



25 de octubre de 2010

María Mercedes Cuéllar
Presidente

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

El entorno internacional, las guerras de divisas y los dilemas de política en Colombia

Resumen. La persistencia de grandes desbalances macroeconómicos internacionales desacelera la recuperación mundial y arriesga su sostenibilidad. Estados Unidos y Europa (excluyendo Alemania), que tuvieron pronunciados excesos de gasto doméstico y endeudamiento, conservan cuantiosos déficits corrientes, carecen de demanda interna privada, deben generar ahorro y crecer con base en el comercio exterior. Por eso conservan laxa la postura monetaria, para estimular el gasto privado y debilitar sus monedas. China, Alemania y Japón tienen grandes excesos de ahorro y superávits corrientes. Deberían crecer más con base en su demanda interna y permitir la apreciación de sus monedas. Sin embargo, incapaces de generar gasto privado en las proporciones necesarias, se apoyan en las exportaciones y resisten el fortalecimiento de sus divisas. Otras economías sienten amenazada su producción y su participación en el comercio mundial por la debilidad de la moneda china (CHY). Algunas combaten la apreciación frente a la debilidad internacional del USD y a la inflexibilidad deliberada del CHY, interviniendo sus mercados cambiarios –Japón, Suiza, Corea, Brasil, Perú, México y Chile–, o imponiendo controles administrativos a los flujos provenientes del exterior –Brasil–. Los principales peligros para la recuperación mundial son la persistencia de los desbalances, la escasez de demanda privada en las economías grandes, la necesidad de crecer con base en las exportaciones y las incipientes guerras monetarias, financieras y comerciales, que pueden desencadenarse por las devaluaciones competitivas. Estas amenazas pueden transformar la recuperación mundial en una recesión de doble fondo.

Gracias a la solidez relativa de sus fundamentos macroeconómicos, comparados con los de las economías avanzadas más grandes y otros vecinos en la región, Colombia disfruta una plétora de recursos externos –ingresos por exportaciones de materias primas, inversión extranjera directa y de portafolio, crédito externo y *carry trade*–, que fortalece el COP. Como una parte de la apreciación es estructural, para suavizarla no hay remedio diferente que generar ahorro público. Por eso urge aprobar la regla fiscal y la reforma al sistema de regalías, para reforzar la disciplina y permitir la implementación de estrategias contra-cíclicas. Se puede también invertir parte de los ingresos extraordinarios, hasta que sea macroeconómicamente prudente, en infraestructura y ciencia y tecnología, como ha propuesto el gobierno, para mejorar la productividad de la economía y competitividad de la producción. Para minimizar la volatilidad de la tasa de cambio en el corto plazo, el BR puede seguir acumulando reservas internacionales sin exceder su límite óptimo, hasta que logre esterilizar la intervención. Lo que no debe hacer es reducir las tasas de interés, porque favorecería la formación de burbujas y desbordamientos del crédito, que arriesgarían la estabilidad financiera. Para reforzarla, puede desestimular los flujos de corto plazo implementando medidas macro prudenciales.

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

El entorno internacional, las guerras de divisas y los dilemas de política en Colombia

Miguel Medellín La fragilidad de la recuperación en Estados Unidos, Europa y Japón exige a sus bancos centrales mantener muy laxas sus posturas monetarias. La extrema laxitud genera excesos de liquidez en los mercados internacionales, que fluyen principalmente al resto de Asia y América Latina, donde la reactivación es más dinámica, mejor balanceada y más sostenible. Estos flujos, que inundan los mercados asiáticos y latinoamericanos, a través de abundante crédito externo, creciente inversión extranjera directa, de portafolio y frecuentes operaciones de *carry trade*, crean fuertes presiones revaluadoras sobre sus monedas y valorizan sus activos domésticos.

Andrea Vesga

Ana Isabel Mejía

Rodrigo Vélez

Para evitar apreciaciones pronunciadas, los bancos centrales primero de China y otras economías asiáticas, incluyendo recientemente a Japón; y luego, de algunas latinoamericanas como Brasil, Chile y Perú, han optado por absorber, en mayor o menor medida, los excesos de oferta de moneda extranjera, acumulando reservas internacionales. Recientemente, para prevenir la formación de burbujas financieras y desbordamientos del crédito, en algunos casos sus autoridades han recurrido a establecer controles administrativos sobre los flujos de portafolio y de endeudamiento externo, como en Brasil, o reciben la presión de la opinión pública, los analistas y algunos gremios para hacerlo, como en Colombia.

La escasez de fuentes de demanda en Estados Unidos, Europa y Japón requiere prolongar sus estímulos monetarios y les crea la necesidad de crecer con base en las exportaciones, aprovechando la reactivación del comercio mundial. La laxitud extrema de su postura monetaria debilita sus monedas, como es principalmente el caso del USD en los Estados Unidos, que se devalúa pronunciadamente frente a todas las demás monedas. Esto contribuye a mejorar la competitividad de su oferta exportable. Sin embargo, el temor de perder mercados externos frente a Estados Unidos, Europa y otras economías emergentes con regímenes cambiarios menos flexibles, o bancos centrales más poderosos –como China y otras asiáticas– ha desencadenado una creciente propensión a la intervención cambiaria en las que sufren un excesivo fortalecimiento de sus monedas –Japón, Brasil y otras latinoamericanas, como México, Chile, Perú y Colombia–.

El apremio de las economías avanzadas de debilitar sus divisas y el temor de las emergentes de perder competitividad han derivado en incipientes guerras monetarias, sobre todo entre China y Estados Unidos, pero también recientemente se ha involucrado Brasil. Las presiones políticas en cada bando podrían originar retaliaciones arancelarias o cuantitativas, que eventualmente degenerarían en guerras comerciales. Además, existe el riesgo de que esas presiones y la retórica beligerante que se ha creado a su alrededor, desencadenen guerras financieras, si se generalizan los controles administrativos sobre los flujos de activos. Si en realidad estos enfrentamientos comerciales y financieros se extienden globalmente, surge inclusive el peligro de que la recuperación mundial se transforme en una recesión de doble fondo.

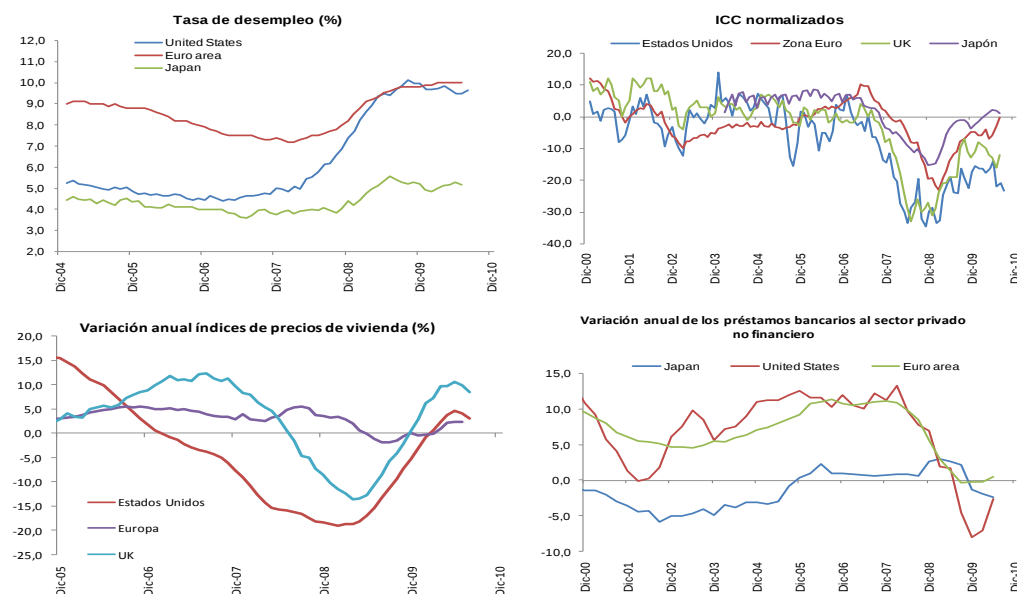
Por tales motivos, en esta Semana Económica examinamos el entorno internacional que ha creado estos riesgos, las implicaciones para la economía colombiana y las alternativas de política económica para enfrentarlos.

El entorno internacional

En su última evaluación de la coyuntura económica internacional, el Fondo Monetario (FMI, WEO October 2010¹) conceptuó que la recuperación mundial es desbalanceada, que pierde vigor y que enfrenta riesgos de sostenibilidad.

La reactivación global puede desacelerarse porque la tasa de crecimiento de las economías avanzadas más grandes –principalmente Estados Unidos, Europa y Japón–, se reduce a medida que se desvanece el impacto del estímulo fiscal, sin que sea reemplazado en una proporción equivalente por el gasto privado. El consumo de los hogares en esas economías no aumenta en la proporción requerida porque no han recobrado la confianza, sus balances no se han saneado, padecen todavía un efecto riqueza negativo y el alto desempleo persiste (Gráfico 1). La inversión tampoco repunta con la fortaleza necesaria porque hay excesos considerables de capacidad ociosa. Además, como sus sistemas financieros permanecen vulnerables, la oferta de crédito al sector privado no se ha descongelado.

Gráfico 1: Confianza, desempleo, precios de vivienda y crédito al sector privado en economías avanzadas

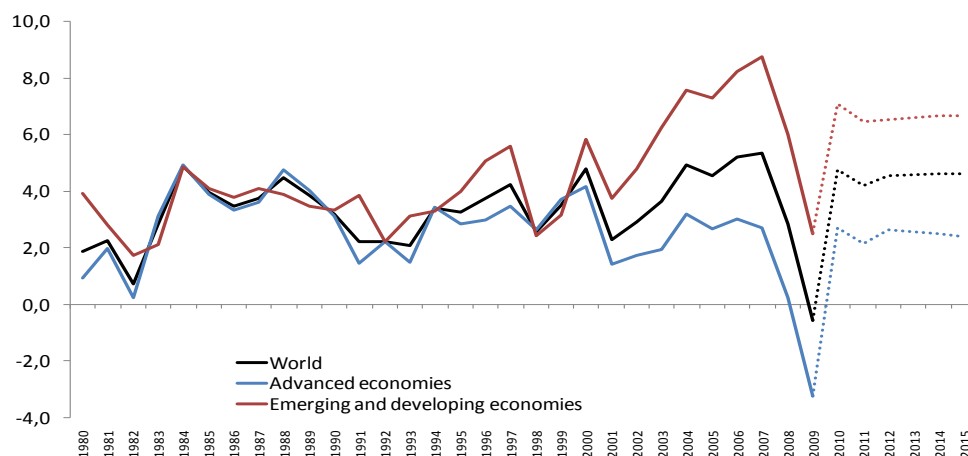


Fuente: OECD

¹ IMF, “Recovery, Risk, and Rebalancing”, World Economic Outlook (WEO), October 2010. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/02/pdf/text.pdf>.

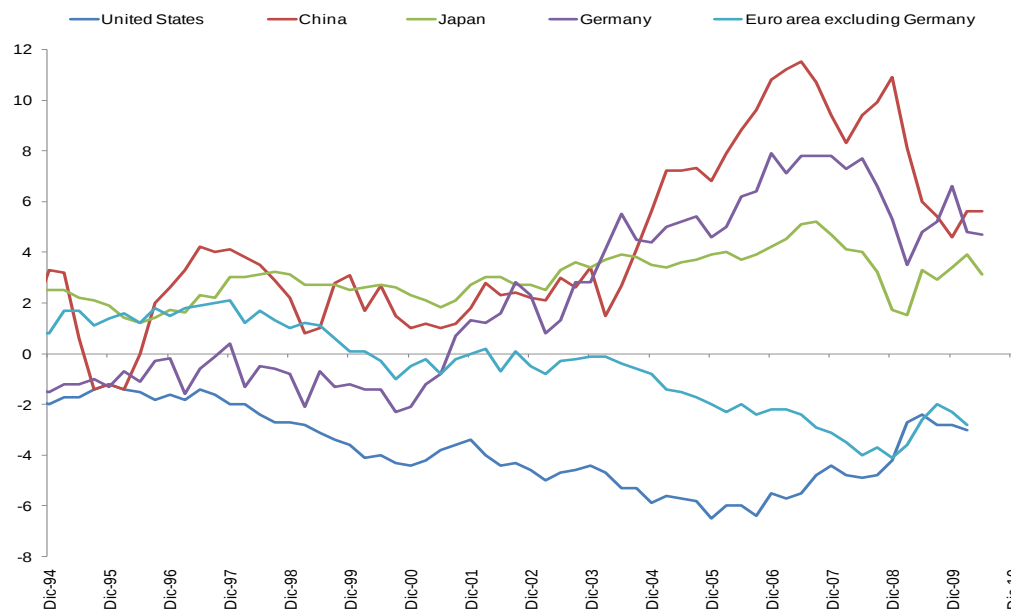
En contraste, en muchas economías emergentes y en desarrollo –sobre todo en Asia y América Latina–, las perspectivas de crecimiento son mejores y más sostenibles (Gráfico 2), porque se basan más en el gasto doméstico y en la demanda privada, al tiempo que se fortalece la confianza, sus intermediarios financieros están sólidos y el crédito fluye normalmente. Sin embargo, en muchas de ellas, principalmente en China y otras economías asiáticas, la actividad depende en una proporción no despreciable de la demanda por importaciones en las economías avanzadas.

Gráfico 2: Variación del PIB (%)



Fuente: IMF – WEO (October 2010)

Gráfico 3: Balance en cuenta corriente (% PIB)

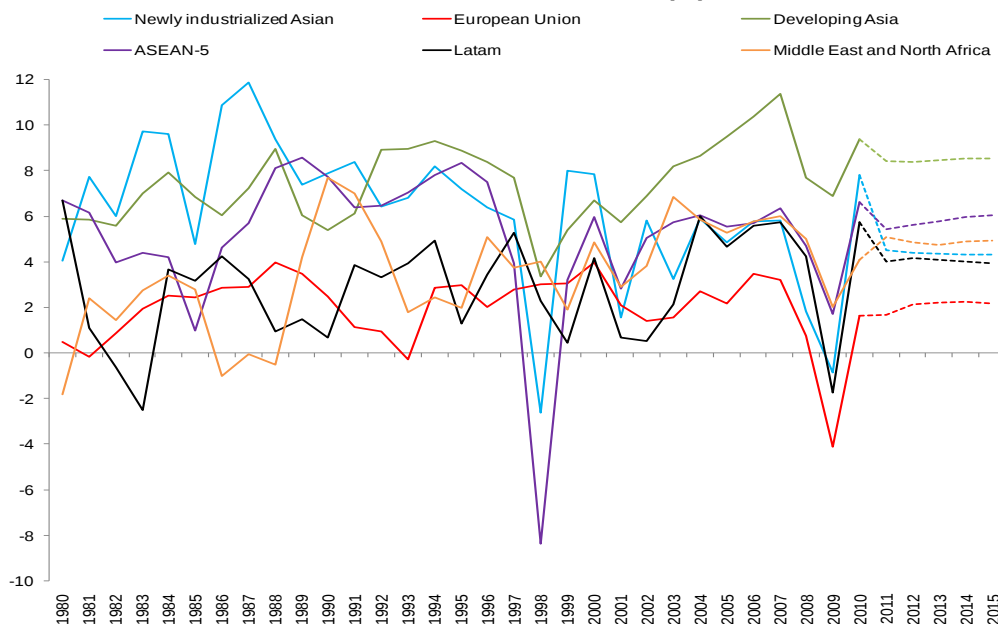


Fuente: OECD

La reactivación es globalmente desbalanceada porque los déficits en la cuenta corriente de algunas de las economías avanzadas más grandes –Estados Unidos y Europa,

excluyendo Alemania– son persistentes, mientras que los superávits en otras –China, Japón y Alemania– permanecen (Gráfico 3).

Gráfico 4: variación del PIB (%)



Fuente: IMF – WEO (October 2010)

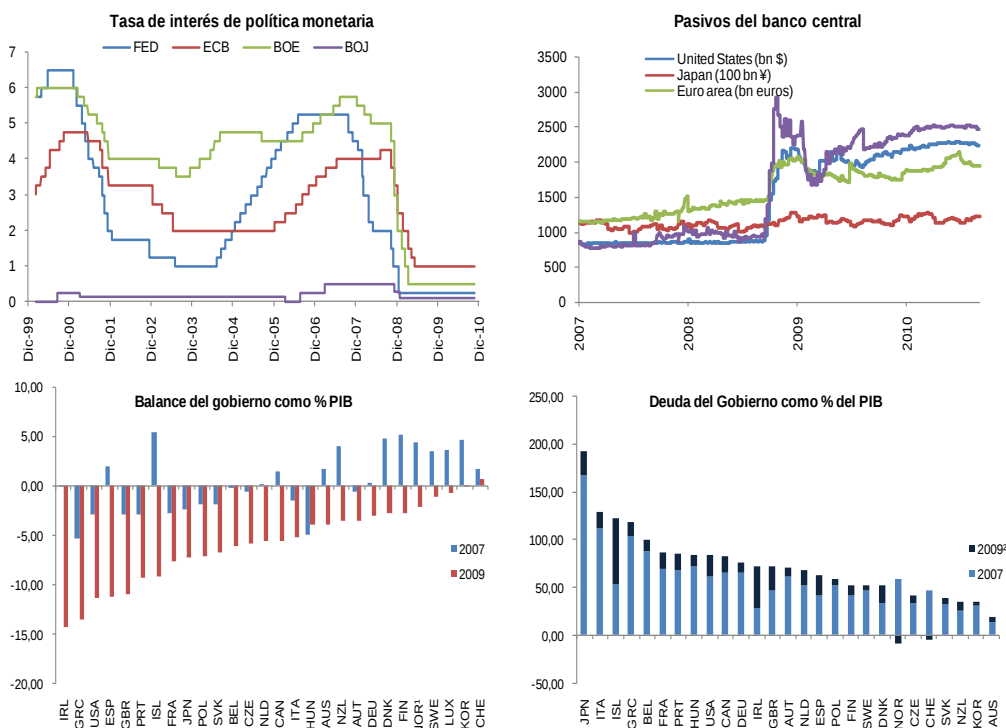
En este escenario, el crecimiento mundial durante 2010 y 2011 será impulsado por las economías emergentes, con Asia en desarrollo a la cabeza (Gráfico 4). América Latina, liderada por Perú, Brasil, Argentina, Chile y Colombia, desempeñará un papel destacado.

Los riesgos

Los riesgos que acechan el crecimiento mundial están inclinados hacia la desaceleración, porque las condiciones macroeconómicas y financieras globales continuarán inestables, mientras persista la debilidad de los fundamentos y no se completen con éxito las reformas y el saneamiento de los sistemas financieros en las economías avanzadas, sobre todo en Estados Unidos, Europa y Japón. Sus fundamentos no mejorarán hasta que el gasto privado esté en condiciones de remplazar al público, disminuya persistentemente el desempleo, culmine el desendeudamiento de los hogares, se estabilicen los mercados hipotecarios, mejore la solvencia fiscal y se reduzca el tamaño de los desbalances globales.

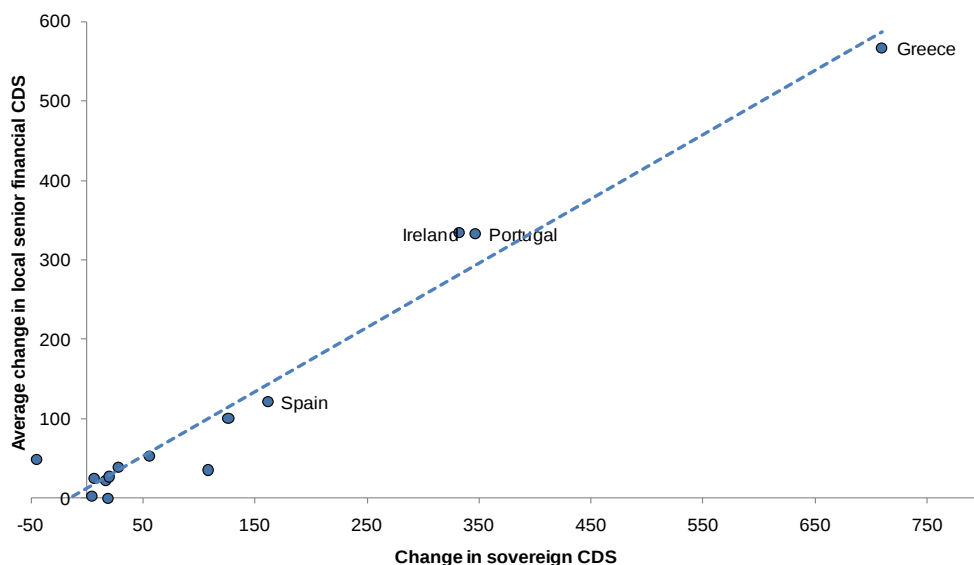
Una preocupación adicional es que el espacio para mayores estímulos públicos se agota paulatinamente en esas economías, porque las estrategias para afrontar la crisis fueron poco convencionales y las medidas de una magnitud sin precedentes. Como resultado de ellas se deterioró notablemente la solvencia pública (Gráfico 6), las tasas de interés alcanzaron su límite inferior y los balances de los bancos centrales se desplegaron de manera extraordinaria.

Gráfico 6: Tasas de interés, pasivos de los bancos centrales, balance fiscal y deuda pública (% PIB)



Fuente: OECD

Gráfico 7: Riesgo soberano y riesgo bancario

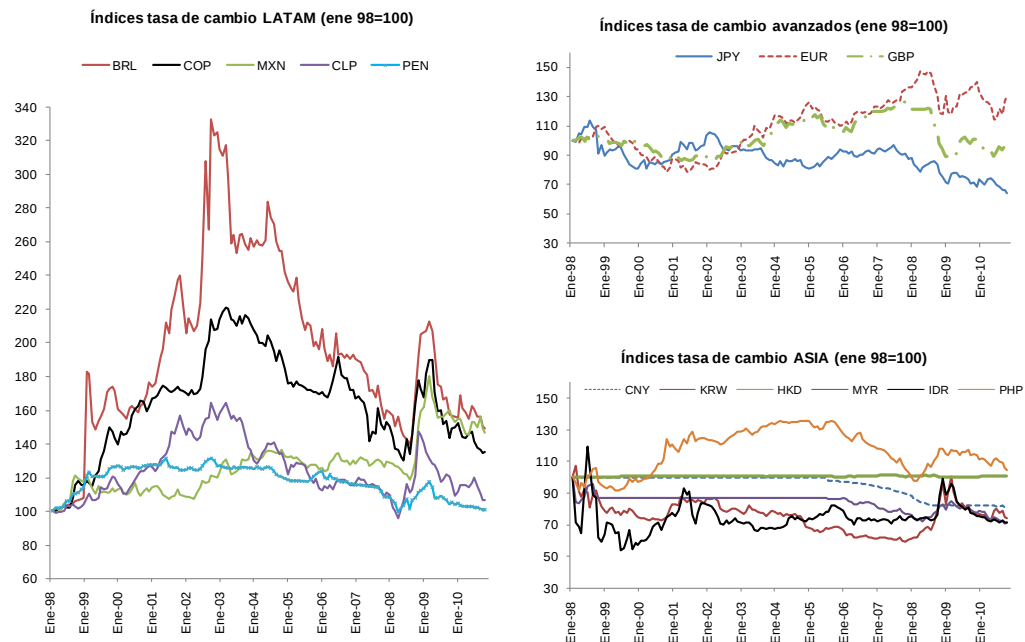


Fuente: IMF – WEO (October 2010)

El peligro de nuevas crisis de solvencia pública persiste. Además, se mantiene el riesgo de un deterioro de las condiciones financieras, debido a la alta vulnerabilidad de los

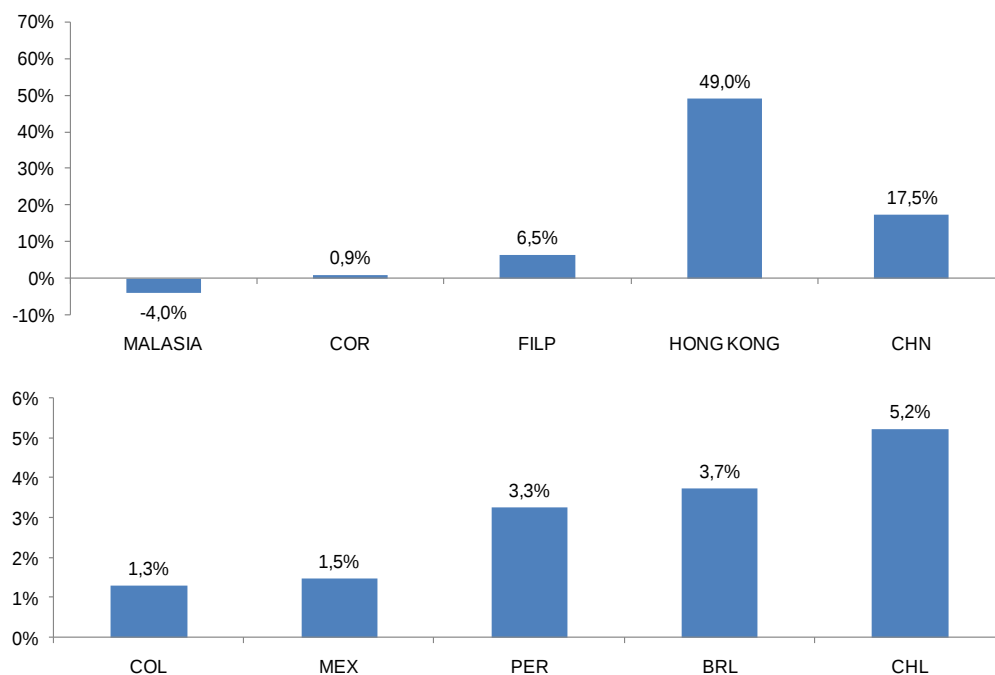
intermediarios y a la elevada exposición de muchos de ellos a las crisis de deuda soberana (Gráfico 7).

Gráfico 8: Índices de tasa de cambio nominal respecto del USD



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Asobancaria.

Gráfico 9: Variación de reservas internacionales 2007-2009 (% PIB)



Fuente: Bloomberg – WEO. Cálculos Asobancaria

La abundancia de liquidez en los mercados internacionales ha apreciado considerablemente todas las monedas respecto del USD, con excepción del CHY y de otras divisas asiáticas diferentes del JPY, que no han flotado con mucha libertad (Gráfico 8). Excluyendo al Banco de China, que ha acumulado proporcionalmente muchas más reservas internacionales (Gráfico 9), la intervención de los bancos centrales hasta ahora ha estado encaminada más a reducir la volatilidad de las tasas de cambio, que a defender pisos para ellas. Sin embargo, en la medida en la cual el USD se debilita internacionalmente cada vez más respecto de todas las demás monedas, con excepción del CHY y otras pocas asiáticas, la presión de la opinión pública crece para que aumenten su acumulación de reservas internacionales. En respuesta, recientemente los bancos centrales de Brasil e inclusive de Japón han acrecentado sus compras de moneda extranjera, para tratar de debilitar sus monedas.

Por tanto, las principales amenazas para la recuperación mundial son la persistencia de los desbalances macroeconómicos internacionales, la escasez de fuentes de demanda interna en las economías más grandes, la necesidad generalizada de crecer con base en las exportaciones y las incipientes guerras monetarias, financieras y comerciales, que podrían desencadenarse por las devaluaciones competitivas. En el caso de agudizarse, estas amenazas podrían transformar primero la recuperación de las economías avanzadas –sobre todo de Estados Unidos, Japón y Europa– y luego la del resto del mundo en una recesión de doble fondo (Roubini 2010²). El riesgo más protuberante es que si estas economías no logran debilitar sus monedas para crecer con base en las exportaciones y, al mismo tiempo, China, Alemania y otras con exceso de ahorro no consiguen aumentar su gasto privado doméstico, el paulatino descenso de la demanda mundial llevará una detrás de otra a las economías más grandes a una nueva recesión, que abortará la recuperación global.

Las estrategias para enfrentar los riesgos que amenazan la recuperación mundial

Para evitar que los peligros de desaceleración mundial se materialicen de una manera contundente, que degeneren en una recesión de doble fondo, se requiere, por una parte, un fortalecimiento de la demanda privada en las economías avanzadas, sobre todo en los Estados Unidos y en Europa, con el fin de que sus gobiernos puedan acometer la consolidación fiscal. Para que repunte su gasto privado se precisa un fortalecimiento de la posición financiera de sus hogares, una generación de empleo más dinámica y un afianzamiento de la confianza. Además, necesitan una reforma profunda y una reparación de sus sistemas financieros, para lograr una reanudación saludable y prolongada del crédito al sector privado. Complementariamente, un plan de estabilización y posterior reducción de la deuda pública contribuiría a reforzar la confianza.

² Roubini, Nouriel. “Only the Weak Survive”, Project Syndicate, 14th October 2010.
<http://www.project-syndicate.org/commentary/roubini30/English>.

Por otra parte, para aminorar los riesgos sobre la sostenibilidad de la recuperación mundial se necesita un ajuste adicional de los desbalances globales. Esto implica modificar el patrón de crecimiento tanto de las economías deficitarias más grandes – Estados Unidos y Europa, excluyendo Alemania– como de las superavitarias –China, Alemania y Japón–. Las primeras deben ahorrar y, por tanto, apoyar su expansión futura más en la demanda externa. Simultáneamente, las segundas deben consumir e invertir y, en consecuencia, basar su crecimiento con énfasis en el gasto doméstico. Dada la imposibilidad práctica de generar ahorro en el corto plazo en las economías deficitarias avanzadas, por la necesidad de sostener el estímulo fiscal (Sumner 2010b³), el cambio en el patrón de crecimiento requiere, a su vez, apoyarse excesivamente en una depreciación de las tasas de cambio de las economías deficitarias, una apreciación de las correspondientes a las superavitarias y la remoción de las rigideces que mantienen el consumo y la inversión por debajo de sus magnitudes óptimas en éstas. En algunas economías que tiene excesos de frugalidad, como China y otras asiáticas, para disminuir la propensión al ahorro de los hogares, pueden llevarse a cabo reformas estructurales que mejoren las redes de seguridad social y de salud pública. También debe estimularse la profundización de sus mercados financieros, para que se amplíe el acceso al crédito del sector privado (King 2010⁴).

Como las reformas estructurales y la profundización financiera tendrán efecto solo en el mediano plazo (Roach 2010⁵), para facilitar el ajuste de los desbalances globales en el corto plazo, las economías superavitarias deben permitir una mayor flexibilidad en sus regímenes cambiarios y dejar de acumular reservas internacionales para sostener sus tasas de cambio. Este es el caso sobre todo de China y otras economías asiáticas con excepción de Japón, cuyas monedas no han flotado con plena libertad.

La fragilidad de la recuperación mundial exige entonces sostener el estímulo monetario, retrasar la consolidación fiscal y continuar reestructurando y reformando los sistemas financieros en las economías avanzadas más grandes. Estas deben mantener bajas las tasas de interés y prolongar el relajamiento cuantitativo. El peligro de estimular una excesiva toma de riesgo por la laxitud extrema y prolongada de la postura monetaria, debe conjurarse implementando estrategias macro-prudenciales, para evitar estrecharla prematuramente. Aunque sea necesario retrasar la consolidación fiscal, debe planearse precisa y claramente, señalando cuándo se pretende estabilizar la deuda y cuál será su cronograma de reducción. Este esfuerzo puede requerir la adopción de reglas de política que aseguren la sostenibilidad de la deuda y el desendeudamiento de los gobiernos, e inclusive una delimitación precisa de los derechos en los regímenes de salud y pensiones.

³ Sumner, Scott. “Imbalances are largely a fiscal issue”, The Economist, 18th October 2010. http://www.economist.com/economics/by-invitation/guest-contributions/imbalances_are_largely_fiscal_issue.

⁴ King, Stephen. “A focus on the real Exchange rate suggests that it doesn’t matter whether China allows the yuan to rise or not”, The Economist, 10th June 2010.

⁵ Roach, Stephen. “Allowing the yuan to rise won’t solve America’s problems”, The Economist, 10th June 2010.

La reestructuración y reforma financieras deben asegurar en el mediano plazo, en primer lugar, la constitución de exigentes estándares globales de liquidez y una holgada capitalización de los bancos, con un capital de mejor calidad. En segundo lugar, la estabilización de sus fuentes de fondeo, la adopción de tasas máximas de apalancamiento y la resurrección de la titularización. En tercer lugar, una regulación y supervisión adecuadas para las instituciones sistémicamente importantes, mecanismos idóneos para liquidar las instituciones no viables, una minimización del riesgo moral y un tratamiento eficiente de los asuntos transnacionales. Y en cuarto lugar, una mejora de la infraestructura de los mercados. Sin embargo, como en el corto plazo algunas de estas medidas –en particular, el endurecimiento de los estándares de liquidez y capital–, tendientes a fortalecer a las instituciones financieras más grandes, pueden deteriorar su rentabilidad, frenar la inversión adicional en este negocio, reducir y encarecer la oferta de crédito, ha sido necesario posponerlas.

Paralelamente, muchas economías emergentes –como China, India, Brasil y otras asiáticas y latinoamericanas– deben enfrentar las presiones inflacionarias en los mercados de bienes, los riesgos de sobrecalentamiento y los peligros de desbordamiento del crédito, estrechando sus posturas monetarias en la medida en que vayan cerrando sus brechas de producto. Como el aumento de las tasas domésticas de interés puede estimular los flujos de portafolio, endeudamiento externo y *carry trade*, al mismo tiempo, deben prevenir la formación de burbujas en sus mercados de activos implementando estrategias macro-prudenciales. Estas pueden incluir, en casos extremos, desincentivos a estos flujos a través de la tributación, los depósitos previos y los encajes.

Las guerras de las divisas

La extrema laxitud monetaria en Estados Unidos, Europa y Japón y el deterioro de su solvencia gubernamental, genera excesos de liquidez en los mercados internacionales y debilita sus monedas respecto de las correspondientes a otras economías con fundamentos macroeconómicos más sólidos. Las mejores perspectivas de crecimiento en las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas, la viabilidad de sus finanzas públicas, sus favorables términos de intercambio y la mayor rentabilidad de la inversión en la producción de materias primas estimulan, en conjunto, la canalización de esa liquidez hacia ellas. Esta ha llegado bajo la forma de mayores ingresos por exportaciones y auges de inversión extranjera directa, de portafolio y de endeudamiento externo, e inclusive de operaciones de *carry trade*, que tienden a apreciar pronunciadamente sus monedas y a valorizar sus activos domésticos.

Para contener la revaluación algunos de sus bancos centrales, principalmente el de China y otros asiáticos, pero inclusive algunos latinoamericanos, como recientemente los de Brasil, Perú, México y Chile, han optado por intervenir cada vez más agresivamente en sus mercados de divisas, para acumular abundantes saldos de reservas internacionales, con el propósito de sostener sus tasas de cambio. El temor a perder competitividad para su producción doméstica y sus exportaciones frente a las de

sus competidores, ha desencadenado un efecto demostración extendido alrededor del mundo, que ha hecho a un banco central tras otro adoptar paulatinamente esta estrategia cambiaria para tratar de debilitar sus monedas. El exceso de celo sobre la competitividad y la necesidad de crecer con base en la demanda externa podrían causar que la guerra de divisas degenera en retaliaciones arancelarias y cuantitativas, las cuales podrían desencadenar guerras comerciales (Baldwin 2010⁶, Pettis 2010⁷).

Las intervenciones para sostener las tasas de cambio en Asia y América Latina, la premura de algunas avanzadas por nuevas fuentes externas de crecimiento y las presiones políticas internas en cada grupo, han dado lugar a una fogosa retórica en la cual se acusan mutuamente de distorsionar la demanda externa. Las economías cuyas monedas tienden a fortalecerse, sobre todo China y Brasil, culpan a las avanzadas de mantener una postura monetaria muy laxa, que incentiva los flujos de capital hacia el resto del mundo. Las avanzadas, principalmente Europa y Estados Unidos, a su vez, reprochan a China sus intervenciones y a otras emergentes la imposición de controles administrativos a los flujos financieros externos, para debilitar artificialmente las suyas (The Economist 2010a⁸).

Por la fragilidad del crecimiento, la persistencia del desempleo y el peligro de deflación en Estados Unidos, el Reino Unido y Japón, la laxitud de su postura monetaria se prolongará, de manera que la debilidad internacional de sus monedas – sobre todo la del USD– y el estímulo a los flujos hacia los emergentes asiáticos y latinoamericanos persistirán (Calvo 2010⁹, Sumner 2010¹⁰). Por eso, no solamente para evitar el fortalecimiento de sus monedas, sino también para salvaguardar su estabilidad financiera y evitar recalentamientos, es probable que las autoridades asiáticas y latinoamericanas tarde o temprano recurran a introducir en mayor escala controles administrativos –que pueden incluir impuestos, depósitos, límites al endeudamiento externo y encajes–. En retaliación, algunas avanzadas –principalmente Estados Unidos– pueden aplicar sanciones comerciales o financieras, que restringirían la movilidad de los bienes, los servicios y los capitales. En caso extremo, hasta podrían originar álgidos enfrentamientos comerciales y financieros. Y éstos, a su vez, incrementarían el riesgo de conducir la economía mundial a una recesión de doble fondo. Por eso es deseable concertar alguna solución al problema cambiario entre las

⁶ Baldwin, Richard. “It is not clear that currency interventions will hurt the global economy”, The Economist 26th September 2010.

⁷ Pettis, Michael. “Currency intervention makes retaliation likely”, The Economist 26th September 2010.

⁸ The Economist. “Fumbling towards a truce”. 14th October 2010. <http://www.economist.com/node/17252006>

⁹ Calvo, Guillermo. “The renminbi should take centre stage”. The Economist, 15th October 2010.

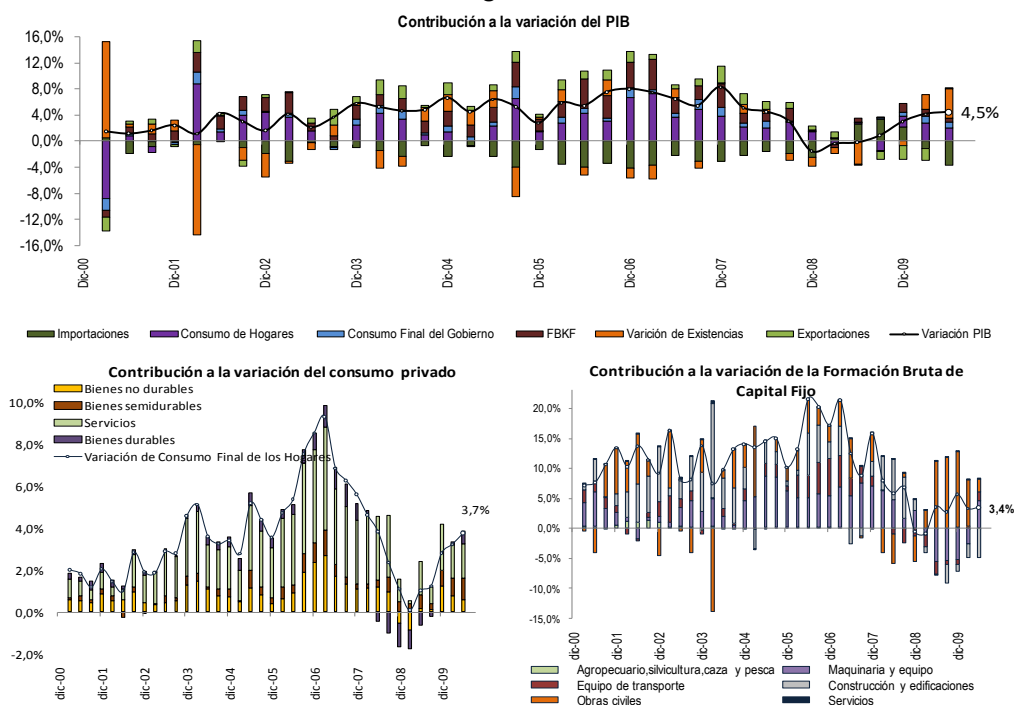
¹⁰ Sumner, Scott. “Currency interventions will not hurt the global economy if they are accomplished through monetary easing”, The Economist, 26th September 2010.

economías grandes, con la mediación de las instituciones multilaterales y en foros que las convoquen, como el G-20 (The Economist 2010b¹¹, Calvo 2010).

Las implicaciones de la coyuntura internacional para Colombia

En Colombia, como en otros países de América Latina y otras economías emergentes y en desarrollo, la reactivación se ha afirmado con base en el repunte de la demanda interna y del gasto privado (Gráfico 10). Este ha aumentado principalmente por la acumulación de inventarios y el consumo de los hogares y, en una pequeña proporción, por la formación bruta de capital fijo. Esta tardará en coger fuerza porque antes de la recesión tuvimos un auge pronunciado de inversión y las firmas todavía tienen un exceso de capacidad ociosa considerable (24,3% en la encuesta de la ANDI y 43,2% en la de Fedesarrollo).

Gráfico 10: Contribución del gasto a la variación anual del PIB



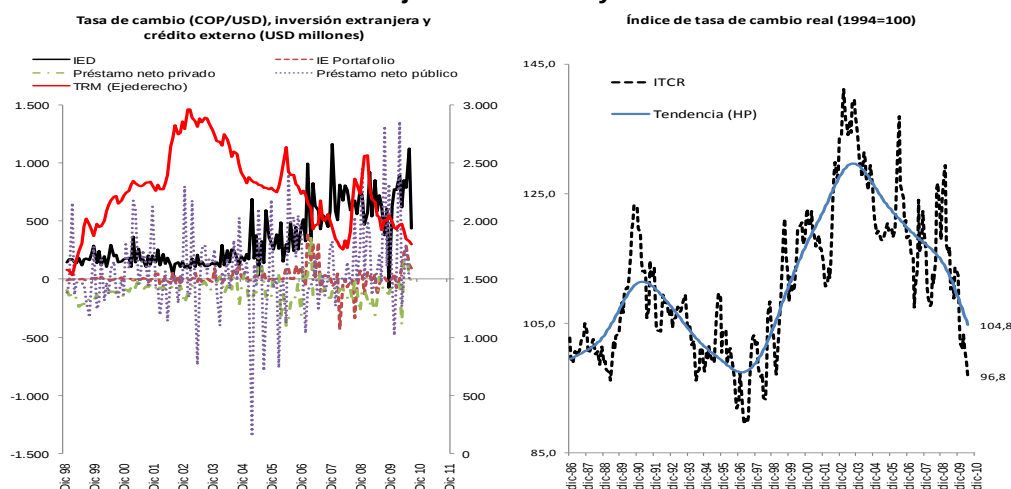
Fuente: DANE. Cálculos: Asobancaria.

La evolución previsible del entorno internacional implica la preservación de excesos de liquidez en los mercados financieros internacionales. Las buenas perspectivas de los precios de las materias primas, sobre todo de los hidrocarburos, conservarán la atractiva rentabilidad de la inversión en estos sectores, de manera que probablemente se mantendrán los flujos de IED hacia estas ramas. En la medida en la cual ésta fructifique, como hasta ahora, aumentará la producción y con ella, los ingresos por exportaciones de productos minerales e hidrocarburos. Además, como en el mediano

¹¹ The Economist. "How to stop a currency war", 14th October 2010. http://www.economist.com/node/17251850?Story_ID=17251850.

plazo será necesaria una normalización de la política monetaria, que la lleve a una postura neutral, el incremento de la tasa de interés doméstica mantendrá el atractivo del endeudamiento externo. Por estas razones, es probable que el caudal de los flujos financieros en moneda extranjera no mengüe, de manera que en el mediano plazo persistirá la fortaleza del COP. En el corto plazo, sin embargo, la tasa de cambio luce sobrevaluada tanto en términos nominales¹² como reales¹³.

Gráfico 11: Flujos financieros y tasa de cambio



Fuente: Banco de la República. Cálculos: Asobancaria.

Las alternativas de política económica doméstica

Como la fortaleza del COP en el mediano plazo se debe a la solidez de los fundamentos macroeconómicos en Colombia, comparados con los de las economías avanzadas más grandes, sus consecuencias pueden mitigarse únicamente mediante la generación de ahorro doméstico. Dada la necesidad de expansión del gasto privado para halar la recuperación, el esfuerzo de ahorro le corresponde enteramente al sector público. Por eso se impone un oportuno ajuste del déficit fiscal, junto con una estabilización y posterior reducción de la deuda pública en el mediano plazo, en la medida en la cual se reafirme la demanda privada. Afortunadamente el gobierno nacional es consciente de esta necesidad, acogió la propuesta de regla fiscal de la administración anterior y propuso una reforma al sistema de regalías. Estos instrumentos reforzarán la disciplina fiscal, contribuyendo a estabilizar la deuda, a encausarla nuevamente a una trayectoria decreciente y, por tanto, a mejorar la solvencia gubernamental. A través de ellos el sector público podrá generar ahorro y tendrá la posibilidad de implementar estrategias contra-cíclicas. Por eso es urgente agilizar su trámite en el Congreso.

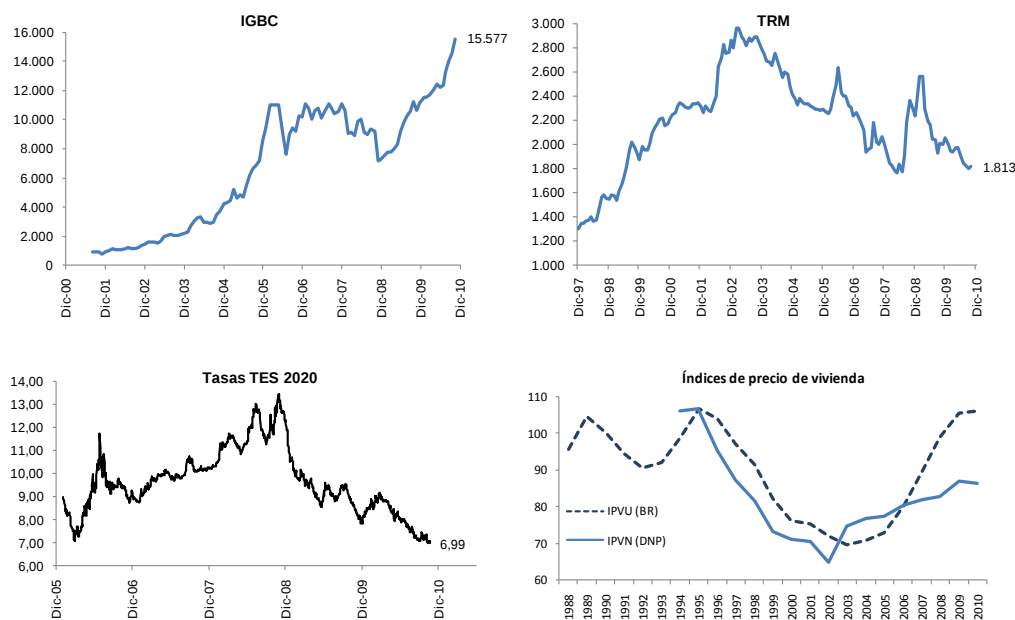
¹² El índice Big Mac sugiere que la tasa de cambio del COP con el USD debería estar alrededor de COP 2.200, lo cual implica una sobrevaluación nominal de alrededor de 20%.

http://www.economist.com/node/16646178?story_id=16646178

¹³ La tasa de cambio real actual está debajo de su tendencia de largo plazo.

Para moderar la volatilidad de la tasa de cambio en el corto plazo es pertinente que el Banco de la República (BR) continúe interviniendo en el mercado cambiario, acatando la mecánica del régimen de flotación administrada, compatible con el esquema de inflación objetivo bajo el cual conduce la política monetaria. No debe, de ninguna manera, comprometerse con la defensa de pisos para la tasa de cambio. La intervención podrá prolongarse hasta que sea factible esterilizarla y sin exceder el límite óptimo de acumulación de reservas internacionales (RI), es decir, la magnitud en la cual el beneficio marginal de hacerlo sea igual a su costo. Si se agotan las posibilidades de esterilización mediante la venta de otros activos (TES), el GN podría darle una mano, como ha hecho en otras oportunidades, aumentando sus depósitos en el BR. En el caso de alcanzar el saldo óptimo de RI, el GN podría ayudar a abrir un espacio adicional, comprando parte de ellas para pagar deuda externa, como hizo en el pasado. Para financiar la compra de RI al BR, el GN emitiría deuda interna. Bajo este mecanismo, finalmente tendría lugar un swap de deuda externa por interna. El BR, para esterilizar la venta, podría comprar TES en el mercado secundario, con lo cual abriría un espacio al GN para acomodar la emisión de deuda en el primario.

Gráfico 12: Precio y retorno de algunos activos domésticos



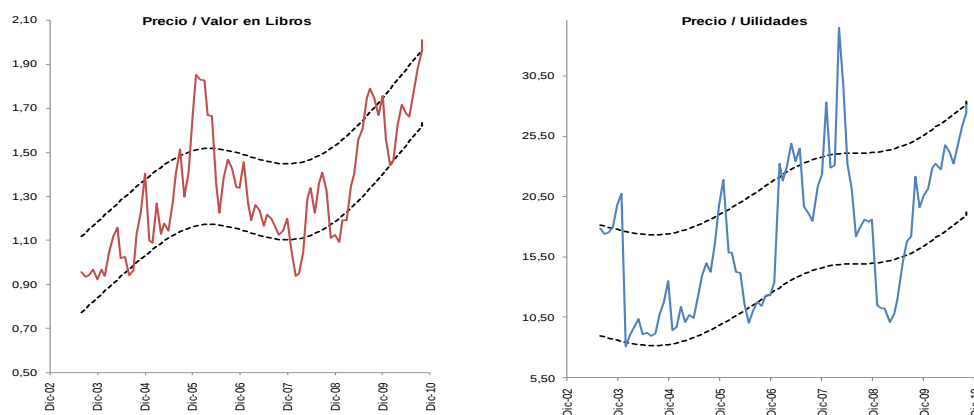
Fuente: BVC - Banco de la República – Minhacienda - DNP

Con el propósito de desestimular el endeudamiento externo, el BR podría eventualmente recurrir a recortar su tasa mínima de expansión. Sin embargo, esta medida arriesgaría un sobrecalentamiento de la economía y la generación de presiones inflacionarias en el mediano plazo, cuando se cierre la brecha del producto. Además, comprometería la estabilidad financiera de la economía. Los activos domésticos se han valorizado notablemente (Gráfico 12) y algunos, sobre todo la bolsa y los TES, lucen al borde de la sobrevaloración (Gráfico 13). Además, el crédito ha comenzado a expandirse saludablemente (al 15,3% real anual en septiembre) (Gráfico 14). Un

recorte adicional de la tasa de interés contribuiría a generar un ambiente propicio para la formación de burbujas en los mercados de activos y para desbordamientos del crédito.

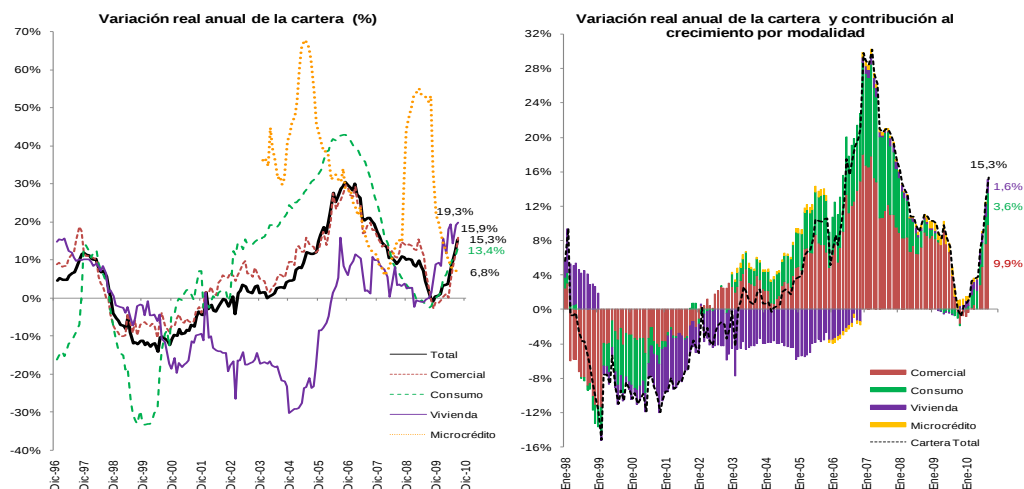
Si la volatilidad extrema de la tasa de cambio persiste y se tiene certeza que ocurre por factores puramente financieros, entonces podría desestimularse los flujos de portafolio y endeudamiento externo, reduciendo su rentabilidad, no mediante un recorte de las tasas de interés domésticas sino imponiéndoles, como en el pasado, un depósito previo no remunerado. Con ello se aliviaría también la presión valorizadora sobre los activos domésticos. Este tipo de medidas, de corte macro-prudencial, en lugar de perturbar la estabilidad financiera, contribuiría a preservarla.

Gráfico 13: Múltiplos del IGBC



Fuente: BVC – Bloomberg

Gráfico 14: Variación real anual de la cartera y contribución de las diferentes modalidades



Fuente: Superfinanciera. Cálculos: Asobancaria.

Como el COP permanecerá fuerte en el mediano plazo por razones estructurales, más allá de moderar su volatilidad en el corto plazo, nuestra economía deberá acomodar la expansión de su sector minero energético. Una alternativa que es enteramente razonable es gastarse parte de los ingresos extraordinarios, hasta que resulte macroeconómicamente prudente, en mejorar la competitividad de la economía, invirtiendo en infraestructura y en ciencia y tecnología, como ha propuesto el GN. Pero además, subsidiando la acumulación de capital humano y la inversión en investigación y desarrollo. Mediante esta estrategia aumentaría la productividad de la economía y otros sectores, quizá algunos nuevos, serían más competitivos.

Finalmente, es conveniente insistir en formalizar y flexibilizar el mercado laboral para que el trabajo fluya de los sectores menos competitivos a los más, subsidiando la formación del capital humano y el entrenamiento de la mano de obra que corresponda al nuevo perfil de la demanda de trabajo requerida por la nueva estructura de la producción.

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	...
Crecimiento Real													
PIB real (% Var. Interanual)	6.3	2.7	-0.4	-0.2	0.9	3.0	0.8	4.2	4.5	4.8	4.5	4.5	4.3
Precios													
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	6.1	3.8	3.2	2.0	2.0	1.8	2.3	2.4	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	...	...	1832	1784
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.4	11.6	40.6	17.8	-1.2	-8.4	-8.4	-24.7	-11.2	...	...	-10.5	-2.6
Sector Externo													
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.0	-1.7	-2.5	-2.5	-2.2	...	...	...	...	-2.7	...
Cuenta corriente (USD mM)	-5.8	-6.8	-1.0	-0.9	-1.5	-1.7	-5.1	...	...	...	...	-7.3	...
Balanza comercial (USD mM)	-0.6	1.0	0.1	0.8	0.4	0.8	2.1	0.7	...	...	...	1.4	...
Exportaciones F.O.B. (USD mM)	29.4	37.1	7.5	7.8	8.3	9.0	32.6	9.0	...	...	...	37	...
Importaciones F.O.B. (USD mM)	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 mM)	9.0	10.6	2.1	2.8	1.3	0.9	7.2	2.2	...	...	...	8.8	...
Sector Público													
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
Indicadores de Deuda													
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*

	Sep-10 (a)	Ago-10	Sep-09 (b)	Var real anual entre (a) y (b)
Activo	227,893	224,455	195,707	13.8%
Disponible	14,800	13,388	14,721	-1.7%
Inversiones	48,536	49,835	42,303	12.2%
Cartera Neta	142,479	138,790	120,407	15.7%
Consumo Bruta	40,105	39,327	34,567	13.4%
Comercial Bruta	93,431	90,958	78,802	15.9%
Vivienda Bruta	12,424	12,004	10,133	19.9%
Microcrédito Bruta	3,787	3,733	3,467	6.8%
Provisiones**	7,269	7,231	6,562	8.3%
Consumo	2,598	2,630	2,663	-4.6%
Comercial	4,147	4,079	3,408	19.0%
Vivienda	383	384	340	10.3%
Microcrédito	140	139	152	-10.0%
Otros	22,079	22,442	18,276	18.1%
Pasivo	197,484	194,783	170,769	13.1%
Depósitos y Exigibilidades	148,450	147,275	134,218	8.1%
Cuentas de Ahorro	70,921	70,437	63,261	9.6%
CDT	45,220	44,841	44,429	-0.5%
Cuentas Corrientes	26,600	26,838	22,004	18.2%
Otros	5,708	5,160	4,523	23.4%
Otros pasivos	49,034	47,507	36,551	31.2%
Patrimonio	30,410	29,672	24,938	19.2%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	3,838	3,471	3,514	6.8%
Ingresos por intereses	12,287	9,518	14,624	-17.9%
Gastos por intereses	3,926	3,068	6,413	-40.2%
Margen neto de Intereses	8,348	7,396	8,204	-0.5%
Ingresos netos diferentes de Intereses	5,889	5,288	5,883	-2.1%
Margen Financiero Bruto	14,237	12,684	14,087	-1.2%
Costos Administrativos	6,686	5,930	6,164	6.0%
Provisiones Netas de Recuperación	1,512	1,341	2,425	-39.0%
Margen Operacional	6,039	5,413	5,498	7.4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	3.31	3.65	4.29	-0.98
Consumo	5.12	5.42	7.34	-2.23
Comercial	2.42	2.79	2.82	-0.40
Vivienda	3.61	3.76	4.61	-1.00
Microcrédito	5.28	5.53	6.22	-0.94
Cubrimiento**	122.56	113.89	120.57	1.99
Consumo	126.62	123.33	104.89	21.72
Comercial	183.71	160.65	153.42	30.29
Vivienda	85.53	85.06	72.69	12.83
Microcrédito	70.00	67.28	70.42	-0.43
ROA	2.22%	2.31%	2.27%	-0.1%
ROE	17.14%	17.90%	19.36%	-2.2%
Solvencia	N.D.	15.21%	14.11%	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.