



TASA DE CAMBIO Y POLITICA MONETARIA

**JOSÉ DARÍO URIBE
GERENTE TÉCNICO – BANCO DE LA REPÚBLICA
NOVIEMBRE 17 DE 2004**



Contenido

- A. Introducción
- B. Efecto de la tasa de cambio sobre la economía
- C. La tasa de cambio y la política monetaria
- D. La apreciación del peso frente al dólar
- E. La intervención cambiaria



A. INTRODUCCIÓN



Preguntas comunes

1. ¿Qué explica la apreciación del peso?.
¿Seguirá por un periodo prolongado?
2. ¿Cómo afecta la revaluación la economía?
¿Y la política económica?
3. ¿Por qué el Banco y el Gobierno no reversan, o al menos detienen, la revaluación del peso?



Algunas preguntas no tienen respuesta.

DEFINICION

La tasa de cambio nominal es el precio de una moneda en términos de otra moneda.



Nótese

1. Existen muchas tasas de cambio (TC), no una sola.
2. La TC es un precio relativo entre dos (o más) monedas.
3. Variaciones de la TC pueden reflejar modificaciones presentes o esperadas de la política económica, los términos de intercambio, etc.
4. La TC es el precio de un activo. Se ve afectada por las expectativas y la información.



En consecuencia, es natural que la TC nominal sea volátil, y su comportamiento futuro, incierto. Así:

1. Nadie puede sentirse seguro de los movimientos futuros de la TC.
2. La gente puede tener opiniones muy diferentes sobre el futuro de la TC.
3. Casi con certeza puede decirse que no hay una explicación simple o única de las variaciones en la TC.



B. EL EFECTO DE LA TASA DE CAMBIO SOBRE LA ECONOMÍA



La TC afecta, principalmente, la inflación y el crecimiento del producto y el empleo.



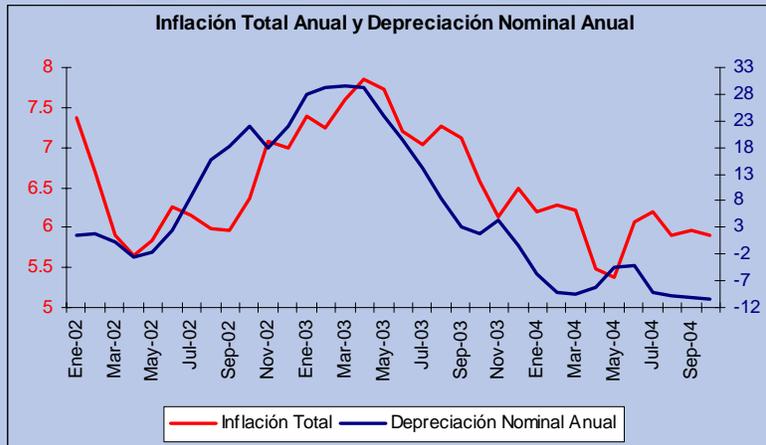
1. El efecto sobre la inflación

La TC afecta la inflación a través de dos canales:

- a. El canal de precios (directo): la TC modifica el precio en pesos de los bienes transables.
- b. El canal de demanda (indirecto): variaciones en la TC real inciden sobre la demanda agregada y, a través de este canal, sobre los precios.



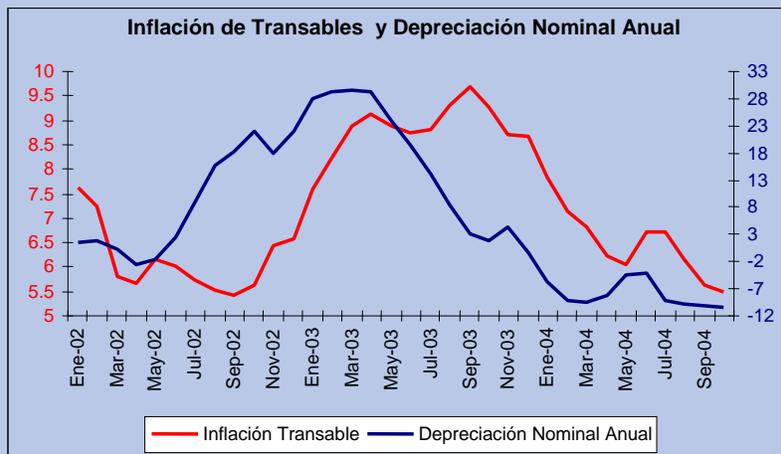
a. Canal de Precios (efecto directo)



El efecto de la devaluación o la revaluación sobre la inflación total es evidente



...transmitido, por definición, a través de la inflación de bienes transables



Los cuales pesan cerca del 38% de la canasta familiar



El efecto total de la TC sobre la inflación depende de los siguientes factores:

- a. El grado en que la devaluación o la revaluación del peso sea un fenómeno continuo (sostenido).
- b. El peso de los bienes importados, o importables en el IPC.
- c. La respuesta de los márgenes de ganancia a los cambio en la TC



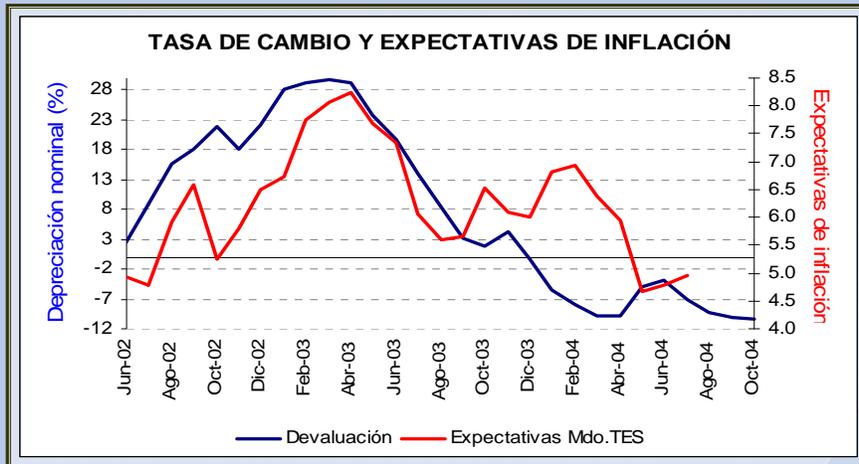
Nótese, además, que el efecto de la TC sobre la inflación se manifiesta con rezagos

Por las siguientes razones:

- Incertidumbre movimientos futuros de la TC.
- Ajuste a través de márgenes.
- Cubrimiento riesgo cambiario.
- Cambios en calidad.



...y que, en algunos casos, afecta fuertemente las expectativas de inflación



Siendo este otro canal a través del cual la TC afecta la inflación



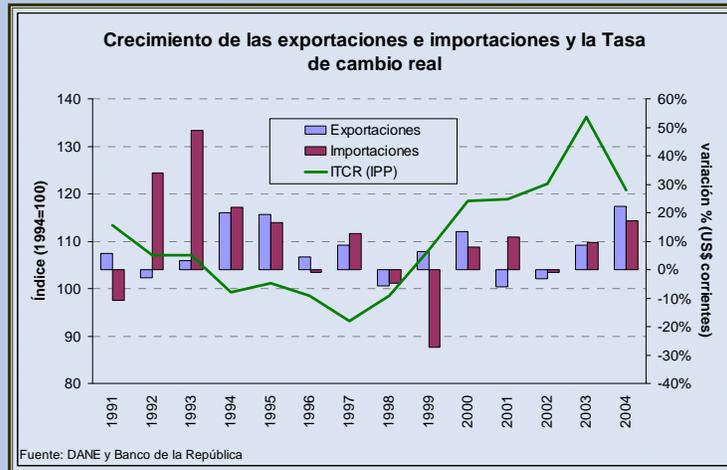
b. Canal de demanda (efecto indirecto)

La TCR puede afectar la demanda total a través de 3 mecanismos:

- a. El volumen de las exportaciones.
- b. El volumen de las importaciones.
- c. El valor en pesos de la deuda externa.



Sin embargo, la relación entre la TCR y el crecimiento de las exportaciones e importaciones es compleja



Lo cual se explica porque la TCR es solo uno (muy importante) de los factores que determinan el comportamiento de las exportaciones



Fuente: Smith 2004



De igual manera:

- b. La TCR es solo uno (y muy importante) de los factores que inciden en el volumen de importaciones. Otros factores son: i) el crecimiento de la demanda interna; ii) los precios internacionales; iii) la existencia de barreras al comercio; (iv) los costos de transporte.
- c. La TC afecta el valor en pesos (moneda local) de la deuda externa. Esto afecta la capacidad de gasto de las empresas y familias endeudadas en el exterior.



2. El efecto sobre producto

- a. En la medida que la TCR incide sobre la demanda, también lo hace sobre el crecimiento del producto y el empleo.
- b. Las variaciones de la TCR, si sostenidas, tienen el potencial de producir fuertes cambios en la estructura productiva de las economías.



C. LA TASA DE CAMBIO Y LA POLÍTICA MONETARIA



1. Preliminares

- La estrategia monetaria en Colombia, y un buen número de países, es de inflación objetivo.
 - Objetivos: i) inflación y ii) suavización del ciclo económico (brecha del PIB).
 - Instrumento: la tasa de interés de intervención del banco central (TBC).

Intervención cambiaria para fortalecer la posición de liquidez internacional y apoyar la PM en el logro de sus objetivos. La TC no es un objetivo de la PM.



- De lo anterior se deriva que la relación entre la TC y la PM es de doble vía:
 - La TC afecta la PM
 - La PM afecta la TC

Relación que es más estrecha en la medida que la economía sea más abierta al comercio internaciones de bienes y capitales.



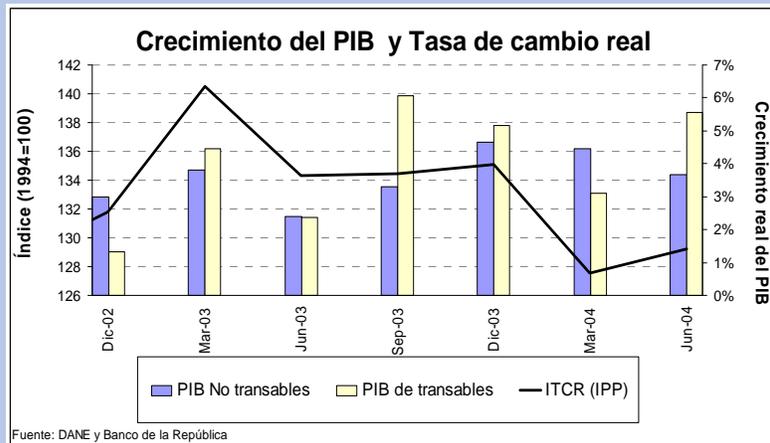
2. El efecto de la TC en la PM

La TC afecta la inflación y la brecha de producto, los dos objetivos de la PM. Sin embargo, no existe un vínculo automático entre la TC y la PM. Depende de las causas de los movimientos de la TC.

Dos ejemplos son ilustrativos:



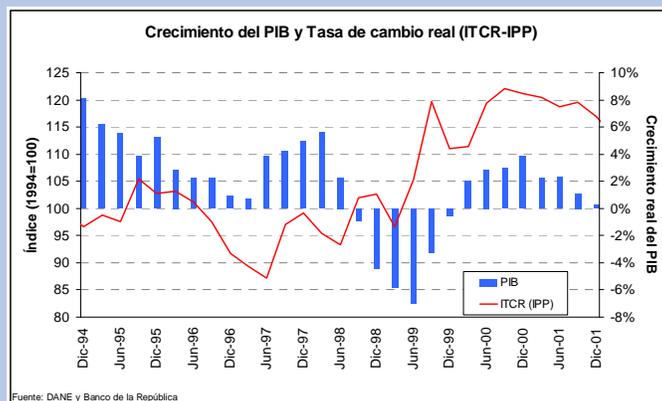
La revaluación por mejora en los términos de intercambio



...viene acompañada de mayor crecimiento del PIB y una menor brecha del producto (si existe).



La devaluación por recorte repentino de los capitales externos y la pérdida de confianza



...viene acompañada de la reducción del crecimiento del PIB y la ampliación de la brecha del producto (si existe).



En consecuencia, la decisión de PM debe seguir los siguientes pasos (Svensson, 2004):

- Identificar las causas del movimiento de la TC.
- Evaluar el efecto de la TC sobre la inflación y la brecha de producto.
- Definir tasa de intervención coherente con el logro de las metas.
- Comunicar decisión y explicar a los mercados.



C. El efecto de la PM en la TC

El efecto de la PM en la TC es particularmente complejo.

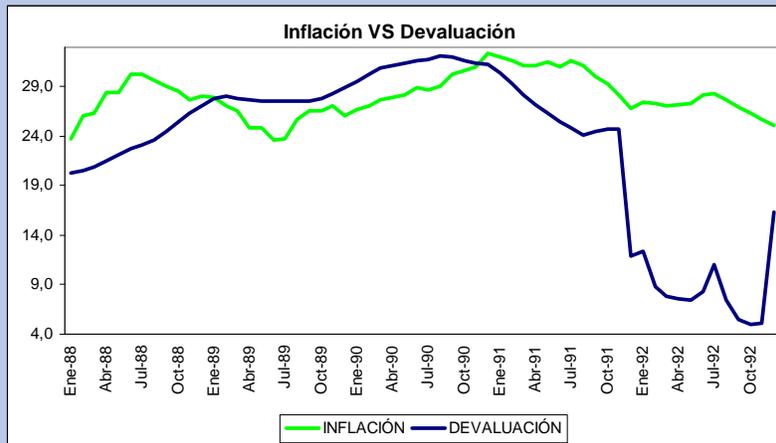
1. En teoría, y sin consideraciones de riesgo, la tasa de interés interna (i), en promedio, debe ser igual a la tasa externa (i^*) más las expectativas de devaluación (e). Formalmente,

$$(i) \quad i^{COL} = i^{USA} + E \hat{e}^e$$

Esta predicción, sin embargo, no se cumple en el corto plazo.



2. La PM puede afectar la TC nominal sin tener efecto duradero en la TC real (TCR).



Todo depende del comportamiento de la inflación y los costos



3. Las tasas de interés de muy corto plazo (día o semana) se mueven de cerca a las tasas del banco central (TBC). Pero las tasas de interés de mayor plazo tienen un comportamiento distinto, entre otras cosas, porque reflejan expectativas del movimiento futuro de la TBC. Así, cambios en la TBC pueden no tener mayor efecto sobre la TC y las tasas de interés del mercado (sean o no anticipados estos cambios).



En síntesis

Una política (por ejemplo) de reducción de la TBC para devaluar el peso en términos reales puede no lograr su objetivo. Aún si la TC nominal se devalúa cuando el BC busca una inflación superior a la meta, la inflación, y los costos de producción, también aumentan. Esto revalúa en términos reales de nuevo la moneda local e impone a toda la economía los costos propios de la inestabilidad de precios.



D. LA APRECIACIÓN DEL PESO FRENTE AL DÓLAR: 2003-2004



1. Las causas

(No necesariamente en orden de importancia)



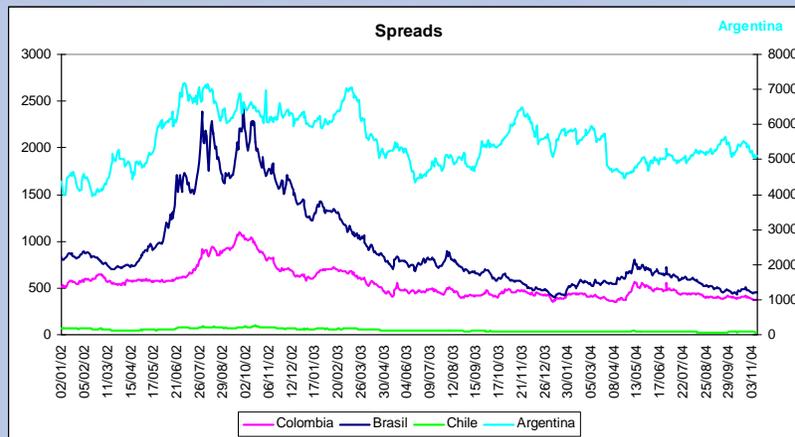
a. La devolución parcial de la devaluación ocurrida entre 2002 (5)- 2003 (2)



Devaluación que tuvo su origen en temores no confirmados sobre la calidad de la política económica del gobierno Lula



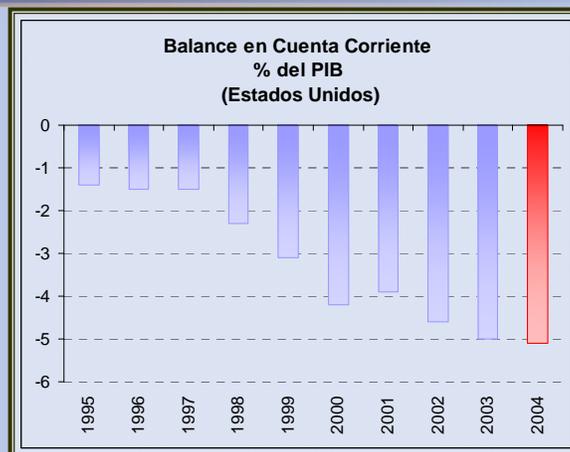
Temor que inicialmente subió fuertemente el riesgo - país de América Latina



...riesgo que, con acciones responsables del gobierno de Brasil, se ha reducido fuertemente después de marzo de 2003



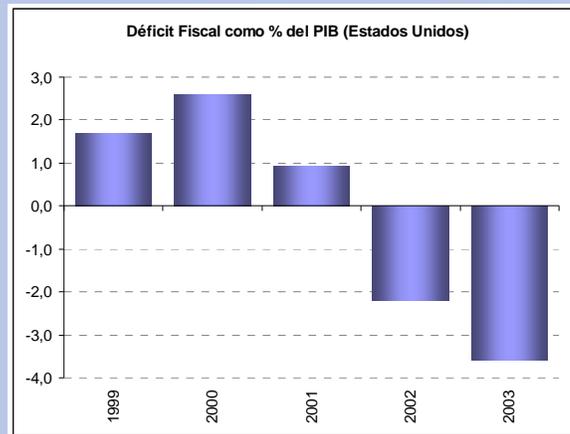
b. Movimiento de los factores de riesgo en contra del dólar



...Producto del fuerte déficit en cuenta corriente de los EEUU, lo cual, per se, es una fuerza hacia la devaluación del dólar



Así mismo, el déficit fiscal de los EEUU ha crecido mucho en los últimos años



...lo cual recarga el peso de la corrección del desequilibrio externo en la devaluación del dólar

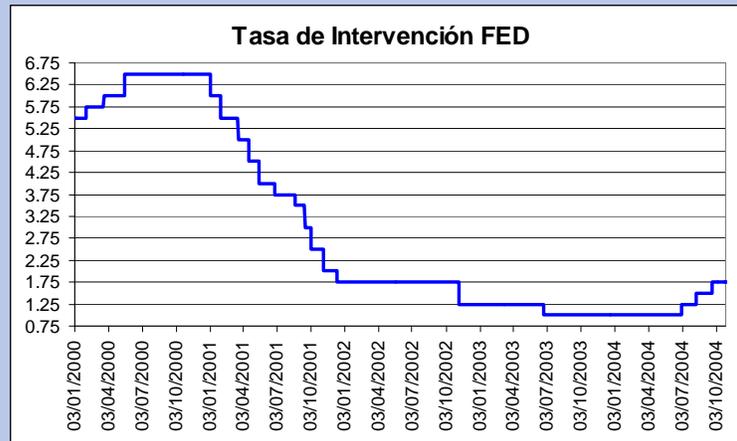


Adicionalmente,

- El financiamiento del déficit en la cuenta corriente de EEUU llevó a que los portafolios de los inversionistas internacionales se concentraran en inversiones en dólares. Para diversificar riesgo se ha hecho atractivo invertir en otras monedas.
- La salida de capitales privados de EEUU han sido reemplazadas por inversiones de los Bancos Centrales asiáticos . ¿Hasta cuándo?



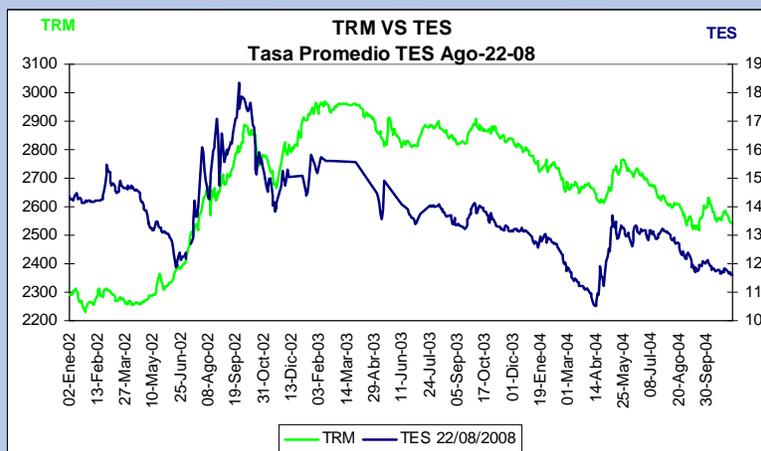
y, por último, la política monetaria del FED



...que llevó sus tasas de intervención a niveles no vistos desde los años 50s, lo cual reduce la rentabilidad de las inversiones en EEUU



c. La venta de dólares para comprar TES



...debido al diferencial de tasas a favor de los TES



d. El aumento en los precios internacionales de los productos básicos y el crecimiento de la demanda mundial

	Promedio 2002	Promedio 2003	septiembre de 2004
Petróleo WTI (US\$/barril)	26,12	31,12	45,93
Carbón Australiano (US\$/tm)	27,06	27,84	57,13
Niquel (US\$/tm)	6772	9629	13271
Café (centavos US\$/libra)	65,2	69,4	84,90



e. Las transferencias y “otras fuentes”





Los anteriores factores, en conjunto, se reflejan en el comportamiento de las transacciones corrientes y de capital...

BALANZA CAMBIARIA 2004 (Millones de Dólares)			
	Acum Año 30-Sep-03	Acum Año 30-Sep-04	Variación 2004-2003
I. CUENTA CORRIENTE	51	638	586
A. Balanza Comercial	(1.918)	(1.983)	(66)
Exportaciones	2.073	2.760	687
Importaciones	(3.991)	(4.743)	(753)
B. Balanza Servicios y Transferencias	1.969	2.621	652
Financieros	(1.039)	(1.311)	(272)
Rendimiento Neto Reservas B.R	366	209	(157)
Intereses Deuda Tesorería	(1.249)	(1.288)	(39)
Otros Financieros	(157)	(232)	(76)
No Financieros	3.008	3.932	924
Transferencias, Donaciones y Remesas	2.198	2.309	111
Otros Netos	811	1.623	812
II. CUENTA DE CAPITAL	364	984	620
A. Capital Privado	(968)	390	1.358
Prestamo Neto	(702)	(283)	419
Inv. Extranjera en Colombia	1.180	1.849	668
Inv. Colombiana en el Exterior	(643)	(269)	374
Cuentas Corrientes Netas	(803)	(906)	(103)
B. Capital Oficial	1.297	559	(738)
C. Banco República	35	34	(0)

..las cuales tienen superavit que excede las del mismo periodo del año anterior en US\$586 y US\$620 millones, respectivamente



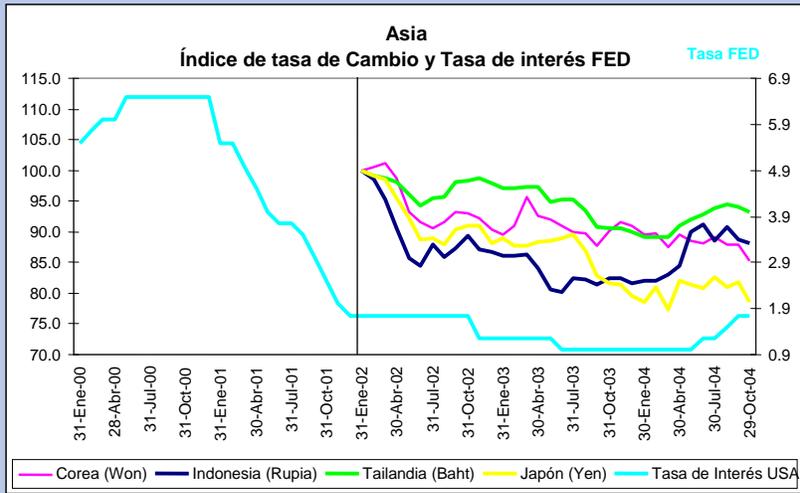
¿Y cuál de todos estos factores pesa más en la explicación de la revaluación?

Difícil saberlo con precisión, pero los 3 gráficos siguientes ofrecen una respuesta tentativa



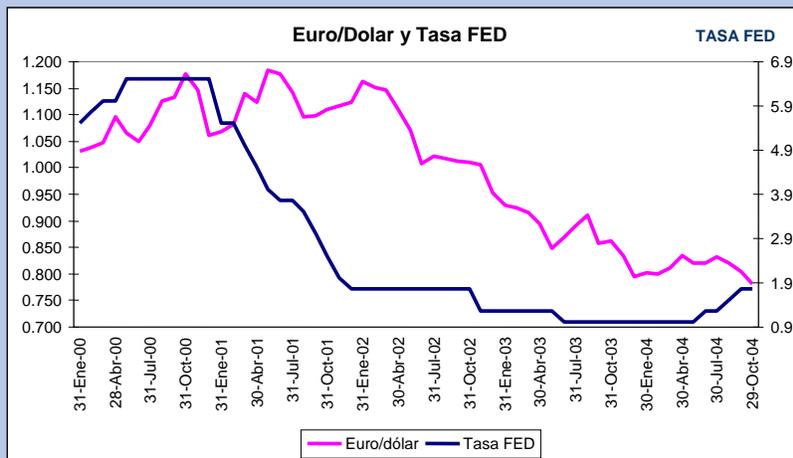
Asia

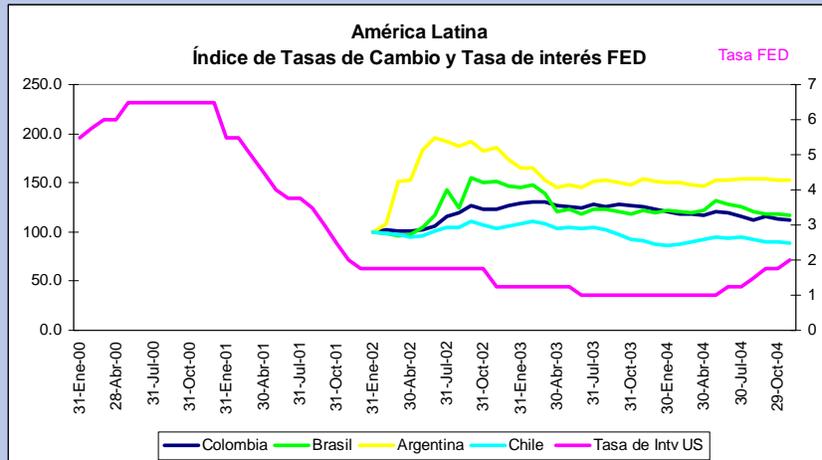
Índice tasas de cambio y tasas FED



Euro/Dólar y Tasa FED

TASA FED





Sin excepción, el dólar se ha devaluado frente a las monedas de Asia, Europa y América Latina. Esto sugiere que existe una causa externa común de gran importancia: el incremento del riesgo en las inversiones en dólares, al tiempo que las tasas de interés en EEUU se encontraban en niveles bajos.



E. INTERVENCION CAMBIARIA



En Colombia, los periodos largos de revaluación han terminado en fuertes desaceleraciones del crecimiento económico (Ej. 1982 – 84), o en crisis (1998- 99). Por su parte, periodos largos con devaluaciones “inusualmente altas” han terminado en aceleraciones de la inflación (Ej. 1988 – 91).



Estos hechos justifican:

- a. La preocupación de la autoridad monetaria por la variabilidad de la tasa de cambio.
- b. El uso de la intervención cambiaria como instrumento para preservar una inflación baja y estable, y mitigar las fluctuaciones excesivas del producto.

Más específicamente:



- En periodos de fuerte apreciación, la acumulación de RI modera en alguna medida dicha apreciación (mitigando el efecto sobre sectores transables) y permite acumular RI para enfrentar la contracción del financiamiento externo y las depreciaciones fuertes que usualmente le siguen (Ej. Las intervenciones recientes).
- En periodos de fuerte depreciación, la desacumulación de RI complementa la política de tasas de interés para contener presiones inflacionarias (Ej. Las intervenciones del primer trimestre de 2003).



En ningún caso tiene el Banco Central una meta de tasa de cambio. Simplemente utiliza la intervención cambiaria para moderar los efectos que los ciclos de apreciación/depreciación tienen sobre los precios y el producto.



En síntesis

Los motivos de la intervención cambiaria han sido de dos tipos:

- a. Acumulación de reservas para que la economía colombiana sea menos vulnerable a choques externos.
- b. Apoyo a la política monetaria para el cumplimiento de sus objetivos.



Y los principios básicos de la intervención cambiaria son:

- a. No comprometer el logro de las metas de inflación y, mucho menos, permitir un aumento de la misma.
- b. No tener meta alguna de tasa de cambio (nominal o real).