



23 de agosto de 2010

## La tasa de cambio y la competitividad

María Mercedes Cuéllar  
Presidente

Daniel Castellanos  
Vicepresidente Económico  
+57 1 3266600  
dcastellanos@asobancaria.com

**Resumen.** En el mediano plazo la apreciación del COP surge de la debilidad internacional del USD, el relajamiento extraordinario de la política monetaria en las principales economías avanzadas, los altos precios de los productos básicos, las buenas perspectivas de crecimiento de los países emergentes, una mayor confianza de los inversionistas y una menor aversión al riesgo en los mercados internacionales. La necesidad de reducir el déficit comercial de los Estados Unidos deprecia el USD frente a las demás monedas. La laxitud extrema de la postura monetaria en las economías avanzadas genera excesos de liquidez en los mercados internacionales, que fluyen a las economías emergentes, apreciando sus monedas y valorizando sus activos. Los altos precios de las materias primas mejoran la rentabilidad de la inversión en estos sectores, ocasionando dinámicos flujos de inversión extranjera directa (IED) hacia los países con buenas perspectivas.

En Colombia la principal fuente de la abundancia de moneda extranjera, que revalúa la tasa de cambio en el corto plazo, es un auge de IED, con dinámicos flujos hacia el sector minero y de hidrocarburos. Durante lo corrido de este año, han surgido también flujos de inversión de portafolio y endeudamiento tanto público como privado, que contribuyen a apreciar el COP. Como la bonanza minera energética persistirá en el mediano plazo, la fortaleza del COP no cederá. Sin embargo, para minimizar sus efectos adversos sobre la competitividad de la producción doméstica se requiere, en primer lugar, generar ahorro público. Con este propósito es urgente recuperar el balance fiscal para llevar la deuda pública a la senda decreciente que seguía antes de la crisis. Con ello disminuirán las necesidades de financiación y la presión al alza de las tasas de interés de largo plazo, lo cual desestimularía los flujos de capital y la tentación de colocar deuda en los mercados internacionales. En todo caso, deberá privilegiarse el endeudamiento interno frente al externo. El ajuste fiscal debe ir acompañado de la adopción de una regla como la propuesta por el gobierno anterior, para ahorrar los ingresos públicos extraordinarios en las etapas de auge de la economía y del sector de minas e hidrocarburos. También se requerirá, en segundo lugar, acometer reformas microeconómicas para mejorar la capacidad de la economía de crecer en el largo plazo. Estas reformas deberán orientarse a garantizar un adecuado funcionamiento de los mercados, removiendo las distorsiones que aquejan sobre todo a los financieros y al laboral. Con ello se dinamizará la acumulación de los factores productivos. Además, en tercer lugar, es necesario generar incentivos para aumentar la inversión en infraestructura, capital humano, investigación y desarrollo e innovación, con el fin de incrementar la productividad y mejorar la competitividad de nuestra producción doméstica.

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a [avesga@asobancaria.com](mailto:avesga@asobancaria.com) o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

# La tasa de cambio y la competitividad

## Causas de la apreciación del COP

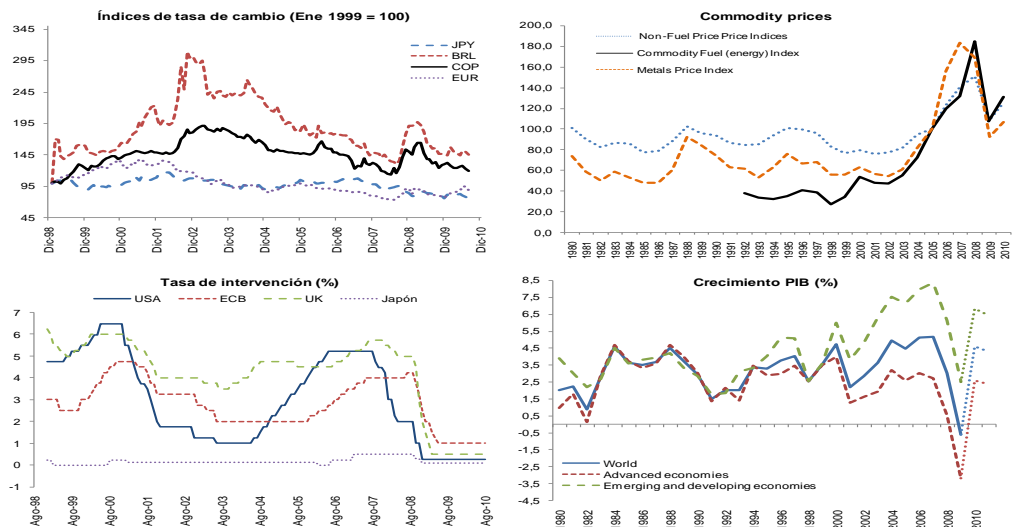
Daniel Castellanos

Miguel Medellín

Andrea Vesga

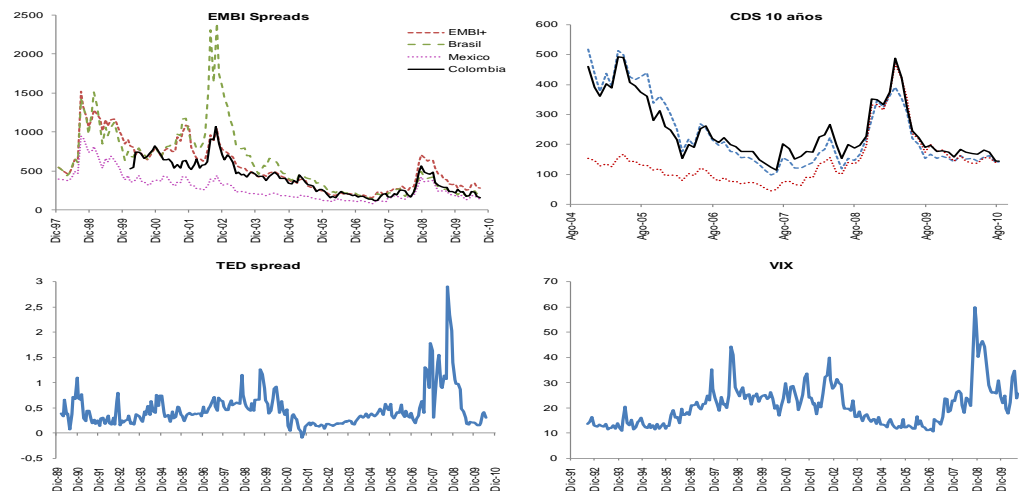
En el mediano plazo la apreciación del COP se ha originado en la debilidad internacional del USD, el relajamiento extraordinario de la política monetaria en las principales economías avanzadas, los altos precios de los productos básicos, las buenas perspectivas de crecimiento de las economías emergentes (Gráfico 1), una mayor confianza de los inversionistas y una menor aversión al riesgo en los mercados internacionales (Gráfico 2).

**Gráfico 1: Tasas de cambio, precios de productos básicos, tasas de interés y crecimiento económico**



Fuente: FMI (WEO) - Bloomberg

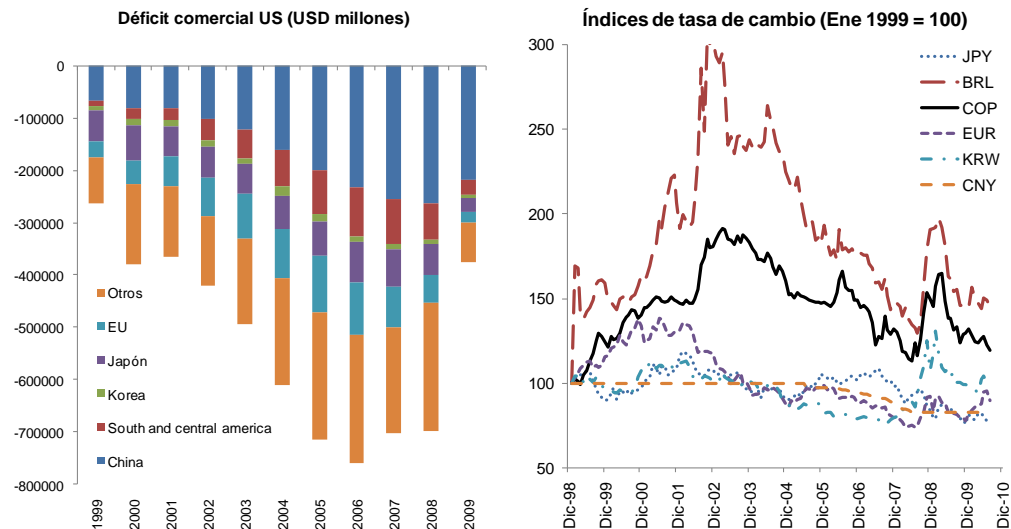
**Gráfico 2: Riesgo soberano de emergentes e incertidumbre en los mercados financieros internacionales**



Fuente: JP Morgan - Bloomberg

Como consecuencia de la necesidad de un ajuste tanto en el gasto doméstico como en el desbalance externo de los Estados Unidos (EU), su moneda se ha depreciado frente a casi todas las demás desde 2002. Desafortunadamente, como las monedas asiáticas – sobre todo el renmimbi– no se han fortalecido todo lo requerido para equilibrar sus saldos comerciales con los EU, otras monedas emergentes más flexibles –entre ellas las latinoamericanas– han soportado una mayor parte de la depreciación del USD (Gráfico 3).

**Gráfico 3: Balanza comercial de Estados Unidos y tasas de cambio nominales**



Fuente: BEA - Bloomberg

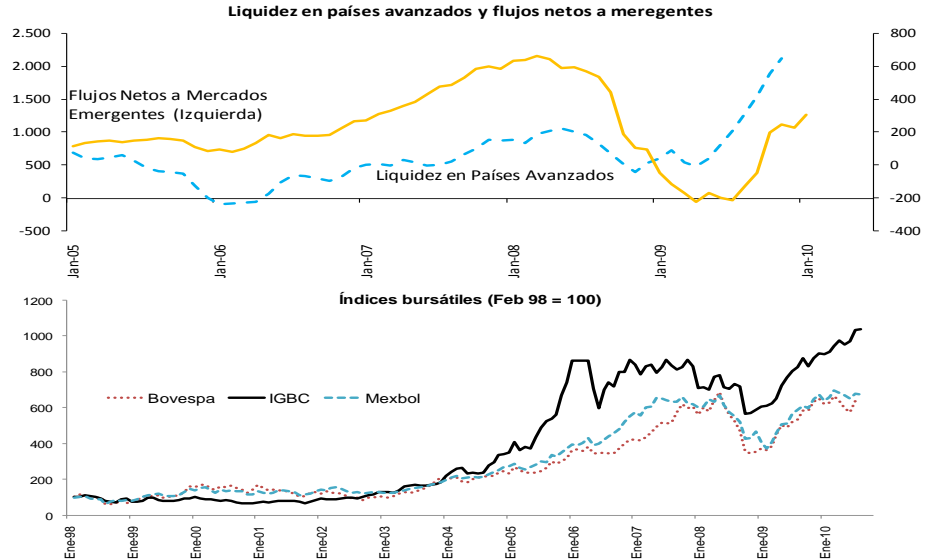
Para estimular la demanda y descongelar el crédito, el relajamiento extraordinario de la política monetaria en las economías avanzadas –reduciendo al mínimo la tasa de interés de los bancos centrales y haciendo una expansión cuantitativa sin precedentes–, ha generado unos crecientes excesos de liquidez en los mercados internacionales. Estos han fluido hacia las economías emergentes (Gráfico 4), valorizando sus activos domésticos y fortaleciendo sus monedas desde el primer semestre del año pasado. Además, los elevados precios de los productos básicos, en particular de los metales y los combustibles, han aumentado la rentabilidad de la inversión en la minería y la extracción de hidrocarburos. Los países con buen potencial en estos sectores han recibido abundantes flujos de inversión extranjera, que han contribuido a la apreciación de sus divisas.

Colombia se ha beneficiado particularmente con los flujos de inversión extranjera directa (IED). El país disfruta un auge de ella desde 2005, que se acentuó en los años siguientes. Esta es precisamente una de las fuentes más importantes de la fortaleza del COP (Gráfico 5). En lo corrido de este año han cobrado relevancia también la inversión de portafolio y el endeudamiento tanto público como privado (Gráfico 6), pero sin alcanzar las magnitudes de la IED.

La fortaleza de la moneda se ha transmitido también a la tasa de cambio real, que se ha apreciado notablemente desde el segundo trimestre de 2009 (Gráfico 7), sobre todo con las economías avanzadas. Quizá los desarrollos recientes en los mercados financieros domésticos, en particular los mayores flujos de inversión extranjera de portafolio y de

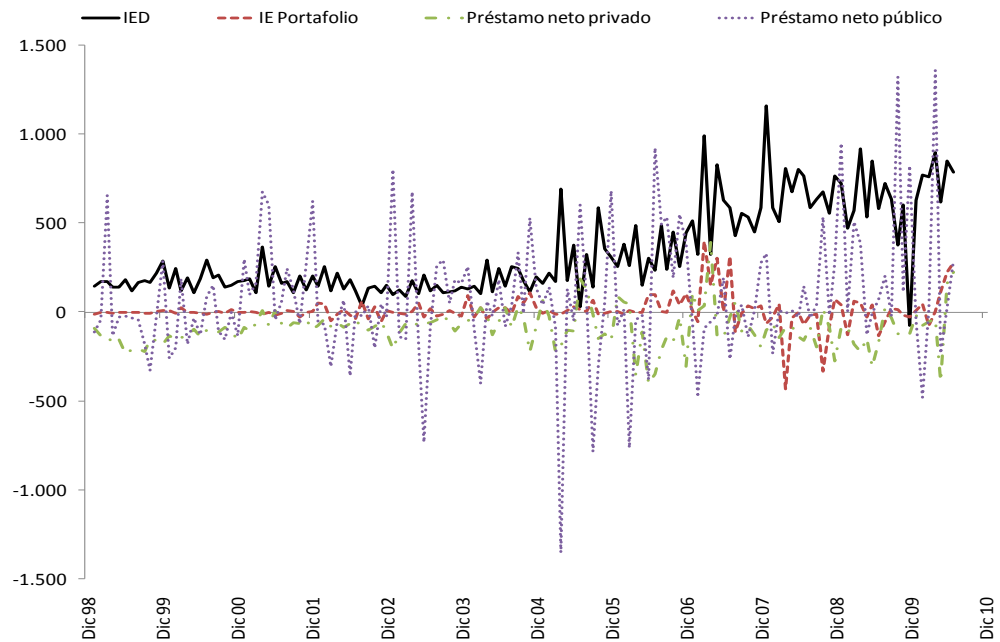
endeudamiento externo, han acentuado también la apreciación en el corto plazo, de manera que la tasa de cambio real está por debajo de su tendencia de largo plazo.

**Gráfico 4: Liquidez en economías avanzadas<sup>1</sup>, flujos de capital (USD billion) y valorización de activos en emergentes**



Fuente: FMI<sup>2</sup> - Bloomberg

**Gráfico 5: Inversión extranjera y crédito externo en Colombia (USD millones)**

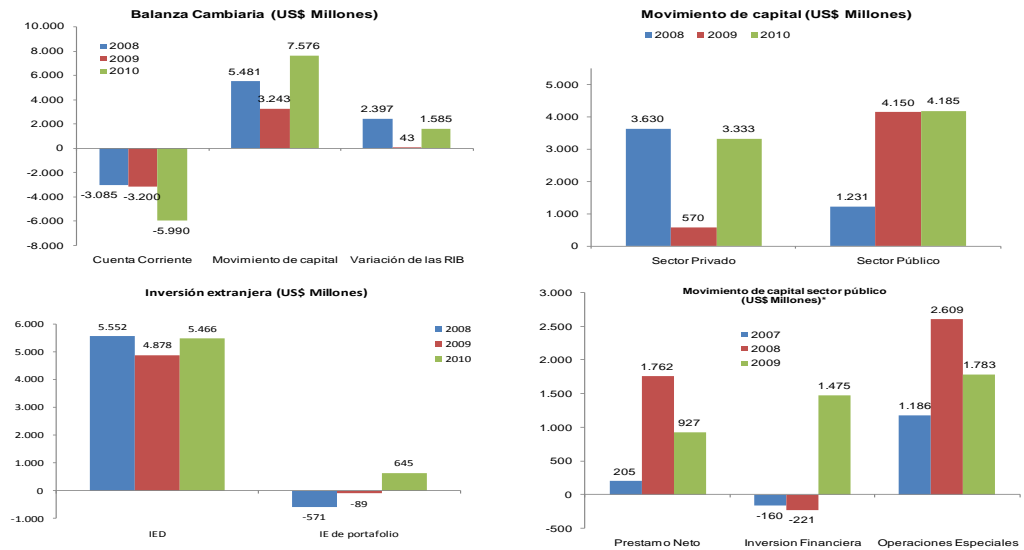


Fuente: Banco de la República – Balanza cambiaria

<sup>1</sup> La liquidez es el promedio móvil de tres meses de la base monetaria.

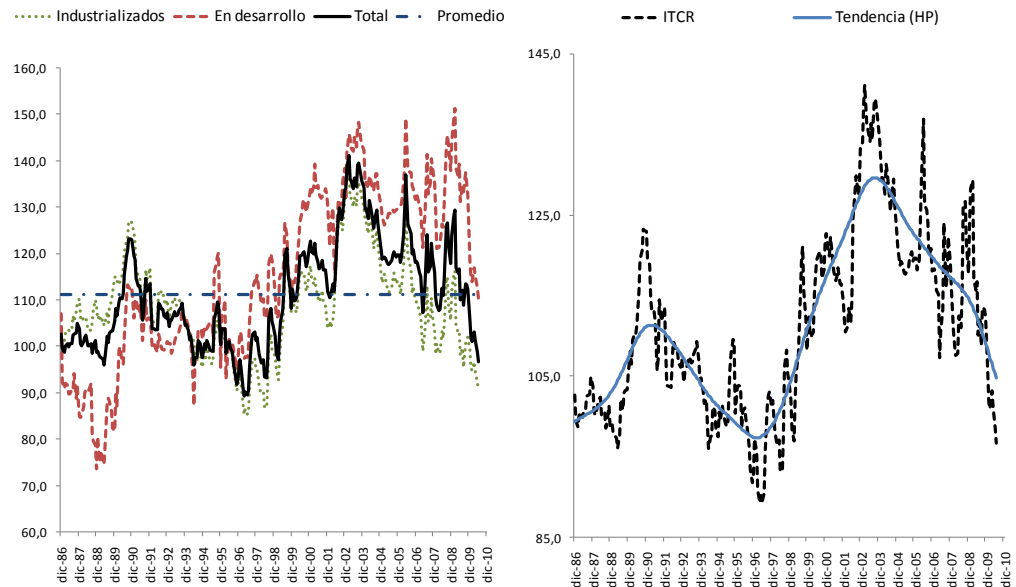
<sup>2</sup> Eyzaguirre, Nicolás. “Liquidez Internacional y el Rol del FMI: Lecciones de la Crisis y Opciones de Reforma”, Departamento del Hemisferio Occidental, FMI, 2010.

**Gráfico 6: Balanza cambiaria (USD millones) (a 6 de agosto de 2010)**



Fuente: Banco de la República – Balanza cambiaria

**Gráfico 7: índice de tasa de cambio real (1994=100)**



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria.

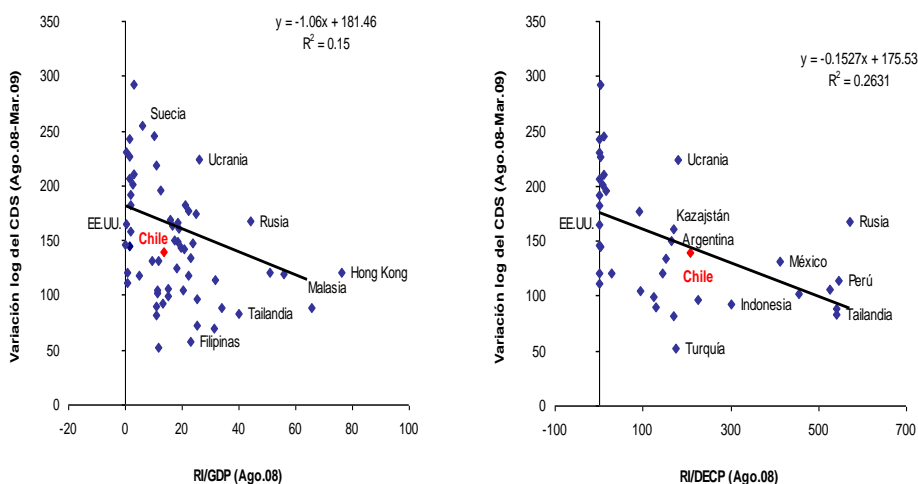
### Las alternativas de política

Formalmente, en un régimen de tasa de cambio flexible el Banco Central no debe preocuparse por el valor de ésta. Sin embargo, movimientos abruptos y pronunciados de esta variable en el corto plazo pueden perturbar el normal funcionamiento de los mercados y causar desbalances a los diferentes agentes, que después alteran la estabilidad financiera de las economías. Por eso, a pesar de operar en regímenes de tasa de cambio flexible, algunas autoridades monetarias tienen incentivos para intervenir en los mercados de moneda extranjera, con el propósito de moderar su volatilidad. Los

incentivos son mayores cuando la moneda nacional se fortalece, porque en casos en los cuales la apreciación de la tasa de cambio nominal resulta persistente y prolongada, ocasiona también una desalineación del tipo de cambio real, que deteriora la competitividad de la producción doméstica.

Por otra parte, los Bancos Centrales en las economías emergentes generalmente tienen un incentivo adicional para comprar divisas extranjeras: acumular reservas internacionales para aumentar la liquidez y mejorar la solvencia externa, con el fin de reducir la vulnerabilidad a choques adversos, prevenir y mitigar crisis de balanza de pagos y enfrentar fenómenos de contagio y paradas súbitas en los flujos externos (De Gregorio 2010)<sup>3</sup>. Un abundante saldo de reservas internacionales reduce el riesgo de crédito de las economías (Gráfico 8). Por este motivo, es uno de los factores que más reduce su vulnerabilidad (FMI 2010)<sup>4</sup>.

**Gráfico 8: Saldo de reservas internacionales y riesgo de crédito**

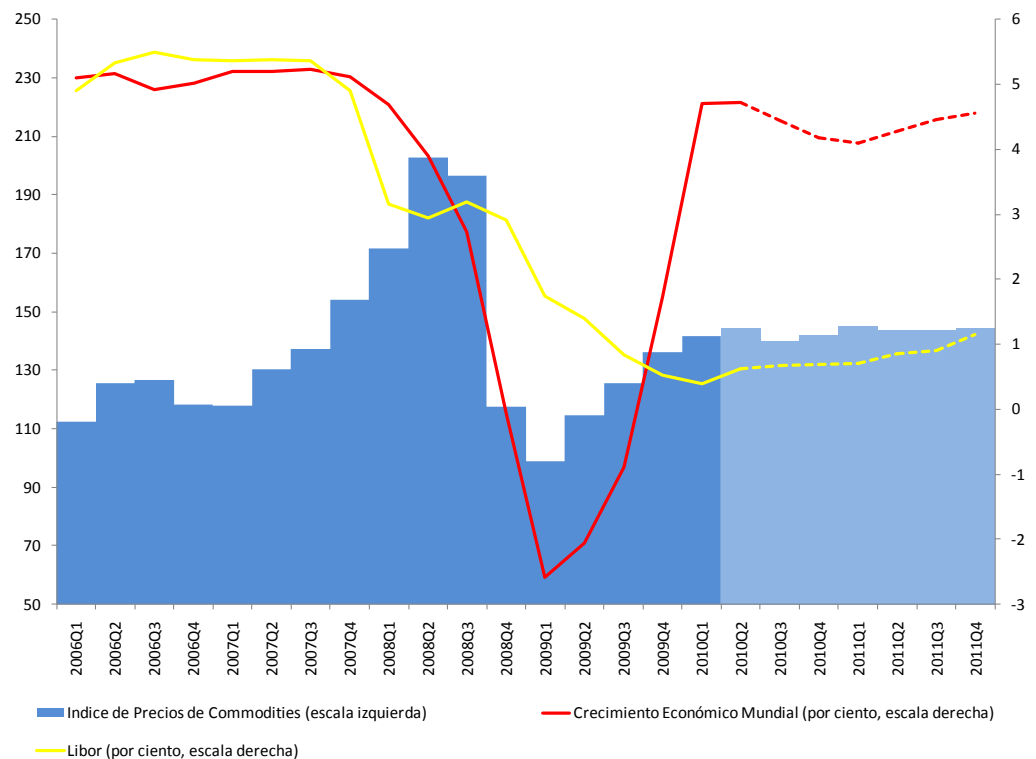


Fuente: De Gregorio 2010

Como es factible que el favorable entorno internacional se prolongue todavía por un par de años (Gráfico 9), los países emergentes probablemente tendrán la tentación de continuar acumulando reservas internacionales, para evitar una apreciación pronunciada de sus monedas. No obstante, las autoridades monetarias deben procurar no acumularlas más allá del monto en el cual su costo supere el beneficio de tenerlas. Tampoco deben hacerlo sin esterilizar debidamente el efecto expansivo de esa acumulación sobre los agregados monetarios. Si no lo logran, adoptarían una postura monetaria demasiado laxa que, generando excesos de liquidez domésticos, podrían originar inflaciones indeseables en los mercados de bienes y/o en los de activos. Y con ello pondrían en riesgo la estabilidad macroeconómica y financiera de sus economías.

<sup>3</sup> De Gregorio, José. “Acumulación de Reservas Internacionales en Economías Emergentes”, Banco Central de Chile, 2010.

<sup>4</sup> IMF. How Did Emerging Markets Cope in the Crisis? Strategy, Policy, and Review Department. June 15, 2010. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/061510.pdf>.

**Gráfico 9: Crecimiento mundial, precios de materias primas y tasa de interés**

Fuente: FMI – Eyzaguirre (2010)

A la luz de estas consideraciones resulta evidente que a medida que se afiance la recuperación en las economías emergentes, las alternativas de política económica se estrecharán. Para prevenir recalentamientos y evitar presiones inflacionarias en los mercados de bienes y de activos, los bancos centrales deberán retirar el estímulo monetario. Sin embargo, estrechar la postura monetaria aumentando la tasa de interés puede incentivar los flujos de capital, que capitalizarían los excesos de liquidez generados por la extrema laxitud de la política monetaria en las economías avanzadas.

Por estos motivos es preciso que las autoridades afinen la mezcla de políticas. En el corto plazo, deberán retirar el estímulo fiscal para generar ahorro público y desendeudarse. Con este propósito, tendrán que procurar un fondeo que minimice los costos fiscales de los regímenes de pensiones y de protección social. También requerirán acometer reformas microeconómicas para mejorar la capacidad de sus economías de crecer en el largo plazo. Estas reformas deberán orientarse a garantizar un adecuado funcionamiento de los mercados, removiendo las distorsiones que aquejan sobre todo a los financieros y al laboral. Con ello se dinamizará la acumulación de los factores productivos. Además, requerirán generar incentivos para aumentar la inversión en infraestructura, capital humano, investigación y desarrollo e innovación, con el fin de incrementar la productividad y mejorar la competitividad de su producción doméstica. En algunos casos, finalmente, tendrán que considerar la pertinencia de introducir controles a los flujos externos de corto plazo, para moderar la volatilidad de la tasa de cambio.

En Colombia algunas de estas medidas parecen pertinentes y, gracias al capital político de la nueva administración, lucen posibles. En nuestro caso es urgente recuperar el balance fiscal para llevar la deuda pública a la senda decreciente que seguía antes de la crisis. Con ello disminuirán las necesidades de financiación y la presión al alza de las tasas de interés de largo plazo, lo cual desestimularía los flujos de capital y la tentación de colocar deuda en los mercados internacionales. En todo caso, deberá privilegiarse el endeudamiento interno frente al externo. El ajuste fiscal debe ir acompañado de la adopción de una regla como la propuesta por el gobierno anterior –con las modificaciones del caso–, para ahorrar los ingresos públicos extraordinarios en las etapas de auge de la economía y del sector de minas e hidrocarburos.

Asimismo, cabe la posibilidad de estimular las importaciones reduciendo los aranceles, como propuso el gobierno, para aumentar la demanda por moneda extranjera. Debe realizarse un esfuerzo mayúsculo para disminuir los costos de la producción doméstica, tanto en el corto plazo, mediante una reducción de las tarifas de los servicios públicos, en los casos en los que se pueda; como en el largo plazo, con una infraestructura de mejor calidad.



## Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007	2008	2009					2010				2011	
			T1	T2	T3	T4	total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.
PIB Nominal (USD mM)	207.8	242.6	60	61	62	63	247	66.6	68.4	70.1	71.8	276.9	...
PIB Nominal (COP MM)	432	477	123	126	127	129	505	129.9	133.3	136.8	140.0	540.0	...
<b>Crecimiento Real</b>													
PIB real (% Var. Interanual)	6.3	2.7	-0.4	-0.3	0.6	3.4	0.8	4.4	3.7	4.1	3.8	4.0	4.4
<b>Precios</b>													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	6.1	3.8	3.2	2.0	2.0	1.8	2.3	2.6	3.0	3.0	3.2
Inflación básica (% Var. Interanual)	5.2	5.9	5.4	4.5	3.9	2.7	2.7	2.3	2.2	1.1	0.5	0.5	...
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2002	2234	2561	2159	1922	2046	2046	1928	1916	...	...	1950	...
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.4	11.6	40.6	17.8	-1.2	-8.4	-8.4	-24.7	-11.2	...	...	-4.7	...
<b>Sector Externo</b>													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.0	-1.7	-2.5	-2.5	-2.2	...	...	...	...	-2.7	...
Cuenta corriente (USD mmM)	-5.8	-6.8	-1.0	-0.9	-1.5	-1.7	-5.1	...	...	...	...	-7.3	...
Balanza comercial (USD mmM)	-0.6	1.0	0.1	0.8	0.4	0.8	2.1	0.7	...	...	...	1.4	...
Exportaciones F.O.B. (USD mmM)	29.4	37.1	7.5	7.8	8.3	9.0	32.6	9.0	...	...	...	37	...
Importaciones F.O.B. (USD mmM)	30.1	36.3	7.4	7.0	7.9	8.2	30.5	8.3	...	...	...	36	...
Servicios (neto)	-2.6	-3.1	-0.5	-0.5	-0.7	-1.0	-2.7	...	...	...	...	-3.1	...
Renta de los factores												-9.7	
Transferencias corrientes (neto)	5.2	5.5	1.2	1.1	1.1	1.3	4.6	1.0	...	...	...	4.2	...
Inversión extranjera directa (USD mmM)	9.0	10.6	2.1	2.8	1.3	0.9	7.2	2.2	...	...	...	8.8	...
<b>Sector Público</b>													
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.8	0.9	...	...	...	...	-1.1	...	...	...	...	-1.3	-0.7
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3.2	-2.3	-2.7	-0.5	-0.5	-0.4	-4.2	0.1	...	...	...	-4.4	-3.9
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	...	-0.1	...	...	...	...	-2.4	...	...	...	...	-0.6	0.0
Bal. del SPNF (% del PIB)	-0.6	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-2.6	0.2	...	...	...	-3.6	-3.0
<b>Indicadores de Deuda</b>													
Deuda externa bruta (% del PIB)	21.4	18.9	20.2	20.0	22.1	...	24.1	...	...	...	...	20.4	25.0
Pública (% del PIB)	13.8	12.2	13.2	13.4	15.1	...	16.3	...	...	...	...	14.3	13.0
Privada (% del PIB)	7.7	6.9	7.0	6.6	7.0	...	7.8	...	...	...	...	6.1	12.0
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36.5	36.4	38.5	36.6	35.3	...	43.2	...	...	...	...	38.6	39.6

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

## Colombia. Estados financieros\*

	Jun-10 (a)	May-10	Jun-09 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
<b>Activo</b>	<b>218.462</b>	<b>209.417</b>	<b>197.221</b>	<b>8,3%</b>
Disponible	15.957	13.033	14.646	6,6%
Inversiones	47.816	47.348	40.849	14,5%
Cartera Neta	133.733	129.975	122.458	6,8%
Consumo Bruta	38.185	37.751	34.293	8,9%
Comercial Bruta	87.120	83.026	81.590	4,4%
Vivienda Bruta	11.919	11.592	9.754	19,5%
Microcrédito Bruta	3.645	3.613	3.273	8,9%
Provisiones**	7.137	6.007	6.451	8,2%
Consumo	2.623	2.141	2.633	-2,6%
Comercial	3.995	3.383	3.332	17,2%
Vivienda	381	347	342	9,1%
Microcrédito	138	136	144	-6,3%
Otros	20.956	19.061	19.269	6,4%
<b>Pasivo</b>	<b>190.308</b>	<b>181.856</b>	<b>173.849</b>	<b>7,1%</b>
Depósitos y Exigibilidades	145.970	143.064	137.160	4,1%
Cuentas de Ahorro	70.490	69.461	60.025	14,8%
CDT	43.809	43.155	48.659	-12,0%
Cuentas Corrientes	26.437	25.243	23.581	9,6%
Otros	5.234	5.206	4.895	4,6%
Otros pasivos	44.338	38.791	36.689	18,2%
<b>Patrimonio</b>	<b>28.155</b>	<b>27.562</b>	<b>23.372</b>	<b>17,8%</b>
<b>Ganancia/Pérdida del ejercicio</b>	<b>2.536</b>	<b>2.165</b>	<b>2.346</b>	<b>5,7%</b>
Ingresos por intereses	8.158	6.685	10.146	-21,4%
Gastos por intereses	2.641	2.162	4.655	-44,5%
Margen neto de Intereses	5.508	4.515	5.486	-1,8%
Ingresos netos diferentes de Intereses	3.908	3.246	4.098	-6,7%
Margen Financiero Bruto	9.416	7.762	9.584	-3,9%
Costos Administrativos	4.402	3.628	4.085	5,4%
Provisiones Netas de Recuperación	1.018	800	1.821	-45,4%
Margen Operacional	3.997	3.333	3.677	6,3%
<b>Indicadores</b>				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	<b>3,77</b>	<b>4,06</b>	<b>4,34</b>	<b>-0,57</b>
Consumo	5,88	6,32	8,00	-2,13
Comercial	2,75	2,97	2,68	0,07
Vivienda	3,86	4,00	4,61	-0,75
Microcrédito	5,77	5,88	6,61	-0,84
Cubrimiento**	113,16	108,74	115,25	<b>-2,09</b>
Consumo	116,90	89,73	95,98	20,92
Comercial	166,69	137,36	152,27	14,42
Vivienda	82,98	74,95	76,04	6,94
Microcrédito	65,75	64,21	66,75	-1,00
ROA	2,24%	2,23%	2,38%	-0,1%
ROE	17,48%	17,57%	20,76%	-3,3%
Solvencia	N.D.	14,42%	13,69%	N.D.

1/ Calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ Indicador de calidad de cartera en mora = Cartera Vencida / Cartera Bruta.

\*Datos mensuales a abril de 2010 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

\*\* No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.