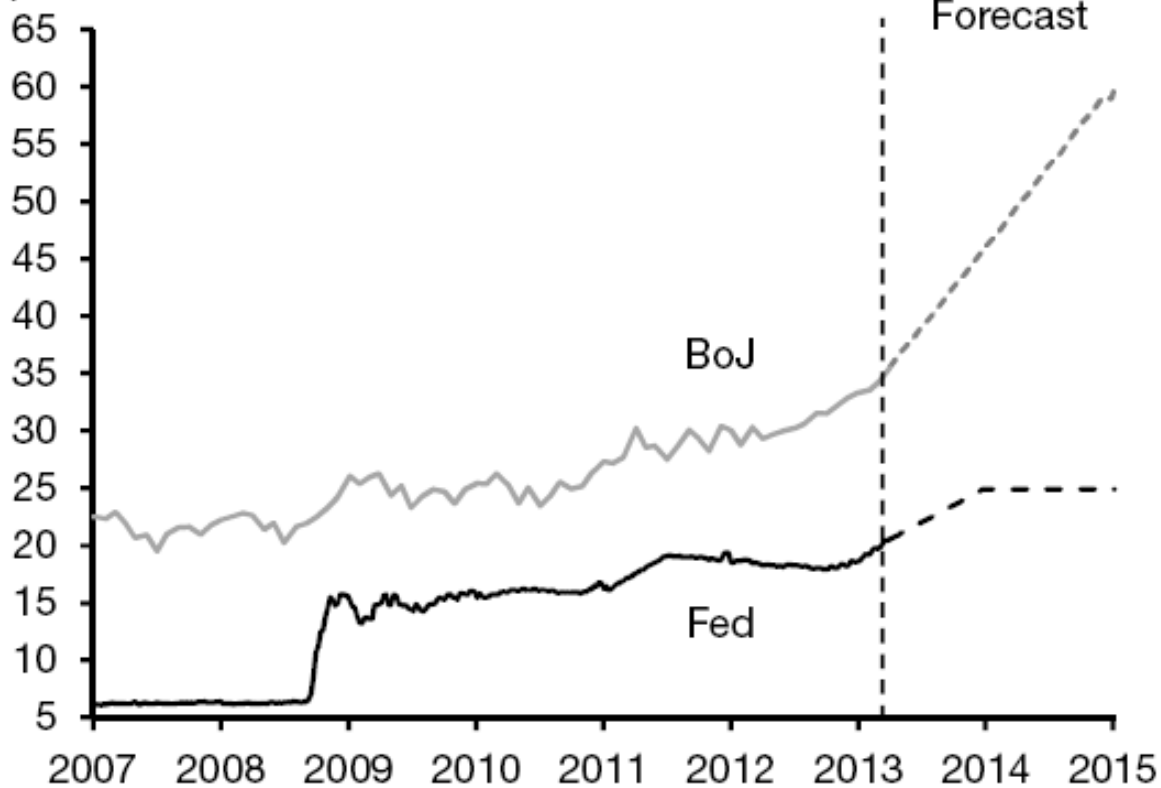
Si la economía se halla operando cerca de su potencial; el nivel de reservas es el adecuado; la tasa de cambio no está subvaluada; y es probable que los flujos de capital sean transitorios, el uso de controles se justificaría



La política monetaria de Japón, aún más expansiva que la de la FED en términos relativos, podría agregarle mayor volumen a los flujos de capital hacia las economías emergentes como Colombia

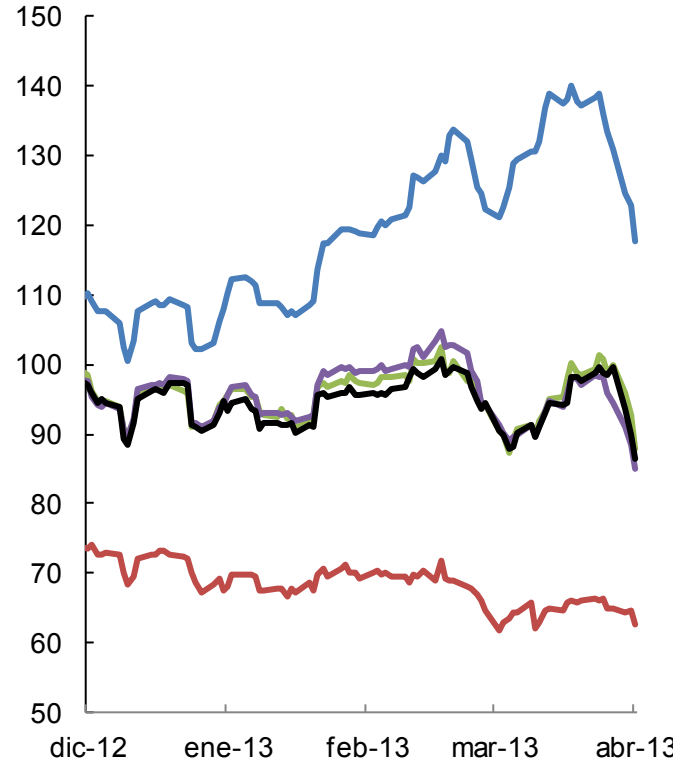
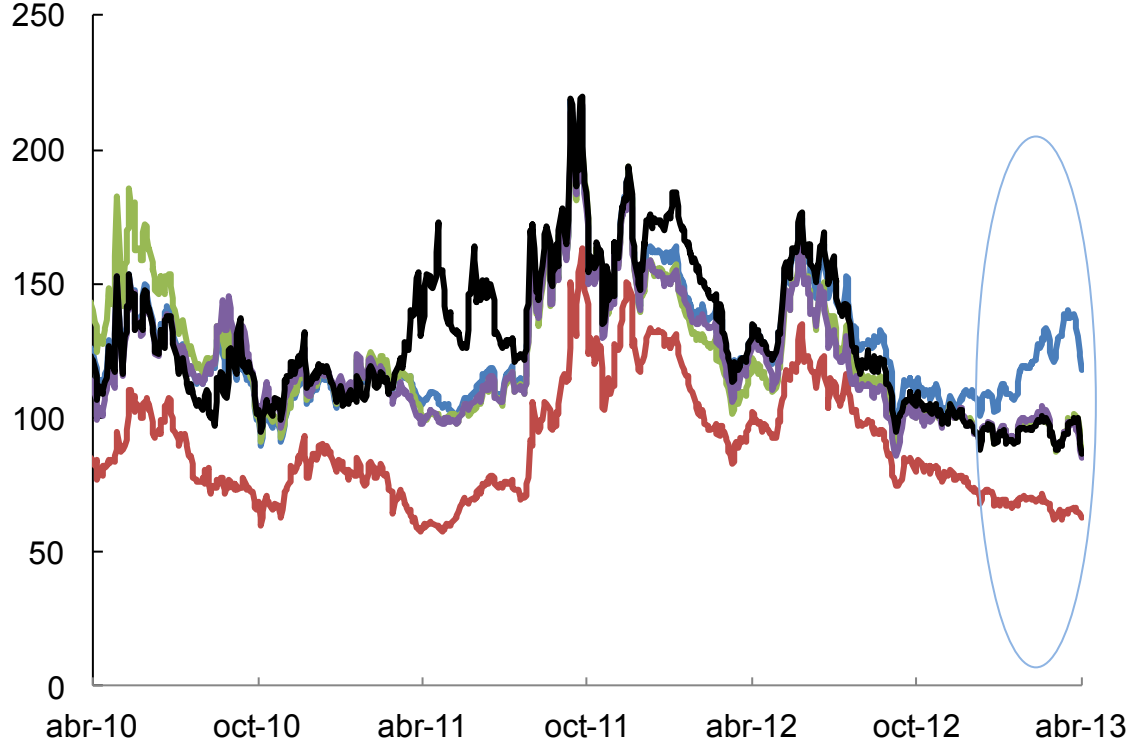
Central Bank Balance Sheets: Total Assets

percent of GDP



A ello se suma la reducción de las primas de riesgo de las principales economía de la región. Colombia ostenta ahora la mejor calificación de su historia

CDS a cinco años para algunos países de América Latina



— Brasil — Chile — Colombia — México — Perú

La combinación de controles e intervención puede ser efectiva siempre que se cumplan las condiciones de la „regla de Ostry“: la evidencia de Colombia

En Colombia, ni los controles de capital ni la intervención cambiaria utilizados por separado necesariamente fueron siempre exitosos para depreciar la tasa de cambio, arrojando resultados mixtos. Sin embargo, Rincón y Toro (2010) encontraron que entre 2007 y 2008, cuando los controles y la intervención fueron empleadas simultáneamente, la interacción de ambas políticas resultó ser estadísticamente significativa para incrementar el retorno de la tasa de cambio. O sea para depreciar el peso.

Algunas Referencias

- Cano, C.G (2010) “Regla Fiscal y Estabilidad Macroeconómica en Colombia”. Borradores de Economía No. 607. Banco de la República, Bogotá
- Blanchard, O., Dell’Ariccia, G. and Mauro, P. (2010) “Rethinking Macroeconomic Policy”. IMF
- Ostry, J.D., Ghosh, A.R., Hebermeir, K., Chamon, M., Qureshi; M.S., Reinhart, D. (2010) “Capital Inflows: The Role of Controls”. IMF
- Rincón, H. y Toro, J. (2010) “Are Capital Controls and Central Bank Intervention Effective?” Banco de la República, Borradores de Economía Núm. 625. Bogotá
- Villar, L. (2013) “Perspectivas sobre producción industrial en Colombia”. Presentación en el Seminario del Banco de la República para periodistas económicos. Villa de Leyva, Abril 27

GRACIAS