

Regímenes cambiarios en Colombia

Hernando Vargas

Banco de la República
Colombia

Noviembre de 2010

Contenido

I. Cronología

II. El “Crawling Peg”

III. El régimen de bandas cambiarias

IV. Flotación: Ventajas y retos del régimen actual

V. Conclusión

I. Cronología

Lento proceso de convergencia hacia un
régimen cambiario flexible

1967-1991: “Crawling Peg”

1991-1999: Bandas cambiarias

1999-hoy: Flotación

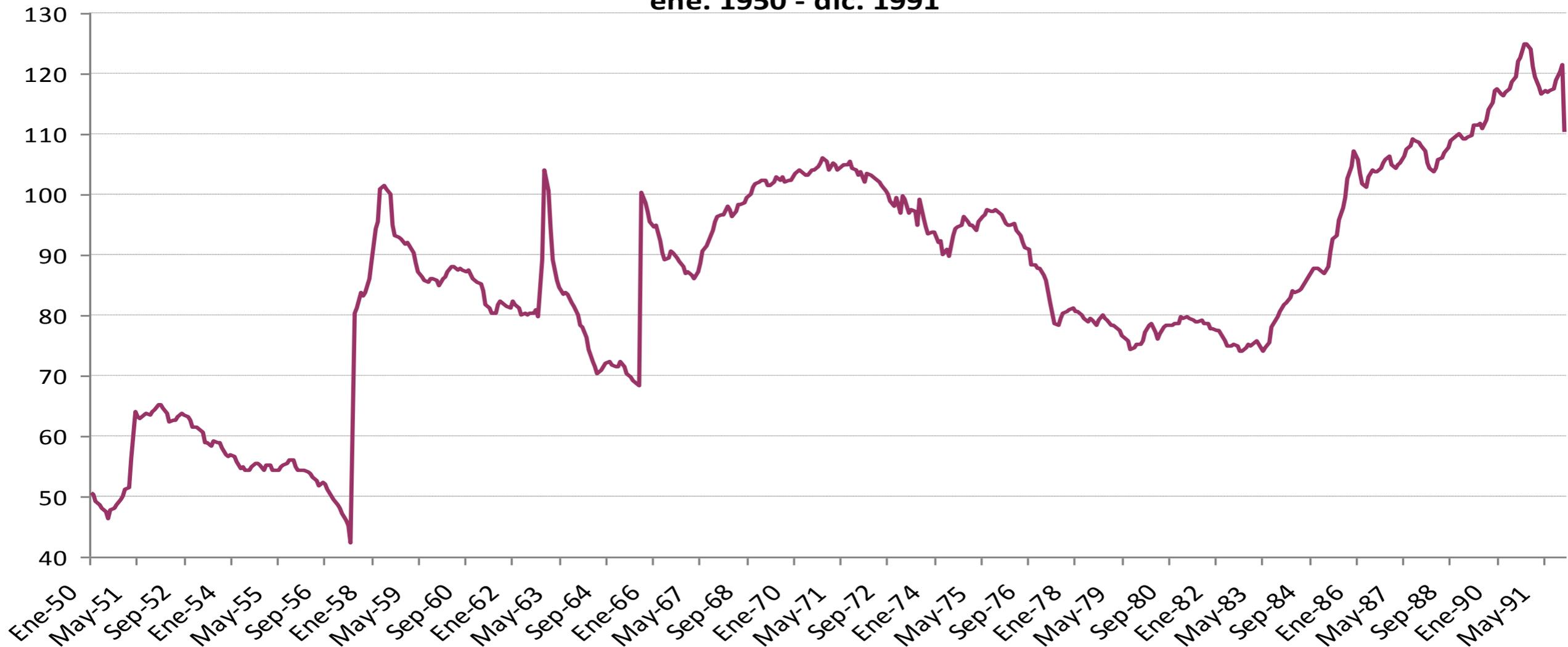
I. El “Crawling Peg”

Crawling Peg

- Adoptado después de un período largo de "tasa de cambio fija ajustable", caracterizado por grandes devaluaciones debidas a desequilibrios monetarios o fiscales
- Mini-devaluaciones + estricto control de cambios para evitar grandes caídas de las reservas internacionales y crisis cambiarias

Sistema exitoso en este sentido

ITCR bilateral del peso con el dólar
ene. 1950 - dic. 1991



IPP: Entre 1948 y 1969 se consideró el índice de precios al por mayor del comercio en general. Entre 1970 y 1990 corresponde al índice de precios al por mayor y a partir de 1991 corresponde al IPP.

Sin embargo, tuvo consecuencias adversas y mantuvo características de un régimen de tasa de cambio fija...

Permitió un aumento permanente de la inflación y la indexación (metas de tasa de cambio real)

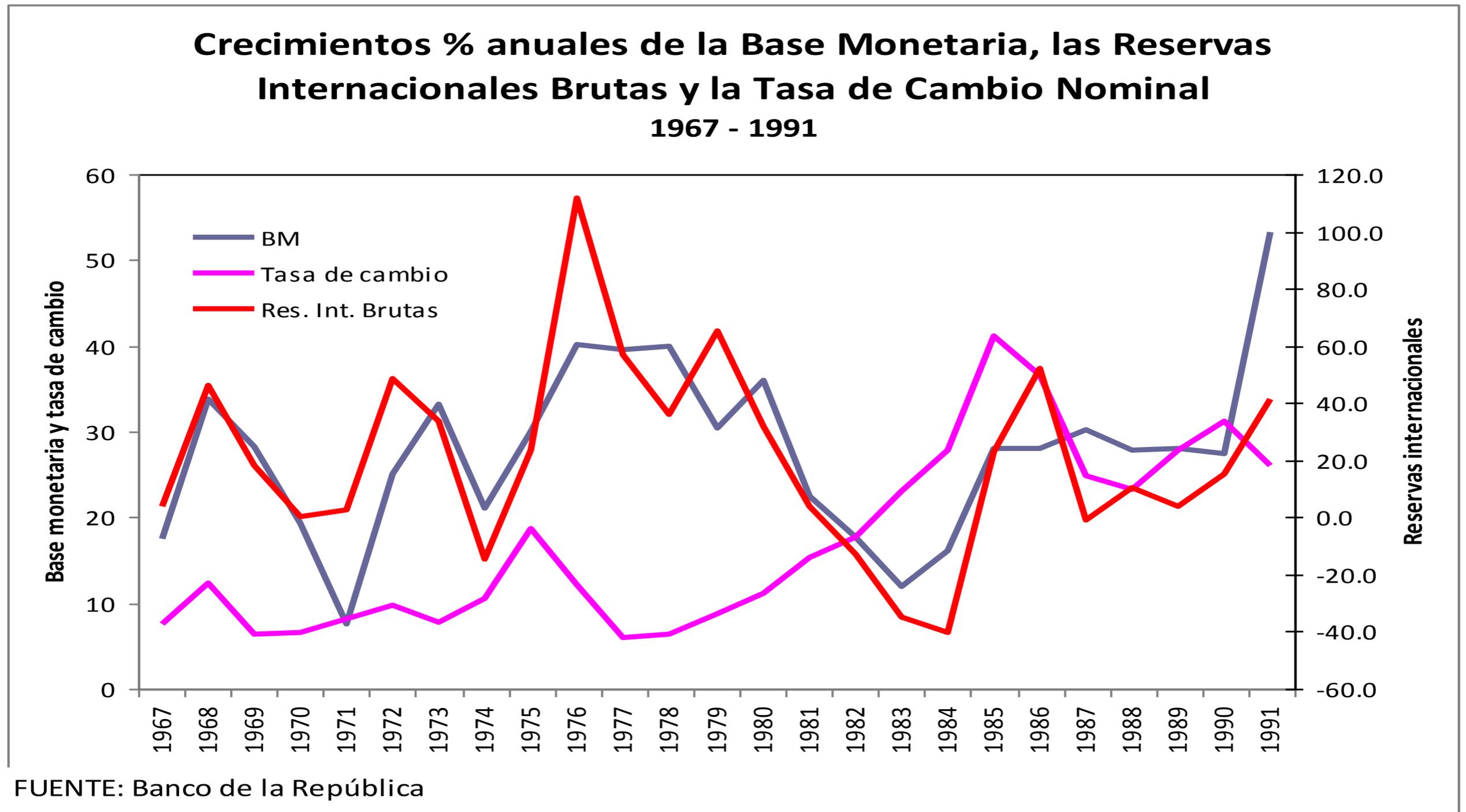
Inflación anual (IPC)

ene. 1955 - dic. 1991



Fuente: DANE

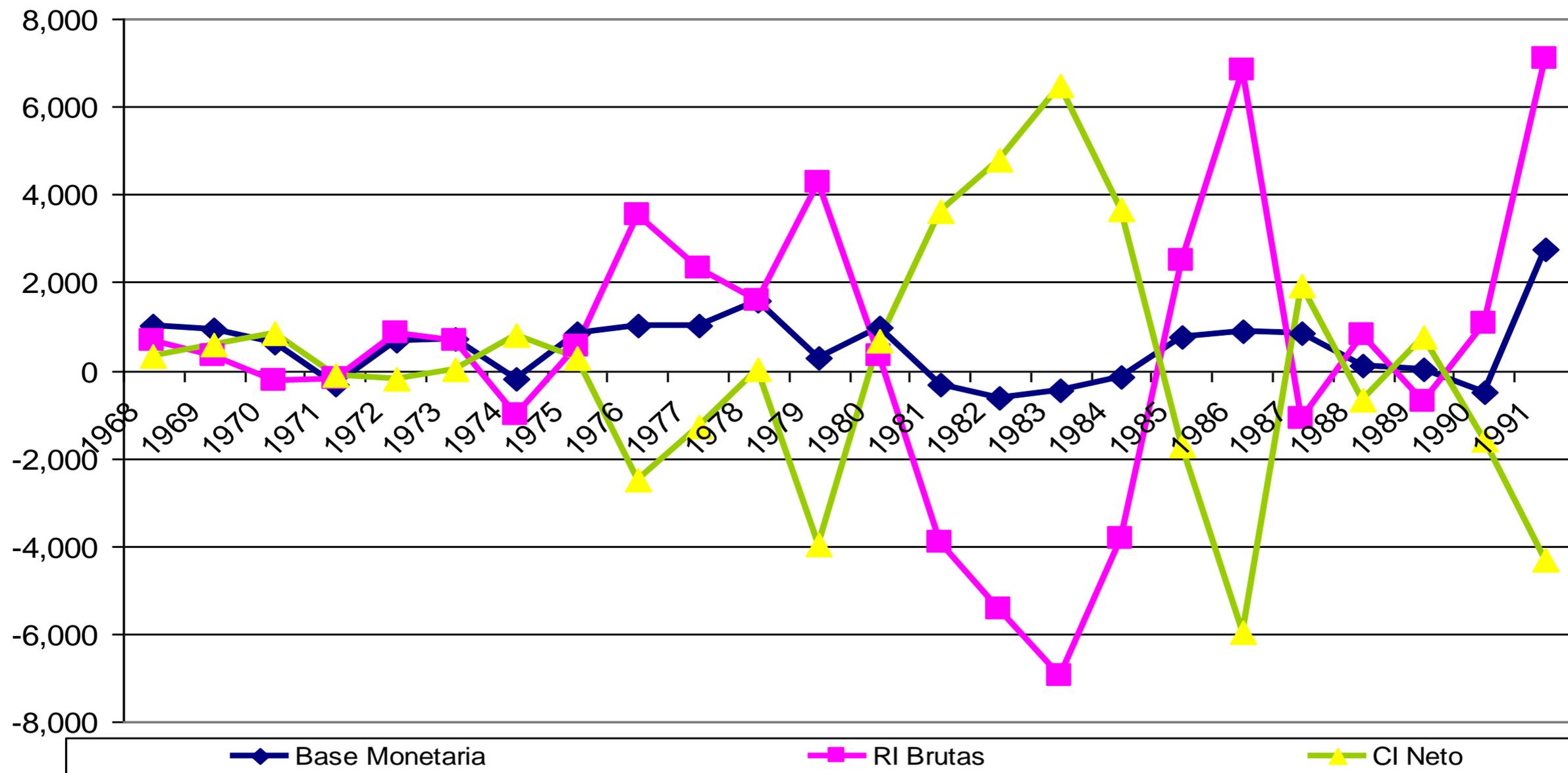
Retuvo las características de un régimen de tasa de cambio fija ...



- Grandes cambios de las reservas internacionales reflejados en el crecimiento de la base monetaria
- Continua devaluación nominal del peso

... A pesar de los esfuerzos de las autoridades mediante ajustes en el crédito interno del Banco Central ...

Variaciones anuales de la Base Monetaria, las Reservas Internacionales y el Crédito Interno Neto del Banco de la República (miles de millones de pesos de dic. de 2008)

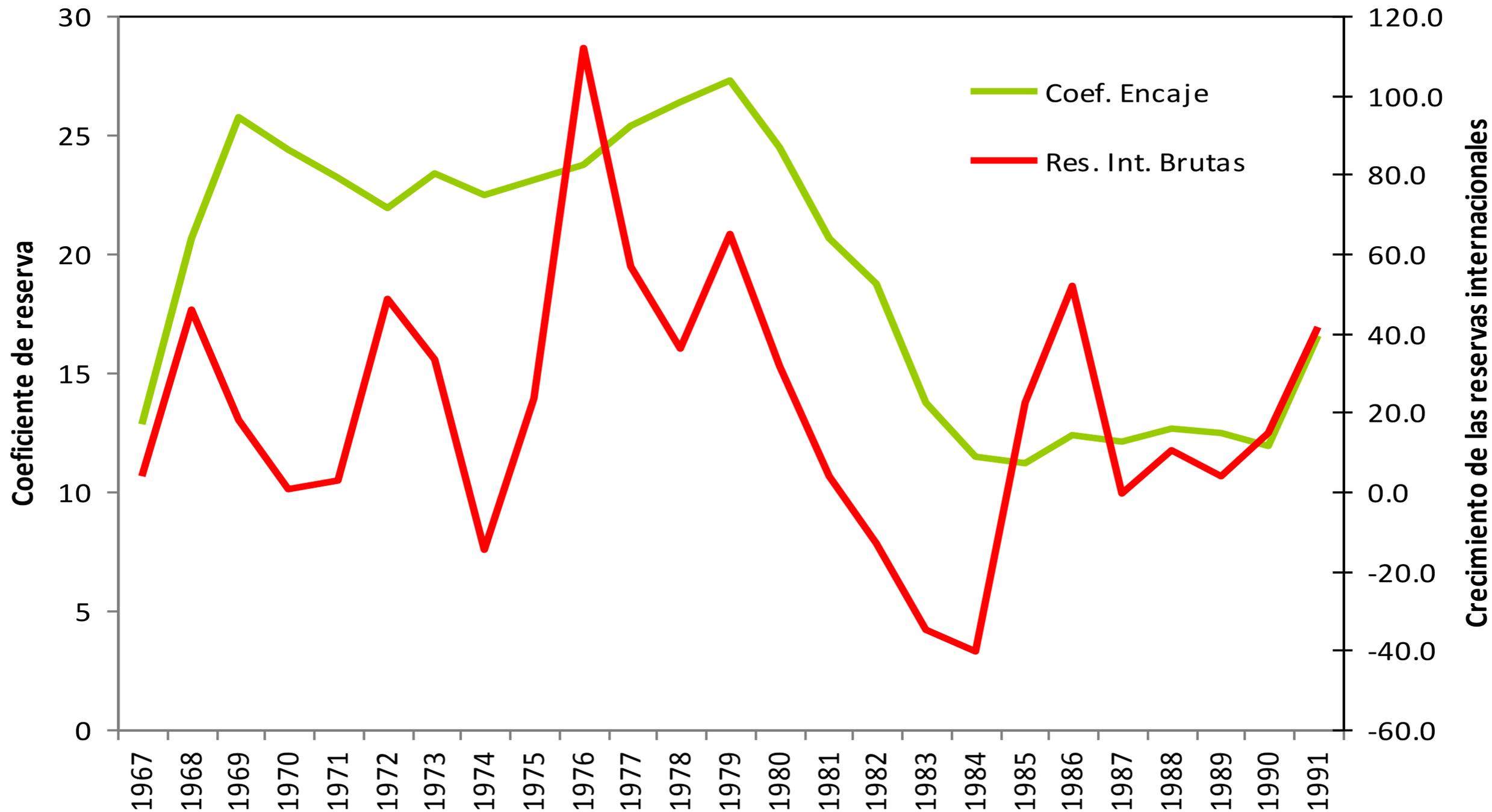


* La serie de Reservas Internacionales corresponde al saldo con efecto monetario y no incluye la valorización del saldo vigente. Se utilizó el IPC sin alimentos

FUENTE: Banco de la República

... y de los encajes

Coeficiente de reserva y crecimiento % anual de las reservas internacionales brutas



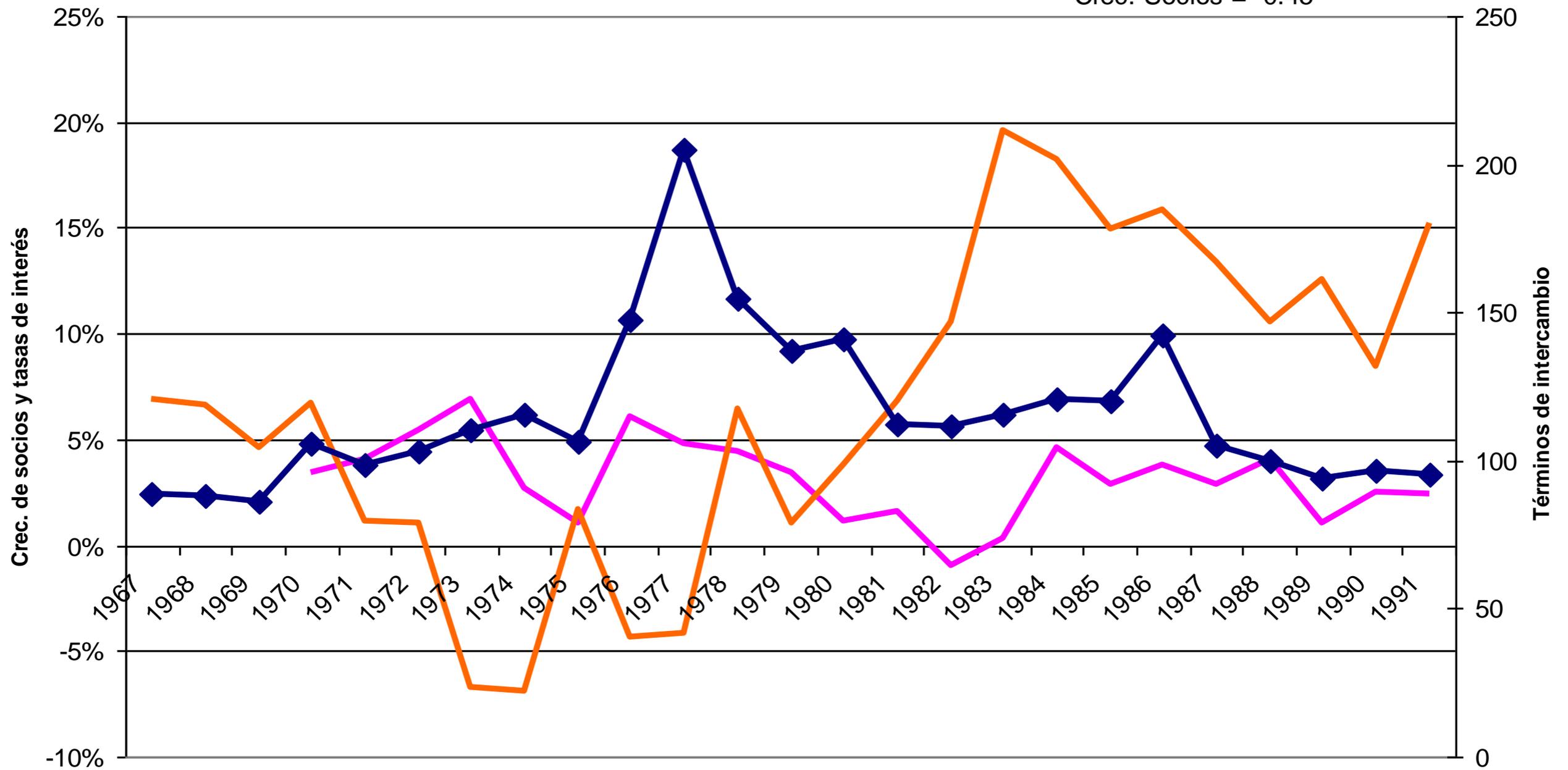
... Por lo cual:

- La política monetaria tendió a ser procíclica
 - La represión del sistema financiero se mantuvo, no solo como sustento del crédito de fomento, sino como herramienta de esterilización,...
- ... pese a esfuerzos de liberalización y profundización financiera (desde los años setenta)

Política monetaria tendió a ser procíclica ante choques grandes del sector externo

Términos de intercambio, crecimiento de socios comerciales y tasa de interés real activa

Correl. Tasa de interés real activa:
TI = -0.27
Crec. Socios = -0.45



Crecimiento Socios Comerciales

T. interés real activa

Términos de intercambio

Hacia finales de los ochenta:

- Economía con alta inflación
- Represión financiera
- Distorsiones en comercio exterior, mercado laboral etc.

⇒ Programa de reformas (comienzos de los noventa)

- Apertura comercial
- Reformas financiera y laboral
- Banco central independiente

III. El régimen de bandas cambiarias

Contexto de su adopción

- Instauración del Banco Central Independiente (1991) con un mandato constitucional de preservar el poder adquisitivo de la moneda
 - Apertura económica (comercial y de capitales)
 - Reforma financiera (liberalización)
 - Reconocimiento de fuertes choques externos a la TCR
- ⇒ Ancla cambiaria única no viable
- ⇒ Requisito: Ancla monetaria y algún grado de autonomía de la política monetaria ...

Estrategia de política monetaria

- ... Sin embargo, no había experiencia con el funcionamiento de un mercado cambiario ni con la flotación

... Además de un punto de partida de inflación alta y décadas de inflación moderada \Rightarrow Baja credibilidad de la política anti-inflacionaria

\Rightarrow Límites a la flexibilidad de la tasa de cambio

\Rightarrow Sistema de metas intermedias de agregados monetarios y bandas cambiarias

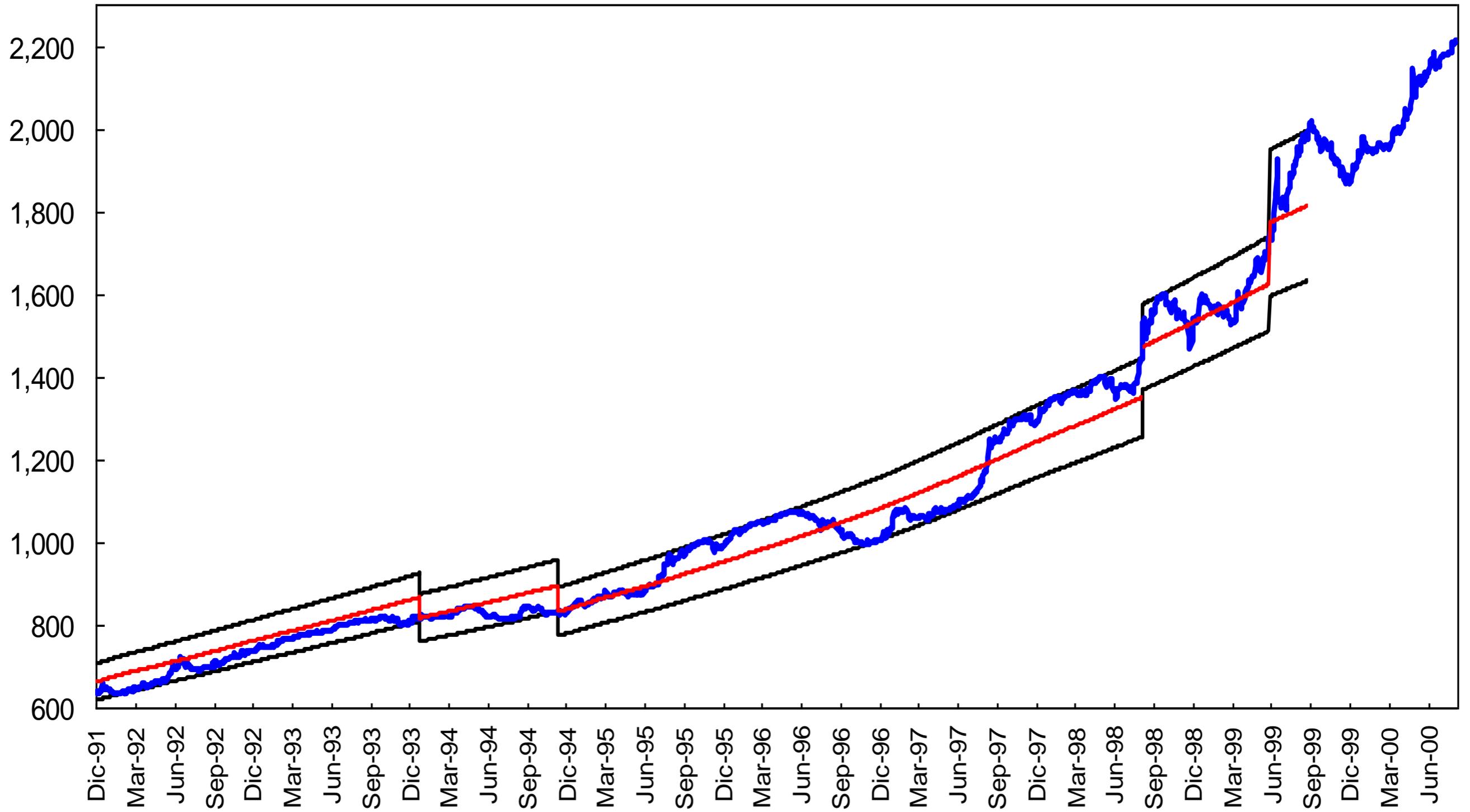
Operación de la política monetaria

- “Corredores” para los agregados monetarios (M1 ó M3, Base) construidos con base en:
 - Estimación de demanda de base monetaria
 - Meta de inflación
 - Pronóstico de crecimiento
 - Supuesto de tasa de interés
- Reducción y simplificación de los encajes (uso mínimo como herramienta de política monetaria)

Operación de la política cambiaria

- Banda cambiaria:
 - Amplitud: +/- 7%, rango considerado suficiente para acomodar la volatilidad típica de los choques a la TCR
 - Pendiente: Diferencia entre la meta de inflación y la inflación externa, con la posibilidad de un ajuste por variaciones “fundamentales” en la TCR
 - Intervención cambiaria marginal e intramarginal (reglas internas)

Banda cambiaria y tasa representativa del mercado (Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República - Subgerencia de Estudios Económicos

Complicado esquema de política monetaria y cambiaria

Conflictos potenciales entre los “corredores” monetarios y la banda cambiaria

Además, en 1995 se establece un “corredor” para la tasa de interés interbancaria

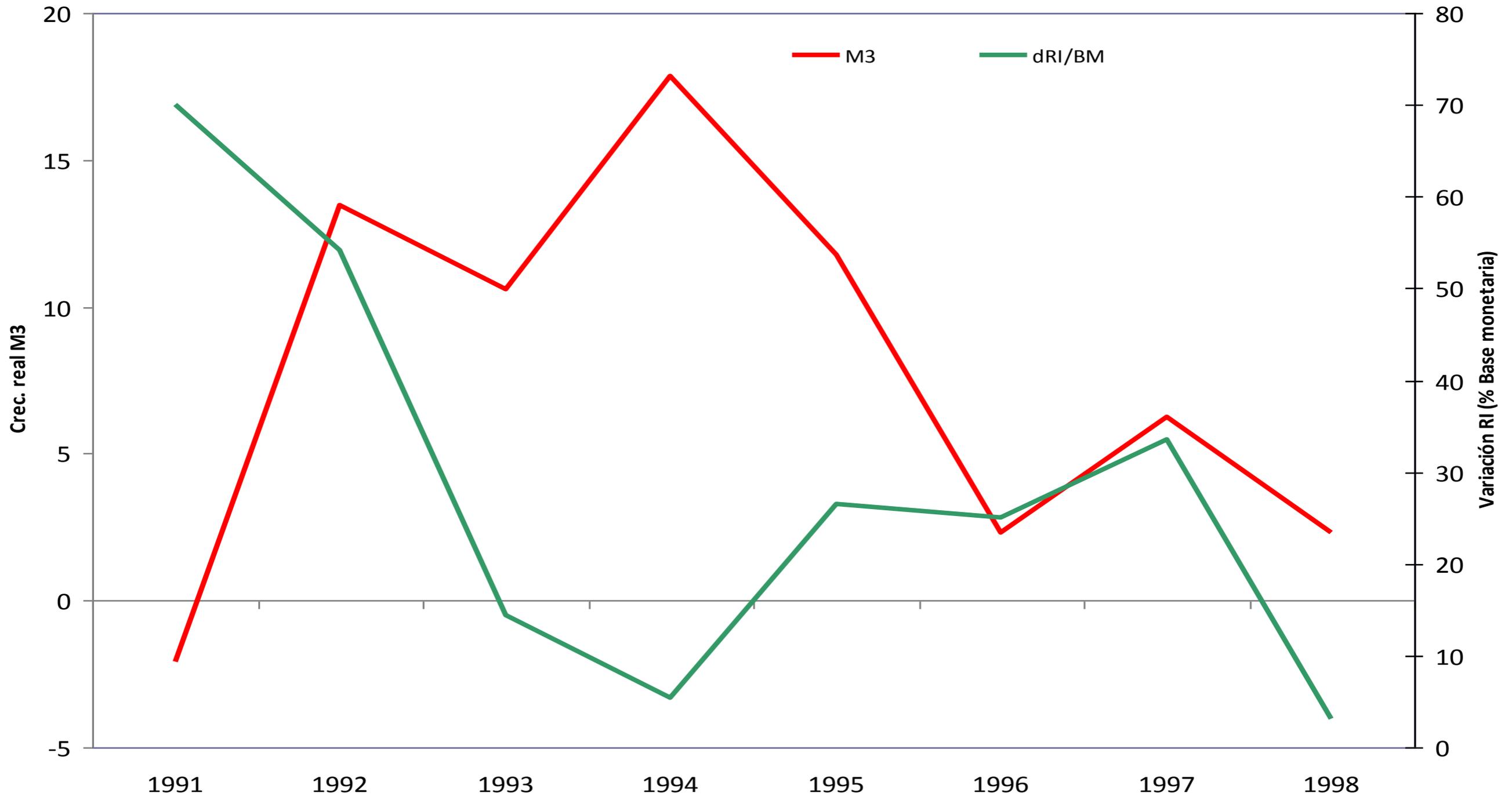
Sistema de prioridades que supuestamente privilegiaba los agregados monetarios

La macroeconomía colombiana en los años noventa

- Fuertes entradas de capitales: Superávit de la cuenta de capital de 4% del PIB en promedio entre 1992 y 1997
 - Aumento del gasto público: 12% del PIB entre 1990 y 2000
- ⇒ Tendencia a la apreciación real del peso
- ⇒ Intervención cambiaria, aumento de las reservas internacionales, la base monetaria y el multiplicador
- ⇒ Reducción de las tasas de interés reales y alto crecimiento del crédito

Inicialmente la acumulación de RI se esterilizó con encajes....Luego se permitió una fuerte expansión secundaria...

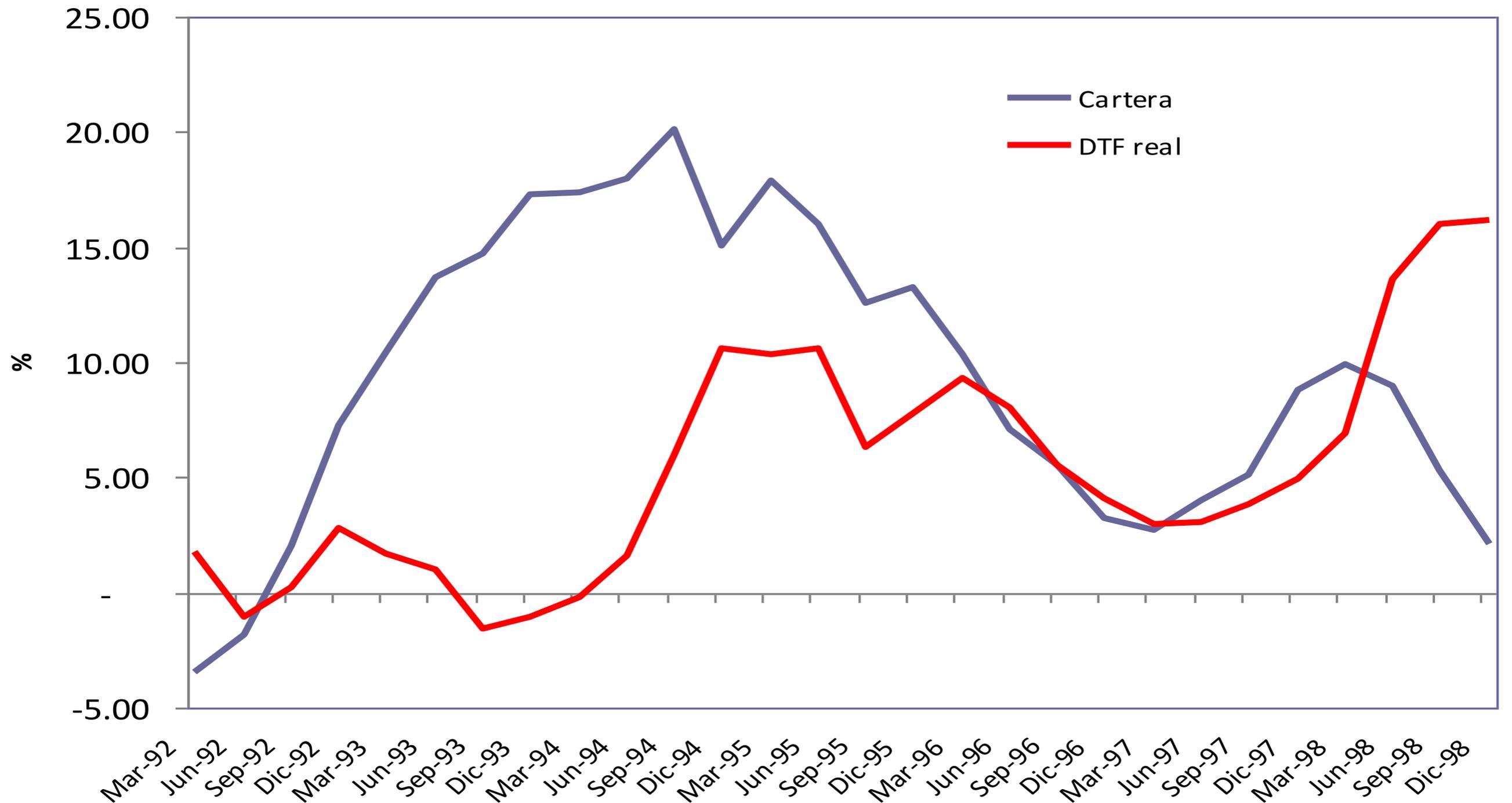
Crecimiento % anual real de M3 y variación de reservas internacionales como % de la base monetaria



FUENTE: Banco de la República

... que se reflejó en bajas tasas de interés y una alto crecimiento del crédito por un período prolongado

Tasa de interés real y crecimiento real de la cartera

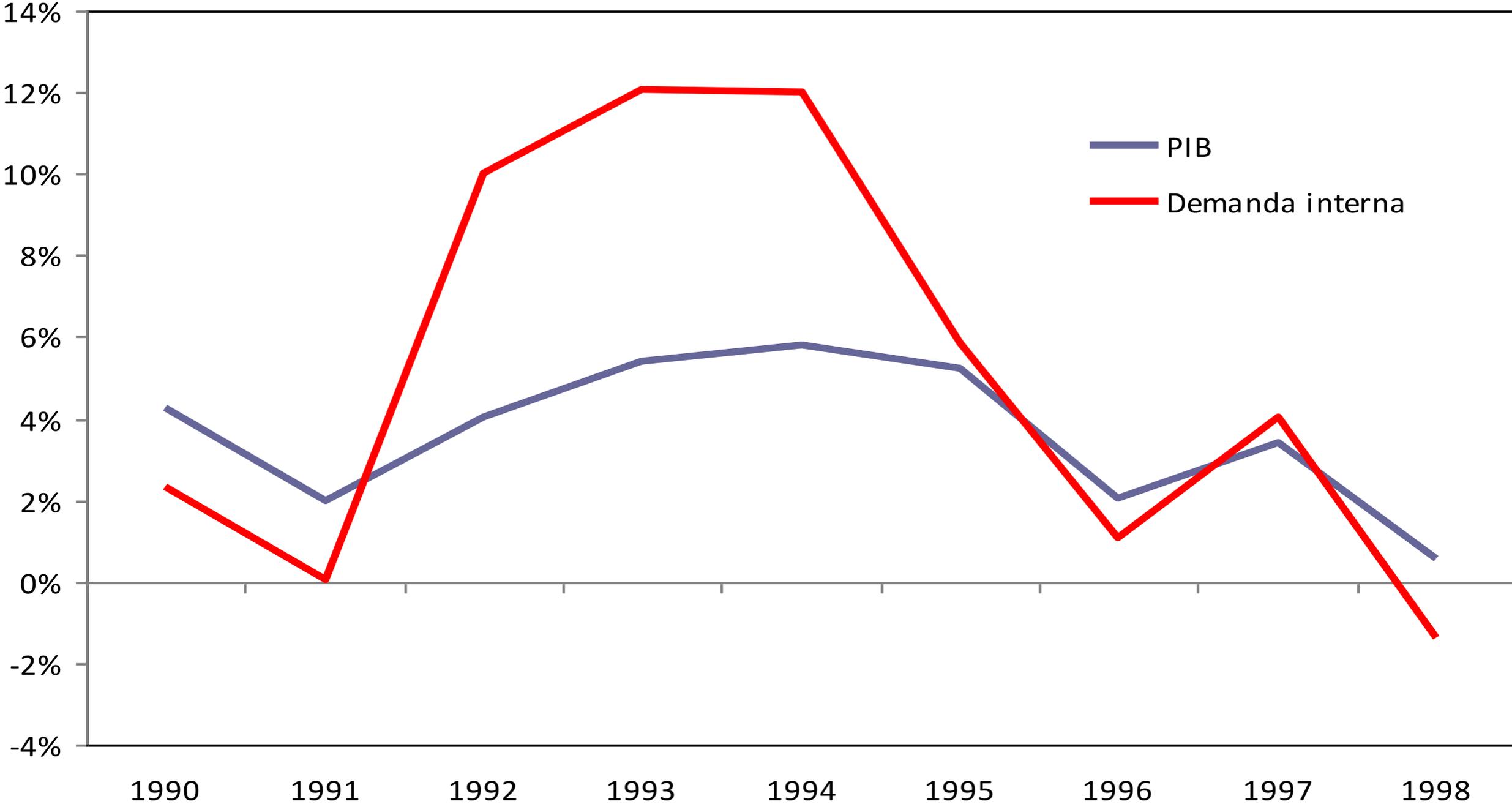


Resultados macroeconómicos

- Fuerte expansión de la demanda interna y déficit en cuenta corriente altos y persistentes
- Apreciación real del peso
- Lenta reducción de la inflación
- Fuerte crecimiento del crédito y burbuja de precios de la finca raíz
- Fragilidad financiera:
 - Liberación sin monitoreo adecuado de los riesgos de liquidez y solvencia de los intermediarios financieros (esp. bancos hipotecarios, públicos y cooperativas financieras)
 - Descalces cambiarios del sector privado

Los flujos de capitales y la expansión crediticia y fiscal generaron excesos de gasto,...

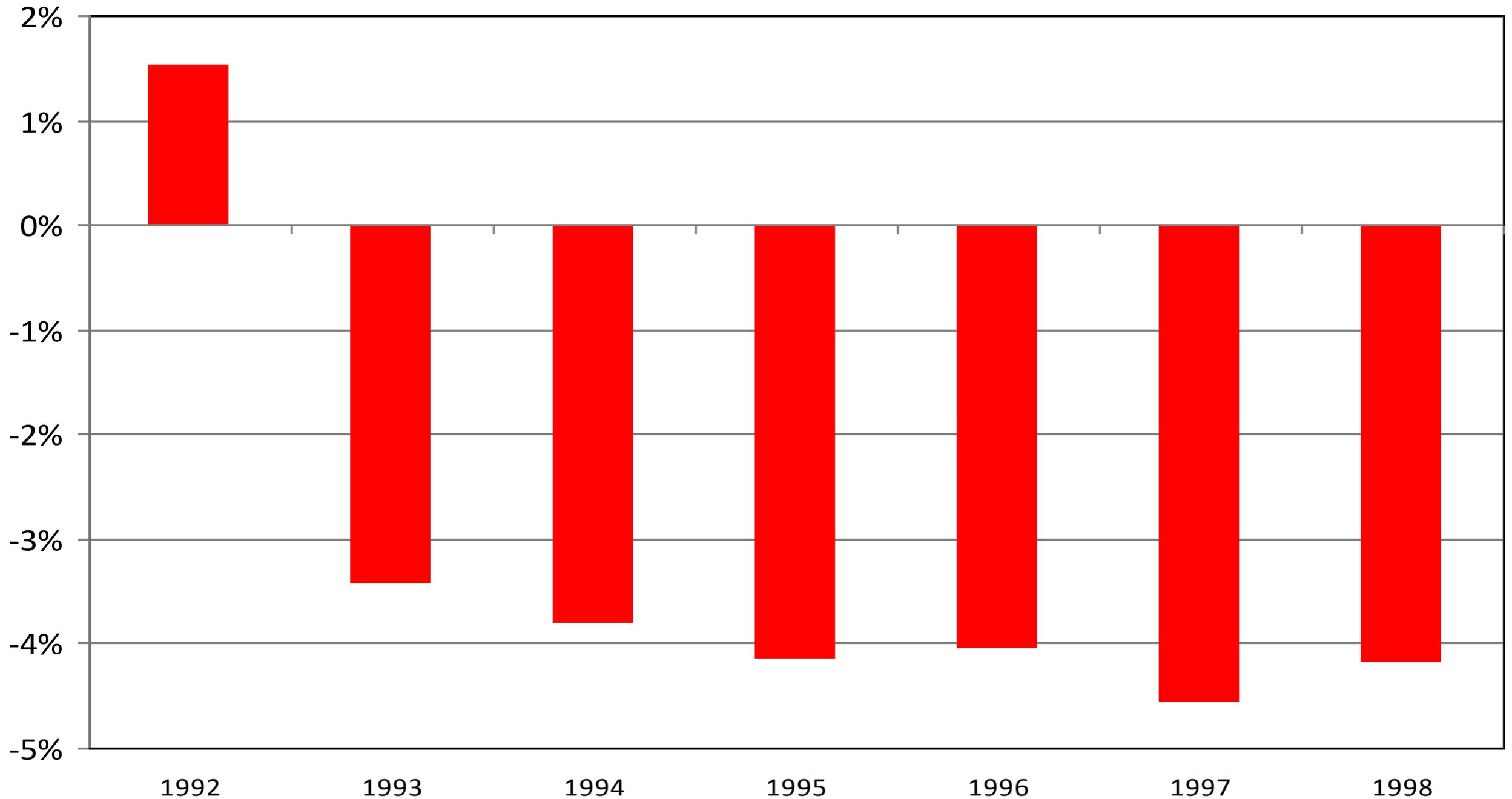
Crecimiento de la demanda interna y el PIB



FUENTE: DANE

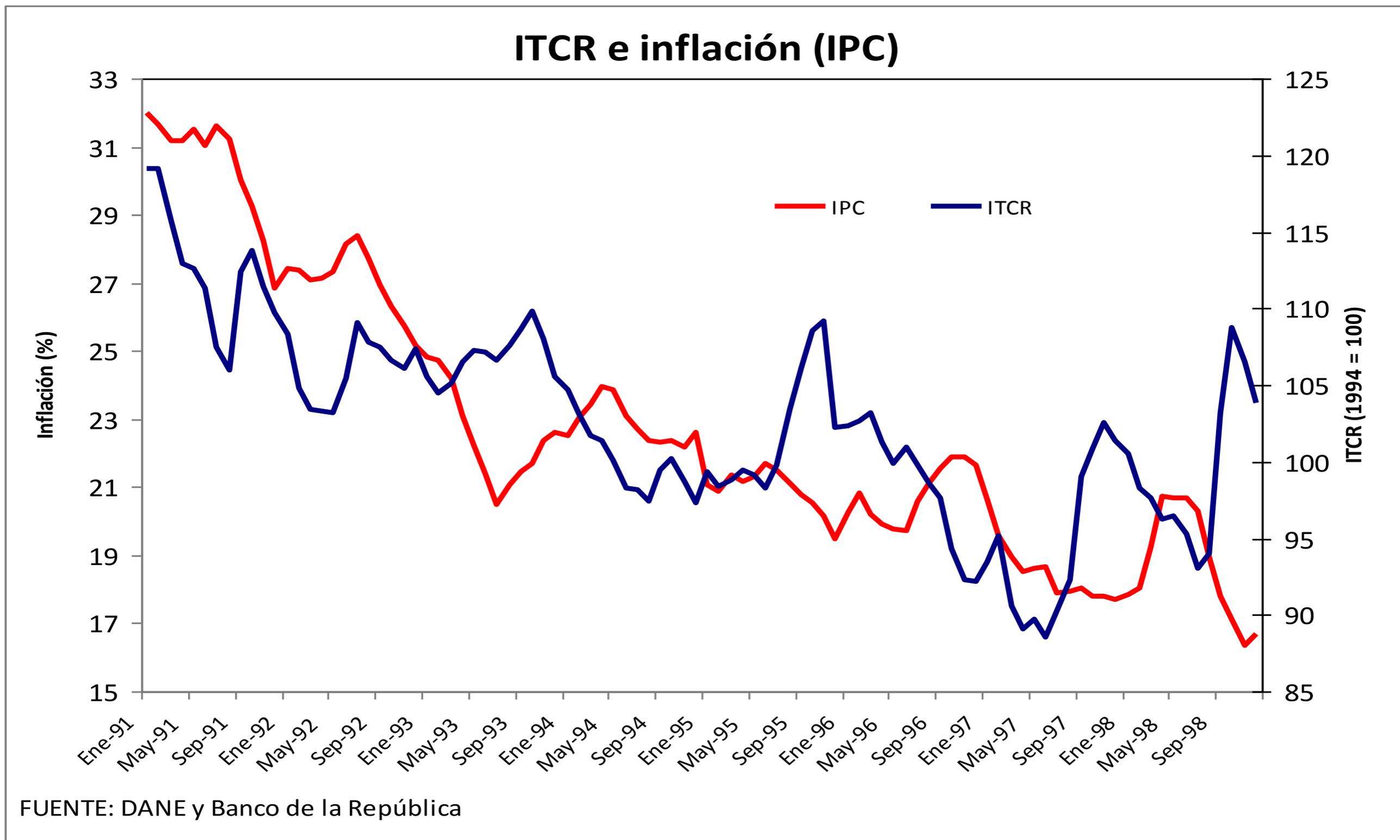
...un déficit alto y persistente en la cuenta corriente de la balanza de pagos,...

Cuenta Corriente como % del PIB



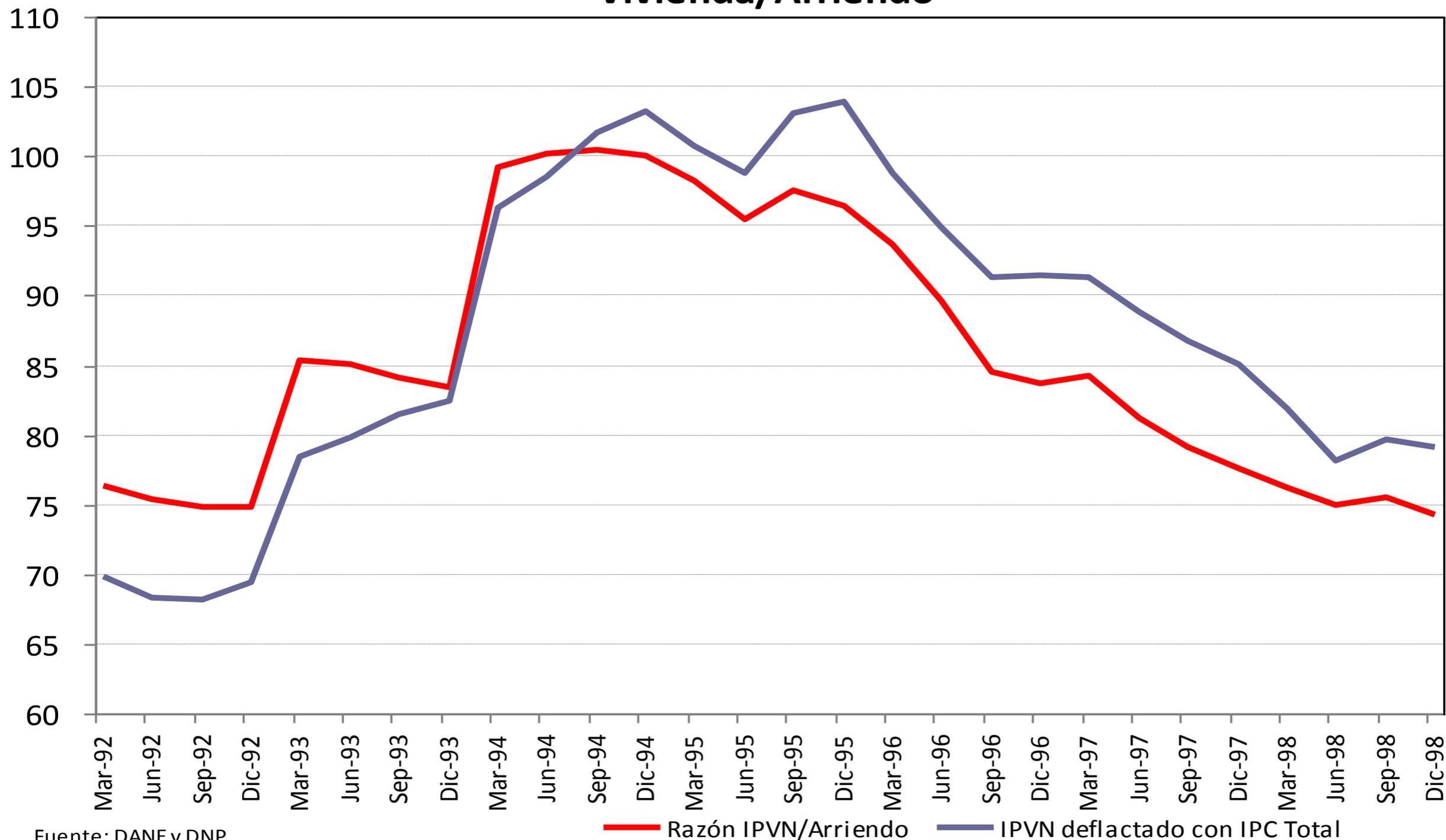
FUENTE: Banco de la República

...una apreciación real del peso, acompañada por una reducción gradual de la inflación, ...



... y una burbuja en el mercado de finca raíz

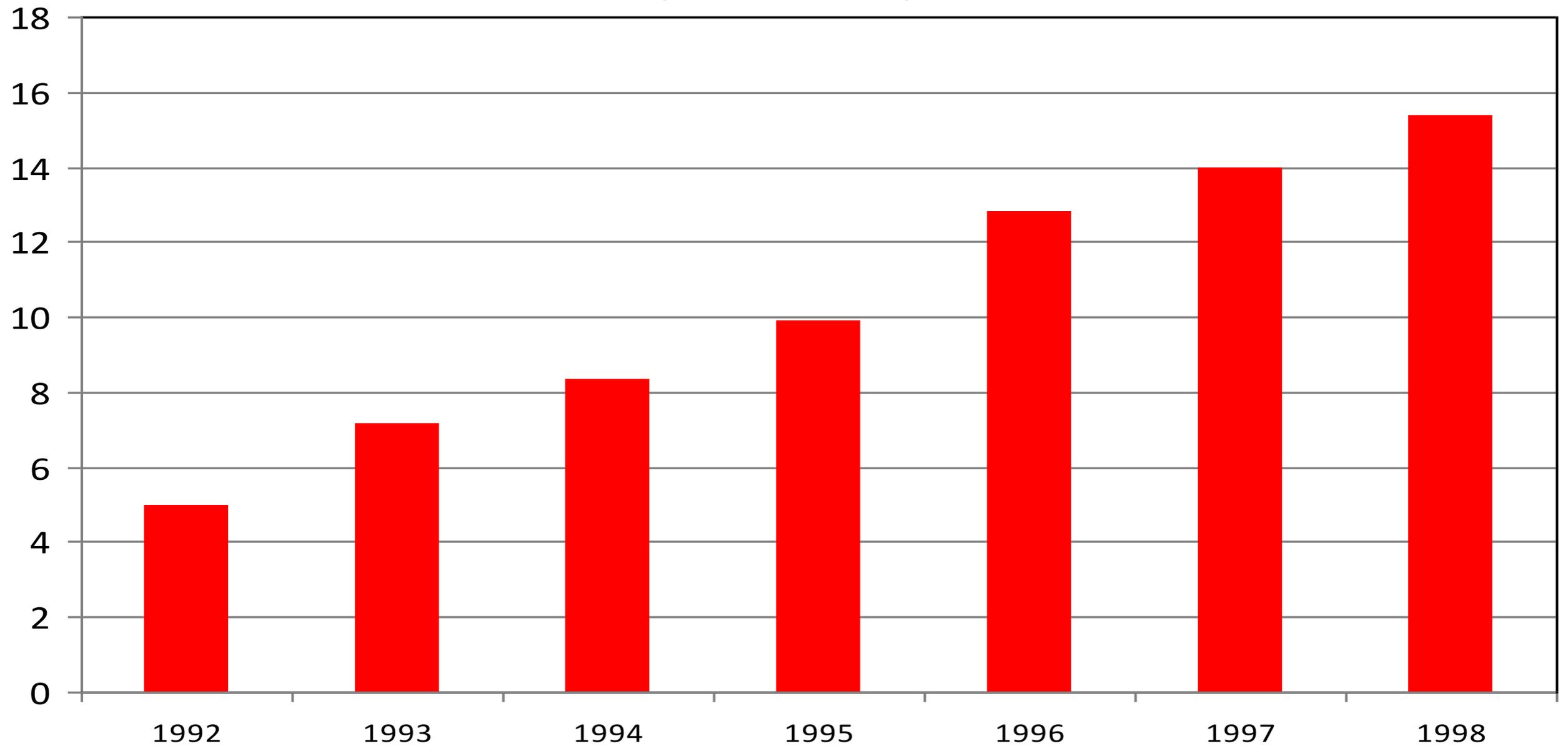
Precios reales de la vivienda nueva (índice) y razón Precio Vivienda/Arriendo



Fuente: DANE y DNP

La volatilidad acotada de la tasa de cambio y el compromiso cambiario (bandas) indujeron descalces importantes en la forma de endeudamiento externo privado

Saldo deuda externa sector privado (% del PIB)

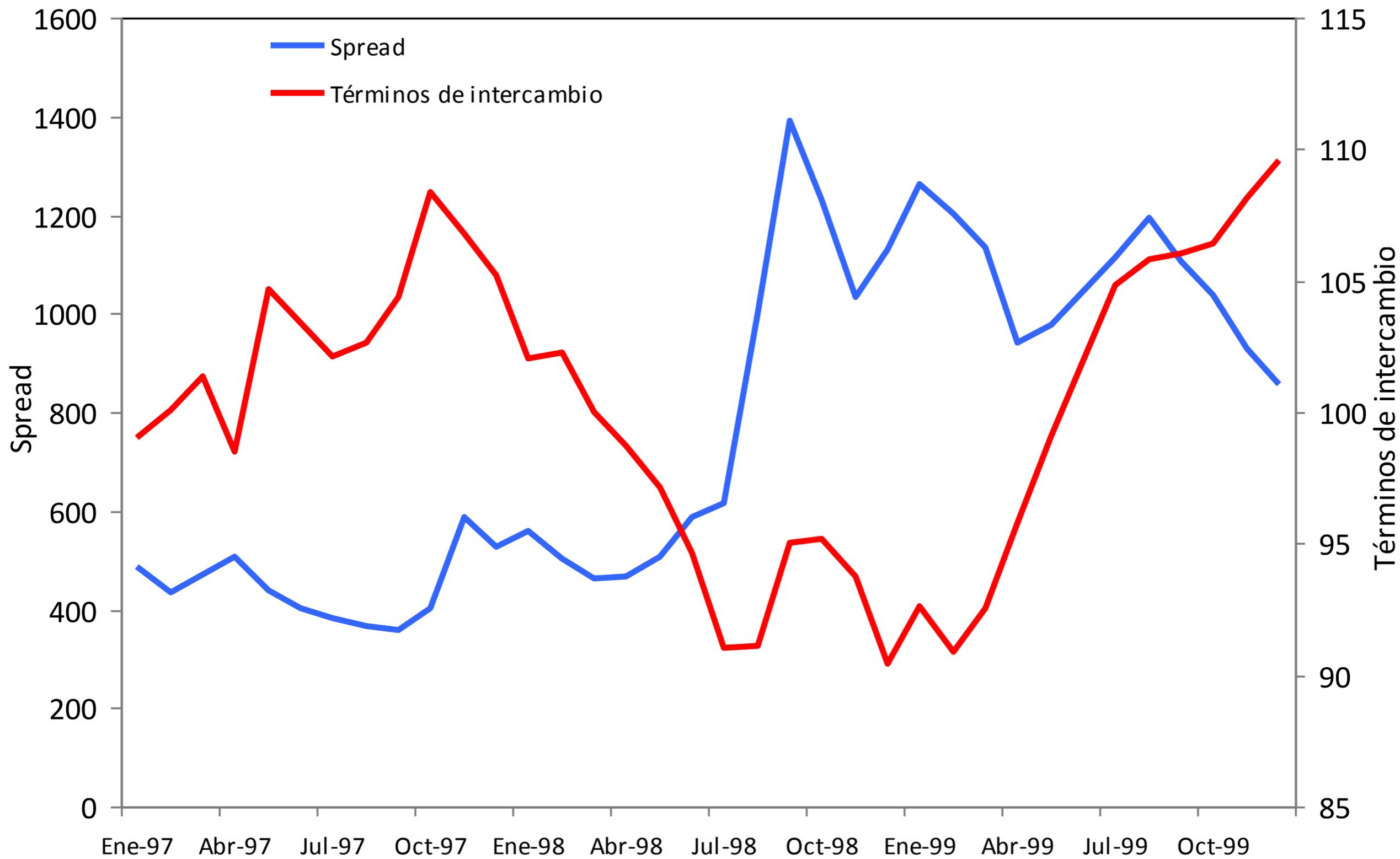


FUENTE: Banco de la República

Choque externo, recesión y crisis financiera

- Caída de términos de intercambio (crisis asiática) y aumento de las primas de riesgo (crisis rusa)
 - ⇒ Reducción del ingreso, parada súbita de capitales y desaceleración de socios comerciales de la región
 - ⇒ Corrección abrupta del déficit en cuenta corriente
- Ajuste vía tasa de cambio difícil por:
 - Descalces cambiarios del sector corporativo (no transable)
 - Fragilidad financiera (riesgo de corrida de depósitos hacia dólares)

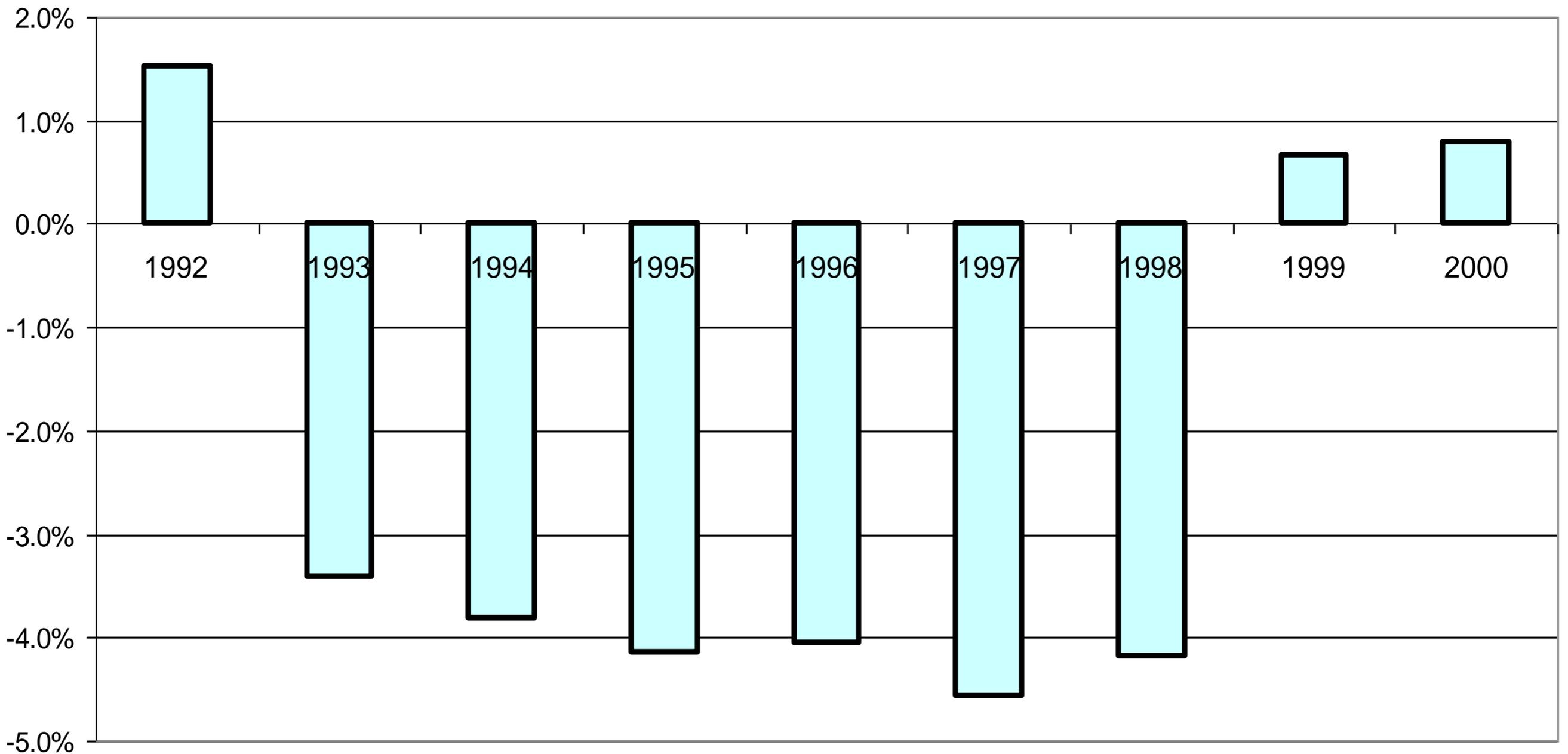
"Spread" de la deuda colombiana y términos de intercambio



FUENTE: Ministerio de Hacienda, DANE y cálculos BR

Parada súbita de capitales y ajuste abrupto del déficit en cuenta corriente

Déficit en cuenta corriente (% del PIB)

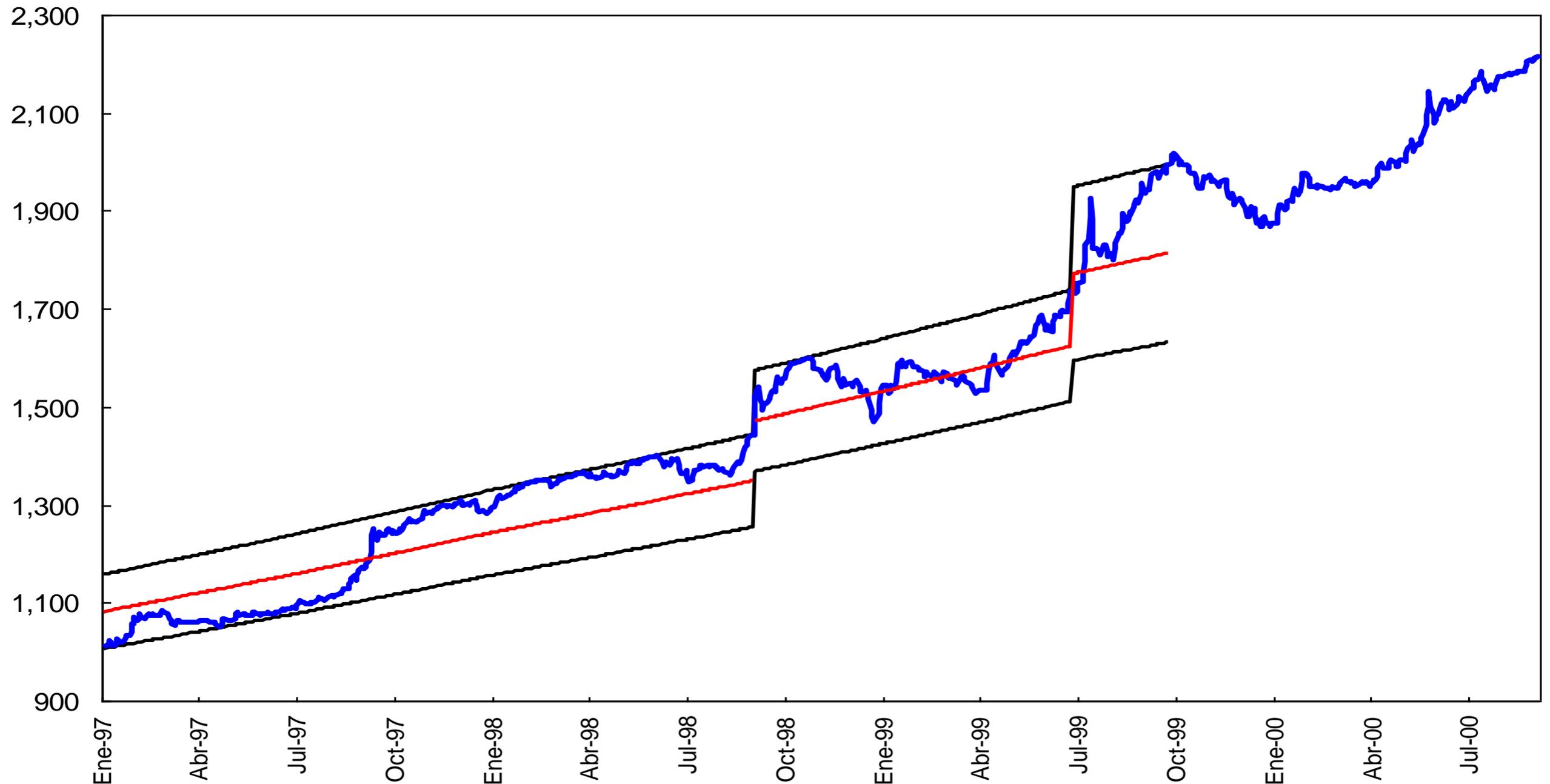


Choque externo, recesión y crisis financiera

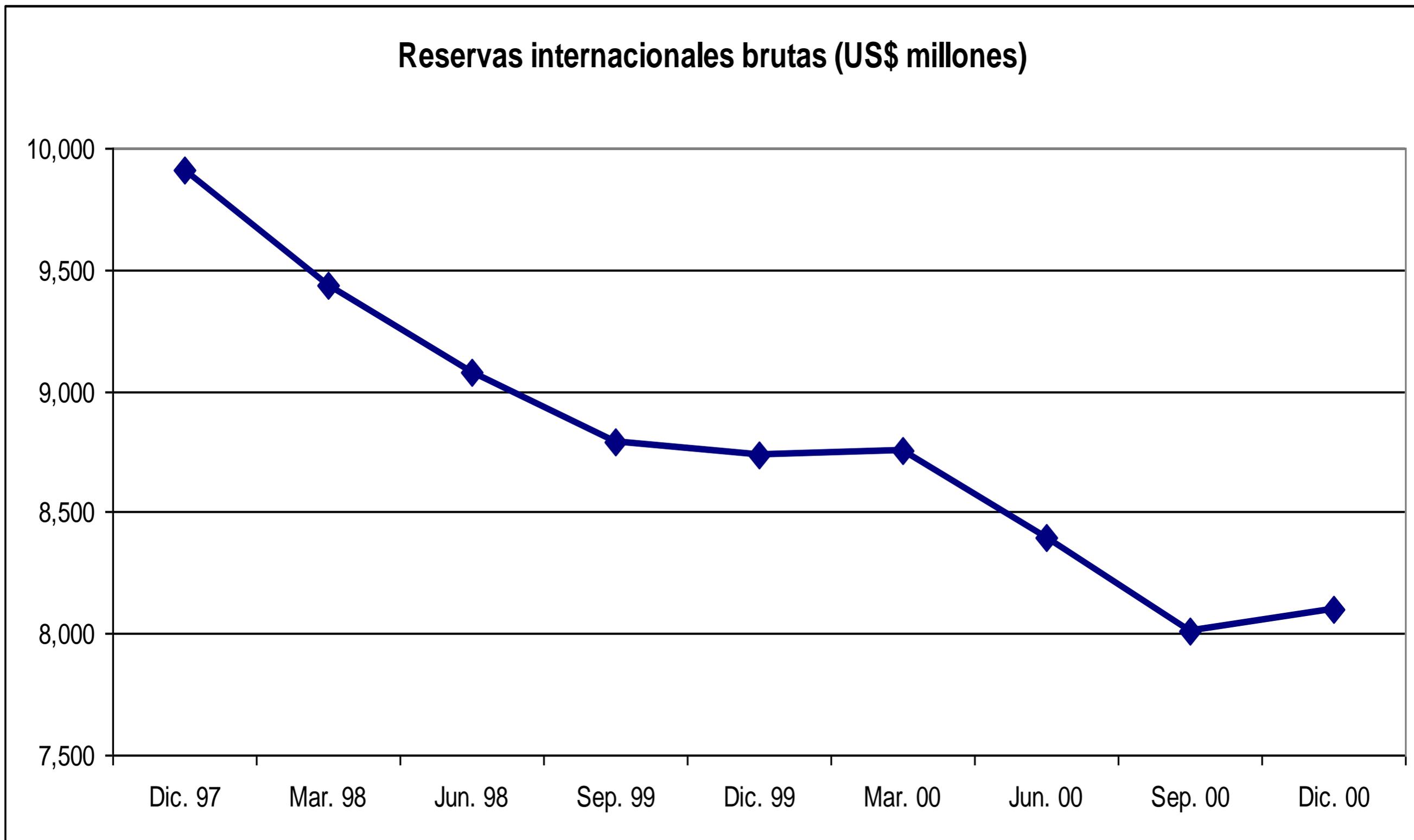
- Respuestas de política:
 - Defensa de la banda cambiaria (primer semestre de 1998):
 - ✓ Ventas de reservas internacionales y
 - ✓ Restricción del crédito interno neto del Banco de la República (Fuertes aumentos de la tasa de interés) \Rightarrow Pol. procíclica
 - Devaluación de la banda cambiaria (agosto de 1998)
 - Devaluación y ampliación de la banda cambiaria (junio de 1999)
 - Programa de ajuste con el FMI y **flotación** (septiembre de 1999)

Defensa, devaluación y ampliación de la banda cambiaria

**Banda cambiaria y tasa representativa del mercado
(Pesos por dólar)**

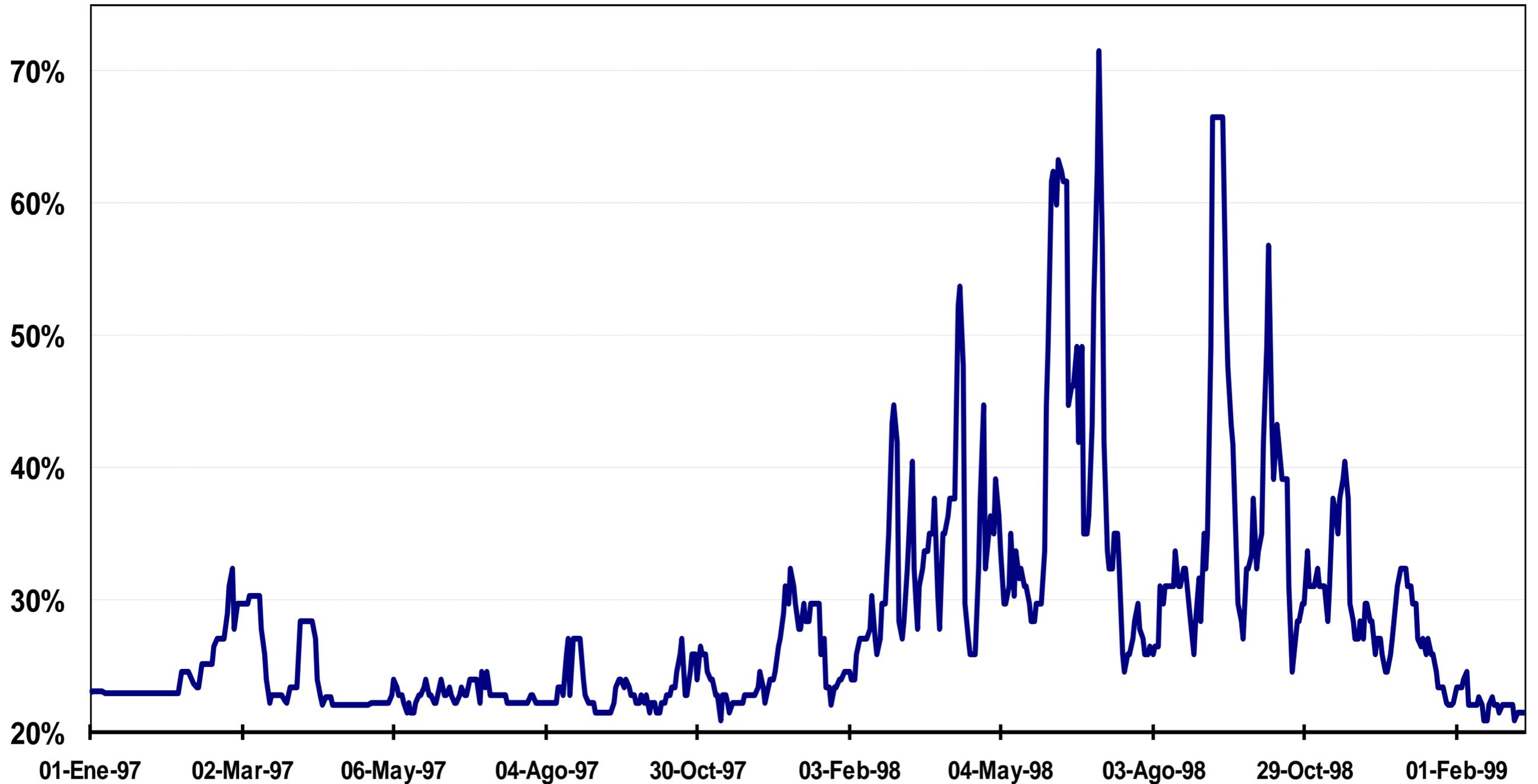


La defensa de la banda cambiaria implicó una reducción de las reservas internacionales...



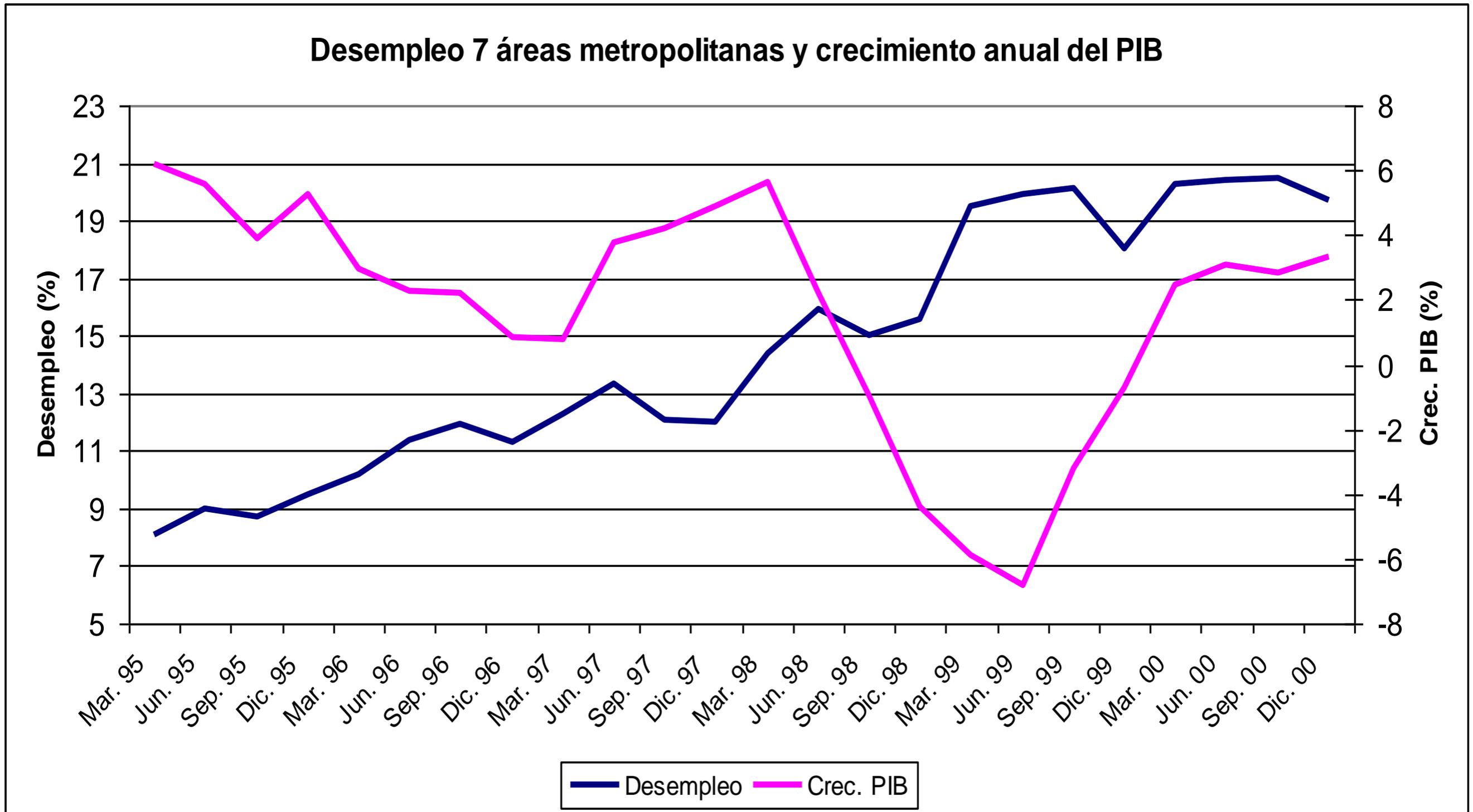
... y un aumento de las tasas de interés

Tasa de interés interbancaria



Consecuencias:

- Colapso del gasto interno y el producto
- Aumento del desempleo



Consecuencias: Crisis financiera

- Bancos hipotecarios:
 - Burbuja de precios de vivienda y excesivo endeudamiento
 - Subcapitalización de bancos hipotecarios
 - Tasas de interés hipotecarias indexadas a las tasa de interés de corto plazo
 - Descalce de plazos excesivo de bancos hipotecarios (riesgo de tasa de interés)
 - Banca pública (malos préstamos) y cooperativas financieras
- ⇒ Cierre del canal de crédito + Choques Externos: EEUU (2001), primas de riesgo (2002), Venezuela (2002-2003)
- ⇒ Lento crecimiento hasta 2003

IV. Flotación: Ventajas y retos del régimen actual

Flexibilidad cambiaria en el régimen de Inflación-Objetivo (IO)

- Después de la crisis de fin del siglo XX, la política monetaria convergió a una estrategia de IO con flexibilidad cambiaria
- Metas finales de inflación y producto con la tasa de interés de corto plazo como variable operativa principal
- Inicialmente, intervención cambiaria basada en reglas para acumular RI o moderar la volatilidad de la tasa de cambio
...
... Desde 2004, experiencia con múltiples modos de intervención: Discrecional/sorpresiva, anunciada por montos fijos diarios, verbal etc.
- En todos los casos: Intervención esterilizada

- La flotación ha mejorado sustancialmente el funcionamiento y la comunicación de la política monetaria, así como su reacción ante choques externos e internos ...

... Ha permitido un mejor ajuste de la economía ante estos choques

- Ventajas:
 - Manejo y comunicación de la política monetaria
 - Política contracíclica
 - Menor riesgo de inestabilidad financiera
- Sin embargo, presenta retos importantes:
 - Criterios y modos de intervención cambiaria
 - Regulación cambiaria y controles de capitales

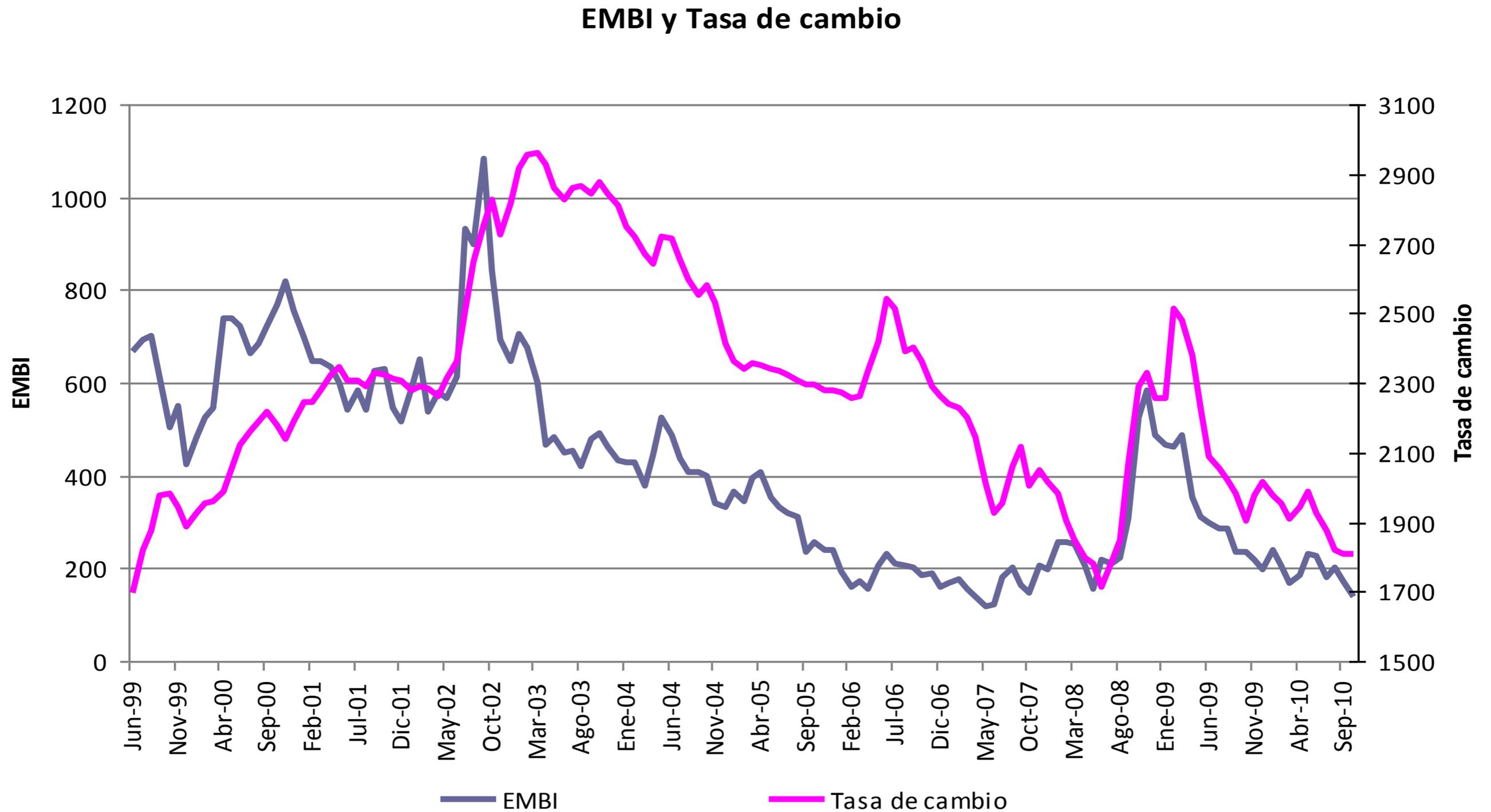
Ventajas: Manejo y comunicación de la política monetaria

- Pasamos de un régimen con tres metas intermedias (dinero, tasa de cambio y tasa de interés) a uno con metas finales e instrumentos del Banco Central
- Facilita la reacción de la política monetaria ante choques internos y externos
- Facilita la comunicación y la comprensión de la política monetaria
- Implica generación de CONOCIMIENTO del Banco Central sobre la economía:
 - Requiere aprender sobre los mecanismos de transmisión de la política monetaria y sobre las relaciones entre lo macro y lo financiero...
 - ... En contraste con el régimen anterior: Énfasis en investigación sobre la demanda de dinero y la tasa de cambio real

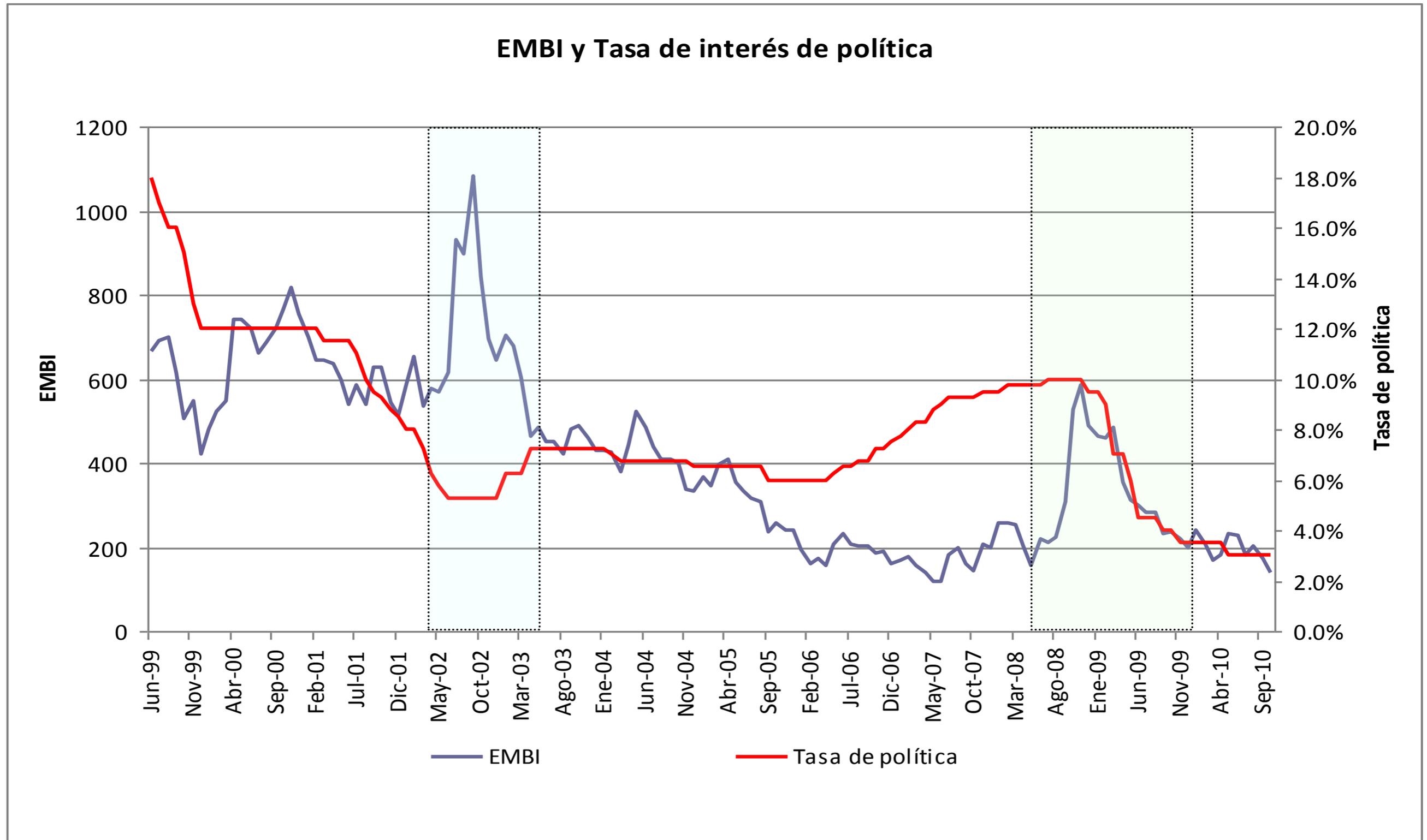
Ventajas: Política monetaria contracíclica

- Permite que la tasa de cambio absorba buena parte de los choques externos (primas de riesgo, demanda externa, términos de intercambio, precios internacionales)...
- ... Y, por lo tanto, evita que la política monetaria sea procíclica en esos casos
- Política claramente contracíclica desde 2006
- Mejora gradual de la respuesta de política monetaria – Eventos:
 - Primas de riesgo 2002-2003: Depreciación nominal de 30% y aumento posterior de las tasas de interés (aún procíclico)
 - Mejora de la demanda externa, IED y los términos de intercambio 2004-2008: Apreciación del peso compensa impacto en la demanda agregada y refuerza aumentos de tasas de interés iniciados en 2006
 - Aumento de los precios internacionales de “commodities” 2007-2008: Apreciación compensa efecto inflacionario del choque externo
 - Crisis global 2008-2009: Depreciación compensa efectos sobre la demanda agregada y refuerza reducciones de las tasas de interés

Tasa de cambio y prima de riesgo ¿Cuál habría sido la respuesta de la economía bajo otro régimen?



Tasa de interés de política y prima de riesgo: Respuesta contracíclica al final de la década

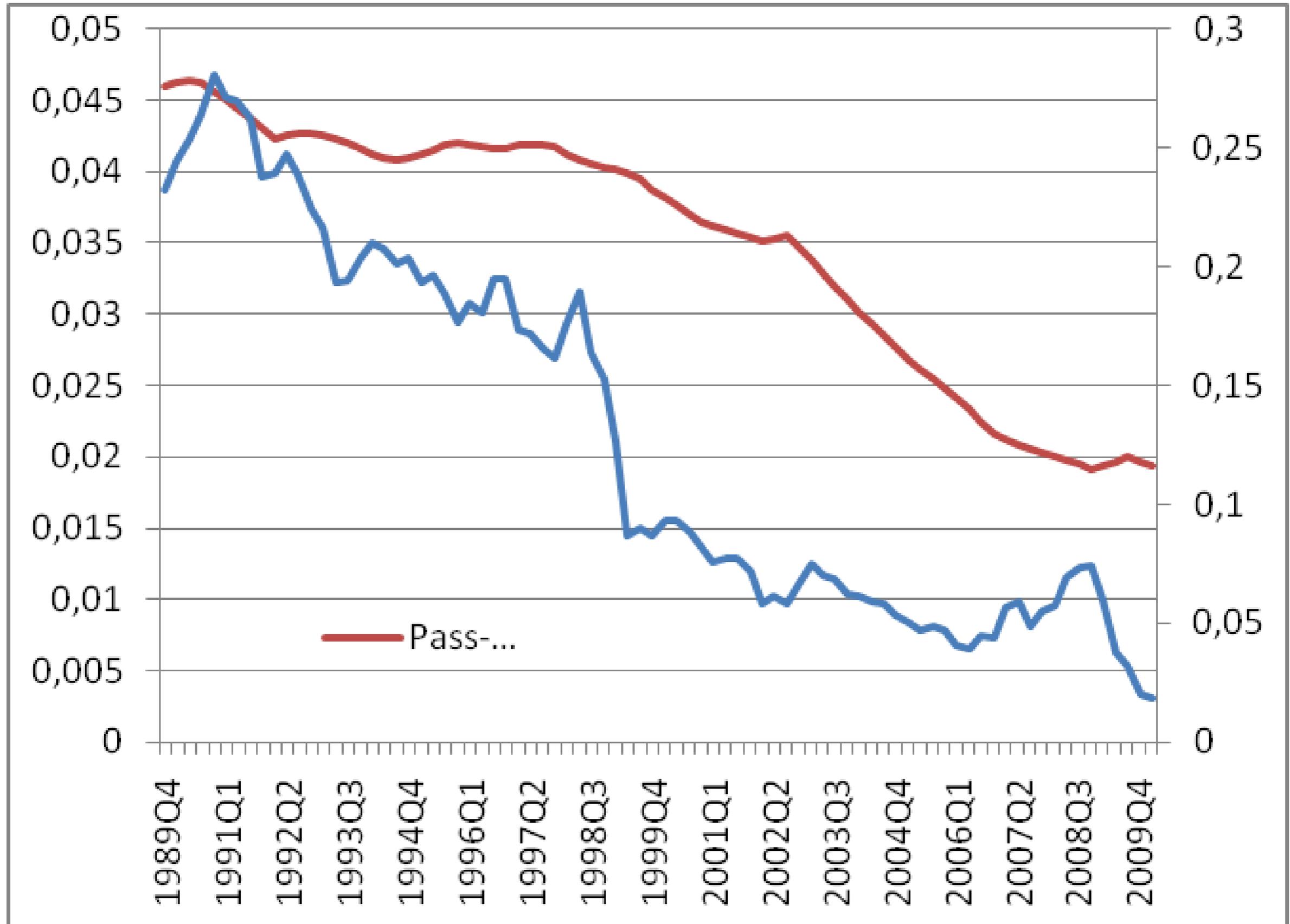


¿Por qué ha podido ser contracíclica la política monetaria?

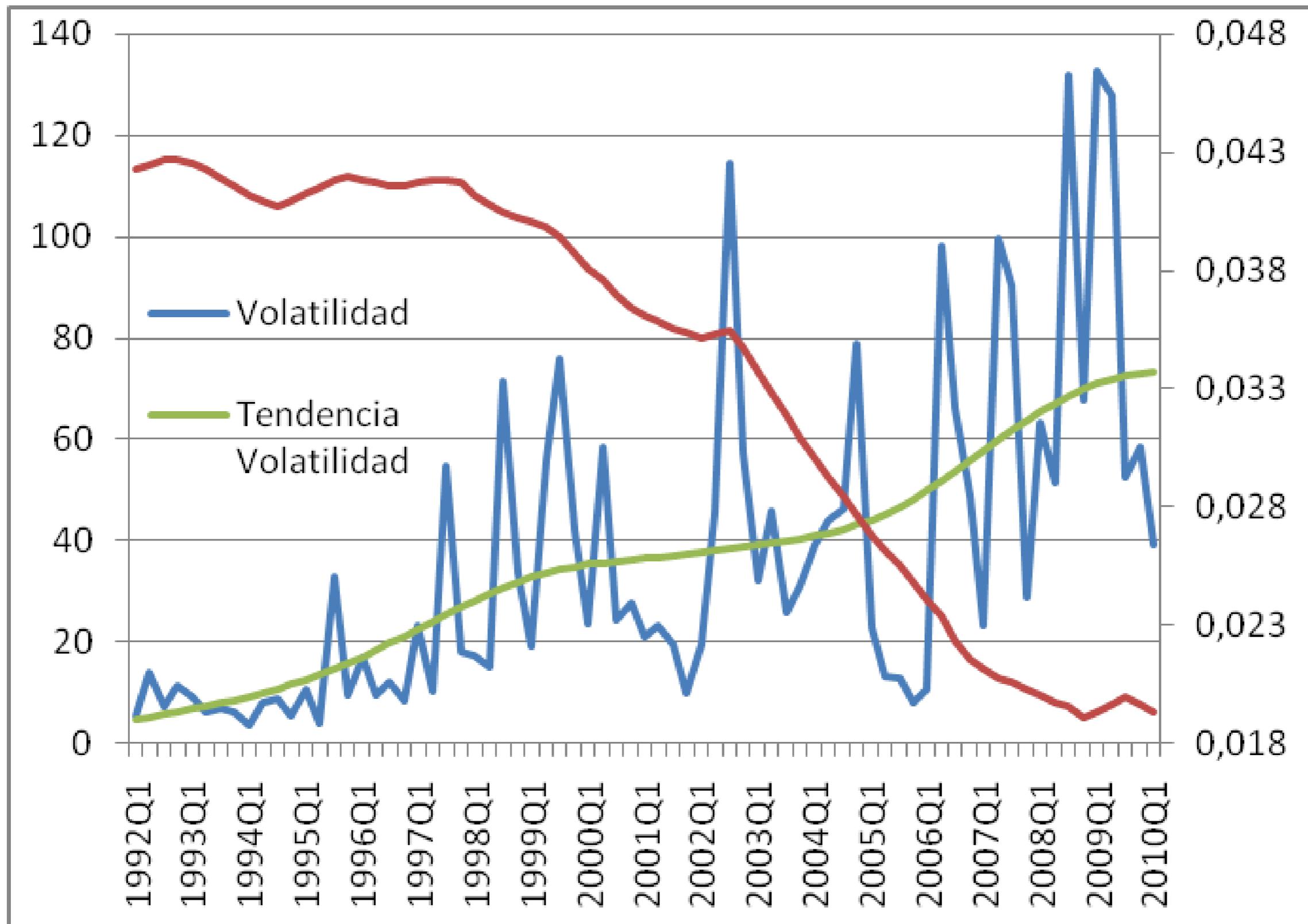
- No ha sido necesario defender la tasa de cambio:
 - Bajo “pass-through” de la tasa de cambio
 - Bajos descalces de monedas
- A su vez, estas condiciones son un resultado de la misma flexibilidad cambiaria
 - ⇒ Círculo virtuoso
 - ⇒ Mejora la respuesta de la economía ante los choques externos más relevantes (primas de riesgo, términos de intercambio, demanda externa, precios internacionales)
- Los choques para los cuales un régimen de tasa de cambio fija es adecuado (a la oferta y demanda de dinero) son manejados mediante la operatividad de IO:
 - ⇒ Al estabilizar la tasa de interés en el corto plazo, el Banco Central acomoda choques de oferta y demanda de dinero

El “pass through” se ha reducido con la inflación

(Taylor, 2000) ...

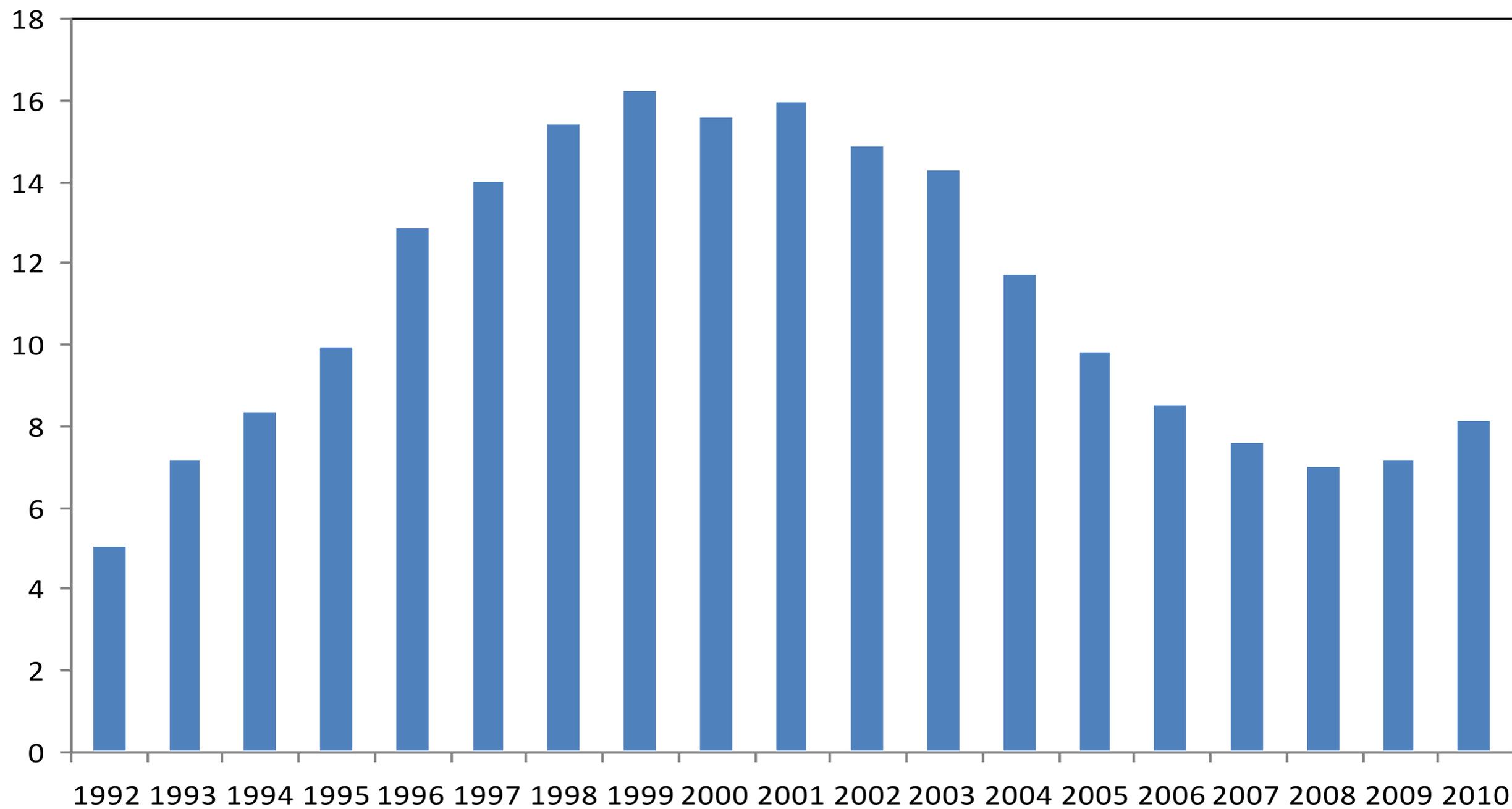


... Pero también con la mayor volatilidad cambiaria
(misma lógica de Taylor, 2000)



Menores descalces cambiarios: El endeudamiento externo del sector privado cae en el período de flexibilidad cambiaria...

Saldo deuda externa sector privado (% del PIB)



FUENTE: Banco de la República

... y buena parte está concentrado en sectores transables y está cubierto por activos externos y derivados cambiarios

Exposición cambiaria de la muestra de empresas del sector privado no financiero¹

Junio de 2010, Millones de dólares y número de veces

Sectores	Activos M/E (a)	Pasivos M/E (b)	Exposición	Coberturas	Comercio exterior		
			Monto (a)-(b)	Netas	Export.	Import.	Neto
Manufactureras	2,545	3,593	-1,048	281	3,480	3,283	197
Transportes, Almacenamiento y Comercio, Restaurantes y Hoteles	1,115	1,609	-494	28	8	460	-452
Servicios	677	1,480	-803	389	1,281	1,428	-148
Minas y Canteras (incluye carbón)	118	313	-194	14	9	63	-55
Electricidad, Gas y Agua	98	252	-154	0	67	21	46
Servicios Auxiliares Financieros	64	647	-583	-18	0	19	-19
Agropecuario	63	162	-100	0	0	0	0
Construcción	44	92	-48	-17	198	7	191
Otros	28	57	-29	-3	7	23	-16
	11	36	-24	-3	39	37	1
Total Muestra	4,763	8,241	-3,478	671	5,088	5,341	-253
Total Global	11,328	14,758	-5,223	1,282			
%	42%	56%	67%	52%			

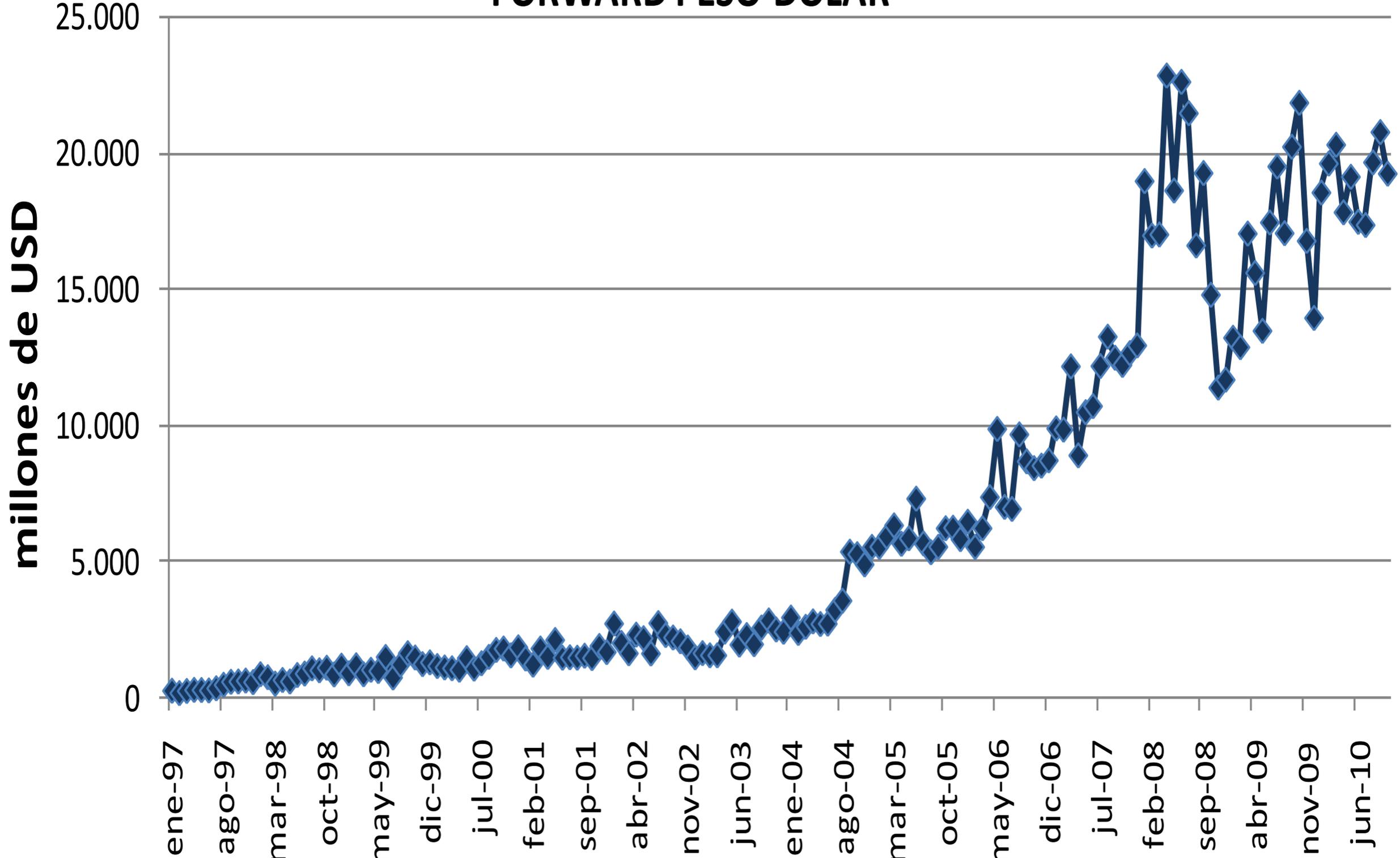
¹No incluye Ecopetrol. Se excluyen las operaciones de arrendamiento financiero por cuanto el bien puede considerarse como colateral de la deuda.

Fuente: Banco de la República.

Ventajas: Menor riesgo de inestabilidad financiera

- Al ser contracíclica, la política monetaria no propicia reducciones de las tasas de interés o expansiones del crédito en condiciones favorables del sector externo
⇒ Menor probabilidad de endeudamiento excesivo, toma exagerada de riesgos, burbujas de precios de activos etc.
- Al reducirse los descalces cambiarios, disminuye la fragilidad financiera de los sectores real y financiero
- Induce desarrollo del mercado de coberturas cambiarias ⇒ Mejor manejo del riesgo cambiario de todos los agentes de la economía

MONTOS MENSUALES NEGOCIADOS DE OPERACIONES FORWARD PESO-DÓLAR *



* Incluye flujos forward de swap peso-dólar v corresponde a lo pactado por los IMC Cifras a sep v oct. 2010

Retos: Intervención cambiaria

- ¿Para qué intervenir? En ausencia de grandes descalces cambiarios:
 - Acumular reservas internacionales
 - Corregir desalineamientos cambiarios
- ¿Defender TCR?
 - ⇒ NO. Recordemos experiencia del “crawling peg”
 - ⇒ Otros instrumentos: Ahorro (Política fiscal - Perú es un ejemplo excelente)

Perú hace un esfuerzo de ahorro mayor que Colombia
(menor déficit en cuenta corriente).

Si Colombia hubiese tenido el déficit externo del Perú, la
apreciación del peso habría sido mucho menor

	Balance en cuenta corriente como porcentaje del PIB							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 py	
Colombia	-0.8	-1.3	-1.8	-2.9	-2.8	-2.1	-2.6	
Perú	0	1.4	3.1	1.3	-3.7	0.2	-1	
Diferencia	0.8	2.7	4.9	4.2	-0.9	2.3	1.6	
Ajuste TCR Col	5.93%	20.00%	36.30%	31.11%	-6.67%	17.04%	11.85%	

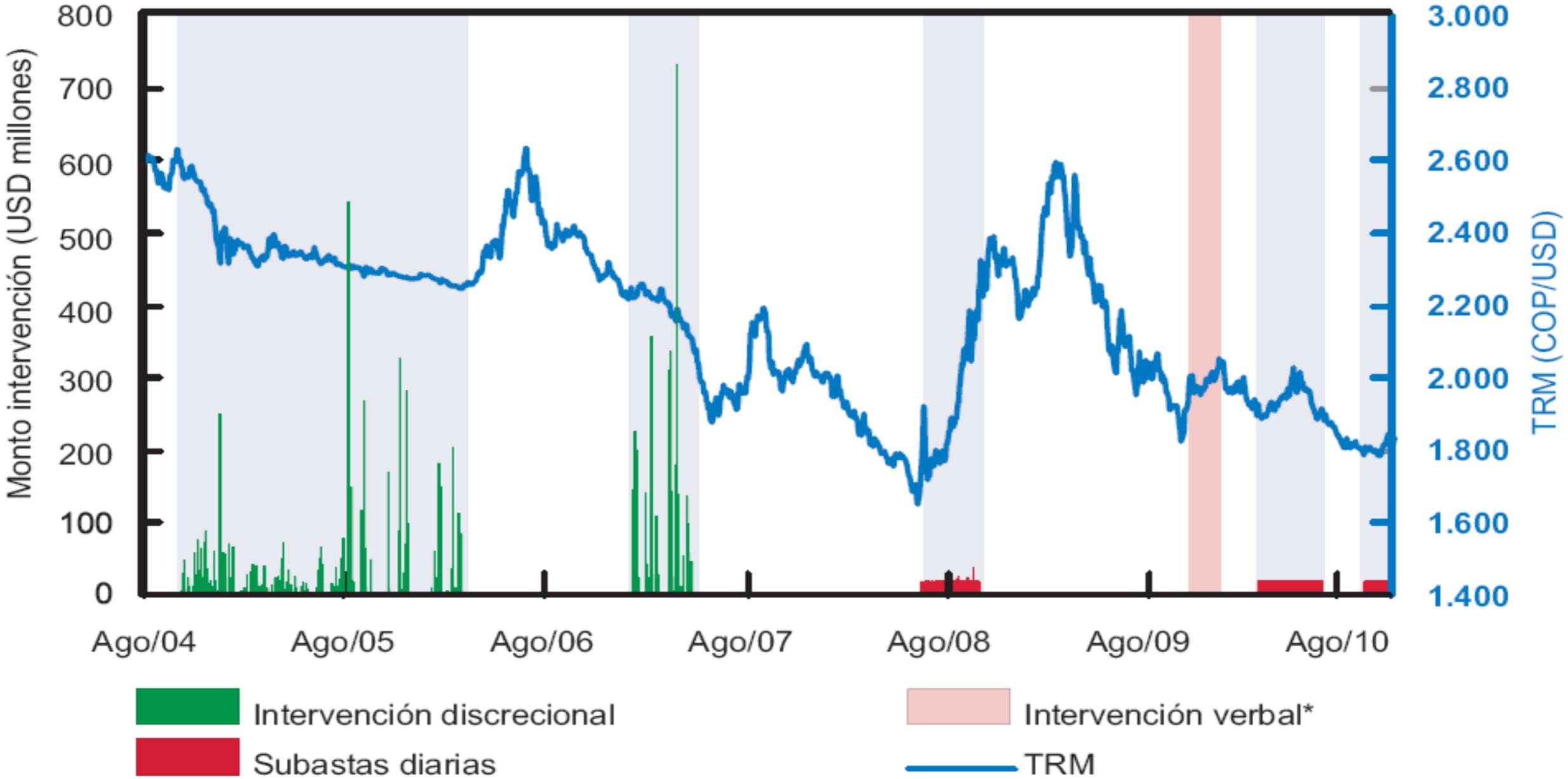
Retos: Desalineamiento cambiario

- Cuando hay razones fundamentales para un período largo de apreciación o depreciación, es posible que se generen comportamientos especulativos que causen desalineamientos cambiarios
- Costosos: Efectos en sectores transables o acompañan burbujas en mercados de activos
- Intervención cambiaria útil ...

Intervenciones más efectivas en Colombia: Verbal o montos fijos diarios anunciados

Intervenciones grandes y sorpresivas menos efectivas (posible señal de defensa de un nivel de TC) \Rightarrow ¿Atrae capitales?

Intervención Banco de la República y TRM



* El 23 de octubre de 2009 el BR anunció que la mayor parte de la expansión monetaria de fin de año se atendería mediante la compra de dólares y de TES por un monto de tres millones de millones de pesos.

Retos: Regulación cambiaria y controles de capitales

- Controles de capitales transitorios: Útiles para complementar medidas macro-prudenciales internas que limiten descalces, endeudamiento excesivo o fuertes entradas de capital de corto plazo
 - ⇒ V.g. Controles al endeudamiento externo complementaron encajes internos en 2007-2008 para contener apalancamiento y descalces cambiarios
- Regulación cambiaria permanente: Útil para prevenir descalces excesivos de monedas o riesgos de liquidez en M/E o de contraparte (derivados)
 - ⇒ V.g. límites a posición de caja en M/E o restricción al descalce de plazos en M/E de los bancos colombianos

Ilustración: Mínima intervención cambiaria en Colombia durante la crisis global: Bajos descalces cambiarios en la economía y ausencia de descalces de plazo en M/E en el sistema financiero

Intervención Cambiaria Octubre 2008-Marzo de 2009 (+compras - ventas)

<i>USD millones</i>	Total Intervención (A+B+C+D)	Contado (A)	Opciones (B)	Compra con compromiso de reventa (C)	Préstamos en moneda extranjera (D)	Depreciación Jul 31/08 - Mar 31/09
Colombia	-109	0	-109*	0	0	41.30%
Perú	-4602	-4,837	0	235	0	12.16%
Chile	-1372	0	0	-1,372	0	15.46%
Brasil**	-2,490	-3,440	0	3,483	-2,532	48.38%
México***	-21,193	-21,193	0	0	0	41.20%

Fuente: Páginas web de los diferentes Bancos Centrales

* Opciones para el control de volatilidad: Opciones Put - Opciones Call

**Únicamente incluye los datos entre enero y marzo de 2009

***No incluye las compras del BCM a PEMEX por USD 2152 m

V. Conclusión

Lenta convergencia hacia un régimen cambiario flexible ...

Desviaciones Estándar (Puntos Porcentuales)

	M2 real	Base real	Tasa de Cambio Nominal	Coefficiente de encaje	Reservas internacionales	Crédito interno neto del BR
1967 - 1991 III	6.38	10.21	10.64	6.36	37.37	207.10
1991 IV - 1999-III	8.07	15.85	8.84	4.34	17.22	46.77
1999 IV - 2010 III	5.80	7.03	15.36	1.00	10.13	22.10

FUENTE: Cálculos Banco de la República

...Con claras ventajas en términos de:

La respuesta contracíclica de la política monetaria y el ajuste de la economía ante choques externos

La estabilidad y el desarrollo del sistema financiero

Referencias

- Avella, M. (2007) “El encaje bancario en Colombia: Perspectiva general” Borradores de Economía No. 470, Banco de la República, Colombia
- Caballero, C. y Urrutia, M. (2006) ***Historia del sector financiero colombiano en el siglo XX***. Asobancaria. Editorial Norma.
- Sánchez, F., Fernández, A. y Armenta, A. (2007) “Historia monetaria de Colombia en el siglo XX”. Cap. 7 ***Historia colombiana del siglo XX***. Fondo de Cultura Económica y Banco de la República.
- Uribe, J.D. (2010) “10 Years of Flexible Inflation Targeting in Colombia” <http://www.banrep.gov.co/documentos/presentaciones-discursos/Uribe/2010/columbia.pdf>
- Urrutia, M. y Fernández, C. (2004) “Política monetaria expansiva en épocas de crisis: El caso colombiano en el siglo XX. Banco de la República.

Regímenes cambiarios en Colombia

Hernando Vargas

Banco de la República
Colombia

Noviembre de 2010