



Banco de la República
Colombia

MANEJO CAMBIARIO Y POLÍTICA MONETARIA

XXXIII Congreso Agrario Nacional

Bogotá, Noviembre 3 de 2005

Carlos Gustavo Cano
Codirector

Opiniones personales. No comprometen al Banco ni a su Junta Directiva.



- 1. La revaluación: sus "*fundamentals*" y desafíos**
- 2. La respuesta del Banco y sus limitaciones**
- 3. La agenda pendiente**



1. LA REVALUACIÓN: SUS "FUNDAMENTALS" Y DESAFÍOS



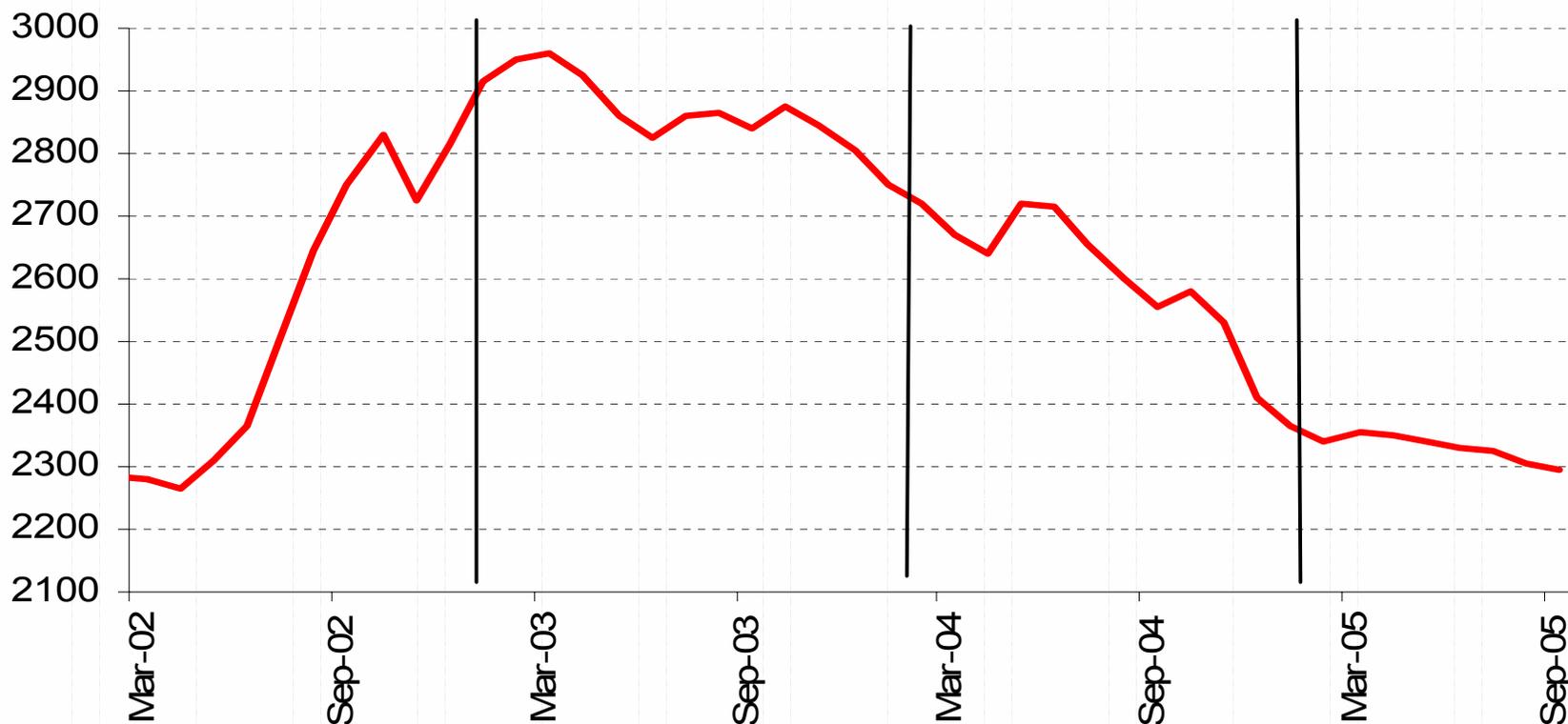
La revaluación durante los últimos treinta meses

- Entre feb.11/03 y feb.10/05, la revaluación nominal del peso fue 21%.
- Durante 2004 fue 14%. Y este año, a nov. 1, iba en 12.4% en promedio anual.
- La diferencia entre la inflación interna y la externa en los últimos treinta meses: > 6%.
- Hoy, la competitividad cambiaria efectiva real inferior en un cuarto a la de hace treinta meses.



Pero si agregamos un año, esto es, si contamos los últimos cuarenta y dos meses, vemos que no hay almuerzo gratis

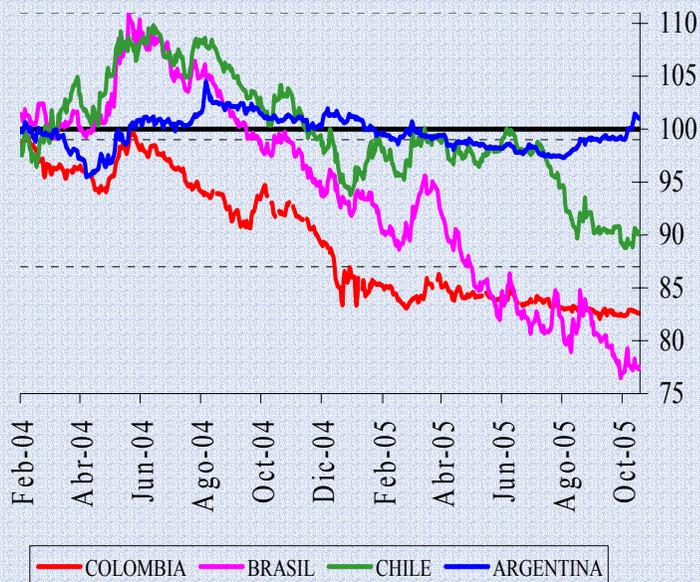
Tasa de Cambio Nominal
(pesos por dólar)





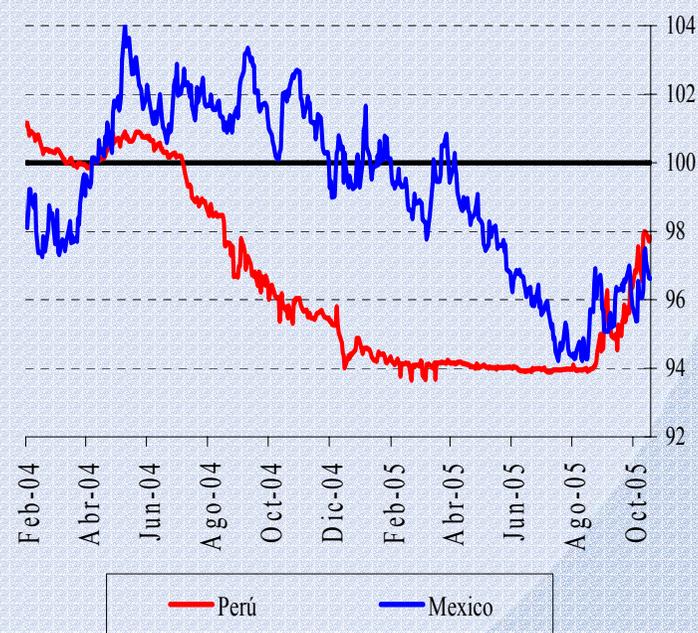
Cierto que otras monedas de AL se han revaluado. Pero las de Argentina, Perú y, más recientemente Chile, parecen apartarse de esa senda...El alza de las tasas de los bonos del Tesoro de LP en EU podría estar ayudando en algo vía flujos de capital

Tasa de Cambio Nominal (Indice)
(1 enero 2004=100)



Fuente: Datastream

Tasa de Cambio Nominal (Indice)
(1 enero 2004=100)



Fuente: Datastream



De otra parte, el euro y el yen, tras haberse revaluado hasta el fin de 2004, comenzaron a devaluarse a partir del inicio de 2005, con una pausa en agosto

Tasa de Cambio del Euro
Euros por Dólar
(datos al 18 de octubre)



Fuente: Datastream

Tasa de Cambio
Yenes por dólar
(datos al 18 de octubre)



Fuente: Datastream



En cambio, junto a Brasil, Colombia es el que más se ha revaluado en los últimos veinticuatro meses, aunque con tendencia decreciente

Devaluación Tipos de Cambio - A 2 de noviembre

decreciente

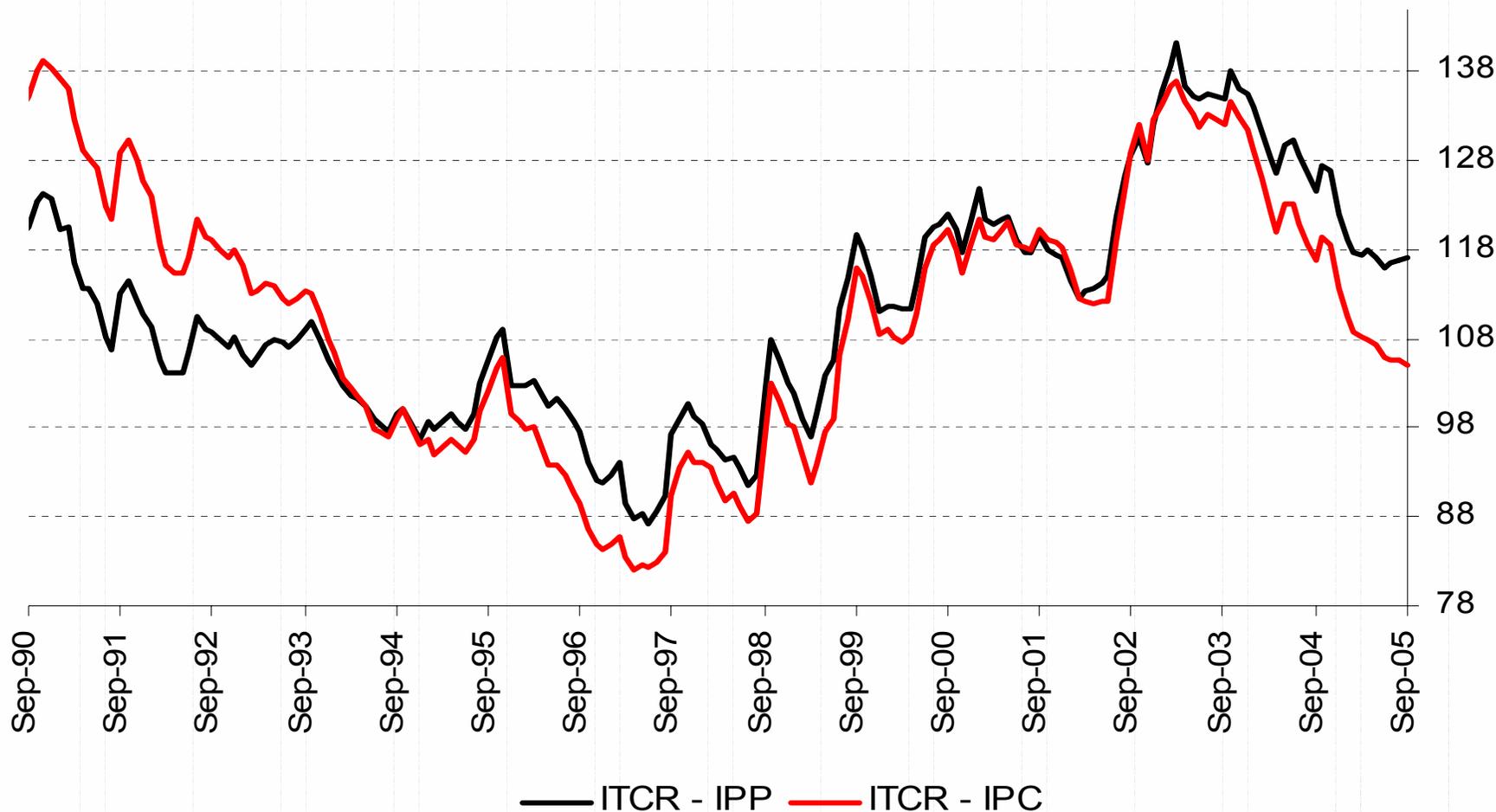
LATAM	mes	año corrido	año completo	Dos años atrás
Colombia	-0,23%	-4,70%	-11,06%	-20,62%
Brasil	0,31%	-15,53%	-21,38%	-21,50%
México	0,35%	-3,49%	-6,04%	-2,16%
Argentina	2,87%	0,58%	1,13%	4,91%
Venezuela	0,01%	11,96%	11,98%	34,37%
Perú	0,58%	2,58%	1,31%	-3,18%
Uruguay	-2,05%	-10,25%	-13,32%	-17,84%
Chile	3,98%	-1,54%	-10,04%	-12,45%

Fuente: Bloomberg



Cierto que el índice de la TCR aún supera al de 1994 (a oct. 28 era de 118.14%)

Indice de Tasa de Cambio Real (1994 = 100)





...pero

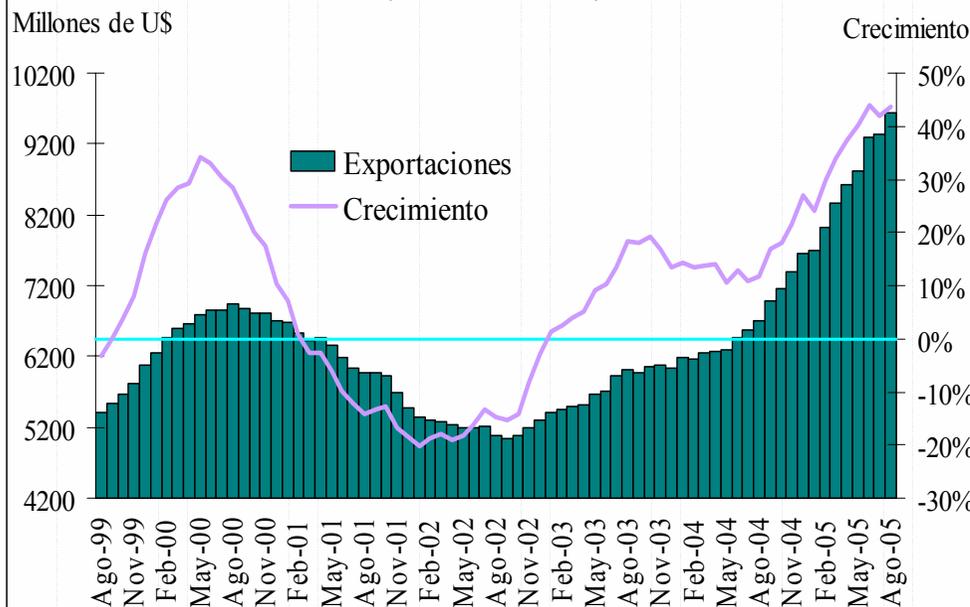
“...la TCR de equilibrio no es constante en el tiempo, ya que depende de factores que están en permanente proceso de cambio. Por tanto, no es lógico pensar que el nivel de equilibrio de la TCR deba permanecer constante y que necesariamente corresponda al obtenido en algún período en particular.”

(Informe de la Junta al Congreso, Marzo/05).



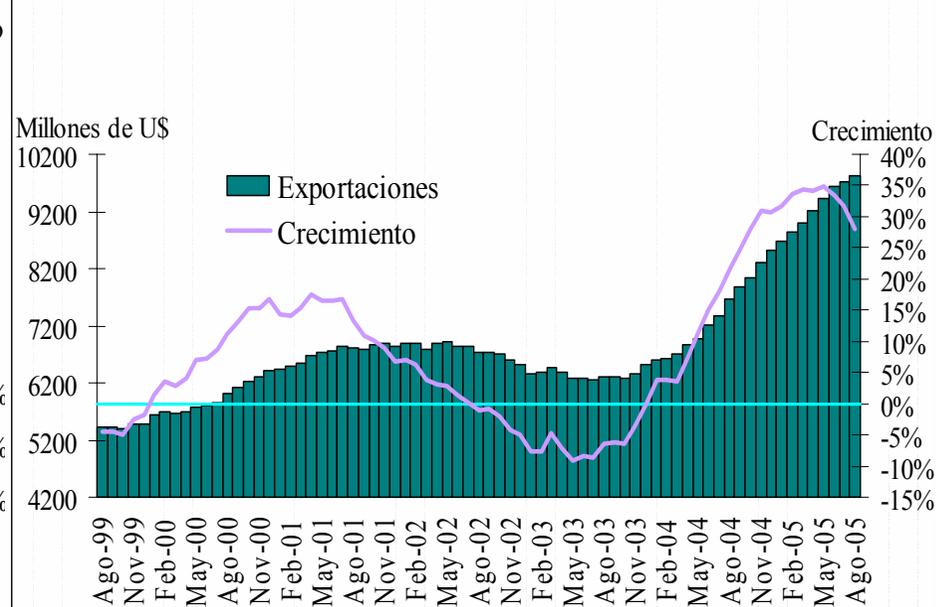
En 2004 se dispararon las exportaciones (especialmente a Venezuela). Y entre enero-agosto de 05 y 04, todavía crecían al 30.9%. Pero comenzó su desaceleración, sobre todo de las no tradicionales, que en agosto apenas crecieron el 5.7% anual ...

Exportaciones Tradicionales
(Últimos 12 Meses)



Fuente. DANE

Exportaciones No Tradicionales
(Últimos 12 Meses)

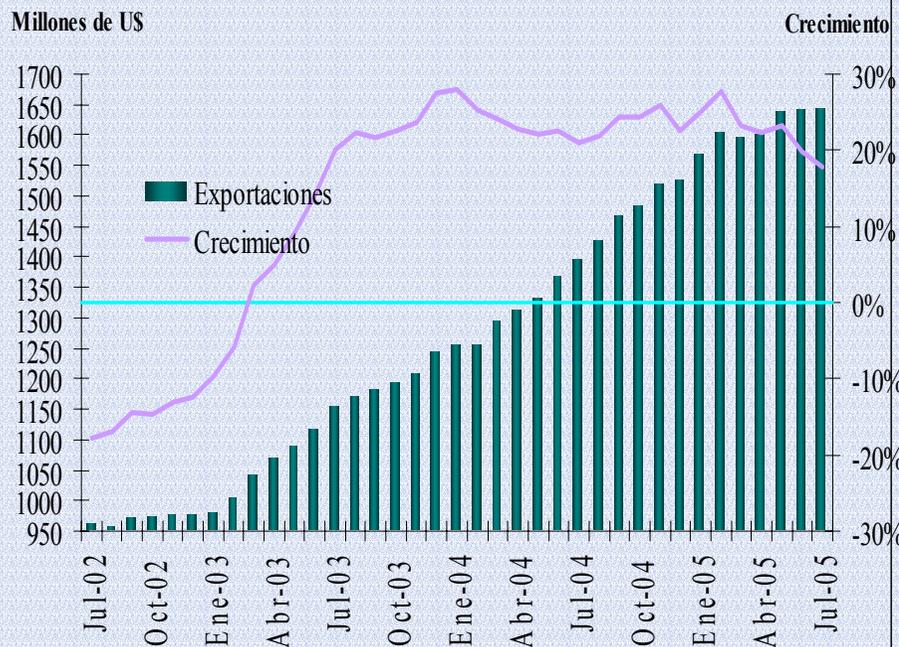


Fuente. DANE



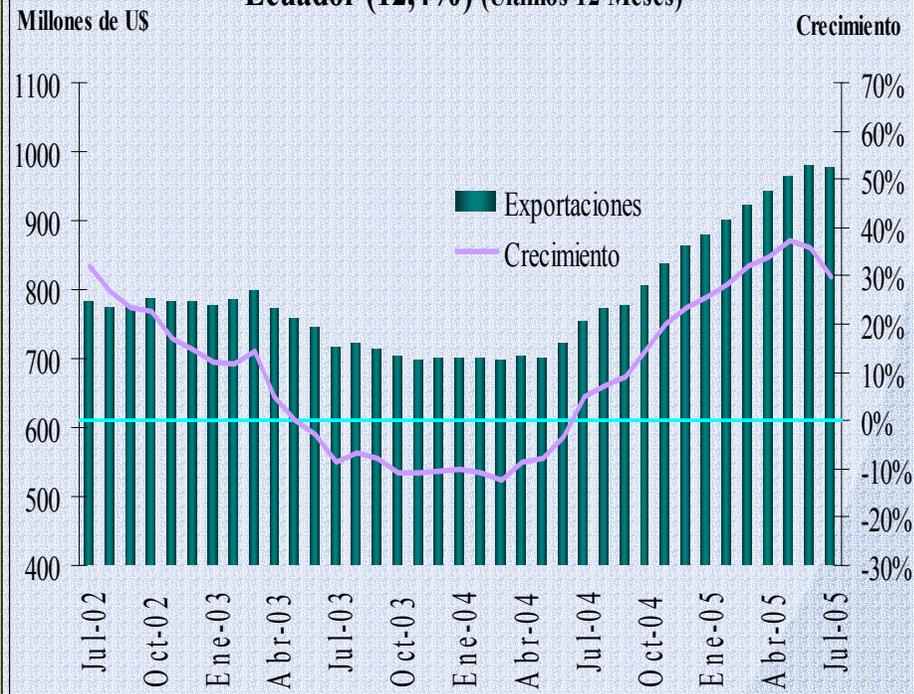
...y en cuanto a las no tradicionales industriales, específicamente a EU y Ecuador, su crecimiento se agota

Exportaciones No Tradicionales Industriales a los Estados Unidos (24,6%) (Últimos 12 Meses)



Fuente: DANE

Exportaciones No Tradicionales Industriales a Ecuador (12,4%) (Últimos 12 Meses)

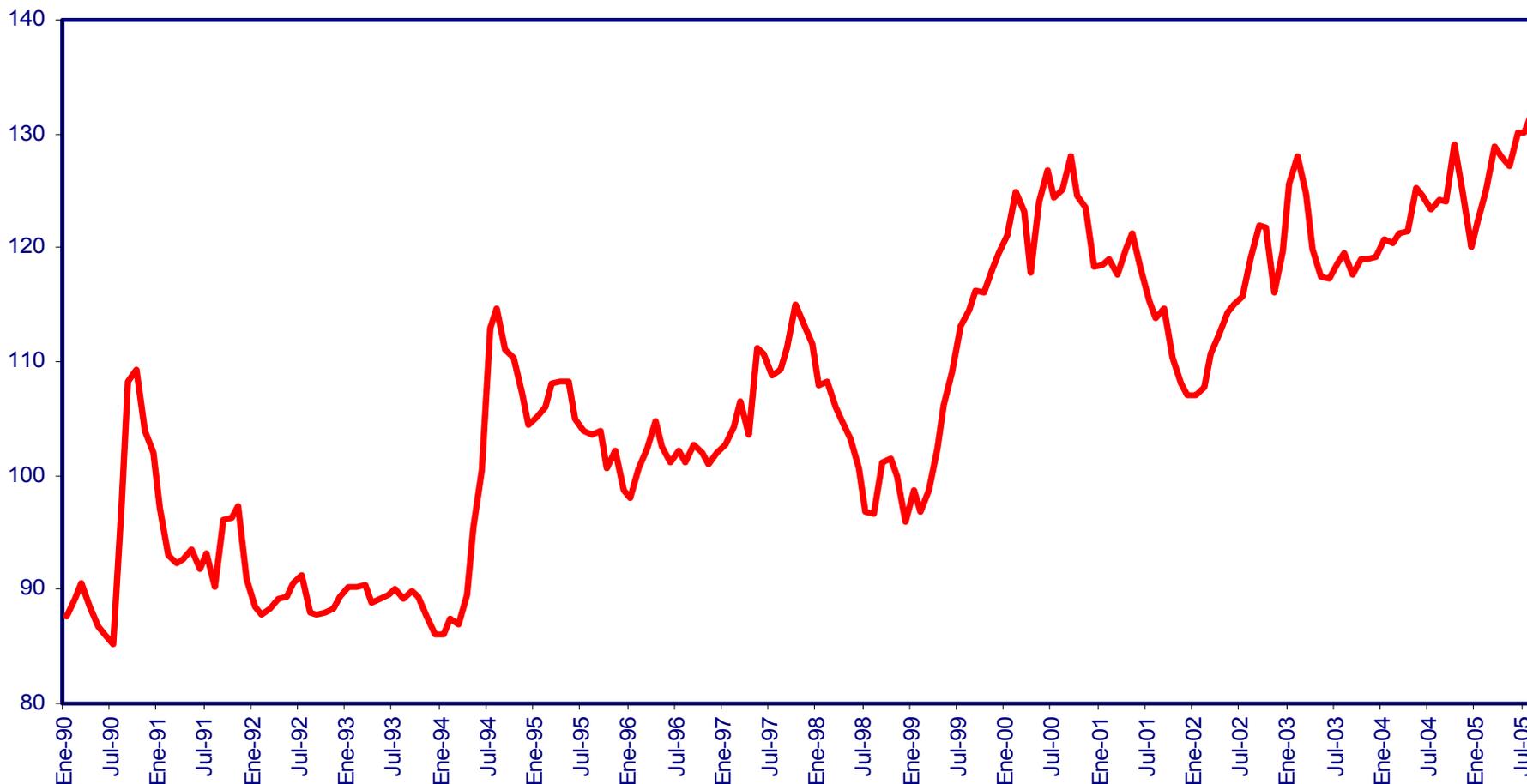


Fuente: DANE



Sin embargo, los términos de intercambio siguen mejorando, pero sólo por los *commodities* (o tradicionales)

TERMINOS DE INTERCAMBIO CON PONDERACIONES MÓVILES
PROMEDIO DE 1994=100- Agosto de 2005





¿Será que los precios de nuestros *commodities continuarán* al alza? Al parecer seguirán firmes, al menos hasta 2006

	Promedio 2003	Promedio 2004	Jun-05	Sep-05
Petróleo WTI (US\$/barril)	31,12	41,42	56,39	65,53
Carbón Australiano (US\$/tm)	27,84	54,70	52,75	47,00
Niquel (US\$/tm)	9629	13823	16160	14228
Café (centavos US\$/libra)	69,4	84,20	123,3	103,22
Oro (US\$/onza troy)	363,5	409,23	430,7	456,00

Fuente: Banco Mundial - Pinksheet

*compatible con pronósticos de Balanza de pagos



¿Y será que nuestros principales socios mantendrán el dinamismo de 2004?

Al parecer seguirán creciendo, pero menos

EVOLUCIÓN DE LOS PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DE NUESTROS SOCIOS COMERCIALES*					
	Observado	Jul-05	Oct-05	Jul-05	Oct-05
	2004	2005	2005	2006	2006
Principales socios					
Estados Unidos	4,4	3,5	3,5	3,3	3,3
Ecuador	6,9	3,3	2,9	3,2	3,0
Venezuela	17,3	6,0	8,0	4,3	5,5
Otros socios					
Zona del Euro	1,8	1,2	1,2	2,0	2,0
Japón	2,6	1,3	2,0	1,5	1,8
China	9,5	8,9	9,1	8,1	8,1
Perú	5,1	5,0	5,5	4,4	4,6
México	4,4	3,6	3,1	3,5	3,4
Chile	6,1	5,8	6,1	5,2	5,5
Argentina	9,0	6,7	7,4	4,1	4,5
Brasil	5,2	3,1	3,3	3,5	3,5
Bolivia	3,6	3,4	3,3	3,3	3,1
Países desarrollados	3,9	3,0	3,0	3,0	3,0
Países en desarrollo	10,7	4,9	5,6	4,0	4,5
Total socios comerciales*	5,8	3,8	4,3	3,6	3,5
Fuente: DATASTREAM - Consensus					
*Calculo Balanza de Pagos según exportaciones no tradicionales					



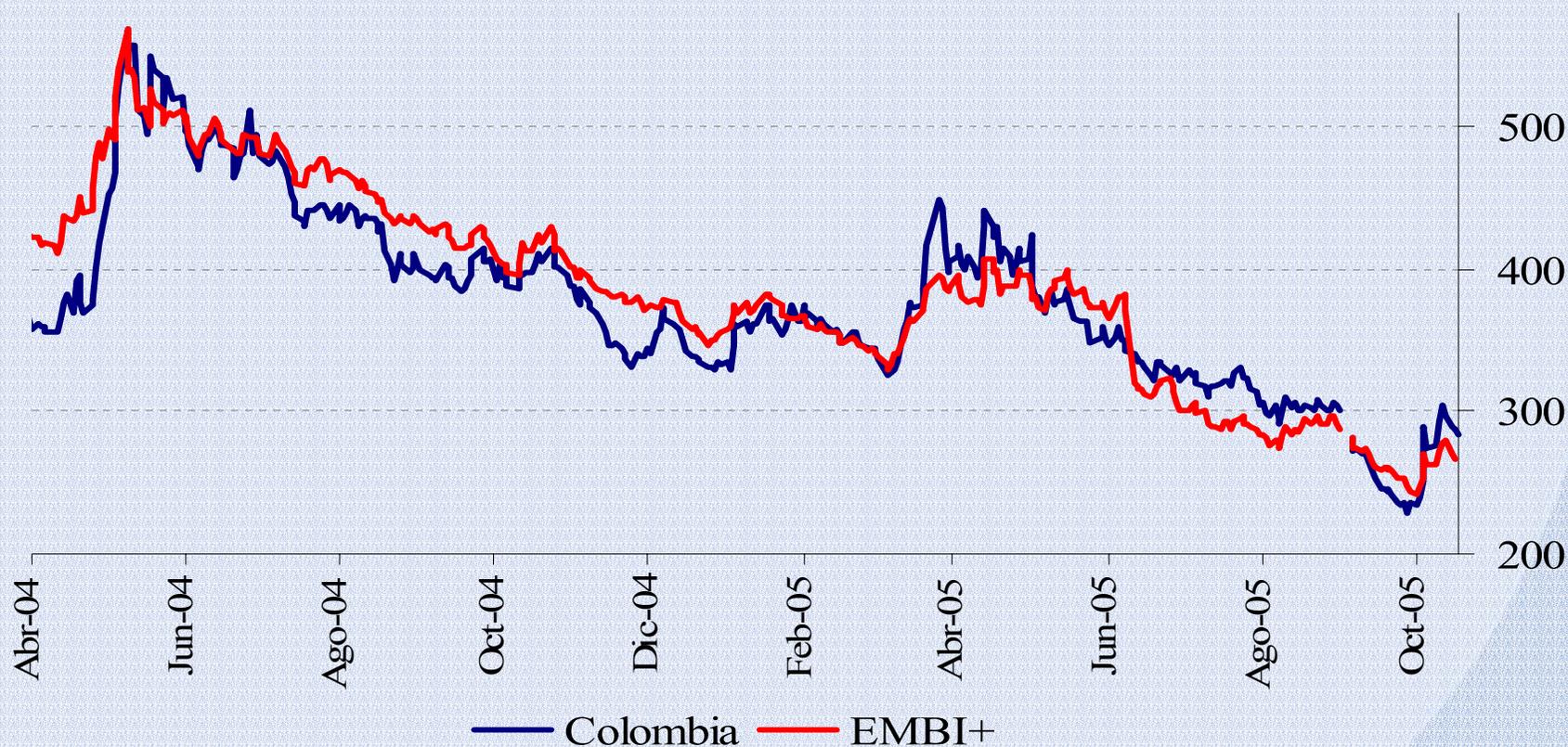
No obstante, no toda la enfermedad está en las sábanas (comerciales)...

- Tras desaparecer los rendimientos reales en el mundo industrializado, en cero o negativos, aumentó el apetito por el riesgo en AL: inversión en títulos de deuda pública e IED. Ello, a pesar de las alzas de las tasas de interés de la FED.
- Aunque éstas ya empiezan a impactar a las de los bonos LP, cuya alza así mismo refleja las mayores expectativas de inflación en EU debido al petróleo.



La prima de riesgo (spread) de AL (incluida Colombia) está en su mínimo histórico. Mas podría subir con las alzas de la tasa FED

**Prima de riesgo-país
EMBI+ Países Latinoamericanos
(19 de octubre)**



Fuente: Bloomberg



Pero aunque la tasa de la FED sube, aún es inferior al promedio histórico reciente

Tasa de interés de la FED



Fuente: Datastream



Por tanto...

- **Componente clave de la revaluación** es el gran aumento de la demanda externa por nuestros activos financieros, y la gran caída de nuestra demanda por activos financieros externos.
- **O sea cambios en la cuenta de capital, no sólo en la comercial.**



En efecto el superávit de la cuenta de capital pasó del 1% en 2003 al 3.5% en 2004...

- Préstamos del exterior: de US \$382 mll a US \$1.650 mll : + 332%.
- Nuestra inversión en el exterior cayó en US \$882 mll, y la extranjera en Colombia creció en US \$1.004 mll: regreso de capitales "fugados", y carbón y petróleo.
- Sólo en 2004 los fondos de pensiones redujeron su exposición externa del 15.6% al 9%, o sea US \$700 mll.



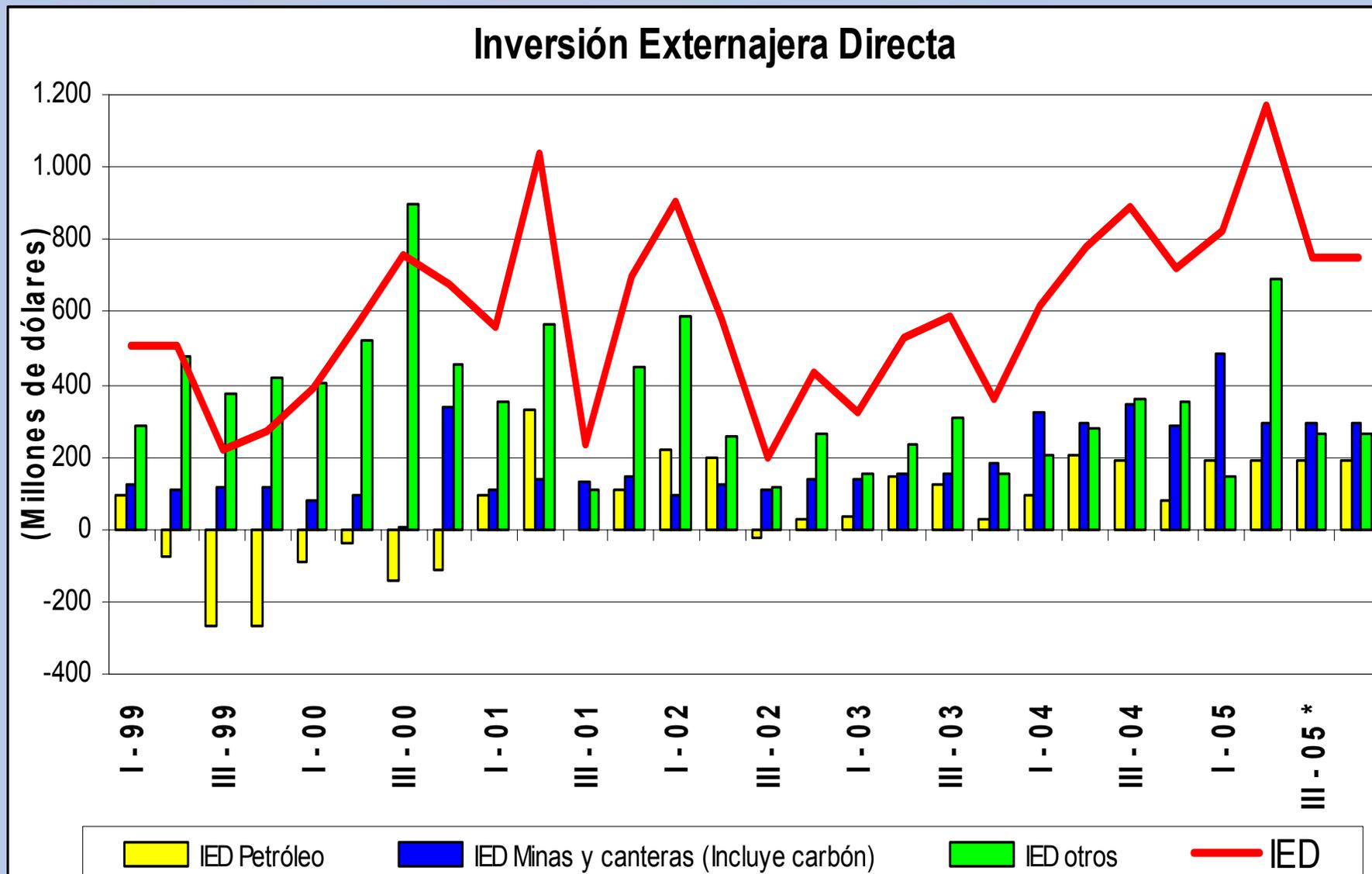
...y durante 2005 siguió creciendo fuertemente la entrada de capitales

A sep. 30 con relación a igual fecha 2004:

- La entrada neta de divisas del sector privado (cuenta corriente y de capital) pasó de US \$1.881 mll a US \$3.226 mll, un crecimiento de US \$1.345 mll (+72%).
- Y la entrada neta de capital oficial pasó de (-) US \$404 mll a (+) US \$667 mll, una diferencia de US \$1.071 mll.



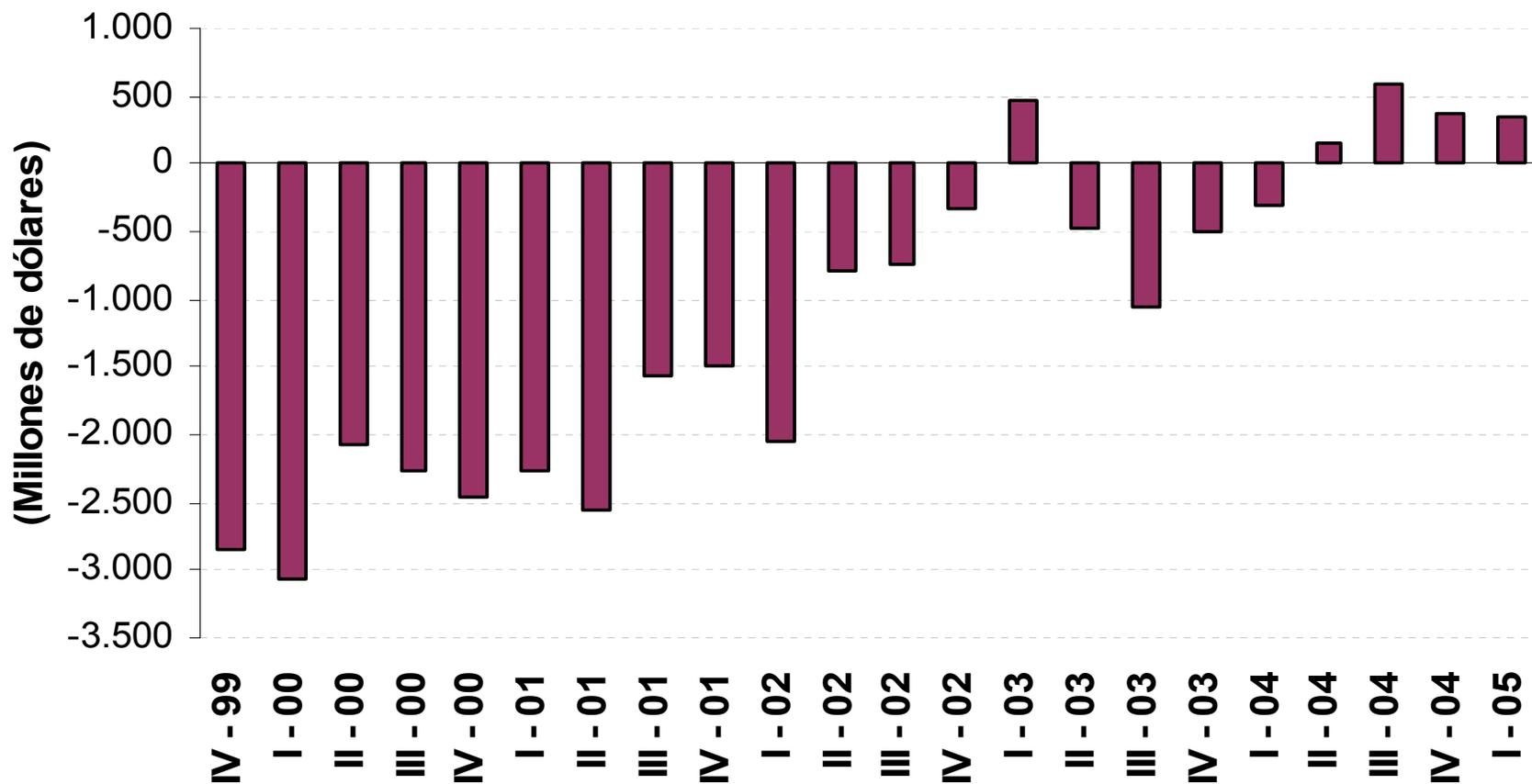
Hay mayores flujos de inversión extranjera directa (IED)... (a oct. 14 iban creciendo 34% anual)





...y los flujos netos de capitales privados sin IED, de negativos pasaron a ser positivos...

Flujo de Capitales Sector Privado neto sin IED (Acumulado anual)

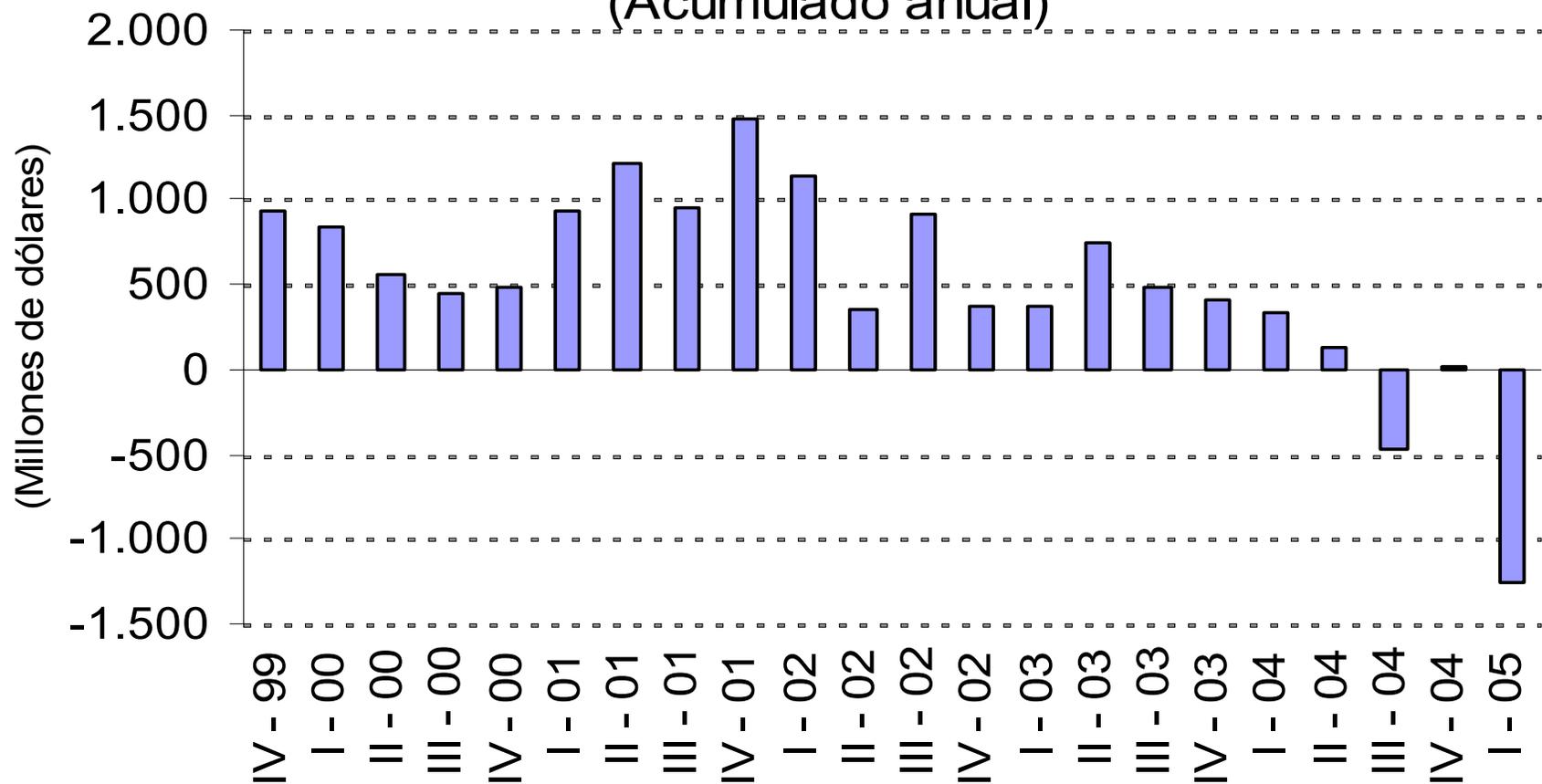




...aunque hay menores flujos de deuda pública externa nueva por los prepagos

Flujos de capitales del Sector Público netos

(Acumulado anual)





De otra parte, llama la atención que...

- Las remesas 2004, US \$3.170 mll (de 1.9% del PIB en 2000 al 3.3%). Y a oct. 21 de 2005, cerca de US \$2.800 mll.
- **Compras a cambistas** en 2004 fueron de US \$1.376 mll: +88% / 2003. Entre enero y oct. 21 de 2005 fueron US \$ 1.367 mll, +200% en dos años. **Por decir lo menos, inquietante.**



Resulta muy difícil aumentar el empleo de forma duradera con semejante revaluación. Pero también con alta inflación

- Correlación inversa entre TCR y desempleo, con rezago de 2/3 años.
- Efecto negativo sobre la cuenta comercial de los bienes transables.
- Revaluación excesiva podría conducir a devaluación abrupta y también excesiva. Y, por tanto, arriesgar el enfoque de inflación objetivo.



Estragos al sector real y al exportador

- Textiles, confecciones, calzado, manufacturas de cuero, productos químicos y artes gráficas, con grandes dificultades. Agravadas por la competencia de China e India; contrabando; y lavado de activos.
- Y las exportaciones del agro - café, banano, flores, azúcar, aceite, frutas, acuicultura -, también muy afectadas.



Y estragos a la mayoría del resto del agro

Además, casi todos los precios internos del resto del agro están atados al dólar: se han impuesto los pactos de precios entre productores e industrias denominados en US \$: maíz, soya, sorgo, yuca industrial, algodón, frutas, trigo, cebada.



2. LA RESPUESTA DEL BANCO Y SUS LIMITACIONES



Dos vehículos y dos herramientas de nuestra política monetaria

Los vehículos: estrategia **INFLACIÓN OBJETIVO**, y **FLOTACIÓN ADMINISTRADA** de la tasa de cambio.

Y las herramientas:

1. Tasas de interés de corto plazo en operaciones de expansión y contracción (**TASAS REPOS**), compra-venta de TES.
2. Intervenciones en el mercado cambiario: compra y venta de divisas (**RESERVAS**).



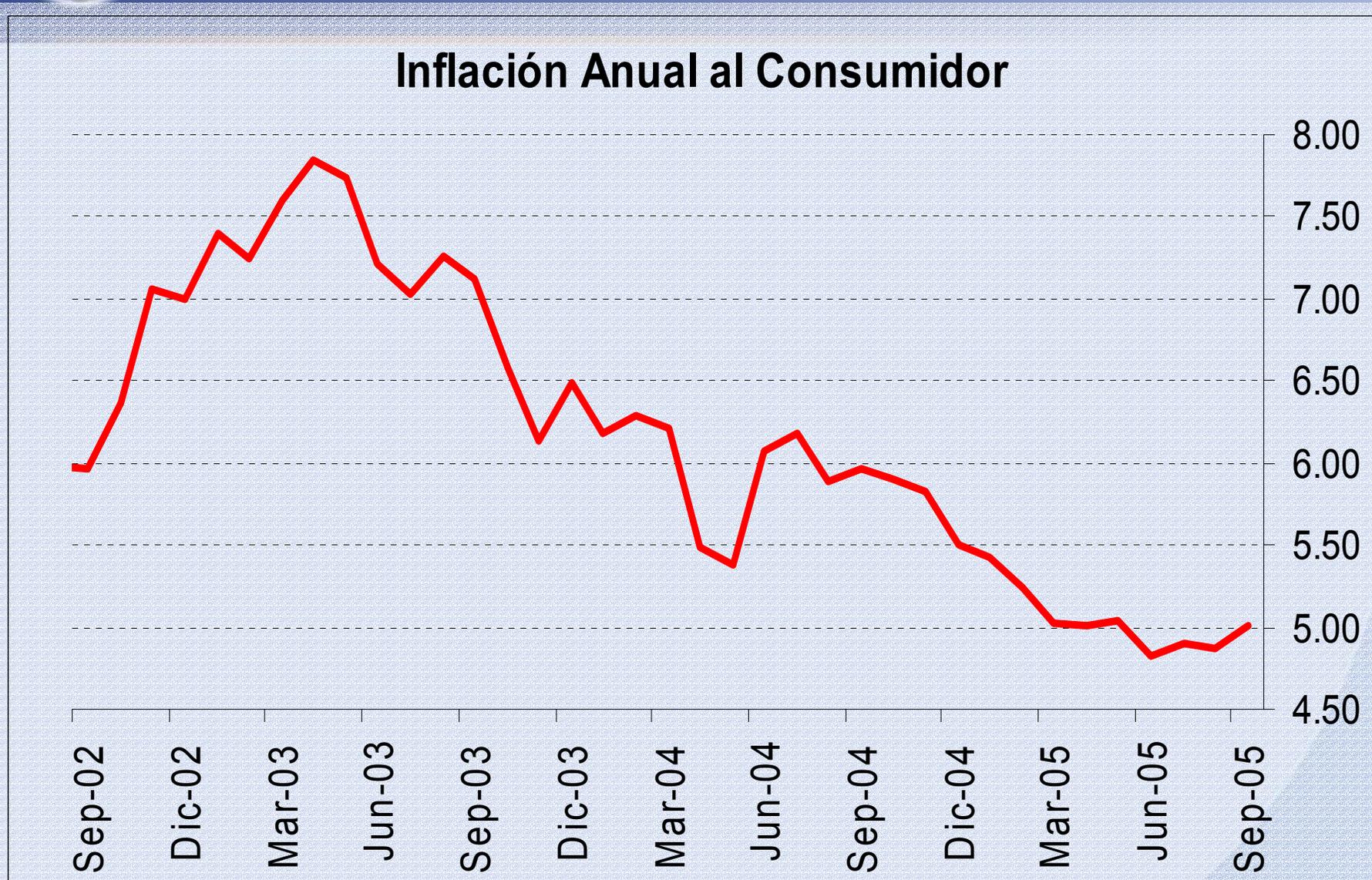
¿Cómo va nuestra tarea prioritaria?

- Meta de inflación 2004 cumplida (5.5%).
- En 2005 también se cumplirá (rango 5.5%-4.5%), y probablemente seguirá descendiendo aún más en 2006.
- Brecha del producto aún es amplia, y **no se perciben presiones inflacionarias por el lado de la demanda. Pero sí habrá más presiones revaluacionistas durante 2005 y probablemente durante 2006.**



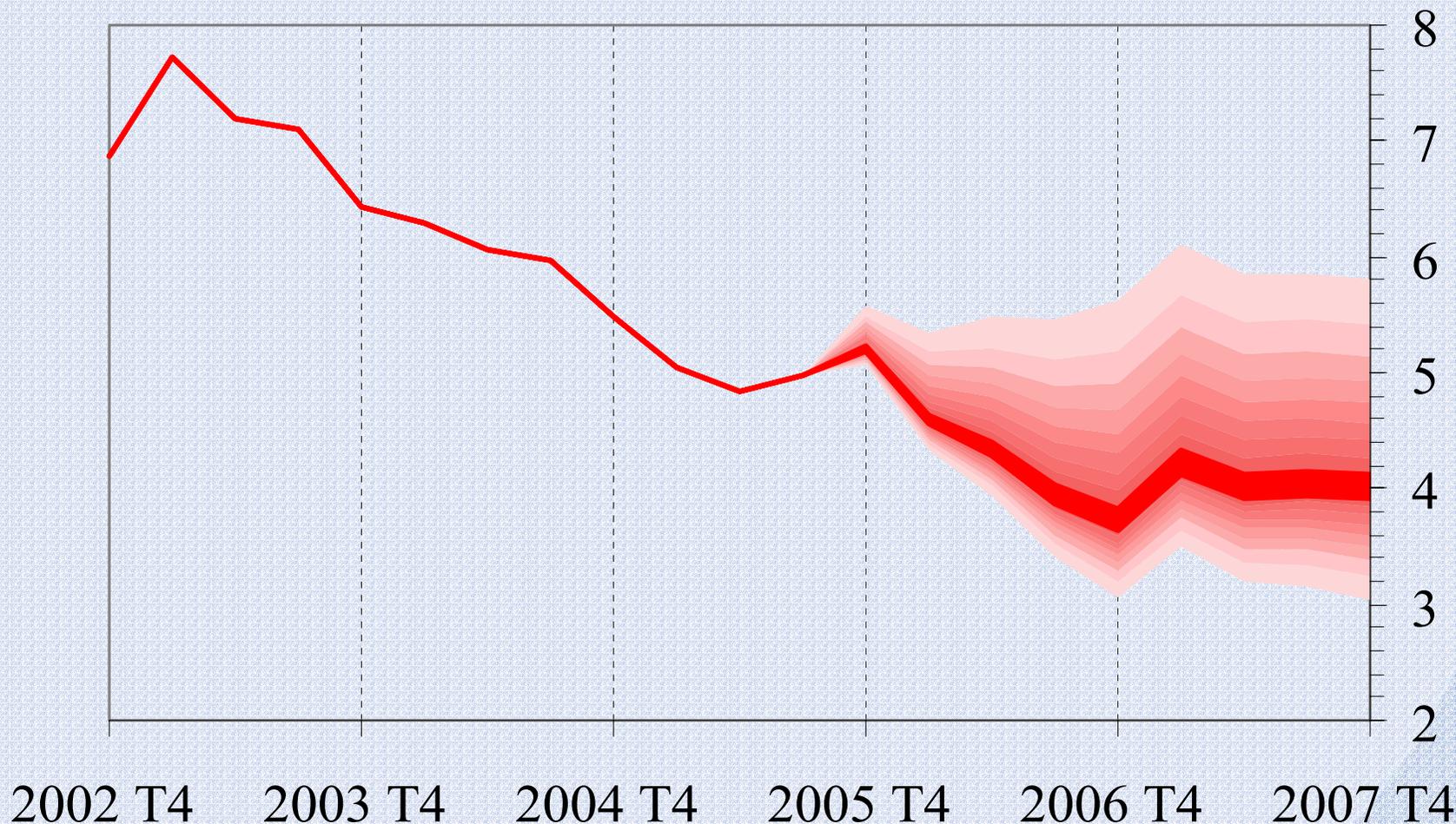
El sometimiento del dragón: 5% a septiembre, el punto medio del rango meta

Inflación Anual al Consumidor





Fan Chart (tendencia probabilística de la inflación): repunte al fin de 2005, declinante durante 2006, y hacia estabilización en 2007

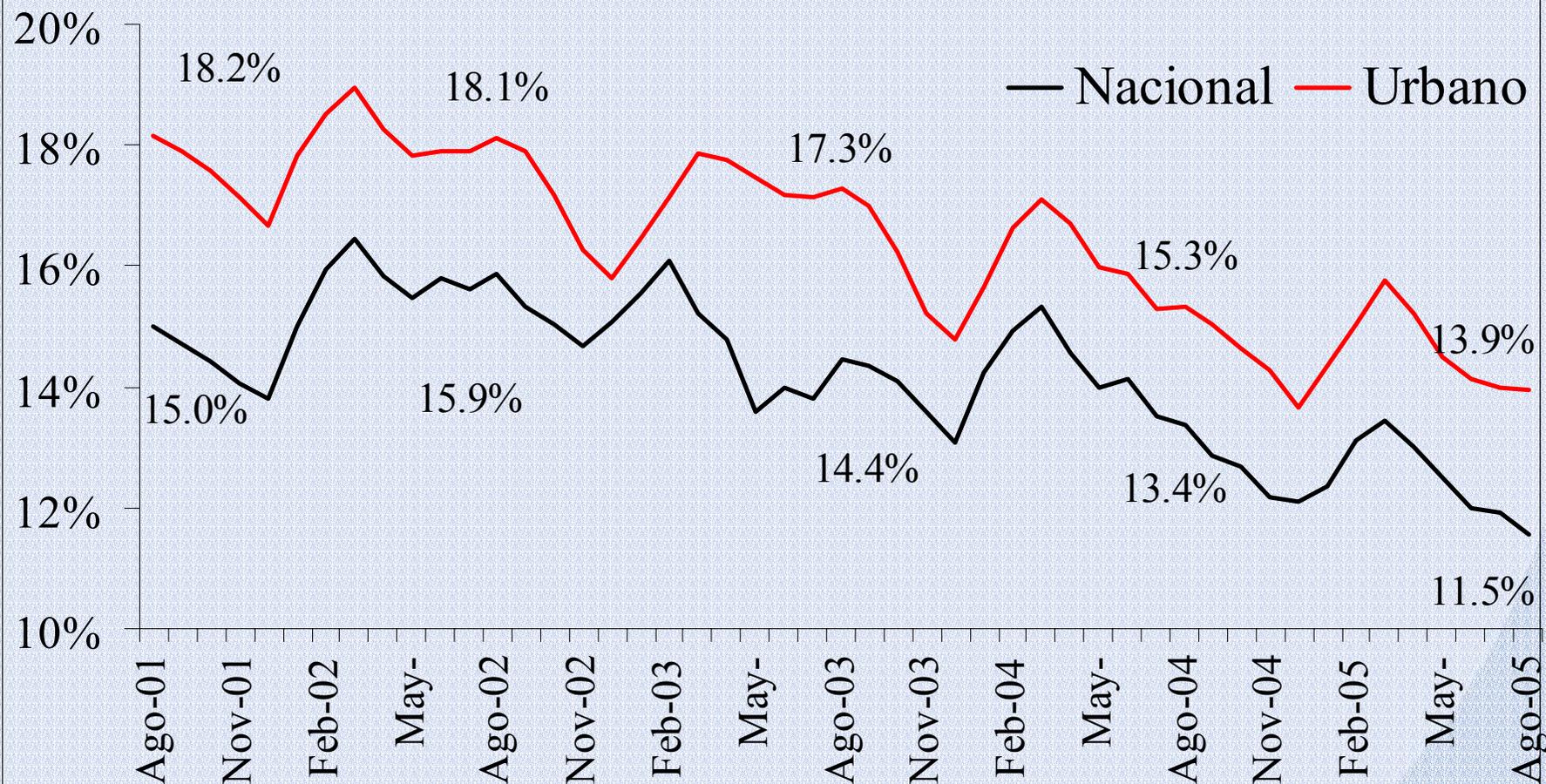




En tanto que el desempleo, a pesar de que ha bajado sensiblemente, aún es alto

Tasa de Desempleo

(promedio móvil de orden 3)



Fuente: DANE - Encuesta Continua de Hogares



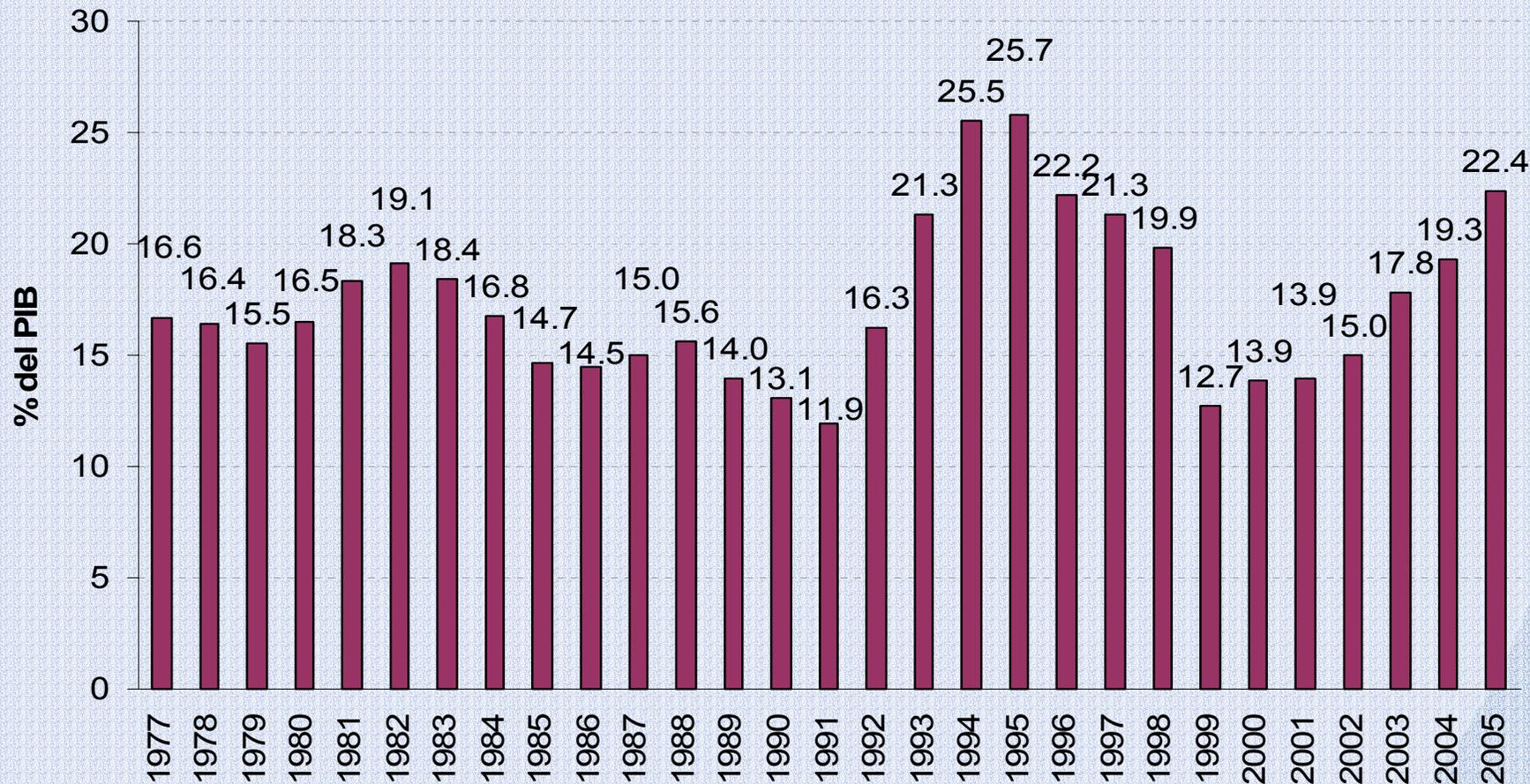
La pregunta del millón, y la respuesta de Alan Greenspan, aplicable a Colombia

- ¿ Porqué la inflación ha podido caer a pesar de que la tasa de desempleo ha disminuido a un nivel que debería haber “recalentado” la economía ?
- “i Es la productividad, estúpido !”
- Es decir, los aumentos en productividad reducen la NAIRU.



La recuperación de la inversión total de la economía ha sido muy significativa...

Inversión Total como % del PIB



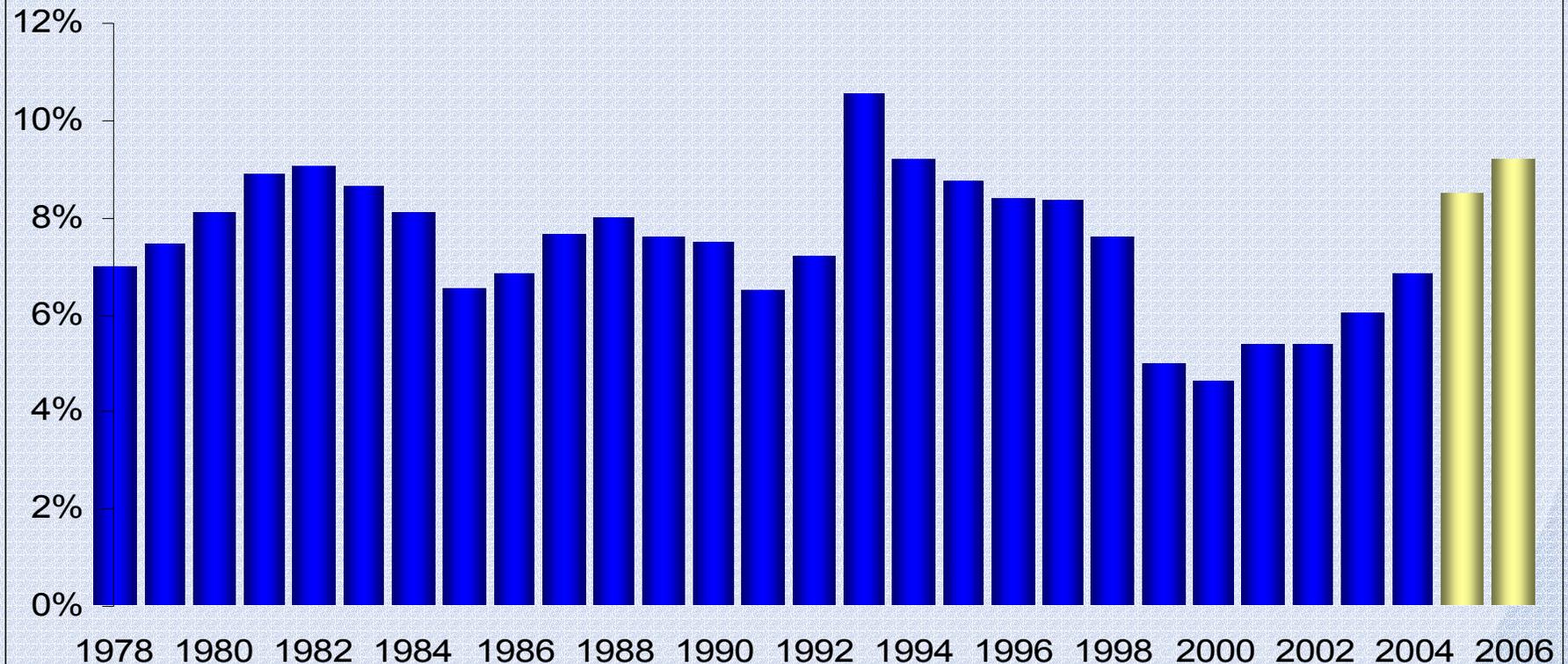
Fuente: DNP y DANE. Cálculos Banco de la República



...en especial maq. y eq. de transporte, que entre enero-agosto de 05 y 04 crecía 44.5%

FBKF MAQUINARIA Y EQUIPO, EQUIPO DE TRASNPORTE % PIB

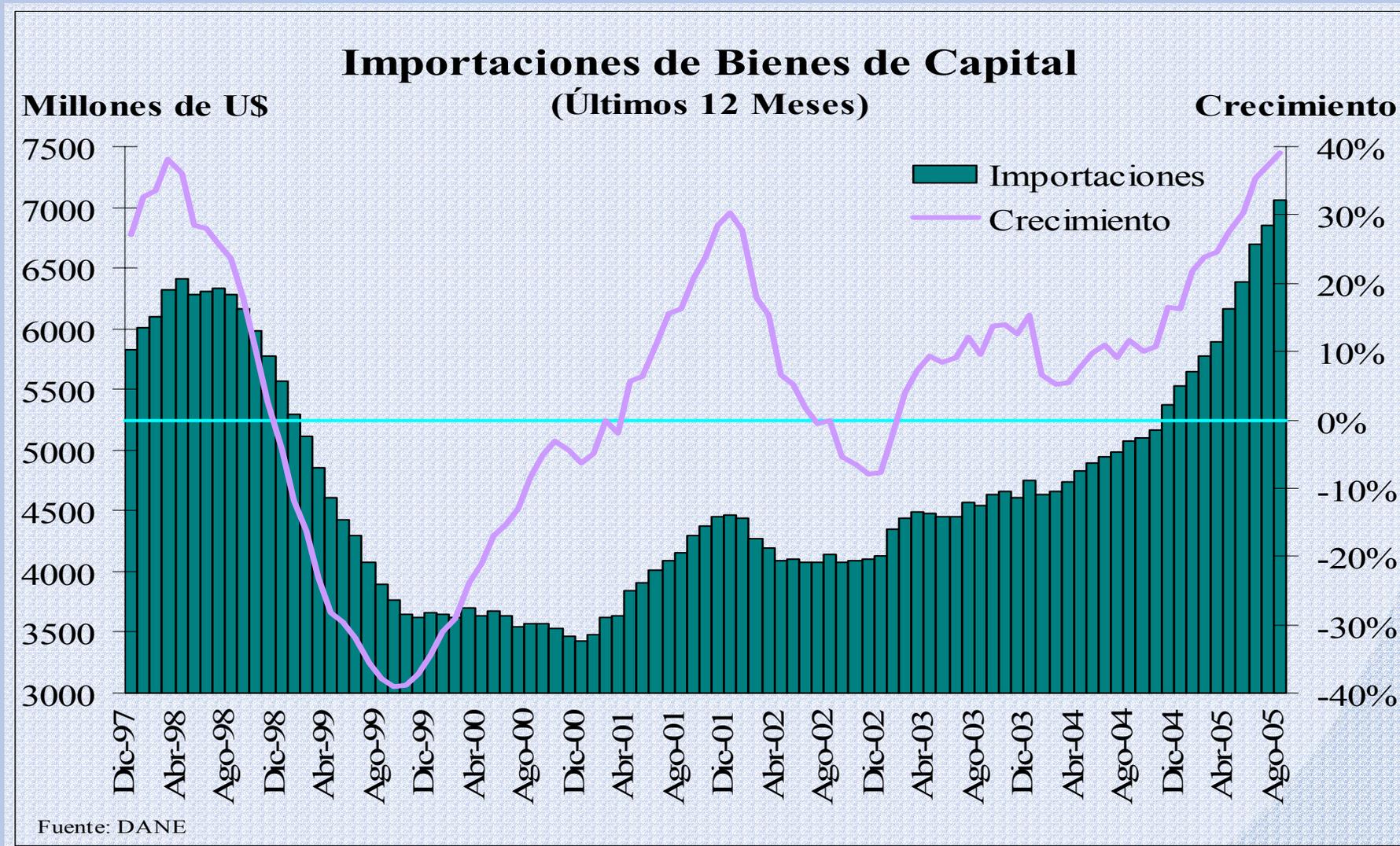
(% del PIB)



Fuente: DANE y DNP. Cálculos Banco de la República



...en buena parte importados y con tecnologías avanzadas: la importación de bienes de capital a agosto crecía 39% anual

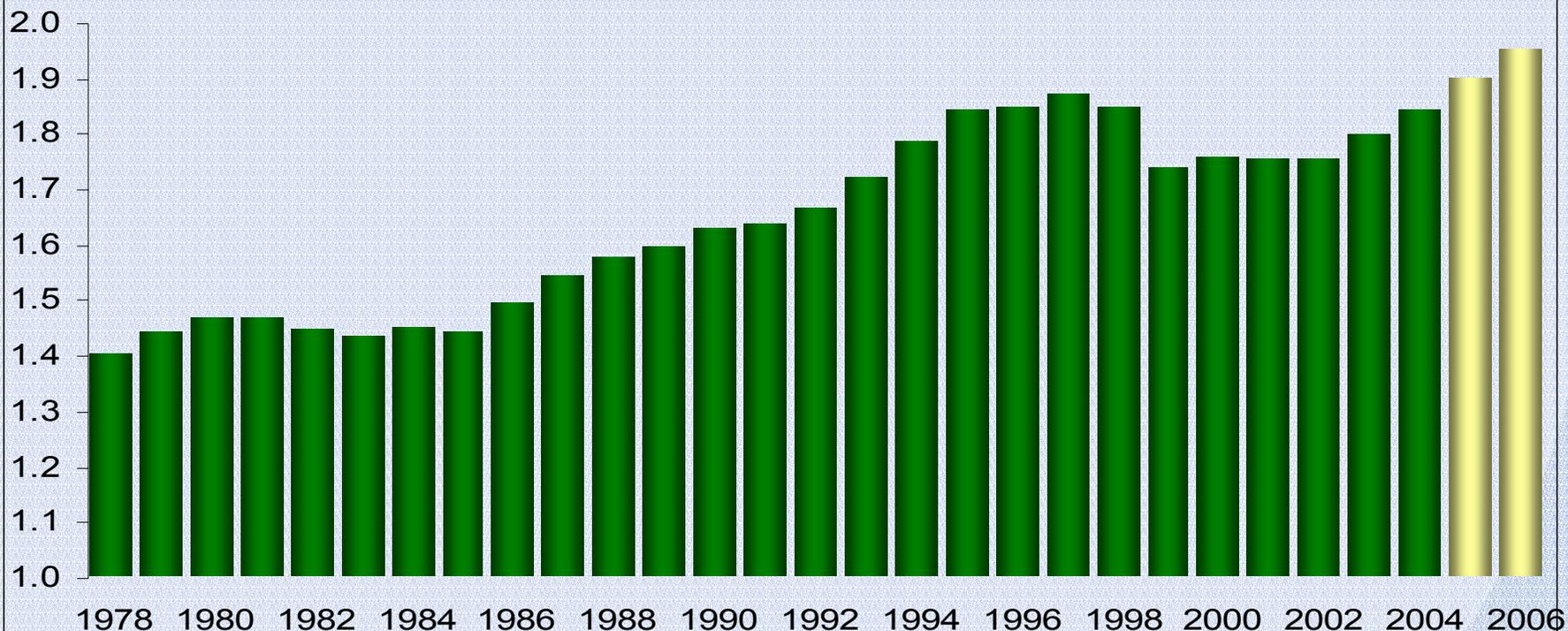




De otra parte, a pesar de su incremento en los últimos tres años, el PIB per cápita apenas está recuperando su ritmo de LP

PIB PERCÁPITA

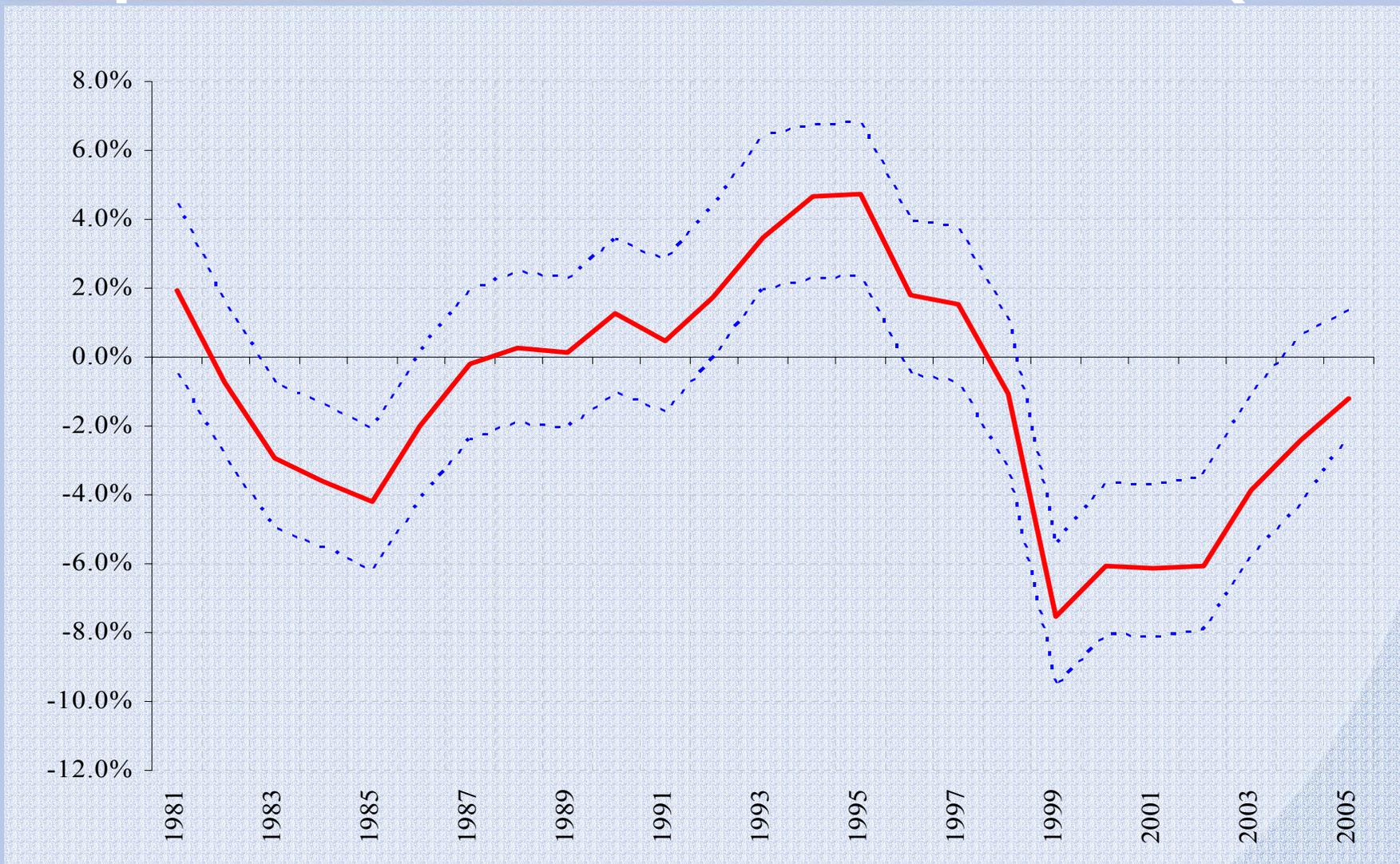
(Millones de 1994)



Fuente: DANE y DNP. Cálculos Banco de la República



O sea que aún hay brecha del producto suficiente para crecer más sin provocar presiones inflacionarias de demanda (¿6%?)





En consecuencia, la Junta ha adoptado una política monetaria expansiva

1. Brindándole al mercado la liquidez que demande a la tasa de interés del Banco, mediante intervenciones cambiarias discrecionales, y aligerando de ese modo las fuertes presiones revaluacionistas.
2. Apoyando al Gobierno en la sustitución de su deuda externa por deuda interna.
3. Y sin perjuicio de inducir más reducciones en las tasas de interés de la economía, aún muy superiores a las tasas externas.



El excedente de divisas en 2004 y 2005: su absorción y la intervención del Banco

- El exceso de divisas en 2004 fue de US \$3.281 mll, y a sep. 30/05 era US \$3.226 mll.
- 2004: intervención de US \$2.904 mll, y venta al Gobierno de US \$500 mll para pago deuda.
- Este año, a sep. 30, intervención de US \$3.350 mll, (la mayor de la historia); venta al Gobierno de US \$1.250 mll para pago deuda BID; y acuerdo para seguir con esta política.



Sin embargo, la efectividad del manejo cambiario se halla muy limitada por:

- (a) operaciones de crédito e inversión de corto plazo con recursos externos, atraídas por la notable diferencia entre las tasas de interés.
- (b) Lavado de activos originado en narcotráfico, contrabando, sobre y sub facturación de exportaciones e importaciones, y arbitraje de divisas.



Resultado: el fenómeno del *carry trade* (compra-venta de liquidez)

- Como las tasas reales externas siguen mucho más bajas que aquí (cerca de cero o negativas), la búsqueda de rendimientos incentiva el *carry trade*, o sea endeudamiento barato en US \$ para préstamos de corto plazo e inversiones en papeles y/o TES.
- Luego urgen otras medidas.



3. LA AGENDA PENDIENTE

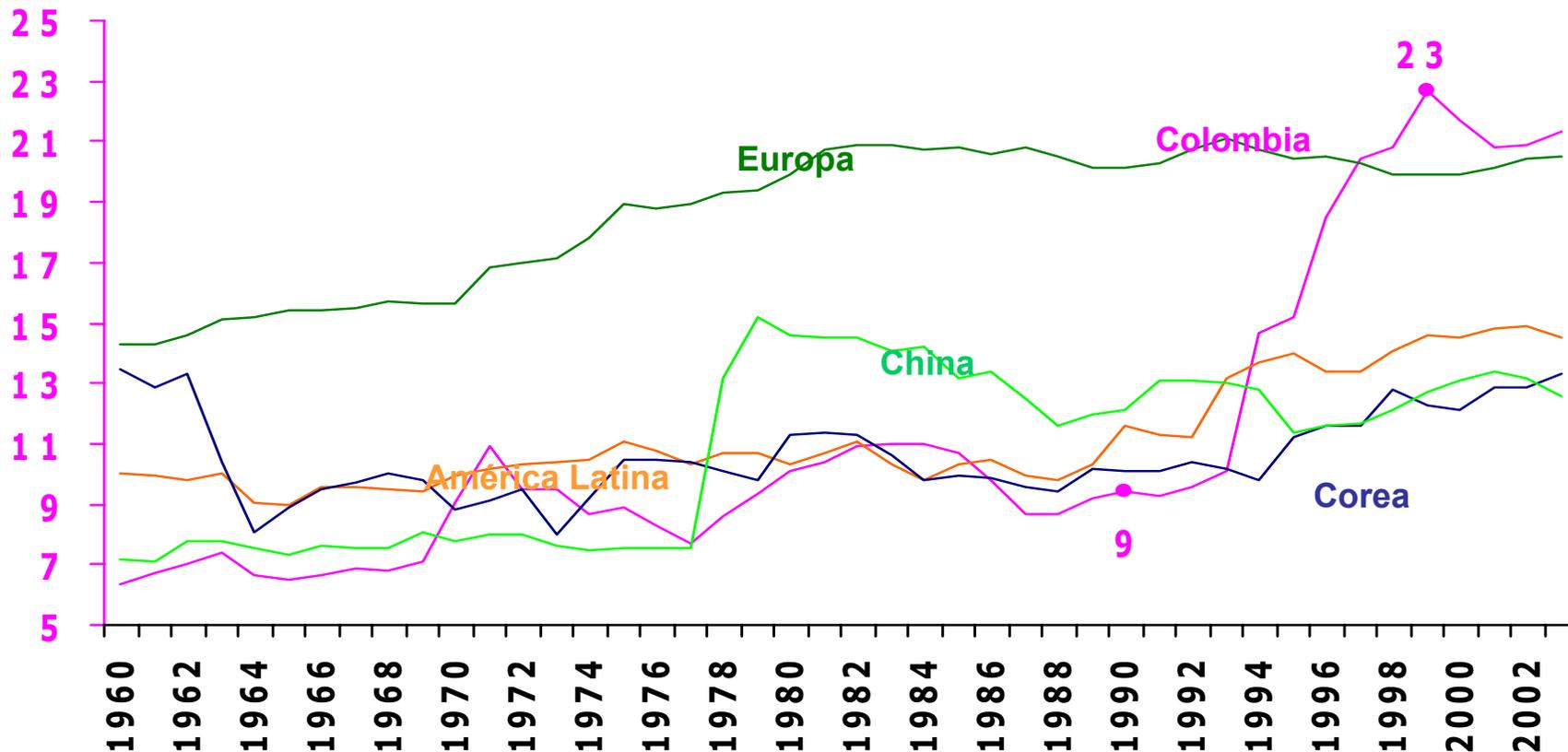


El ajuste fiscal es indispensable y apremiante

El desequilibrio fiscal es una de las más poderosas fuentes de presión al alza sobre las tasas de interés internas, que atraen flujos de capital de corto plazo.



% gasto público/PIB bajando. Pero recorte adicional drástico no podrá ser inmediato. Luego urgen mayores ingresos tributarios



Fuente: Banco Mundial, WDI (gobierno general)



¿Qué hacer mientras tanto? Del staff técnico del Banco de Inglaterra: ¿de dos males el menor?

“La volatilidad del tipo de cambio puede, en algunas circunstancias, ser más dañina que la interrupción de los mecanismos del mercado por medio de los controles de capital”.

(Hoggarth y Sterne, 1997)



Sin embargo, ojo con los riesgos: “el mercado sabe más que el regulador”

- (a) Encajes no remunerados sobre entradas de capital, (b) Gravamen a las re-exportaciones tempranas de capital, o (c) La no deducibilidad de intereses por deudas externas de corto plazo.
- Pero no hay mejor y más sano y eficaz camino que la reducción sustancial - o la eliminación - del diferencial entre las tasas de interés internas y las externas (ajustado por la prima riesgo país).



La Junta del 16 de septiembre

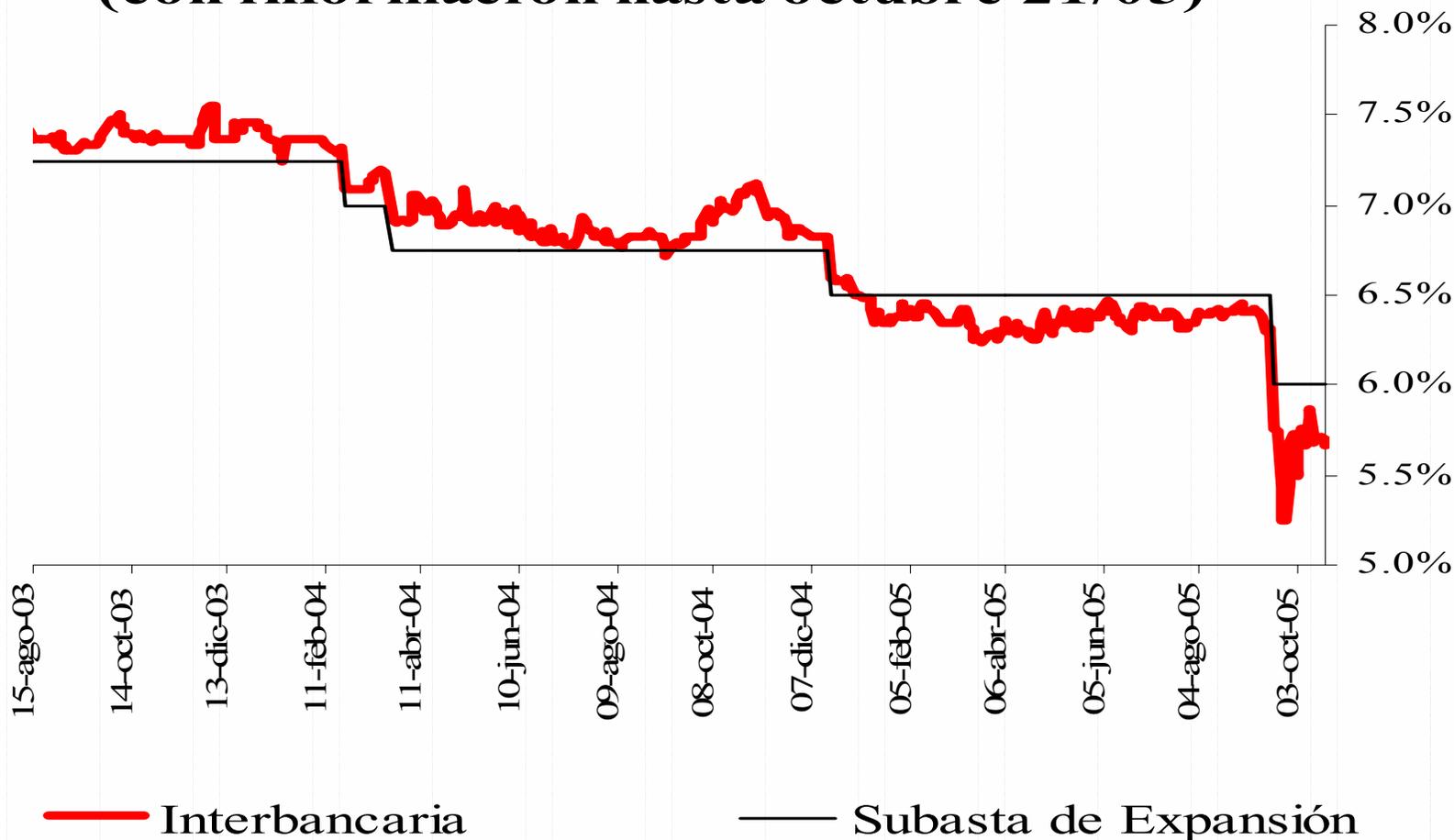
La JD del Banco adoptó tres decisiones:

- Reducción de 50 puntos base de la tasa de interés de intervención (1/2 punto %).
- Venta al Gobierno de US \$3.000 millones más para pago de deuda externa.
- Tras esa nueva venta de reservas, continuación de intervención discrecional.



La reducción de la tasa de intervención del Banco precipitó la caída inmediata de la interbancaria

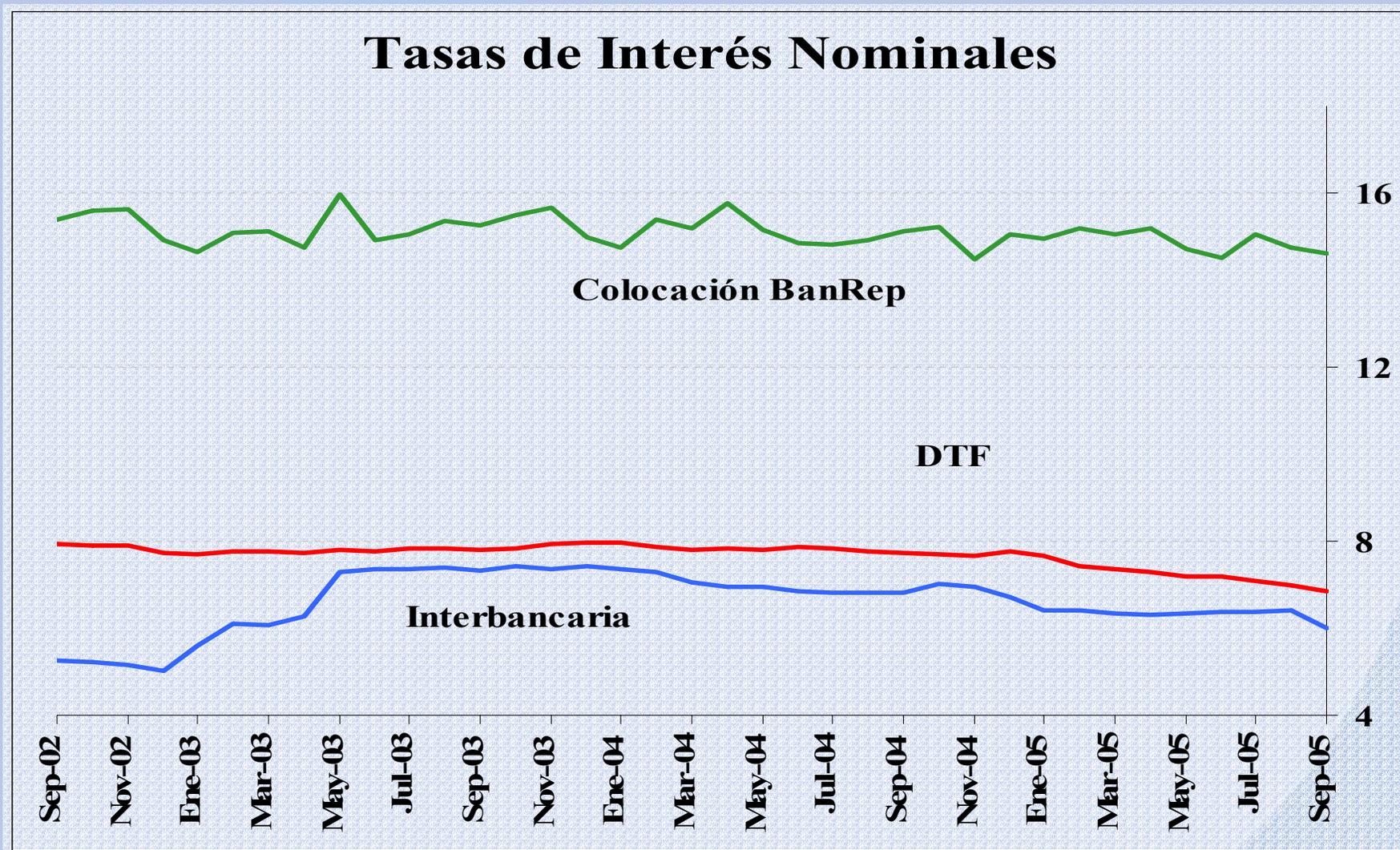
Tasas de Intervención y Tasa Interbancaria (con información hasta octubre 21/05)





Como resultado, desde septiembre todas las demás tasas nominales (activas y pasivas) comenzaron a caer más aceleradamente...

Tasas de Interés Nominales





...y la DTF real, que venía subiendo desde abril de 2003, empezó a caer de nuevo...

Tasa de interés real DTF

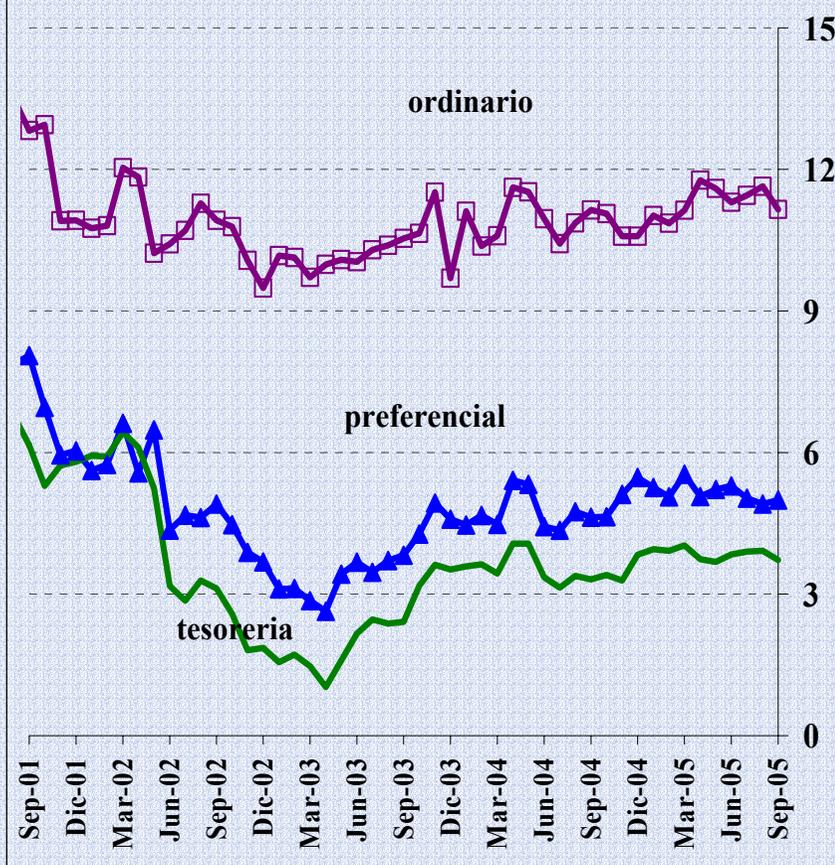


Fuente: Banco de la República

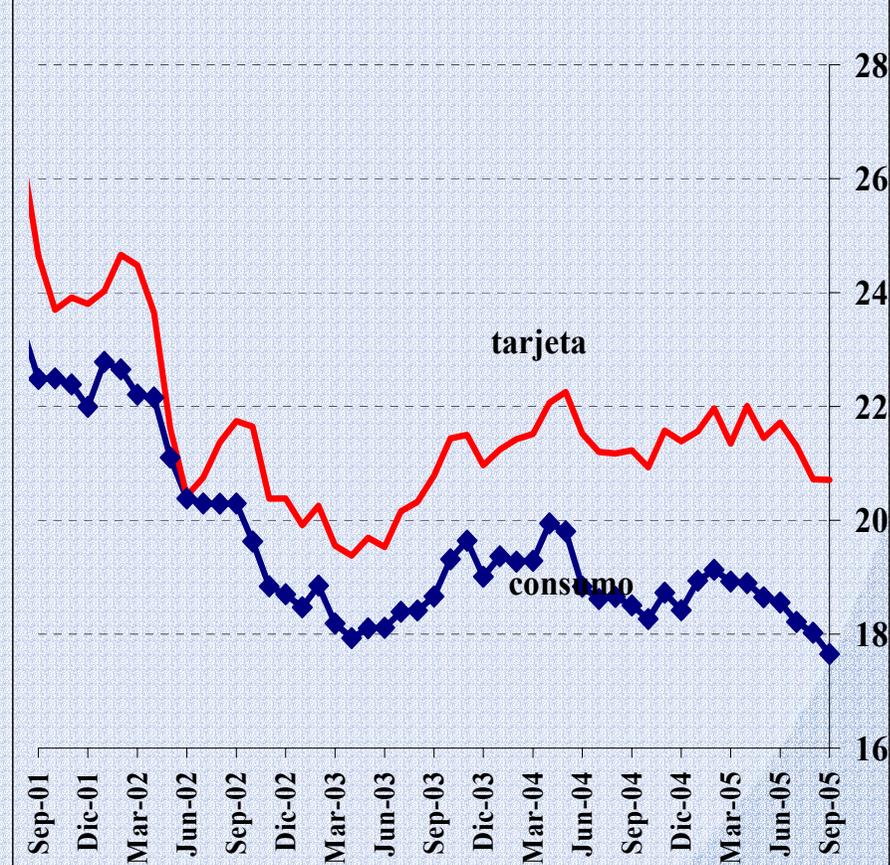


...y las demás reales se mantuvieron estables o también cayeron, aunque todavía no en magnitud suficiente

Tasas de Interés Reales por tipo de Colocación



Tasas de Interés Reales por tipo de Colocación





Sobre las inversiones de los fondos de pensiones

- Su **MAYOR EXPOSICIÓN EXTERNA** contribuiría a detener o revertir la revaluación. Y a acercar las tasas de interés real internas LP a las externas. Por tanto, se les deben crear incentivos.
- Y para **CONTRARRESTAR SU CARÁCTER PROCÍCLICO**, se debe limitar la velocidad con que puedan modificar sus portafolios externos.



Sobre la regulación prudencial

- **MEDIR** más apropiadamente los riesgos de tenencia de TES en los balances de la banca comercial para patrimonio técnico.
- **DESALENTAR** los descalces cambiarios de empresas del sector no financiero.
- **PROPICIAR** una más sana y abierta competencia en el mercado financiero en pos de una más profunda “bancarización”. No hay mejor regulador que una competencia genuina.



Y una reflexión final: no se deben confundir los fines con los medios

“La gente piensa que sólo se trata de una inflación baja. No es así. La inflación baja es realmente un medio frente al objetivo de un crecimiento estable.”

(Eddie George, Gobernador del Banco de Inglaterra, Financial Times, Mayo 7 de 2002)

- Luego no debe haber conflicto entre inflación baja y estable, y crecimiento sostenible del producto y el empleo.



GRACIAS