

Documentos de Políticas Públicas

**CONSIDERACIONES CASI OBVIAS SOBRE LA TASA DE CAMBIO EN
COLOMBIA**

Juan Esteban Carranza Romero
Carlos Giovanni González Espitia

POLICY PAPER 2009 - 002

POLIS

Observatorio
de Políticas
Públicas



**DOCUMENTOS DE POLÍTICAS PÚBLICAS
POLIS**

ISSN: 2011 -5903

2009 - 002 Cali, Diciembre de 2009.

Comité Editorial

Blanca Cecilia Zuluaga
John James Mora
Julio Cesar Alonso
Luciana Manfredi
Vladimir Rouvinski
Silvana Godoy Mateus
Ximena Dueñas Herrera

Observatorio de Políticas Públicas – POLIS
Teléfono: (2) 555 23 34 Ext. 8400 Fax: (2) 555 17 06
Calle 18 N° 122 – 135 Cali –Colombia
Correo electrónico: polis@icesi.edu.co
www.icesi.edu.co/polis

CONSIDERACIONES CASI OBVIAS SOBRE LA TASA DE CAMBIO EN COLOMBIA¹

Juan Esteban Carranza Romero
jecarranza@icesi.edu.co
Profesor Tiempo Completo
Departamento de Economía
Universidad Icesi (Cali-Colombia)

Carlos Giovanni González Espitia
cggonzalez@icesi.edu.co
Profesor Tiempo Completo
Departamento de Economía
Universidad Icesi (Cali-Colombia)

Resumen

Este documento tiene como objetivo presentar algunas consideraciones casi obvias sobre la tasa de cambio en Colombia, precisando los hechos antes que asignar culpables. Las preguntas base del documento son: ¿a qué se deben las fluctuaciones día a día del precio del dólar y su aparentemente desmesurada volatilidad?, ¿a qué se debe su trayectoria de largo plazo, es decir, su persistente tendencia a la baja? Por último, ¿qué tan grave es en realidad la revaluación del peso? Estas preguntas se resuelven con argumentos económicos que en su mayoría no han sido tenidos en cuenta por los analistas económicos más reputados en Colombia y sin necesidad de hacer cálculos sofisticados.

Palabras clave: Finanzas Internacionales, Tasa de Cambio, Banco Central, Colombia.
Clasificación JEL: F3, F31, E58.

¹ Agradecemos los comentarios y sugerencias de la profesora Ximena Dueñas Herrera, Directora del Observatorio de Políticas Públicas - POLIS. Las opiniones contenidas en este documento, los errores u omisiones son de exclusiva responsabilidad de los autores.

Contenido

1. Introducción.....	3
2. Las fluctuaciones día a día de la tasa de cambio	3
3. La revaluación de largo plazo	7
4. ¿Y a todas estas, qué tan grave es la revaluación?	9
5. Referencias	11

1. Introducción

Mucho alboroto ha causado la evolución de la tasa de cambio del peso al dólar en lo corrido de los últimos meses, tiempo durante el cual ha alcanzado niveles nominales similares a los vistos hace alrededor de diez años. Las interpretaciones de lo que sucede retumban confusamente en los medios de comunicación y aún en los medios cuasi académicos de la tecnocracia: el primer sospechoso es el Banco de la República y su política cambiaria y crediticia. El segundo es el gobierno por su política fiscal o por su manejo de Ecopetrol. El tercero es el resto del mundo y Estados Unidos en particular, cuyas políticas monetarias han favorecido la pérdida de valor del dólar en todo el mundo.

Este documento pretende precisar los hechos antes que asignar culpas o, incluso, proponer políticas. Las preguntas a responder son: ¿a qué se deben las fluctuaciones día a día del precio del dólar y su aparentemente desmesurada volatilidad?, ¿a qué se debe su trayectoria de largo plazo, es decir, su persistente tendencia a la baja? Por último, ¿qué tan grave es en realidad la revaluación del peso?

El problema de fondo, que no se pretende resolver y que por lo pronto elude incluso a los macroeconomistas más reputados, es la determinación de los precios de las monedas del mundo, de forma más general, la determinación de los precios globales de los activos, incluyendo otros activos financieros y *commodities*. Como la economía colombiana tiene un peso insignificante con respecto a la economía mundial, se piensa en la tasa de cambio colombiana como un precio más, dentro del inmenso portafolio global de activos.

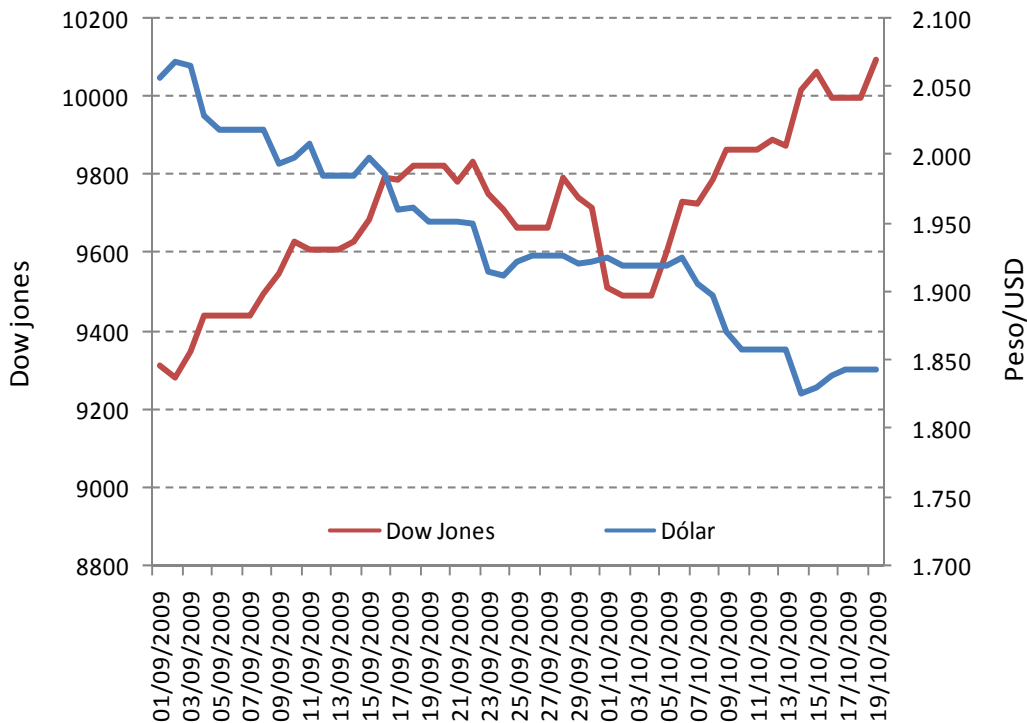
2. Las fluctuaciones día a día de la tasa de cambio

Una inspección rápida de la evolución día a día del precio del peso y de otros activos financieros mundiales revela que sus fluctuaciones de corto plazo están relacionadas directamente con la evolución de la bolsa de Nueva York o, más generalmente, con el comportamiento de las bolsas del mundo. Así, cuando el peso se encarece (es decir, cuando la tasa de cambio se revalúa), los índices de la bolsa de Nueva York también suben. De esta forma, cuando la bolsa de Nueva York alcanzó su piso histórico en el

2007, el precio del peso alcanzó de igual forma uno de sus precios más altos. Cuando la bolsa de Nueva York se desplomó durante el primer semestre del 2009, la tasa de cambio se devaluó hasta alcanzar niveles superiores a los \$2500.

Por lo tanto, la relación es mucho más clara en los cambios día a día. Esto significa, sencillamente, que el precio del peso día a día responde a los mismos factores a los que responden los precios de las acciones listadas en el Índice Dow Jones o el S&P500. En el Gráfico 1 se observa la evolución en el corto plazo de la tasa de cambio y el Índice Dow Jones de la bolsa de Nueva York al cierre de cada mercado durante el periodo comprendido entre septiembre, y el 19 de octubre de 2009. El gráfico permite observar claramente la correlación negativa de las dos variables: cuando la tasa de cambio baja, apreciándose, el Índice Dow Jones sube.

Gráfico 1. Evolución en el corto plazo de la tasa de cambio y el índice Dow Jones



Fuente: REUTERS

La correlación es suficientemente clara en el gráfico a pesar de que los precios corresponden a dos horas diferentes, pues el mercado en Nueva York cierra a las 4pm,

mientras que el mercado cambiario en Bogotá cierra a la 1pm. La impresión anecdótica, que no es posible confirmar más formalmente por falta de datos, es que la correlación es mucho más fuerte usando los precios a la hora que cierra el mercado en Bogotá, pues en muchas ocasiones ocurren saltos sustanciales en la bolsa de Nueva York justo antes del cierre y estos se reflejan en el mercado cambiario sólo hasta el día siguiente.

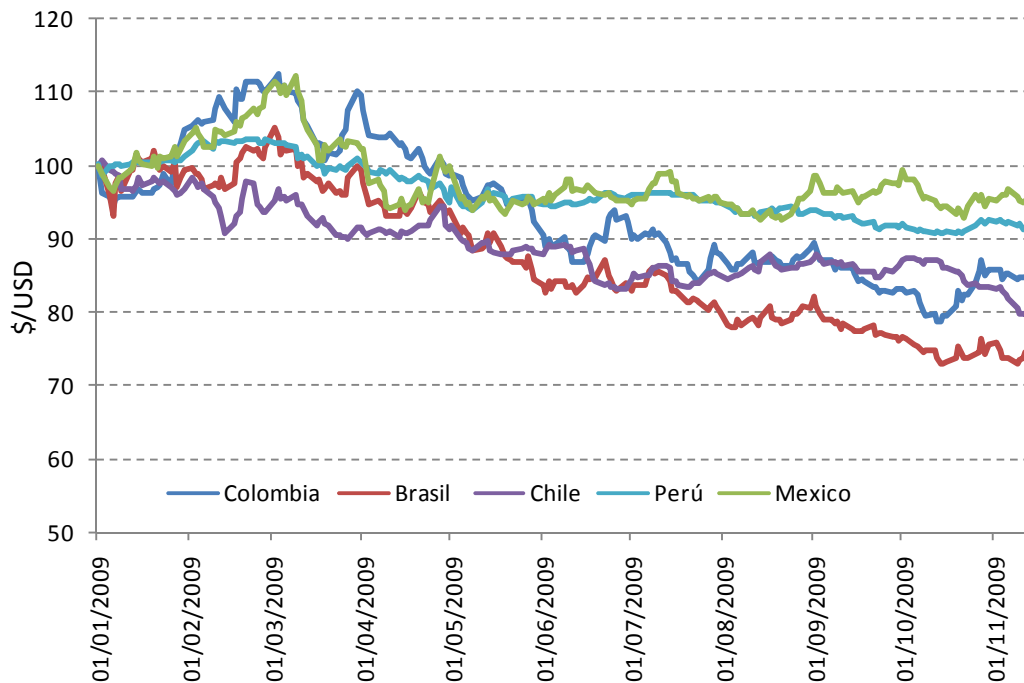
Ahora, si el precio del peso y el precio de la acciones en Nueva York responden en general a los mismos factores, sería presuntuoso afirmar que estas fluctuaciones tienen una gran relación con decisiones del gobierno colombiano, la autoridad monetaria o de empresas colombianas, por grandes que sean. Afirmar eso sería afirmar que las decisiones tomadas en Colombia afectan el comportamiento de los mercados accionarios globales, lo cual es absurdo. Entender qué determina el comportamiento de estos mercados globales, como ya se mencionó, es un problema que se sale del alcance de este documento. Pero, por lo pronto, es posible vaticinar con plena confianza que el comportamiento de corto plazo de la tasa de cambio en un futuro próximo será el mismo que el de los mercados globales de acciones.

Por otro lado, la variación de la tasa de cambio colombiana sigue el mismo patrón de otras monedas latinoamericanas, particularmente la brasilera. En el largo plazo, la mayoría de las monedas del mundo se han revaluado frente al dólar y esta revaluación está correlacionada con las ganancias generadas en los últimos diez años en los mercados accionarios, en Estados Unidos especialmente, y el crecimiento de los precios de las *commodities*, sobre todo el del petróleo. De hecho, el proceso de revaluación de las monedas del mundo frente al dólar y el crecimiento de los precios de las *commodities* se revirtió temporalmente tras la caída estrepitosa de los mercados financieros en Estados Unidos.

El Gráfico 2 muestra la evolución de la tasa de cambio de las principales monedas de la región frente al dólar durante el periodo comprendido entre el primero de enero y el 13 de noviembre de 2009. Las tasas de cambio fueron normalizadas a 100 en su primera observación para hacerlas comparables en el gráfico y así poder observar la revaluación

que han tenido la mayoría de las monedas de la región. El gráfico presenta las siguientes monedas y su tipo de cambio con respecto al dólar: peso colombiano, real brasilero, nuevo sol peruano y peso chileno. Estas cuatro monedas, incluido el peso colombiano, se han revaluado durante el 2009 y la correlación de sus variaciones de corto plazo (sobre todo la del real brasilero y el peso colombiano) es sorprendente.

Gráfico 2. Evolución de la tasa de cambio de las principales monedas de la región (\$) frente al dólar (USD)



Fuente: REUTERS

Aunque es cierto que la correlación entre la variación de la tasa de cambio colombiana con otras monedas es alta, su volatilidad es mayor. Entender este fenómeno requiere quizá pensar qué representa esta tasa de cambio dentro del universo de precios del portafolio global de activos financieros. El precio del peso es una tasa de descuento aplicada a los activos denominados en pesos. Ya se señaló que su variación está guiada por el comportamiento de los mercados financieros mundiales, de manera que hay que preguntarse qué activos denominados en pesos demandan los inversionistas globales. Fundamentalmente son acciones de Ecopetrol y deuda pública. En otros casos comparables, por ejemplo Brasil, el número de activos es mayor. Esta regla estadística trivial (es decir, que la varianza de un grupo pequeño de variables aleatorias es mayor que

la de un grupo grande, incluso si la varianza de cada una de las variables es igual) explicaría la mayor variabilidad de la tasa de cambio colombiana. Esto es una hipótesis que valdría la pena explorar en un futuro.

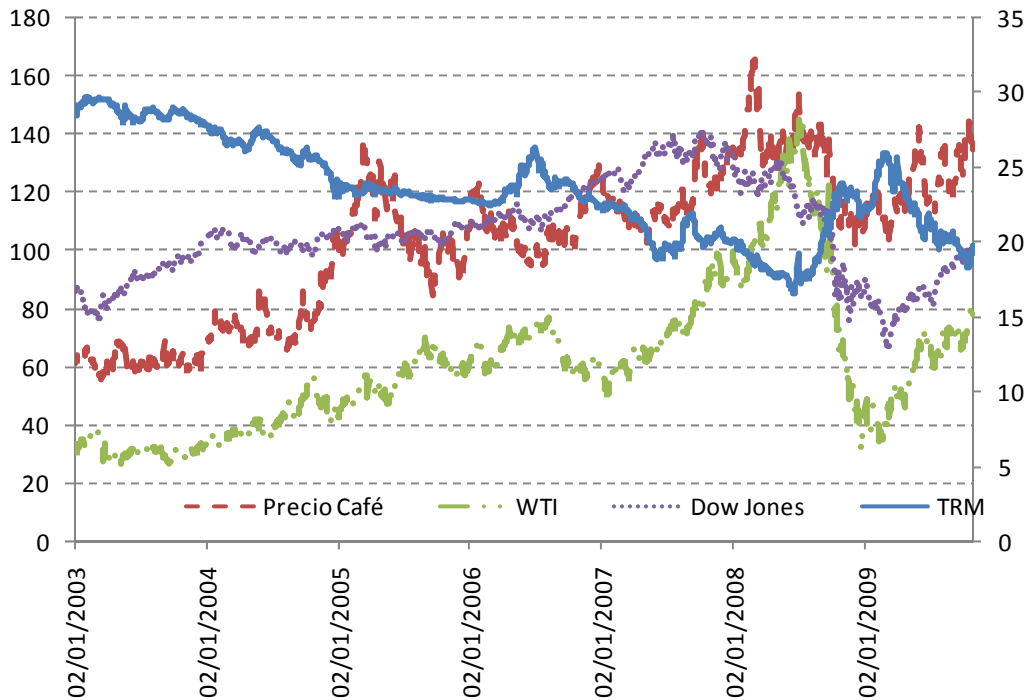
3. La revaluación de largo plazo

La evolución de la tasa de cambio corresponde a la variación de las tasas de cambio en economías comparables y, aún, de economías desarrolladas distintas a la estadounidense. Y que sigue además, una trayectoria similar al precio del dólar, el café y otras *commodities*. Es cierto, sin embargo, que la revaluación acumulada del peso es relativamente más dramática que en otras economías latinoamericanas, exceptuando a Brasil.

En el Gráfico 3 se observa la evolución de largo plazo de la tasa de cambio, el Índice Dow Jones, el precio del petróleo (WTI) y el precio del café entre el año 2003 y lo corrido del año 2009. Las series de la tasa de cambio y el índice Dow Jones fueron divididas por 100 para hacerlas comparables en un gráfico con respecto al precio del petróleo (WTI) y al precio internacional del café.

También se puede observar que los precios de los *commodities* -el precio del petróleo y del café- y el índice Dow Jones presentan una fuerte tendencia al alza hasta mediados del 2008. Durante el mismo periodo, la tasa de cambio experimentó un proceso de revaluación nunca antes visto en Colombia. Cuando, después del verano de 2008, el precio del petróleo, del café y el Índice Dow Jones se desplomaron, la tasa de cambio se devaluó sustancialmente. Durante el 2009 los precios de los *commodities* y la bolsa de Nueva York han vuelto a despegar y, al mismo tiempo, el dólar perdió de nuevo su valor en Colombia y en todo el mundo.

Gráfico 3. Evolución de largo plazo de la tasa de cambio, el índice Dow Jones y algunos *comodities*



Fuente: REUTERS

Como se indicó anteriormente, la fijación del precio relativo de la moneda colombiana es el resultado de la interacción de los mercados globales de activos. El 11 de febrero de 2003 el dólar llegó a su máximo \$2968, cinco años después, con una fuerte tendencia a revaluarse llegó a su mínimo el 19 de junio de 2008 cuando se situó en \$1652. Entender al detalle ese problema excede el alcance de este documento. Basta citar dos factores que pueden estar determinando la desviación relativa del precio del peso frente al precio de monedas de economías comparables.

En primer lugar, hay que señalar que estamos bajo un régimen de tasa de interés fija a un nivel sustancialmente superior al nivel de la tasa de interés estadounidense. Este bache entre las dos tasas es, de por sí, explicación suficiente para el fortalecimiento del peso, pues el arbitraje internacional de tasas de interés requiere una devaluación esperada, lo cual es sólo posible con una revaluación hoy de la tasa de cambio. El Banco de la República ha venido reduciendo su tasa de interés de intervención paulatinamente, pero existe la percepción –quizá justificada– que la tasa tendrá que bajar aún más, dado los

bajos niveles de inflación y la presión política que genera la revaluación. Esta expectativa, que podría haber sido alimentada en forma creciente por los anuncios mensuales de la tasa de inflación, es un factor que debe haber jalonado la tasa a la baja. En este sentido, la resistencia del Banco a bajar la tasa de interés es una de las causas de la revaluación. Vale la pena mencionar las desmesuradas ganancias recién reportadas del sector financiero colombiano que, según un informe de la Superintendencia Financiera, ascendieron a 4,42 billones de pesos (2,210 millones de dólares) en el primer semestre de del año 2009, a pesar de la desaceleración de la economía. Estas ganancias, sin duda, han sido alimentadas por las operaciones de arbitraje de tasa de interés que sólo pueden realizar las entidades financieras colombianas ya que son las únicas que pueden realizar operaciones directamente con el Banco de la República.

En segundo lugar, hay que resaltar la situación fiscal. Ante la desaceleración de la economía, el gobierno ha anunciado un programa muy ambicioso de gasto público para ser financiado con deuda. Sin importar de dónde se emita esa deuda (y muy a pesar de las intenciones del Ministerio de Hacienda de emitir la deuda domésticamente para no presionar la tasa de cambio) los recursos vendrán de afuera y esto afecta la tasa de cambio desde hoy, hagan lo que hagan. No sobra anotar algo sugestivo aunque difícil de probar: Brasil y Colombia, los países latinoamericanos más afectados por la revaluación, tienen elecciones en el año 2010, de manera que no sorprende que los inversionistas anticipen una explosión del gasto público a ser financiado con recursos externos. En ambos países los gobiernos actuales desean permanecer en el poder, bien sea literalmente (en Colombia) o a través del partido de gobierno (en Brasil).

4. ¿Y a todas estas, qué tan grave es la revaluación?

Sin duda hay sectores cuya preocupación es más o menos legítima: los floricultores, por ejemplo, tienen su mercado principal en Estados Unidos, donde la demanda ha caído y, además, enfrentan una tasa de cambio desfavorable. Por otro lado, algunos costos de la floricultura están denominados en dólares y disminuyen con la revaluación. Esto incluye los fertilizantes importados, los fletes y los gastos de envío denominados en dólares, que

se han abaratado en pesos.

Sin embargo, la mayor parte de las exportaciones colombianas –las exportaciones tradicionales –son *commodities*, como el petróleo, café, banano, azúcar, carbón. Como ya se indicó, el precio mundial de estas *commodities* sigue directamente el precio del dólar, a veces día a día. Por ejemplo, cuando la bolsa de Nueva York sube, el precio del petróleo sube y el precio del peso colombiano –y de casi todas las monedas del mundo –sube.

Esta relación no es casual; por el contrario, es estructural. De manera que, cuando exportadores tradicionales se quejan de la revaluación (para lo cual están en todo su derecho, sino en su obligación), debe considerarse que en general una fracción sustancial de las pérdidas causadas por la caída de la tasa de cambio es compensada, de forma automática, con la subida de sus precios internacionales.

Quedan entonces las exportaciones no tradicionales. Sin embargo, no son todos los exportadores no tradicionales los que pierden con la revaluación. Sólo aquellos que exportan a países con precios en dólares se ven afectados negativamente. En otras palabras, un exportador de llantas, que exporta a Brasil no pierde, pues si sus precios en moneda brasilera siguen iguales, la revaluación del peso es más que compensada por la revaluación simultánea del real. Lamentablemente para Colombia, dos de sus mercados más importantes de exportaciones no tradicionales son Estados Unidos y Ecuador, países cuya moneda es el dólar. Cabe entonces pensar que las pérdidas por la revaluación de las empresas que exportan bienes no tradicionales a estos países no son compensadas por las posibles ganancias en sus costos denominados en dólares (insumos, transporte); aunque la gravedad del problema depende de la estructura productiva y logística de cada industria.

Por otro lado, la revaluación trae beneficios a muchos sectores, que no vamos a discutir pues son bien conocidos. Industrias que dependen de insumos importados de Estados Unidos, o el gobierno cuya deuda denominada en dólares pierde valor en pesos, están entre los beneficiarios obvios. No se pretende negar la seriedad del problema de la revaluación, pero sí anotar que la porción de la economía verdaderamente golpeada por

este fenómeno es mucho más limitada que lo que parecería a primera vista.

5. Referencias

Banco de la República (2009). *Informe de la junta directiva al Congreso de la República*, Marzo, Bogotá. www.banrep.gov.co

Banco de la República (2009). *Informe de la junta directiva al Congreso de la República*, Julio, Bogotá. www.banrep.gov.co

Banco de la República (2009). *Informe estadísticas monetarias y cambiarias*, informes económicos, Bogotá. www.banrep.gov.co

REUTERS (2009). *Series económicas y financieras*, software REUTERS, Bogotá.

Superfinanciera (2009). *Indicadores: series del mercado cambiario*, Bogotá. <http://www.superfinanciera.gov.co/>

Walsh, Carl (2003). *Monetary Theory and Policy*, 2nd. ed, The MIT Press.

Documentos de Políticas Públicas - POLIS

Artículos Publicados

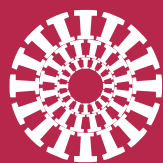
Policy Paper Número	Autor(es)	Título	Fecha
2008 - 001	Pablo Sanabria Natalia Solano	Seguimiento a las Finanzas Públicas del Valle del Cauca 2004 – 2006	Julio de 2008
2008-002	Juan Pablo Milanese	Relaciones ejecutivo-legislativo en la actual coyuntura política colombiana, un análisis desde la lógica de los veto players	Octubre de 2008
2008-003	Juanita Villaveces	Política de tierra en Colombia Enfoques y perspectivas de política pública	Noviembre de 2008
2009-001	Jhon James Mora Carlos Giovanni González	Desaceleración de la economía y las políticas activas de empleo: una estrategia común para la creación activa de empleo para la ciudad de Cali – Colombia	Julio de 2009
2009-002	Juan Esteban Carranza Romero Carlos Giovanni González	Consideraciones casi obvias sobre la tasa de cambio en Colombia	Diciembre de 2009

POLIS

www.icesi.edu.co/polis

¿Qué es *POLIS*?

Una unidad académica y de coordinación de la Universidad Icesi que tiene por objeto hacerle seguimiento y evaluación a hechos y decisiones de carácter político y a políticas públicas de interés general o consideradas estratégicas para el desarrollo del Valle del Cauca.



UNIVERSIDAD
ICESI

Teléfono: 555 2334 **Ext.:** 400 | **Fax:** (572) 555 1706

Calle 18 No. 122 - 135 Cali - Colombia

Correo electrónico: polis@icesi.edu.co

www.icesi.edu.co/polis

www.icesi.edu.co/polis