



BANCO DE LA REPÚBLICA
SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

MEDIDAS ALTERNATIVAS DE TASA DE CAMBIO REAL PARA COLOMBIA*

Gloria Alonso, Juan Nicolás Hernández, José David Pulido, Martha Lucía Villa

MAYO DE 2008

Resumen

En un escenario como el actual, de continua apreciación nominal del peso colombiano frente al dólar, se hace relevante insistir en el uso de un concepto más amplio, como es la tasa de cambio real (TCR), para examinar las causas de la apreciación y evaluar la competitividad del país. Son muchos los enfoques a partir de los cuales se aborda el concepto de esta variable y por ello nació la idea del Observatorio de TCR. Su propósito esencial es centralizar y proveer las herramientas necesarias para su análisis respondiendo a las inquietudes de los agentes involucrados y constituyéndose en un elemento para la toma de decisiones de política económica. En este documento se proponen medidas alternativas de fácil seguimiento para evaluar periódicamente la evolución de la TCR y se analiza de forma preliminar qué tan desalineadas están sus distintas variantes respecto de su nivel de largo plazo. Las medidas alternativas muestran tendencias similares a las mediciones tradicionales, aunque difieren en la magnitud e interpretación del efecto. En cuanto a los determinantes del TCR a nivel global las ganancias en productividad relativa derivan en una moneda más fuerte. La información disponible sugiere que la industria colombiana ha incrementado su productividad, en especial si se compara con Estados Unidos y que el nivel actual del tipo de cambio real es cercano a aquel que es consistente con el grado de desarrollo de la economía.

Clasificación JEL: F31, O47, J30

Palabras clave: Índice de Tasa de Cambio, Productividad, Competitividad, Paridad de Poder de Compra, Costo Laboral Unitario, Balassa- Samuelson

* Este documento resume los avances alcanzados a la fecha por el Observatorio de Tasa de Cambio Real, bajo la dirección de Gloria Alonso, el cual contó con la colaboración de Rafael Puyana y Mariana Escobar en la etapa inicial del proyecto. Se agradece a Mario Ramos y a Héctor Zárate por su apoyo en la construcción de los índices y los comentarios y sugerencias de Carlos Huertas y Jorge Toro.

I. INTRODUCCIÓN

La persistente apreciación nominal y real del peso colombiano frente al dólar unida a la reciente ampliación del déficit en cuenta corriente, han generado gran discusión en torno a la pérdida de competitividad de la economía colombiana en los últimos años y a la sostenibilidad de ese proceso. Por ello también con frecuencia se cuestiona la conveniencia de mantener un régimen de flotación de la tasa de cambio.

Entre 2004 y 2007 las exportaciones totales colombianas duplicaron su valor con tasas de crecimiento superiores al 22% en promedio anual, al tiempo que el peso colombiano se apreció 21% en términos nominales frente al dólar. Si se examinan aquellas exportaciones que no dependen directamente de los precios de los *commodities* se observa que, las de productos industriales tuvieron un crecimiento de 89% en el período. Incluso, si se observa un período reciente y se excluye el fenómeno de ventas a Venezuela registrado en 2007, se encuentra que las exportaciones de productos no tradicionales aumentaron 7.0% en ese año y en lo corrido del presente a febrero están creciendo 23.2%¹. Por tanto, el comportamiento de la tasa de cambio nominal no es suficiente para explicar la dinámica de las exportaciones. Se requieren indicadores más amplios que en verdad involucren conceptos como costos relativos de producción de las empresas colombianas frente a sus competidores externos.

En este contexto, la tasa de cambio real (TCR) es un indicador que permite medir la evolución de los precios (o costos) de una determinada canasta de bienes y servicios producida en un país con respecto a otro país, cuando ambos se expresan en una moneda común. En la medida en que la TCR considera cambios en los precios relativos, éstos tienden a asociarse con cambios en la posición competitiva de un país. Sin embargo, este concepto de competitividad en sí mismo es bastante complejo y su medición lo es aún más si se tiene en cuenta que muchos factores entran en juego en dicha comparación, como son los costos de producción, las rigideces en los mercados, los costos de transporte, etc. En particular, apreciaciones reales de la moneda local (todo lo demás constante) hacen que los bienes producidos localmente sean comparativamente más caros, situación que se asocia con una pérdida de competitividad. No obstante, la teoría económica advierte que esta causalidad no es tan mecánica. Algunos factores que inciden en la competitividad, como los cambios en la productividad relativa entre países, tienen efectos en la tasa de cambio real. Por ejemplo, si un país es más competitivo porque su sector transable es más eficiente, esos aumentos en productividad pueden reflejarse en caídas en la TCR. De esta forma, al tiempo que la competitividad de un país puede aumentar, su TCR puede disminuir. Es la mayor competitividad relativa la que causa la apreciación cambiaria – Efecto Balassa Samuelson-.

En este sentido, la tasa de cambio real puede ser utilizada e interpretada de diversas maneras dependiendo de lo que se quiera evaluar. Comúnmente, la TCR se utiliza para juzgar el desempeño del sector exportador de una economía, pero también puede ser utilizada para analizar la eficiencia del mercado interno o del sector importador. Ya sea por la carencia de información o porque los indicadores que existen son los aceptados universalmente para este tipo de análisis, no es apropiado utilizar un mismo indicador para diferentes propósitos. Se

¹ En 2007 las ventas totales de productos Colombianos a Venezuela aumentaron 92.9%.

debería construir uno para cada sector específico que, por ejemplo, involucre directamente los costos de producción del sector *vis a vis* los de sus socios comerciales o competidores.

Los múltiples enfoques a partir de los cuales se aborda el concepto de tasa de cambio real motivaron el surgimiento del Observatorio de Tasa de Cambio Real. Su propósito esencial es proveer herramientas para el análisis del tipo de cambio real (TCR) que respondan a las inquietudes de los agentes involucrados y se constituyan en un elemento para la toma de decisiones de política económica. Desde esta última perspectiva, y bajo un régimen de inflación objetivo con flotación de la tasa de cambio, la autoridad monetaria modifica su postura de política frente a los movimientos de la tasa de cambio si considera que ellos comprometen el logro de las metas de inflación o contribuyen a la desviación del producto observado frente a su potencial. Como anota Urrutia (2004) el reto para la autoridad monetaria es ser capaz de separar los factores monetarios relevantes para la inflación, de los factores que mueven el valor de la tasa de cambio real de equilibrio.

Dentro de los factores que cambian el valor de equilibrio de la tasa de cambio real estarían por ejemplo: los términos de intercambio, las tendencias en productividad, las tasas de interés, la inflación y el crecimiento entre las economías. La dificultad de encontrar esta relación estable reside en el hecho de que existen múltiples variables no observadas como las expectativas y el riesgo que inciden en los movimientos de la tasa de cambio.

En caso de establecerse aquella tasa de cambio real que prevalecería en función de los valores sostenibles de los fundamentales macroeconómicos (o equivalentemente aquella que resulta de remover los elementos especulativos y cíclicos), los desalineamientos del tipo de cambio frente a su nivel de equilibrio podrían constituirse en una herramienta para predecir los desplazamientos futuros de la tasa de cambio. En este entorno y como señalan Echavarría et al (2007) resulta indeseable e ineficaz que el Banco Central luche contra los movimientos en la tasa de cambio de equilibrio, pero plausible ante desalineamientos prolongados y sustanciales frente al nivel de equilibrio.

El documento intenta desarrollar una base tanto teórica como práctica que logre dar los fundamentos para el análisis del tipo de cambio real. Esta base consiste, primero, en un resumen preliminar de la discusión teórica alrededor de la TCR y un recuento de las metodologías que están siendo estudiadas en el Observatorio. A partir de ello, la segunda parte presenta una serie de mediciones alternativas de tasa de cambio real (ITCR), y evalúa su desalineamiento frente a su valor de largo plazo². Las medidas alternativas propuestas resultan de fácil seguimiento para examinar periódicamente la evolución de la variable y establecer qué tan desalineada pueda estar respecto de lo que podría considerarse su nivel de largo plazo.

Posteriormente y en un primer intento por explicar las causas fundamentales de la apreciación real de la moneda colombiana, se efectúa un análisis comparativo de productividad frente a los principales socios comerciales. Partiendo de la premisa propuesta por Balassa-Samuelson según la cual los cambios en la TCR son un reflejo de cambios en la productividad de la economía, se definen y evalúan diferentes medidas de productividad, tanto en la economía en general como en sectores específicos. Finalmente se presentan las conclusiones.

² El nivel de largo plazo se entiende inicialmente como un promedio histórico.

II. RESUMEN TEÓRICO

La TCR se refiere al precio relativo de una canasta de bienes de un país en términos de una canasta de un país extranjero, expresada en la moneda local (Schmidt-Grohé, Uribe, 2003). Esta definición se ve reflejada en la siguiente fórmula, considerada ampliamente como la ecuación estándar de la tasa de cambio real (Ecuación 1).

$$TCR = \frac{P^* \cdot TCN}{P} \quad (1)$$

Donde P^* es el precio de la canasta de consumo extranjera

TCN es la tasa de cambio nominal

P es el precio de la canasta de consumo local

Obsérvese que si los bienes se pueden transar entre los distintos mercados es de esperar que convertidos a una misma moneda, los precios en los dos países sean los mismos (Rogoff, 1996). Ello por una relación de arbitramento donde al desplazarse la demanda hacia el mercado con el mejor precio, este tiende a igualarse en los dos mercados.

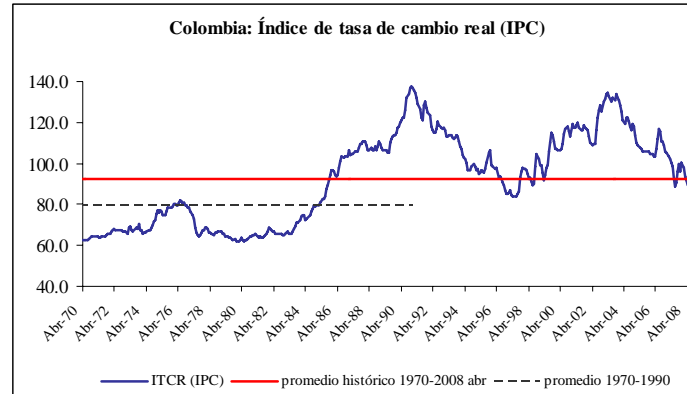
El tipo de cambio real, es decir la relación entre precios externo e interno, sería entonces igual a una constante. Esto se conoce en la literatura como PPP (Paridad de Poder de Compra). Un ejemplo comúnmente utilizado para explicar este concepto es el de la BIG MAC, cuyo precio debería ser el mismo en los diferentes países³. Es por eso que la ecuación de la TCR resulta interesante. De hecho, esta definición de tasa de cambio resulta ser exactamente igual a la PPP si la igualamos a uno (ecuación 2).

$$\frac{P^* \cdot TCN}{P} = 1 \quad (2)$$

No obstante, las diferencias en costos de producción, costos de transporte, etc., inciden en que ello no ocurra. Por ejemplo, la TCR multilateral de Colombia (deflactada con IPC), ha cambiado a través del tiempo, con largos períodos de devaluación y revaluación, e incluso con períodos de cambio estructural. (Gráfico 1).

³ Este índice es calculado por *The Economist* desde septiembre de 1986 y ha sido publicado anualmente desde entonces.

Gráfico 1
Colombia ITCR Multilateral (IPC)
Enero 2000=100



Fuente: Banco de la República

Esta observación se repite para todos los países, razón por la cual la mayoría de los economistas dejan a un lado la existencia de PPP en el corto plazo y en cambio creen en alguna versión de PPP *en el largo plazo* (Rogoff, 1996). No obstante, esta interpretación no explica el significado de los movimientos “temporales” de la tasa de cambio real. Para ello, Sarno y Taylor (2006) argumentan que la TCR es una medida de desviación de la PPP.

Suponiendo una versión absoluta de la llamada ley de un solo precio (LOOP por sus siglas en inglés) que se basa en la existencia de mercados internacionales sin fricciones, y que es la base de la PPP, dos bienes con las mismas características deberían costar lo mismo en países diferentes una vez expresados en la misma moneda. De esta manera, la LOOP en su versión absoluta⁴ establece:

$$P_t = P_t^* \cdot TCN_t \quad (3)$$

Aplicando logaritmos a ambos lados se obtiene la condición absoluta de la PPP

$$tcn_t = p_t - p_t^* \quad (4)$$

Con la ecuación 4 es fácil darse cuenta de que la TCR, definida usando logaritmos:

$$tcr_t = tcn_t - p_t + p_t^* \quad (5)$$

Puede interpretarse como la desviación de la PPP.

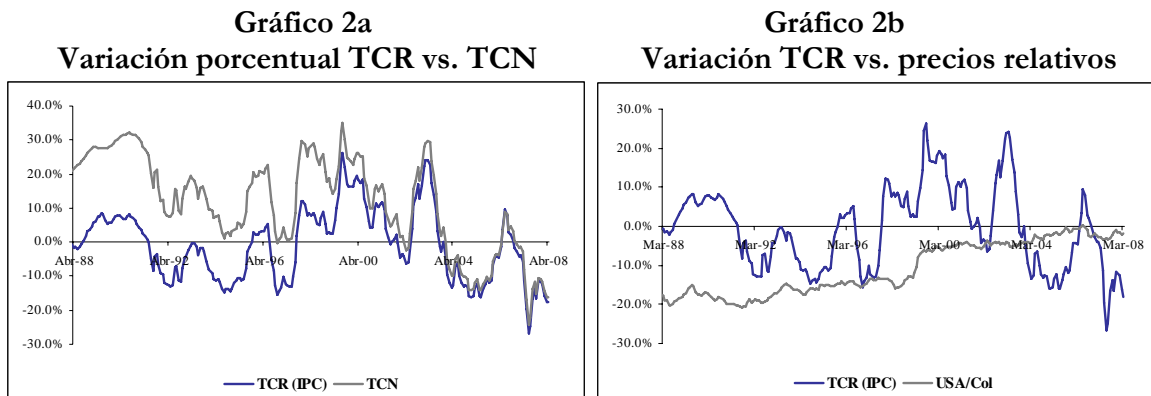
⁴ Sarno y Taylor definen una versión relativa de la LOOP al introducir la devaluación esperada en la ecuación, de la siguiente manera

$$\frac{P_{t+1}^* \cdot TCN_{t+1}}{P_{t+1}} = \frac{P_t^* \cdot TCN_t}{P_t}$$

Es ahora interesante preguntarse por los determinantes de estas desviaciones de la PPP que en principio, podrían ser divididos en determinantes de corto y de largo plazo:

➤ Determinantes de corto plazo

En el caso del corto plazo, el Gráfico 2a muestra que, en Colombia, el comportamiento de la TCR sigue muy de cerca la evolución de la tasa de cambio nominal (TCN). Se puede apreciar que la mayor parte de las variaciones de la TCR son explicadas por variaciones en la TCN, especialmente en momentos de baja inflación y flotación cambiaria, como ocurre desde 1999. De hecho, la correlación contemporánea entre las variaciones anuales de la TCR y la TCN es del 75%, mientras que entre los crecimientos anuales de la TCR y el diferencial de precios extranjero contra el colombiano, la correlación contemporánea es apenas del 4% (Gráfico 2b).



Fuente: Cálculos Banco de la República

La TCN por su parte no es otra cosa que el precio de un activo y en esa medida su nivel se ve afectado por el diferencial de rentabilidad entre tener un activo en pesos o en dólares, bajo el supuesto de paridad no cubierta⁵. Dicho diferencial estará determinado entonces por las tasas de interés interna y externa, y por las expectativas de devaluación de los agentes.

$$R_t = R_t^* + \left[\frac{TCN_t^e - TCN_t}{TCN_t} \right] \quad (6)$$

Donde R_t es la tasa de interés por tener activos en pesos

R_t^* es la tasa de interés por tenencia de activos en dólares u otra divisa

TCN_t^e es la tasa de cambio esperada en (t+1)

y TCN_t es la tasa de cambio en t

Las decisiones de recomposición del portafolio de activos y pasivos externos de los agentes, por diferenciales de rentabilidad y menor percepción de riesgo, entre otras razones, pueden

⁵ En este caso, los agentes no se cubren del riesgo cambiario.

tener impacto sobre la tasa de cambio nominal en la medida en que afectan la oferta de divisas en la economía.

En particular, Echavarría y otros (2008), evalúan ampliamente el cumplimiento de la hipótesis de paridad cubierta y descubierta para Colombia, y encuentran que ésta se cumple, para los períodos de maduración considerados entre el año 2000 y el 2007. Si bien este es un tema de fundamental importancia en el análisis de los determinantes del tipo de cambio de una economía, no será abordado en este trabajo.

➤ *Determinantes de largo plazo*

Para entender los determinantes de largo plazo de la TCR, es necesario observar más de cerca los precios de la economía. En la realidad, un índice de precios no incluye simplemente bienes en los que se cumple la LOOP –o bienes transables-. Existen además bienes no transables, para los cuales el costo de transporte es tan alto en relación a su costo de producción, que no pueden ser transados internacionalmente. Un claro ejemplo de estos bienes son los servicios, cuya participación en el total del producto es generalmente mayor al cincuenta por ciento (Schmidt-Grohé, Uribe, 2003). En Colombia, el sector no transable puede representar cerca del 66% del PIB. De esta manera, se pueden descomponer los precios en cada país, asumiendo que existe una proporción α (β) de bienes no transables (transables) en la economía local (extranjera):

$$TCR = \frac{P_N^{*\beta} P_T^{*1-\beta} E}{P_N^\alpha P_T^{1-\alpha}} = \frac{\left(\frac{P_N^*}{P_T^*}\right)^\beta}{\left(\frac{P_N}{P_T}\right)^\alpha} \left(\frac{P_T^* E}{P_T}\right) \equiv \left(\frac{q^{*\beta}}{q^\alpha}\right) \varepsilon \quad (7)$$

Donde:

* Denota la economía extranjera

P_N^* y P_N son los precios de los bienes no transables

P_T^* y P_T son los precios de los bienes transables

q^* y q son los precios relativos de los no transables en cada país

y ε el precio relativo de los bienes transables externos a los transables internos

De la ecuación 7 se desprende que la TCR depende en el largo plazo de los precios relativos de los bienes no transables producidos en el país y en el exterior. Estos precios están determinados de dos formas. De un lado, por factores de demanda representados básicamente por el ingreso nacional, la tasa de interés real y choques exógenos (como el gasto público) y de otro, por factores de oferta.

Los primeros, llevan potencialmente a cambios en las decisiones de gasto de los agentes de la economía que se traducen en aumentos o disminuciones de la demanda de ambos tipos de bienes (transables y no transables). Sin embargo, la demanda de bienes transables puede ser abastecida desde el exterior, mientras que la demanda de no transables solo puede suplirse

internamente. Ello tendría efecto en el precio relativo de los no transables de la economía, con las consecuentes presiones sobre los salarios reales (en términos de transables).

Pero los precios relativos de los bienes no transables pueden también determinarse por factores de oferta, y son estos casos en los que se centra este documento. La literatura ha llegado a concluir que el factor más importante es la productividad, o más específicamente, los cambios relativos en las productividades sectoriales. Un ejemplo de esta dinámica es lo que se conoce como el *efecto Balassa-Samuelson*, que se detalla a continuación.

➤ *Efecto Balassa-Samuelson*

Los trabajos de Roy Harrod (1933), Bela Balassa (1964) y Paul Samuelson (1964) llegaron a encontrar una causalidad común entre los movimientos de la productividad y de los precios. Adicionalmente, los cambios en los precios tienen consecuencias sobre los movimientos de la TCR, de manera que el llamado efecto Balassa-Samuelson⁶ es una aproximación al análisis de los determinantes de la TCR en el largo plazo.

Una manera sencilla de entender esta causalidad es por medio del modelo que desarrollan Sarno y Taylor (2006). En él, parten de una economía con dos sectores, transable y no transable, con funciones de producción tipo Cobb-Douglas. El desarrollo del modelo está contenido en el Anexo 1, y su ecuación final es:

$$p^N - p^T = \left(\frac{\theta^N}{\theta^T} \right) a^T - a^N \quad (8)$$

Donde:

p^N y p^T son el *log* del precio de los bienes no transables y transables respectivamente

θ^N y θ^T son las participaciones del trabajo dentro de la función de producción de los sectores no transable y transable respectivamente

y a^T y a^N son el logaritmo de la productividad en el sector transable y no transable respectivamente

En esta ecuación se resume el resultado que se conoce ampliamente como el **efecto Balassa-Samuelson**, el cual establece que aumentos en la productividad relativa del sector transable llevan a aumentos en los precios relativos de los no transables, elevando el nivel de precios del país y revaluando en términos reales la moneda⁷, suponiendo constantes los precios relativos en el país extranjero

De esta manera se observa que los precios relativos de los bienes no transables son directamente proporcionales a la productividad del sector transable, e indirectamente

⁶ Sarno y Taylor (2006) hacen referencia al trabajo de Harrod al llamarlo el efecto Harrod-Balassa-Samuelson

⁷ Burgess, Fabrizio, Xiao (2004) muestran cómo el incremento en los precios de los no transables, lleva al aumento del nivel agregado de precios en la economía.

proporcional a la del sector no transable. Adicionalmente, influyen en estos precios las participaciones del factor trabajo en ambos sectores.

Por su parte, Huertas (2005) realiza una estructuración del efecto incluyendo las variables externas. En pocas palabras, su modelo llega a una expresión similar a la de la ecuación 8, la cual reemplaza con una expresión que incluye tanto la economía doméstica como la externa y obteniendo la ecuación 9⁸.

$$\alpha(p^T - p^N) - \alpha^*(p^{T*} - p^{N*}) = \alpha \log\left(\frac{\theta^N}{\theta^T}\right) - \alpha^* \log\left(\frac{\theta^{N*}}{\theta^{T*}}\right) + \alpha(a^N - a^T) - \alpha^*(a^{NT*} - a^{T*}) \quad (9)$$

Donde:

α es la participación de los bienes no transables en la economía

Las variables de la economía local son las mismas definidas en la anterior ecuación,

y las variables con asterisco (*) son las correspondientes para el país extranjero

Si se asume, por simplicidad, que α es igual en ambos países —es decir $\alpha = \alpha^*$ — se obtiene la expresión:

$$(p^T - p^N) - (p^{T*} - p^{N*}) = \log\left(\frac{\theta^N}{\theta^T}\right) - \log\left(\frac{\theta^{N*}}{\theta^{T*}}\right) + (a^N - a^T) - (a^{NT*} - a^{T*}) \quad (10)$$

Ahora, si además se supone que la relación entre la intensidad de recurso humano en los sectores de ambos países permanece constante, y se le llama c a esa constante:

$$(p^T - p^N) - (p^{T*} - p^{N*}) = c + (a^N - a^T) - (a^{NT*} - a^{T*}) \quad (11)$$

Finalmente, reordenando la expresión 11 con miras a una interpretación más sencilla, se obtiene la ecuación 12:

$$(p^{N*} - p^{T*}) - (p^N - p^T) = c + (a^{T*} - a^{N*}) - (a^T - a^N) \quad (12)$$

Esta última expresión proporciona la herramienta para entender los diferenciales relativos de precios como una función de diferenciales relativos de productividades. Para dar un ejemplo téngase en cuenta el caso en que la productividad relativa del sector transable del país local aumente en mayor medida que la del país extranjero. Esto es, que $(a^T - a^N)$ aumente más que $(a^{T*} - a^{N*})$. El resultado será un incremento del precio relativo de los bienes no transables frente a la misma variable extranjera, es decir, que aumenta $(p^N - p^T)$ más que $(p^{N*} - p^{T*})$. En términos de la TCR según la ecuación (7), el aumento descrito en los precios domésticos deberá llevar a una apreciación real de la tasa de cambio.

⁸ Para ver el desarrollo del modelo, referirse al Anexo 2.

Ahora, ¿cuál es la intuición económica que respalda la ocurrencia del efecto Balassa-Samuelson? Partiendo del supuesto de plena movilidad de factores dentro de cada economía, el aumento en la productividad del sector transable llevará a un incremento de los salarios de este sector. Esta subida no se verá acompañada de incrementos en los precios de los bienes transables pues fue justificada por el aumento en productividad. Ahora, bajo el supuesto de que no existe fricción en el mercado de trabajo, los salarios en el sector no transable tenderán a incrementarse hasta igualar a aquellos del sector transable. Sin embargo, en ausencia de un correspondiente aumento en la productividad en el sector de no transables, los precios de los bienes no transables sí deberán incrementarse (Burgess, Fabrizio, Xiao 2004)⁹.

Este efecto es especialmente relevante para países que se encuentran en vía de desarrollo, que basan su crecimiento en sectores industriales y en producción de materias primas. Estos países presentan constantes incrementos en la productividad de los sectores transables y, en ese proceso enfrentan la apreciación de su moneda. Un avance sobre el efecto Balassa Samuelson es el desarrollado por la Universidad de Pensilvania y conocido como *Penn Effect* sobre el cual se profundiza en el apartado sobre productividad.

III. DIAGNÓSTICO DE LA SITUACIÓN RECIENTE DEL PESO COLOMBIANO

Desde el año 2004 el peso colombiano se ha venido apreciando en términos nominales frente al dólar, tendencia que se ha acentuado en los primeros meses de 2008 (Gráficos 3a y 3b, Cuadros 1 y 2). Esta tendencia también se observa en términos reales para todas las medidas de tasa de cambio real que a la fecha calcula y divulga el Banco de la República, siendo mayor para la medida que se conoce como ITCR de competitividad, según se observa en el Gráfico 4 y el Cuadro 2.

Gráfico 3a. Tasa de cambio nominal

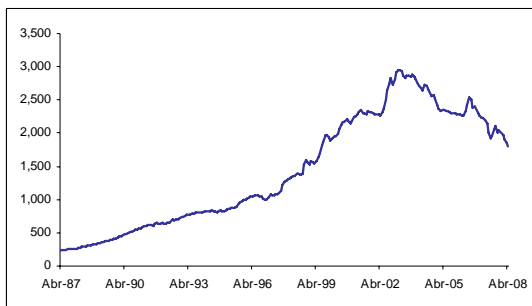
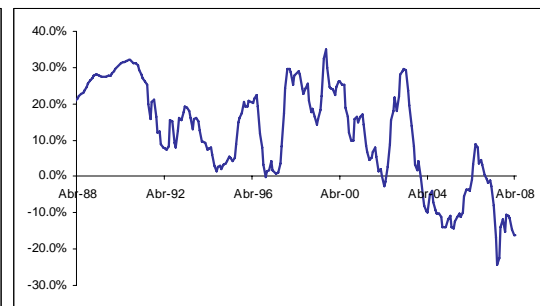


Gráfico 3b. Devaluación tasa de cambio nominal



Fuente: Cálculos Banco de la República

⁹ Además de los supuestos ya mencionados detrás del efecto Balassa-Samuelson se asume que la oferta laboral total es inelástica y que PPP se cumple solo para los bienes transables.

Cuadro 1
Variación promedio anual del tipo de cambio nominal con Estados Unidos

	Promedio anual	Dev. Promedio anual
2000	2,087.9	18.9%
2001	2,299.9	10.2%
2002	2,504.7	8.9%
2003	2,877.5	14.9%
2004	2,628.4	-8.7%
2005	2,321.1	-11.7%
2006	2,358.6	1.6%
2007	2,077.8	-11.9%
2008*	1,910.3	-8.1%

*Variación hasta abril de 2008 con respecto al mismo período de 2007

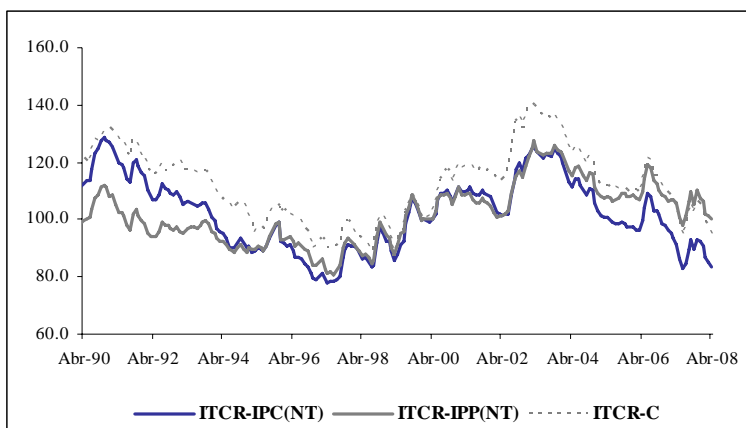
Fuente: Cálculos Banco de la República

Cuadro 2
Devaluación real anual

	ITCR-IPC	ITCR-IPP	ITCR-C
Dic-05	-8.0%	-3.1%	-5.0%
Dic-06	0.8%	-0.2%	0.5%
Dic-07	-6.1%	-0.3%	-4.7%
Ene-08	-5.7%	0.3%	-5.3%
Feb-08	-8.9%	-4.6%	-8.2%
Mar-08	-9.1%	-5.2%	-9.5%
Abr-08	-9.0%	-5.0%	-9.1%

Fuente: Cálculos Banco de la República

Gráfico 4
Índice de tasa de cambio real
Enero 2000=100



Fuente: Cálculos Banco de la República

Sin embargo, cuando se examina el comportamiento bilateral del peso colombiano frente a las monedas de otros socios comerciales se encuentra que, en términos reales, la apreciación del peso es muy alta frente al dólar, pero menor frente al euro y al yen. Con respecto al peso chileno, al real del Brasil y al Bolívar, el peso colombiano se ha depreciado en términos reales (Cuadro 3).

Cuadro 3
Tasa de cambio real bilateral: peso colombiano frente a moneda extranjera^A

	Participación en las exportaciones no tradicionales de Colombia	Variaciones porcentuales anuales promedio			
		2000- 2002	2003- 2007	2007	2008 a Abril
Estados Unidos	19.4	4.6	-2.6	-8.7	-8.9
Venezuela	31.9	1.9	2.3	3.8	0.0
Ecuador	8.1	14.6	-4.4	-10.9	-12.8
México	3.0	8.8	-4.2	-9.1	-10.0
Brasil	1.4	2.1	9.5	2.9	10.8
Zona del euro	6.1	1.6	2.2	-2.7	-0.8
Perú	4.6	3.1	-2.7	-6.5	-0.8
Japón	0.4	-1.7	-5.3	-11.9	-2.0
Chile	1.8	-3.8	4.6	-5.8	7.7
Canadá	1.5	3.2	1.0	-6.4	-4.9
Inglaterra	1.1	1.2	0.1	-2.5	-11.9
Argentina	0.3	-13.6	1.9	-6.0	-6.9

^A Índices deflactados con IPP

Fuente: Bancos Centrales y Banco de la República

En el análisis se debe tener presente que el fenómeno de la apreciación es mundial, consecuencia entre otros factores, del debilitamiento del dólar. De hecho en la región, Brasil y Chile han registrado igual o mayor apreciación nominal que Colombia en sus monedas frente al dólar (Cuadro 4a). De igual forma, nótese cómo en términos reales, al tiempo con la devaluación real del dólar, las monedas de los principales socios comerciales de Colombia se apreciaron entre 2003 y 2007, y algunas continúan apreciándose en 2008, como el euro, el yen, el real, el peso chileno y el dólar canadiense (Cuadro 4b).

Cuadro 4a
Tasa de cambio nominal: Moneda extranjera
frente al dólar

	Participación en las exportaciones no tradicionales de Colombia	Variaciones porcentuales anuales promedio			
		2000- 2002	2003- 2007	2007	2008 a Abril
Colombia		12.6	-3.6	-11.9	-14.6
Venezuela	31.9	23.3	13.6	0.0	0.0
Ecuador	8.1	30.5	0.0	0.0	0.0
México	3.0	0.3	2.5	0.3	-2.5
Brasil	1.4	16.7	-7.6	-10.6	-17.4
Zona del euro	6.1	4.0	-7.1	-8.4	-13.0
Perú	4.6	1.4	-2.4	-4.5	-10.5
Japón	0.4	3.3	-1.2	1.2	-12.3
Chile	1.8	10.6	-5.4	-1.6	-14.9
Canadá	1.5	1.9	-7.4	-5.5	-13.4
Inglaterra	1.1	2.3	-5.6	-8.0	-0.8
Argentina	0.3	43.8	0.9	1.4	2.0

Fuente: Bancos Centrales, Banco de la República

Cuadro 4b
Tasa de cambio real multilateral
de cada país

	Variaciones porcentuales anuales promedio			
	2000-2002	2003-2007	2007	2008 a Abril
Colombia	6.8	-5.2	-6.4	-7.7
Estados Unidos	-3.1	3.8	4.9	7.1
Venezuela	5.7	1.3	-8.0	0.0
Ecuador	-11.1	2.2	4.8	3.3
México	-7.7	4.5	3.0	2.9
Brasil	18.0	-9.3	-7.9	-6.0
Zona del Euro	2.0	-3.0	-3.0	-4.6
Perú	-0.8	1.3	0.6	-3.9
Japón	4.8	4.6	7.1	-4.7
Chile	5.7	-0.5	2.4	-7.1
Canadá	1.2	-6.6	-4.6	-4.2
Reino Unido	-0.4	-0.5	-2.2	9.2
Argentina	45.1	0.7	2.9	5.8

Fuente: Bancos Centrales

Lo que todas estas cifras muestran es que, en efecto, el peso colombiano se ha apreciado en términos nominales y reales frente a las monedas de algunos de sus socios comerciales, mientras que frente a otras se ha depreciado. Sin embargo, esta información no permite llegar a ninguna conclusión acerca de la pérdida de competitividad de los sectores productores y/o exportadores del país y tampoco respecto a qué tan distante se encuentra la TCR respecto de algún valor de equilibrio. Estos temas se desarrollan en los siguientes capítulos.

IV. MEDIDAS ALTERNATIVAS DE TASA DE CAMBIO REAL

La interpretación del significado económico de la TCR depende directamente del índice de precios a usar. El Observatorio propone distintas medidas de la TCR explicando su significado económico y posibilitando que diferentes sectores de la economía – productores, exportadores e importadores – encuentren utilidad en la interpretación de un Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR) específico. Al mismo tiempo se espera que su estructura de medición sea usada como herramienta complementaria en la toma de decisiones de política monetaria.

Con base en lo anterior, a continuación se sintetizan algunas alternativas de medición de la TCR comenzando por las opciones tradicionales y terminando con aquellas más novedosas. De antemano vale recalcar que cualquier intento de construcción de un indicador de TCR se enfrenta con dificultades de información a todo nivel. Por ejemplo, las canastas de precios en cada país son diferentes; además no es fácil construir indicadores de costos de producción para los países contra los cuales Colombia se enfrenta en los mercados internacionales, y de hecho no es simple identificar quiénes son esos competidores en los principales mercados de exportación del país. Por esta razón, como se explica a continuación, los indicadores de TCR propuestos se construyeron para una muestra pequeña pero significativa del comercio internacional, donde se logró homogeneidad en las variables utilizadas en la construcción de los indicadores.

Los resultados mostrados corresponden a tasas de cambio multilaterales¹⁰ que son calculadas agregando las tasas bilaterales (Colombia – país foráneo) de manera que el peso de cierto país en el cálculo depende del grado de relación comercial con Colombia. Esa importancia la impone un ponderador que es específico a cada país y cambia en el tiempo. Como se verá, la definición de relación comercial varía en cada medida alternativa. Esta metodología es la misma utilizada por el Banco de la República en el cálculo de los índices de TCR que divulga.

Las tres primeras medidas que se presentan a continuación, son las que tradicionalmente calcula y publica el Banco de la República.

A. Medidas de TCR que tradicionalmente calcula el Banco de la República.

1. ITCR 1: Índice de tasa de cambio real, deflactando con IPC

La aplicación más común de la TCR es realizada con el índice de precios al consumidor, IPC. Este indicador agrega tanto bienes transables como no transables y posee varias ventajas, pues tiene una alta disponibilidad tanto en países como en frecuencia (Harberger, 2004). Su fórmula se define de la siguiente manera.

$$ITCR_1 = \prod_i \left(\frac{IPC_i \cdot ITCN_i}{IPC_{col}} \right)^{w_i} \quad (13)$$

Donde i es cada uno de los países foráneos

Las ponderaciones para el cálculo de la tasa multilateral vienen dadas por el comercio total con cada país (exportaciones más importaciones), de manera que se les da mayor importancia a los principales socios comerciales.

$$w_i = \frac{X_{col}^i + M_{col}^i}{\sum_i X_{col}^i + M_{col}^i} \quad (14)$$

Donde X_{col}^i son las exportaciones de Colombia al país i
y M_{col}^i son las importaciones que hace Colombia del país i

Usualmente, la dinámica de este indicador se interpreta como cambios en la competitividad general del país, de manera que si el $ITCR_1$ se aprecia habrá ocurrido una pérdida de competitividad. El problema con esta interpretación es que deja de lado el hecho de que bajo esta medición, los movimientos en la TCR ocurren debido a cambios tanto en los precios de bienes importados como exportados. De manera que, si la apreciación ocurre por ejemplo por

¹⁰ Una tasa de cambio real multilateral corresponde a la multiplicación geométrica de las tasas de cambio bilaterales, usando ponderadores definidos. De esa manera

$$ITCR_{mult} = \prod_i \left(ITCR_{bilateral}^i \right)^{w_i}$$

un incremento en los precios de automóviles importados, ello no implica una pérdida de competitividad de productos colombianos en el mercado exterior. Además, el hecho de que en cálculo multilateral se incluyan dentro de la canasta de países algunos que no son competidores de Colombia en los mercados internacionales (como Estados Unidos) dificulta la interpretación del índice como un indicador de competitividad.

Gráfico 5
ITCR 1: Índice de tasa de cambio real deflactando con IPC
Enero 2000=100



Fuente: Cálculos Banco de la República

2. ITCR 2: Índice de tasa de cambio real, deflactando con IPP

Otra manera de calcular la TCR es deflactar el tipo de cambio nominal mediante el índice de precios al productor (IPP). Podría considerarse que esta medición es más cercana a la medida de PPP pues es mucho más intensiva en bienes transables. No obstante, sí bien es más estable que el $ITCR_1$, el Gráfico 6 muestra que los dos índices tienen una dinámica similar.

$$ITCR_2 = \prod_i \left(\frac{IPP_i \cdot ITCN_i}{IPP_{col}} \right)^{w_i} \quad (15)$$

Donde i es cada uno de los países foráneos

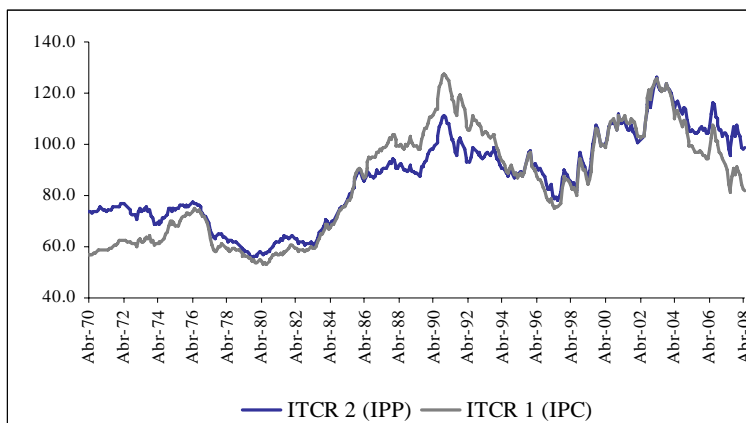
Las ponderaciones para el cálculo de la tasa multilateral están dadas de nuevo por el comercio total, de manera que también se les da mayor importancia a los socios comerciales más cercanos.

$$w_i = \frac{X_{col}^i + M_{col}^i}{\sum_i X_{col}^i + M_{col}^i} \quad (16)$$

Donde X_{col}^i son las exportaciones de Colombia al país i y M_{col}^i son las importaciones que hace Colombia del país i

La crítica a este indicador es la misma que en el caso del $ITCR_1$.

Gráfico 6
ITCR 2: Índice de tasa de cambio real deflactando con IPP
Enero 2000=100



Fuente: Cálculos Banco de la República

3. ITCR 3: Índice de tasa de cambio real de Competitividad en EE.UU.

Esta es la única medida de competitividad que tradicionalmente se calcula, y está construida para cuantificar las ganancias o pérdidas de competitividad de las exportaciones de unos productos específicos, a saber, banano, café, textiles y flores, en el mercado de los Estados Unidos.

Esta tasa es una modificación del ITCR1 pues, aunque usa el mismo deflactor (IPC), establece una nueva manera de generar los ponderadores. Así, el $ITCR_3$ está definido como:

$$ITCR_3 = \prod_i \left(\frac{IPC_i \cdot ITCN_i}{IPC_{col}} \right)^{w_i} \quad (17)$$

En este caso, el ponderador del país i no intenta medir su importancia como socio comercial de Colombia sino como competidor de Colombia en un mercado determinado. Para el calculado en el Banco, ese mercado de referencia es el de los Estados Unidos y los competidores son 24 países. La ponderación se define así:

$$w_i = \sum_h q^h s_i^h \quad (18)$$

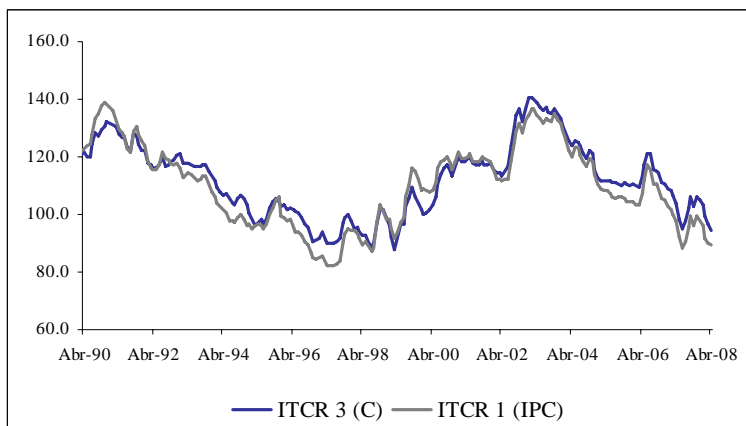
Donde w_i es la importancia del país i como competidor de Colombia en EE.UU.

q^h es la importancia del bien h en las ventas de Colombia a EE.UU.

y s_i^h es la importancia del país i en las compras del bien h por parte de EE.UU.

Este indicador es especialmente interesante pues muestra la dinámica de los precios de los competidores colombianos en el mercado estadounidense, haciendo que una apreciación del tipo de cambio real si pueda en principio ser interpretada como una pérdida en competitividad del país. Sin embargo, la crítica al uso del IPC como ponderador de precios sigue vigente pues sus alteraciones no siempre reflejan cambios en la competitividad del país.

Gráfico 7
ITCR 3: Índice de tasa de cambio real de competitividad en Estados Unidos
Enero 2000=100



Fuente: Cálculos Banco de la República

Como se mostró en esta sección, todas las medidas de tasa de cambio real que tradicionalmente calcula el Banco de la República muestran apreciación real del peso colombiano. Sin embargo, éstas medidas presentan algunas limitaciones. Se pueden construir índices más precisos para medir la competitividad del sector productor exportador del país. De hecho, la literatura sugiere utilizar otro tipo de indicadores de costos que reflejen mejor la competitividad, como medidas de productividad o costos laborales unitarios, entre otros.

B. Medidas alternativas de tasa de cambio real

Para estructurar de una forma más adecuada la construcción de nuevos índices se tuvieron en cuenta varias anotaciones que realiza Harberger (2004). Este autor resalta la importancia de involucrar índices de costos en lugar de índices de precios cuando se busca medir competitividad a través del ITCR. No obstante, si el objetivo es analizar el ITCR desde la perspectiva de poder de compra, deberían incluirse los precios de los bienes de importación de un país.

Harberger también sugiere que se debe contemplar la posibilidad de construir tasas de cambio con índices de precios al por mayor o IPP, por su alto contenido de bienes transables. Finalmente, argumenta que para la construcción de tasas de cambio debería explorarse la posibilidad de hacer uso de precios asimétricos, es decir, medidas de precios diferentes para ponderar P y P^* .

El esfuerzo de generación de medidas alternativas por parte del Observatorio se ha centrado en estos puntos. Disponiendo de datos de índices de precios al productor para bienes exportados e importados en un número determinado de países, se calcularon tasas de cambio asimétricas. Esta característica asegura que cada tasa de cambio tendrá una interpretación económica distinta.

Por disponibilidad de información las tasas de cambio multilaterales que a continuación se presentan se construyeron para una muestra de países que incluye a Estados Unidos, Alemania, México, Venezuela, Perú y Argentina. Aunque la muestra parece limitada, estos países representan el 63% del comercio total, según información a 2007. Otra limitación asociada a la poca disponibilidad de información, tiene que ver con que en su mayoría los índices propuestos pudieron ser construidos con información a partir del año 2000. Esta limitación es importante, en particular para el análisis de desviación de la tasa de cambio real de su valor de largo plazo. Para efectos comparativos los ITCR tradicionales se reconstruyen para el grupo de países de la muestra seleccionada. Estos últimos resultan altamente representativos en la medida en que la correlación contemporánea con los ITCR de la muestra completa es de 99.7% y 96.7% respectivamente.

1. ITCR 4: Índice de tasa de cambio real, utilizando el deflactor del PIB

El uso del deflactor implícito del PIB en la construcción del ITCR es relevante porque muestra una dinámica de precios más amplia, ya que cubre tanto sectores transables como no transables de la economía. Además, no se basa en una canasta fija¹¹ a lo largo de un periodo de tiempo y es de amplia disponibilidad. El inconveniente con su uso es la poca frecuencia de los datos, ya que a lo máximo puede calcularse trimestralmente.

$$ITCR_4 = \prod_i \left(\frac{Deflactor_i \cdot ITCN_i}{Deflactor_{col}} \right)^{w_i} \quad (19)$$

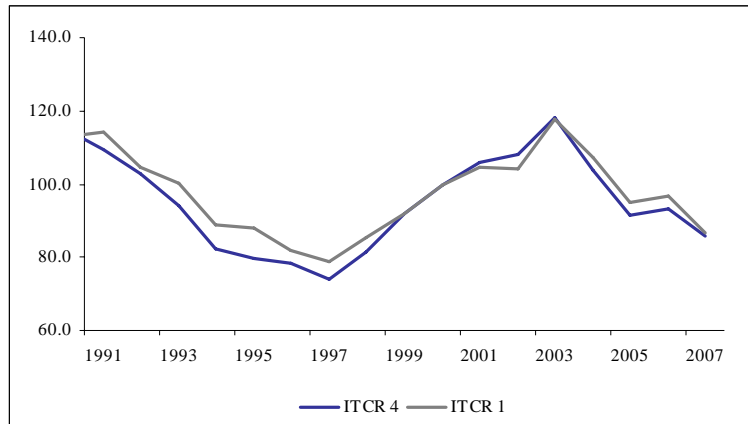
Las ponderaciones son realizadas por comercio total, de manera que:

$$w_i = \frac{X_{col}^i + M_{col}^i}{\sum_i X_{col}^i + M_{col}^i} \quad (20)$$

El Gráfico 8 permite ver que, aunque con menos variaciones por su menor frecuencia, el $ITCR_4$ ha evolucionado de manera muy similar a las otras medidas de TCR a lo largo del tiempo, mostrando depreciación hacia el 2003 y una fuerte apreciación hasta el presente. A diciembre de 2007, la apreciación real del peso colombiano, medida con este indicador fue 7.74% anual.

¹¹ Con excepción de Colombia, en la mayoría de países de la muestra el deflactor del PIB se calcula con una canasta variable.

Gráfico 8
ITCR 4: Índice de tasa de cambio real utilizando el deflactor del PIB
2000=100



Fuente: Cálculos Banco de la República

2. ITCR 5: Índice de tasa de cambio real, deflactando con costo laboral unitario

En la literatura sobre tasa de cambio real hay consenso respecto a que este indicador es el que mejor explica las ganancias o pérdidas de competitividad de un sector frente a sus competidores en los mercados internacionales, en la medida en que refleja diferencias en costos de producción. Sin embargo, la carencia de información lleva a que no sea muy utilizado.

El costo laboral unitario (CLU en adelante) mide el costo total de la mano de obra ajustando las remuneraciones pagadas a los trabajadores por el valor agregado o ingreso que éstos generan en una economía para un periodo determinado. Esto es:

$$CLU_t = \text{Costo laboral total}_t / \text{PIB}_t$$

Sean W_t las remuneraciones percibidas por hora de trabajo en el periodo t ; H_t las horas trabajadas en el periodo t ; L_t el número de trabajadores ocupados en el periodo t y Y_t el producto generado por una economía en el tiempo t , el CLU_t se puede expresar como:

$$CLU_t = \frac{W_t * H_t * L_t}{Y_t}$$

$$CLU_t = \frac{W_t}{Y_t / (H_t * L_t)}$$

Es decir, el costo laboral unitario se puede expresar como la evolución relativa de las remuneraciones al trabajo con respecto a su productividad¹²:

$$CLU_t = \text{Remuneraciones}_t / \text{Productividad}_t$$

Para efectos prácticos, la información que se utiliza proviene de la muestra manufacturera que se calcula en cada país, por lo cual va a ser un reflejo de competitividad en la industria. Esta información no es homogénea entre países, en cuanto a frecuencia y/o definiciones de las remuneraciones y de los ocupados. Por ejemplo, para Colombia, la Muestra Mensual Manufacturera del DANE permite contar con una gran gama de información para el mercado laboral del sector industrial, con periodicidad mensual y un rezago de dos meses. En ésta, se encuentran índices para salarios, prestaciones, empleo, horas trabajadas y producto en términos tanto nominales como reales para los trabajadores del sector manufacturero, discriminándolos entre obreros y empleados, permanentes y temporales. De esta forma, se pueden construir diferentes medidas de CLU dependiendo del tipo de trabajador o de la definición de productividad que se utilice. Específicamente, para calcular el **ITCR5** se utilizaron para cada país, los salarios medios en la industria, los ocupados obreros y el índice de producción industrial.

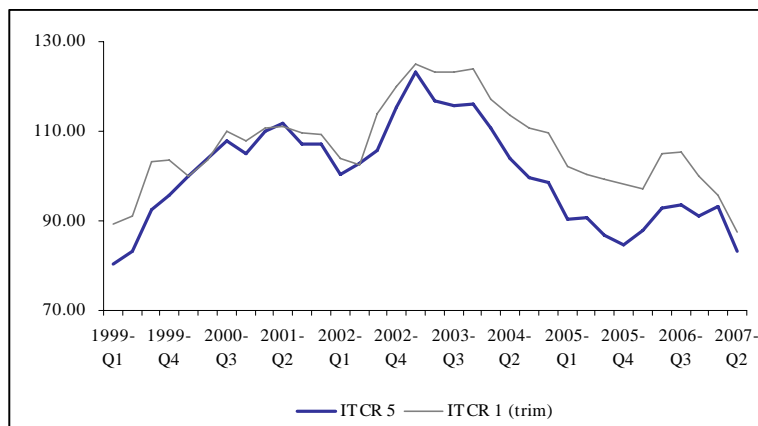
Con respecto al CLU es pertinente aclarar que este indicador incorpora tanto elementos de salarios (precios) como de productividad, por lo que su interpretación debe ser cuidadosa. En particular se debe distinguir entre los CLU nominales y los reales. En los primeros el índice de salarios es nominal, mientras que en los segundos es real. Esto ocasiona que cada CLU tenga una interpretación completamente diferente: mientras que el CLU nominal es una medida de las presiones inflacionarias provenientes de salarios – ya que aumentos de los salarios que no se compensan por incrementos en la productividad se trasladan directamente a los precios -, y por tanto bien puede utilizarse como deflactor en la construcción del ITCR, el CLU real compara la evolución relativa de la remuneración real del trabajo con respecto a las variaciones de productividad, y por ende por si solo es un indicador de la verdadera competitividad de la estructura productiva de un país. En este trabajo se presentarán los cálculos del ITCR deflactando con el CLU nominal de cada país, como una medida alternativa de tipo de cambio real.

Así las cosas, la interpretación del ITCR5 es clara: Este indicador mide la competitividad del país teniendo en cuenta la inflación que proviene de presiones internas de costos en el mercado laboral y muestra una apreciación real al segundo trimestre de 2007 de 3.5% anual¹³.

¹² Teóricamente, se debería contar con un indicador amplio de remuneraciones laborales que incluya las extrasalariales (prestaciones, etc.) para reflejar todos los costos en los que se incurre al contratar mano de obra, pero en la práctica, ante la limitación de información sobre las remuneraciones extrasalariales, se utilizan generalmente los índices de salarios.

¹³ Se refiere nuevamente a la variación del promedio anual.

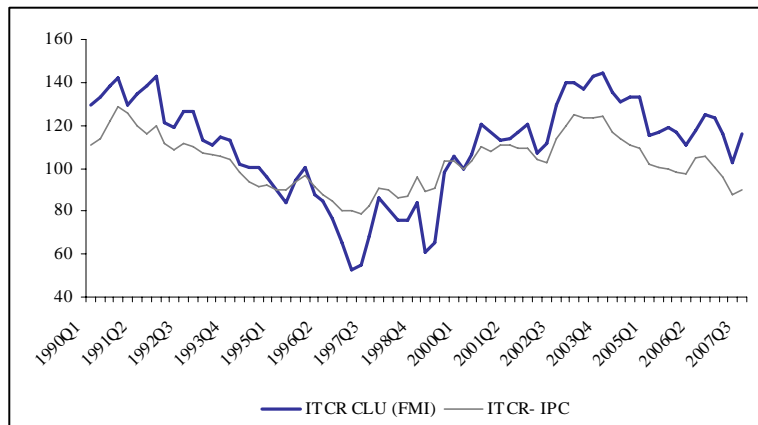
Gráfico 9
ITCR 5: Índice de tasa de cambio real deflactando con costo laboral unitario
2000-I=100



Fuente: Cálculos del Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

El Gráfico 10 muestra una medición de ITCR con CLU para Colombia calculada por el FMI, para un período de tiempo más largo¹⁴. Este indicador muestra una apreciación real del peso colombiano, de 10.8% anual al tercer trimestre de 2007.

Gráfico 10
Índice de tasa de cambio real deflactando por CLU que calcula el FMI
2000-I=100



Fuente: Cálculos Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República con base en Fondo Monetario Internacional

¹⁴ La metodología del cálculo del indicador que construye el FMI difiere de la que se construye para Colombia en la ponderación, pues no solo tiene en cuenta los socios comerciales de Colombia sino que toma un índice de costos laborales calculado para el resto del mundo.

3. ITCR 6: Índice de competencia en los mercados de exportación de Colombia

Este indicador es un buen ejemplo de índice asimétrico, el cual busca medir la competitividad vía precios de las exportaciones colombianas, en los países con los cuales comercia Colombia.

$$ITCR6 = \prod_i \left(\frac{IPP^M_i \cdot ITCN_i}{IPP^X_{col}} \right)^{w_i} \quad (21)$$

Donde IPP^M_i es el IPP de bienes importados del país i e IPP^X_{col} es el IPP de bienes exportados por Colombia.

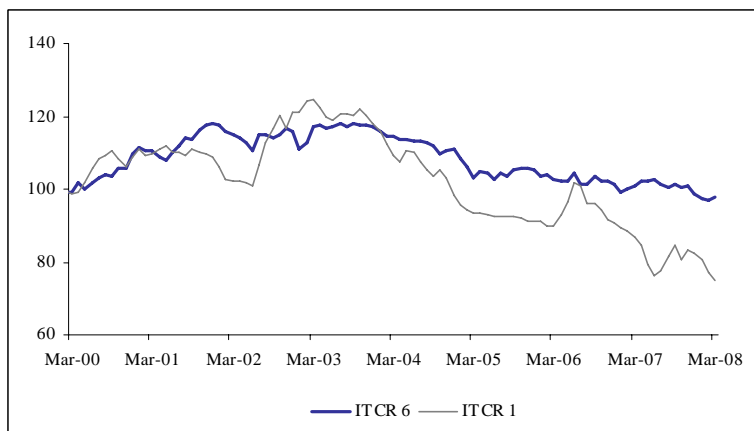
El **ITCR 6** mide el precio relativo de una canasta de bienes de exportación colombianos frente a los bienes que el país i importa de otros destinos. Es por eso que su interpretación es pertinente para el sector exportador como una medida de competitividad vía precios.

Las ponderaciones se definen como la importancia del país en las exportaciones colombianas para asegurar que el peso del país i en la tasa multilateral refleje su importancia como destino de los productos de las exportaciones colombianas.

$$w_i = \frac{X_{col}^i}{\sum_i X_{col}^i} \quad (22)$$

Donde X_{col}^i son las exportaciones de Colombia al país i

Gráfico 11
ITCR 6: Índice de competencia en los mercados de exportación de Colombia
Enero 2000=100



Fuente: Cálculos del Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

Es evidente que este indicador varía menos que las medidas tradicionales. Esto hace pensar que el movimiento de los precios de los bienes exportados colombianos es similar al de los precios de sus competidores. Si se observa el período comprendido desde noviembre de 2006, el ITCR6 muestra una apreciación real del peso moderada (3.4% anual a marzo de 2008). Esto

podría significar que a lo largo del año 2007, a pesar de la fuerte revaluación nominal, la pérdida de competitividad de los sectores exportadores colombianos no fue tan marcada como lo indican otras medidas de TCR. Esta interpretación debería dar luces para guiar la discusión en torno al tema de competitividad que mantienen diversos actores de la economía.

4. **ITCR 7: Índice de competencia en los mercados internacionales**

De forma similar al ITCR 6, el **ITCR 7** mide la competitividad vía precios de los productos exportados colombianos frente a sus competidores en el mercado internacional.

$$ITCR7 = \prod_i \left(\frac{IPP^X_i \cdot ITCN_i}{IPP^X_{col}} \right)^{w_i} \quad (23)$$

Donde IPP^X_i es el IPP de bienes exportados del país i
e IPP^X_{col} es el IPP de bienes exportados por Colombia.

El **ITCR7** mide el precio relativo de una canasta de bienes de exportación colombianos frente a los bienes que el país i exporta hacia otros destinos. Es decir, mide la competencia que enfrentan los productos colombianos frente a los productos de los países mencionados. De nuevo, su interpretación es pertinente para el sector exportador como una medida de competitividad vía precios, aunque puede estar sesgada en la medida en que no está construida para el mismo tipo de bienes. Se reconoce que su interpretación puede ser débil en la medida en que debería incluir países competidores de Colombia en los mercados internacionales¹⁵.

Las ponderaciones para el cálculo de la tasa multilateral están dadas por el comercio total, de manera que se les da mayor importancia a los más cercanos socios comerciales

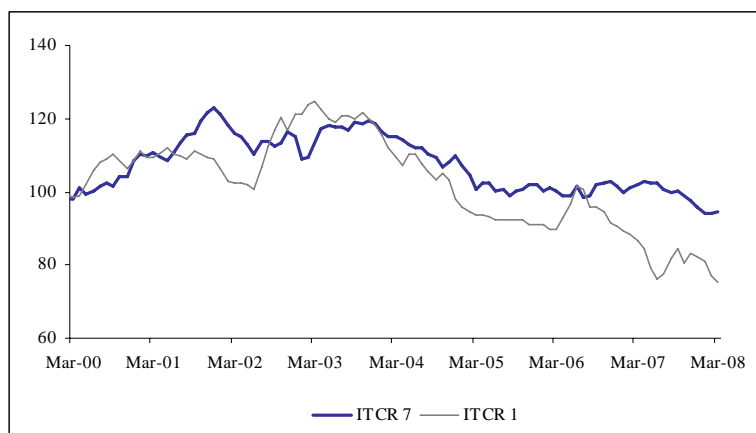
$$w_i = \frac{X_{col}^i + M_{col}^i}{\sum_i X_{col}^i + M_{col}^i} \quad (24)$$

Donde X_{col}^i son las exportaciones de Colombia al país i
y M_{col}^i son las importaciones que hace Colombia del país i

Como en el caso anterior, el Gráfico 12 está mostrando que la TCR de competencia en los mercados internacionales no varía con tanta fuerza, inclusive en el 2003. La apreciación real medida con este indicador es de 5.7% a marzo de 2008.

¹⁵ Los principales socios comerciales de Colombia no son necesariamente aquellos con los cuales Colombia compite en el mercado internacional.

Gráfico 12
ITCR 7: Índice de competencia en los mercados internacionales
Enero 2000=100



Fuente: Cálculos del Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

5. ITCR 8: Indicador de competencia en el mercado interno¹⁶

El **ITCR8** es un indicador que trata de medir la capacidad de competencia de los productos colombianos frente a los extranjeros en el mercado nacional. Esta interpretación es útil para empresas productoras y para consumidores, como medida de abaratamiento de las importaciones frente a los precios en el mercado local.

$$ITCR_7 = \prod_i \left(\frac{IPP^X_i \cdot ITCN_i}{IPP_{col}^{prodcons}} \right)^{w_i} \quad (25)$$

Donde IPP^X_i es el IPP de bienes exportados por el país i
 e $IPP_{col}^{prodcons}$ es el IPP de bienes producidos y consumidos en Colombia

Con esta medición se trata de ver qué tan conveniente es la compra de bienes importados frente a bienes nacionales. Una revaluación de la moneda implica que los bienes nacionales son más costosos en relación a los bienes producidos en otras economías y, por tanto, para el consumidor es más atractiva la compra de bienes importados. Desde luego, ésta misma situación es percibida como negativa por parte de los productores colombianos.

Las ponderaciones se realizan teniendo en cuenta la importancia de cada país como vendedor de bienes a Colombia.

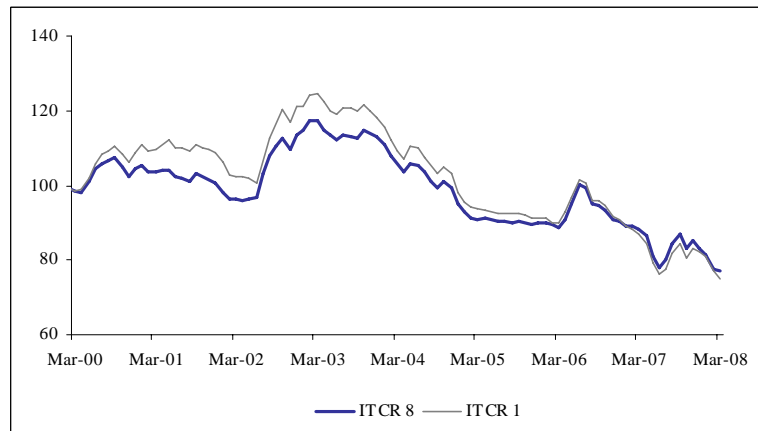
¹⁶ Claramente es posible llevar a cabo otras mediciones alternativas de ITCR, usando como proxys de costos o precios variables como salarios mínimos, precios de importados y/o exportados para canastas específicas, etc. El Observatorio ha contemplado estas posibilidades pero se limita a publicar aquellas medidas que por disponibilidad y frecuencia de la información resultan más plausibles.

$$w_i = \frac{M_{col}^i}{\sum_i M_{col}^i} \quad (26)$$

Donde M_{col}^i son las importaciones que hace Colombia del país i

El Gráfico 13 muestra que este indicador se mueve de forma similar con los indicadores tradicionales, con una devaluación significativa a mediados del 2003, y una revaluación muy fuerte desde mediados de 2006. Esta situación indica que los bienes importados resultan mucho más atractivos que los bienes producidos en Colombia. Nótese sin embargo, que al igual que con la medida de ITCR7, la apreciación real con este nuevo indicador es más baja que con las medidas tradicionales, alcanzando 6.9% anual a marzo de 2008.

Gráfico 13
ITCR 8: Indicador de competencia en el mercado interno
Enero 2000=100



Fuente: Cálculos del Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

Por último, en el Anexo 3, se presenta la Medida de Ineficiencia del Comercio, la cual, pese a su estructura de cálculo, no debe interpretarse como un índice de tasa de cambio real, debido a que tanto los precios externos como los precios “domésticos” son determinados en el exterior. Por esta razón, este índice es simplemente una medida del precio relativo de los bienes que recibe Colombia frente al precio que les da el país exportador a sus otros clientes.

En síntesis, las medidas alternativas de tasa de cambio real propuestas en este documento, muestran tendencias similares a la apreciación real del peso colombiano. Sin embargo, difieren en la magnitud del efecto y en algunos casos las variaciones son inferiores a las que se conocen tradicionalmente (Cuadro 5).

Hasta ahora se ha tratado de resolver la limitación de los indicadores tradicionales de tasa de cambio real en cuanto a ofrecer medidas alternativas útiles para diferentes propósitos y en especial para evaluar la pérdida o ganancias en competitividad del país. Queda por evaluar qué tan distante está el valor actual de tasa de cambio real en sus diferentes medidas, respecto de algún valor de equilibrio y/o de largo plazo.

Cuadro 5
Variación anual promedio de las medidas de tasa de cambio real*

	ITCR 1**	ITCR 2**	ITCR 3**	ITCR 4¹	ITCR 5²	ITCR 6	ITCR 7	ITCR 8
2001	5.3	3.0	7.9	5.3	4.6	9.5	12.3	0.0
2002	-0.8	-0.7	4.6	4.2	-2.7	1.9	0.7	0.3
2003	10.8	11.9	10.9	13.0	11.2	1.5	1.2	10.7
2004	-11.4	-7.1	-9.9	-10.6	-12.5	-3.1	-3.8	-9.6
2005	-13.5	-8.4	-10.1	-11.6	-14.7	-7.0	-8.9	-12.2
2006	1.5	3.2	2.7	2.5	3.7	-2.2	-1.2	2.8
2007	-12.1	-6.2	-9.3	-7.7	-3.5	-1.6	-0.4	-9.3
Mar-08	-6.2	-4.3	-3.5	-	-	-3.4	-5.7	-6.9

*Se refiere a la variación del promedio anual

**Las medidas ITCR 1, ITCR 2 usualmente publicadas por el Banco de la República está recalculadas para la cesta de países seleccionados

¹Disponibilidad de los datos anual

²Dada la disponibilidad de información se calcula la variación entre el ITCR promedio de los dos primeros trimestres de 2007 vs. el promedio de 2006

Fuente: Cálculos del Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

V. TIPO DE CAMBIO REAL DE LARGO PLAZO

Existe una vasta literatura sobre el concepto y las mediciones de la tasa de cambio real de equilibrio, lo mismo que en torno a los costos que pueden generar los desalineamientos reales de las monedas en términos de crecimiento y empleo en las economías. En particular, los enfoques más utilizados son: i) el análisis de Paridad de Poder de Compra (explicado en la primera sección de este documento), ii) el nivel de tasa de cambio real que es coherente con un déficit de la cuenta corriente sostenible y un nivel de pleno empleo, modelos conocidos como FEER (Fundamental Equilibrium Exchange Rate)¹⁷ y; iii) la relación empírica entre el tipo de cambio y sus determinantes fundamentales teóricos, que se conoce como BEER (Behavioral Equilibrium Exchange Rate). Las tres estrategias de medición son tema que ocupan al Observatorio de tasa de cambio real¹⁸.

Un trabajo publicado por Echavarría y otros (2008) que sigue una metodología BEER para Colombia, y que considera como determinantes fundamentales del tipo de cambio real: los términos de intercambio, un índice de apertura y los activos externos netos; identifica períodos de sobrevaluación (siendo el último el comprendido entre 1997-1998) y episodios cercanos al equilibrio (entre 1998-2005).

Esta sección se concentra en evaluar qué tan desalineadas están algunas de las diferentes medidas de tasa cambio real respecto de sus promedios históricos, como una aproximación a la teoría de la PPP

¹⁷ En este frente y como insumo para posteriores estimaciones, el Observatorio ha adelantado estudios sobre sostenibilidad de cuenta corriente. Al respecto véase Hernández (2007).

¹⁸ Sin embargo, para esta primera entrega del documento, solo se presentará el análisis de PPP.

A. Análisis de PPP para cada de una de las medidas de TCR: ¿están desalineadas respecto a su nivel de largo plazo?

Como se menciona al comienzo de este trabajo, de acuerdo con PPP, los precios de los bienes en diferentes países deben tender a igualarse cuando se expresan en una misma moneda, gracias, entre otros aspectos, a las oportunidades de arbitraje que existen entre los mercados¹⁹. Así las cosas, en el largo plazo, el valor del TCR debería ser unitario o, en otras palabras, el tipo de cambio nominal debería ser igual al diferencial de precios.

Sin embargo, es claro que en presencia de rigideces de mercado, costos de transacción y de transporte, y la existencia de bienes que no son homogéneos, PPP no se cumple en sentido literal, aunque sí en sentido débil (siempre y cuando las condiciones de arbitraje se mantengan). Es posible que en el largo plazo el valor de la TCR no sea uno pero sí una constante, lo que implica suponer que los movimientos de tasa de cambio real son transitorios en horizontes de mediano y largo plazo, y convergen a cierto valor o tendencia en el tiempo. Estadísticamente la serie de TCR debería ser estacionaria. No obstante, puesto que las desviaciones del nivel de largo plazo pueden ser duraderas, se argumenta que las pruebas de raíz unitaria no son suficientes para descartar PPP (Rummel, 2007).

No se desconoce que la economía colombiana, al igual que la de otros países emergentes, se ha enfrentado a choques permanentes que se pueden haber reflejado en cambios estructurales del tipo de cambio real. Esto hace más difícil identificar una tasa de cambio real de equilibrio basándose exclusivamente en el promedio histórico.

Por todo lo anterior, esta sección sólo pretende examinar el desalineamiento actual de algunas de las diferentes medidas de tasa de cambio real, respecto de su valor de largo plazo, el cual en ningún momento se interpreta como el valor de equilibrio²⁰. Para dicha evaluación, se estableció un rango simétrico en torno al promedio histórico de cada variable, con una amplitud de una desviación estándar²¹. La idea es establecer la frecuencia y la magnitud²² con la cual las series fluctúan alrededor de dicho rango. Este cálculo sólo puede efectuarse para aquellas series para las cuales se dispone de información histórica, como son las medidas tradicionales del Banco de la República, la del CLU del Fondo Monetario Internacional y la del ITCR que utiliza como deflactor del PIB (Gráfico 14). En el caso de las medidas alternativas, el

¹⁹ Por ejemplo, si un bien es más caro en un país que en otro, las exportaciones del primero hacia el segundo aumentarían, generando aumentos de precios en el primero y reducciones en el segundo.

²⁰ El Anexo 4 muestra las correlaciones que guardan las distintas mediciones de tasa de cambio real antes presentadas y sus pruebas de raíz unitaria para conocer preliminarmente que tan válida es la media histórica como una aproximación a la tendencia de largo plazo. Como se muestra en el Anexo, según el test de Dickey-Fuller se encuentra evidencia suficiente para aceptar la hipótesis nula de que las series tienen raíz unitaria (o son I(1)). Sin embargo no se descartan las medidas de tendencia central y el análisis de su desalineamiento frente a una tendencia de largo plazo por los argumentos antes expuestos.

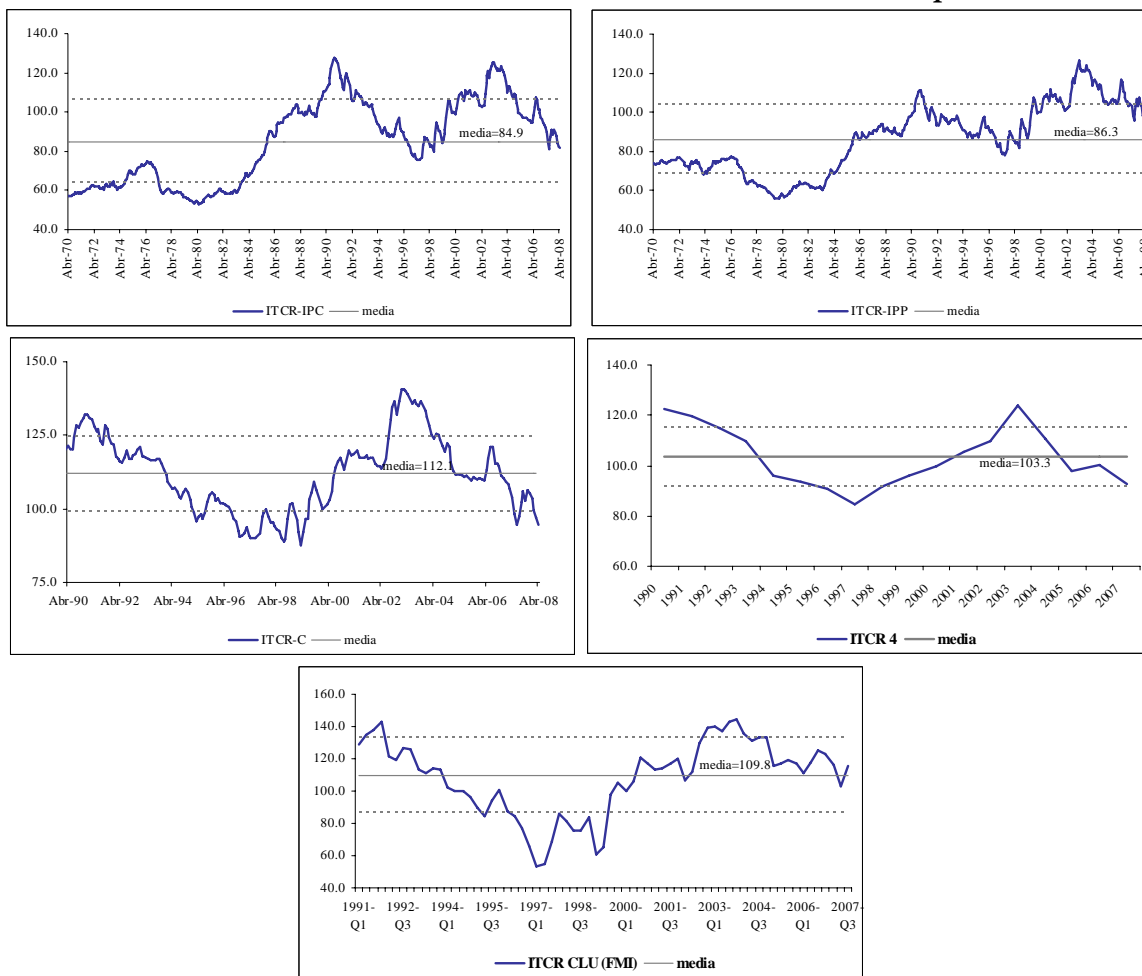
²¹ Desafortunadamente, la poca disponibilidad de información para la construcción de las variables alternativas impone un límite al rango para el cual se calcula el promedio histórico: período 2000-2007.

²² La magnitud de la desviación se entiende como la diferencia puntal de la observación frente a la respectiva cota superior o inferior.

análisis está limitado por el período de tiempo que abarcan las series de las que se dispone (2000-2008)

Gráfico 14²³

Evaluación de las medidas tradicionales del Banco de la República



Fuente: Cálculos del Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

B. Qué dice el índice BIG MAC: ¿está desalineada la tasa de cambio real?

Tal y como se mencionó en el resumen teórico, la tasa de cambio real corresponde a:

$$TCR = \frac{P^* \cdot TCN}{P}$$

²³ En los gráficos para ITCR 1 (IPC) e ITCR 2 (IPP) se toman las series desde donde se encuentran disponibles, 1970. Para ITCR 3 la serie se encuentra disponible desde 1990.

Pero, si se cumple PPP entonces en el largo plazo la tasa de cambio real es una constante,

$$TCR = 1$$

Y por lo tanto, la tasa de cambio nominal será igual a la relación del nivel de precios interno sobre el extranjero:

$$TCN = \frac{P}{P^*}$$

Un indicador ampliamente utilizado para evaluar el cumplimiento de la PPP es el indicador *MAC index* (precio de la hamburguesa de Mc Donalds que construye *The Economist* para 50 países). Si bien parece demasiado sencillo, es una medida útil por cuanto elimina algunas de las limitaciones al cumplimiento de la teoría de PPP, en particular, está comparando un bien homogéneo, al tiempo que tiene implícitos costos de producción en todos los países ²⁴.

El índice revela que en los últimos años la apreciación nominal del peso frente al dólar es el resultado de la corrección del choque que sufrió la moneda entre 2002-2003, por lo cual entre 2003 y 2007 se ha venido acercando a la tasa de paridad (calculada con el MAC Index), llegando prácticamente a su nivel de equilibrio al finalizar 2007. Véase Cuadro 6 y Gráfico 15.

Cuadro 6.
El Índice BIG MAC²⁵

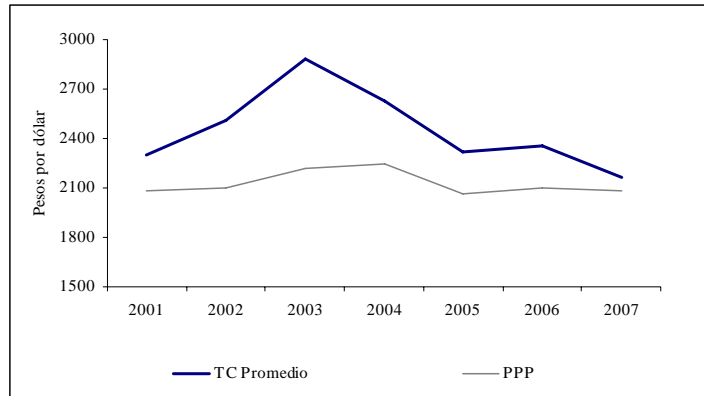
Año	Precio en pesos Colombia (a)	Precio en dólares Estados Unidos (b)	PPP (a/b)	Tasa de Cambio Promedio	Desviación Porcentual de TC Promedio frente a PPP
2001	5,400	2.59	2,085	2,300	10.31%
2002	5,700	2.71	2,103	2,505	19.08%
2003	6,200	2.80	2,214	2,878	29.95%
2004	6,500	3.00	2,167	2,628	21.31%
2005	6,500	3.15	2,063	2,321	12.49%
2006	6,500	3.10	2,097	2,359	12.49%
2007	6,700	3.41	1,965	2,078	5.76%

Fuente: McDonalds, Cálculos Banco de la República

²⁴ Existen otros índices de PPP útiles para análisis de productividad como el de la Universidad de Pensilvania.

²⁵ PPP se refiere a la TCN compatible con un ITCR igual a 1.

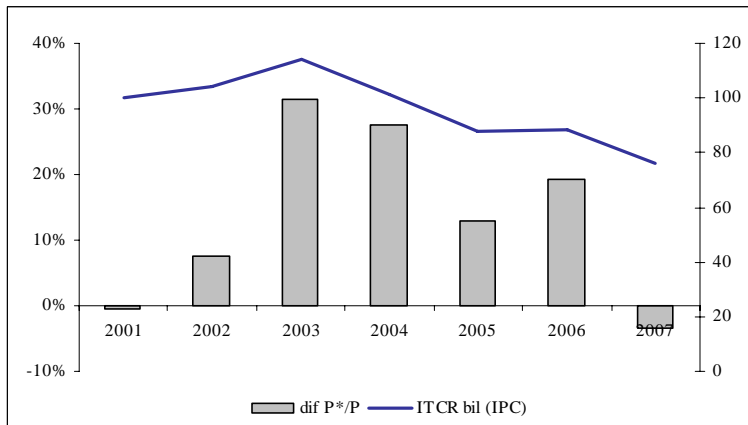
Gráfico 15
Tasa de cambio promedio en Colombia y PPP



Fuente: Cálculos Observatorio de Tasa de Cambio Real con Base en Bloomberg®

En cuanto al diferencial de precios de la BIG MAC se observa que el aumento en los precios relativos en Colombia se refleja en la tendencia hacia la apreciación real de la moneda.

Gráfico 16
Diferencial de precios BIG MAC USA/Colombia vs. ITCR



Fuente: Cálculos con base en Bloomberg®

VI. MEDIDAS DE PRODUCTIVIDAD

Tal como se señaló en la introducción teórica, la búsqueda de los fundamentales que explican la evolución de la tasa de cambio real – y por ende de todas sus posibles medidas alternativas – debe pasar por el cuidadoso análisis de la evolución de la productividad relativa entre países, tanto a nivel total como sectorial. Para obtener una estimación del verdadero comportamiento del diferencial de productividades, se consideraron distintas alternativas de construcción, las cuales se presentan en esta sección. Se pretende con ello verificar la ocurrencia del efecto Balassa – Samuelson en Colombia.

En primer lugar se debe mencionar que bajo los supuestos que maneja el efecto Balassa – Samuelson, ante un aumento en el diferencial de los cocientes de productividad de los sectores transable y no transable entre dos economías, es de esperar una depreciación real de la moneda del país que relativamente está perdiendo productividad (ecuación 12). Sin embargo, medidas de la productividad total en una economía pueden ser también utilizadas para comprobar dicho efecto. Estudios empíricos han señalado que históricamente el crecimiento de la productividad de los sectores no transables suele ser más bajo que en los sectores transables, debido a que los primeros son más intensivos en mano de obra y menos propensos a la mecanización y estandarización de sus procesos productivos (Obstfeld y Rogoff (1997), Asea y Mendoza (1994), De Gregorio, Giovannini y Wolf (1994)). Por ende, crecimientos en la productividad total de una economía pueden deberse sobretudo a crecimientos en la productividad del sector transable.

A continuación, se presenta un panorama general de las diversas formas de medir la productividad relativa y sus resultados para Colombia en los últimos años, de acuerdo a las distintas metodologías que actualmente calcula el Banco de la República. Luego se muestran los resultados de las medidas de productividad relativa obtenidas por el Observatorio para una muestra más amplia de países, partiendo de medidas más generales –que reflejan la productividad global –, a las más particulares – que diferencian entre la productividad de los sectores transable y no transable –. Posteriormente se muestran los resultados de estas mediciones cuando se ajustan teniendo en cuenta la Paridad de Poder Adquisitivo.

A. Estimaciones de productividad y su evolución reciente en Colombia.

La medición de la productividad de una economía dista de ser sencilla, pues se pueden tener desde estimaciones parciales de relativa simplicidad para cada factor de producción (niveles y crecimientos de los productos medios o marginales) hasta medidas más complejas que tengan en cuenta la evolución de todos los factores conjuntamente (v. gr. residuo de Solow) y que consideren adicionalmente las implicaciones del ciclo económico. En este apartado se presentan de manera breve las distintas virtudes y desventajas que la literatura menciona en el cálculo de algunos de los indicadores disponibles de productividad y se muestra su evolución para Colombia en los últimos años.

En primer lugar, existe consenso en la literatura en que las comparaciones internacionales entre niveles de productividad son imprecisas. Definida la productividad como la razón entre el PIB de una economía y la cantidad de ocupados en ésta (es decir, el producto medio del trabajo) o la cantidad de horas trabajadas totales (el producto por hora trabajada), se tienen distintos problemas de medición tanto en el numerador como en el denominador de dichos cocientes. Entre estos²⁶ cabe mencionar que: la actividad informal no es considerada de la misma manera en todos los países (Blades y Roberts, 2002), que el empleo puede ser definido y medido de diversas formas, (Skoczylas y Tissot, 2005) y que las horas trabajadas son difíciles de obtener y comparar entre países (OECD 2004). Por eso, se suele contrastar no la evolución de los niveles de productividad, sino el comportamiento de sus crecimientos.

²⁶ Ver por ejemplo, Skoczylas y Tissot, 2005.

Adicionalmente, contrastar los crecimientos de la productividad no permite escapar de ciertos problemas puntuales. El crecimiento del empleo puede estar mal medido al no tener en cuenta nuevas formas de trabajo; los diferentes métodos de calcular el valor agregado en ciertos sectores pueden influenciar su ponderación en el PIB y por ende el crecimiento del producto total y además, los deflatores del PIB pueden no ser muy confiables para ciertas ramas de actividad (O'Mahony y Van Ark 2003). Por ello, algunos estudios han tratado de resolver estos problemas limitando sus comparaciones a sectores específicos de la economía, dentro de los cuales, el más usado es el de la industria, por la facilidad en la medición de sus variables, y por estar menos expuesto a discrepancias entre países. Sin embargo, persiste el problema de la diferencia en el tamaño relativo de este sector entre países, además del menor peso relativo, que en general, la actividad industrial ha adquirido en el total de la economía (Skoczylas y Tissot, 2005). De otra parte, debido a los rezagos con que el factor trabajo se ajusta a los cambios en el producto, es bien conocido que las mediciones de productividad del trabajo son muy procíclicas, es decir, tienden a alcanzar sus picos cuando la economía se está acelerando (esto es, cuando el producto está creciendo, y no cuando este alcanza su máximo), aspecto que también distorsiona las comparaciones entre países, pues los ciclos económicos distan de estar sincronizados. Para aislar el efecto del ciclo económico en la estimación de la productividad, existen diversos métodos (ver por ejemplo, Gordon 2003), pero es el filtro de Holdrick y Prescott (filtro HP en adelante)²⁷ el más comúnmente utilizado por su fácil uso y por la ventaja de no hacer ningún supuesto económico particular²⁸.

Otro aspecto a tener en cuenta en la estimación de la productividad del trabajo, es la influencia tanto de la acumulación del capital como del progreso tecnológico, pues una mayor productividad del trabajo puede ser resultado tanto del aumento del producto usando las mismas unidades de factores productivos (progreso tecnológico), como del aumento del producto por un mayor uso de capital usando la misma cantidad de trabajo (sustitución de factores), o una combinación de ambas causas. Para ello, es necesario contar con una medida de productividad más generalizada que tenga en cuenta la evolución de los demás factores de producción y su aporte a la productividad del trabajo, para la cual habitualmente se usa la Productividad Total de los Factores (PTF en adelante) también conocida como el Residuo de Solow²⁹. Sin embargo, utilizar esta medida para efectuar comparaciones internacionales es complicado, pues se debe contar tanto con una estimación de la evolución del stock de capital agregado para cada economía, como de una función de producción agregada que dé cuenta de las elasticidades del producto con respecto al capital y al trabajo. Es por estas dificultades que

²⁷ El filtro HP estima la tendencia de la productividad de tal manera que esta cumpla:

$$\underset{p^*}{\text{Min}} \sum (\log x_t - \log x_t^*)^2 + \lambda \sum (\Delta \log x_t - \Delta \log x_t^*)^2$$

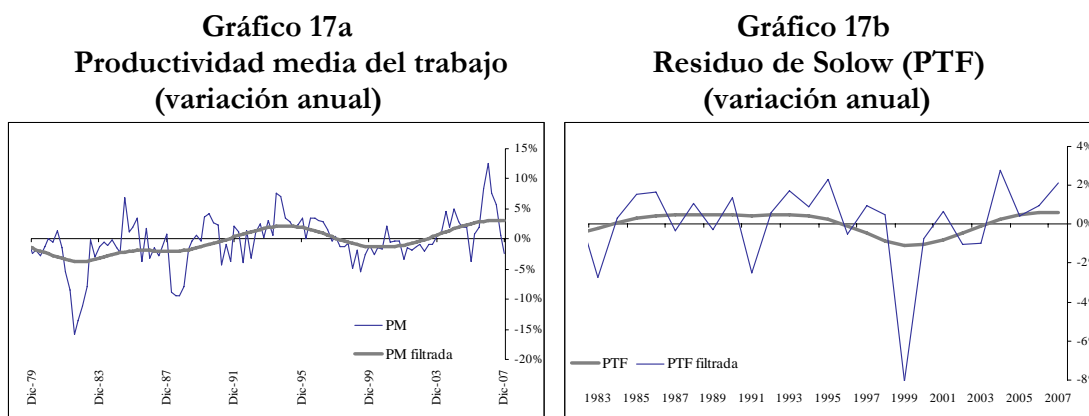
Donde x_t es la productividad en el tiempo t y x_t^* es la tendencia de la productividad en el tiempo t .

²⁸ Sin embargo, dicho filtro posee también desventajas: depende mucho del grado de suavizamiento que se le imponga a priori por medio del coeficiente λ , no se tiene certeza sobre si la corrección que efectúa se hace efectivamente sobre el componente cíclico por encima de otros factores desconocidos, no tiene una estimación directa del impacto del ciclo sobre la productividad y por último posee problemas al sobreajustar conforme a las últimas observaciones de la muestra

²⁹ El residuo de Solow se define como la parte del crecimiento económico que no es explicado por el crecimiento de los factores. Obsérvese que estimarlo conlleva a la necesidad de contar con una función de producción agregada asociada

no se tomó en cuenta la PTF entre países como indicador de productividad relativa, a pesar de que ésta pueda ser la más precisa en lo que al comportamiento de la productividad se refiere.

Teniendo en cuenta estas observaciones, se tiene que en Colombia el comportamiento de estas medidas de productividad en el último quinquenio es bastante favorable al compararlas con su comportamiento histórico, tanto si se miran las cifras globales como sectoriales, donde hay mayor disponibilidad de información. El Gráfico 17a muestra el crecimiento anual de la productividad media del trabajo para el total de la economía y el Gráfico 17b el crecimiento de la PTF durante las últimas tres décadas, ambos corregidos por el ciclo. Se pueden observar las importantes ganancias en productividad de la economía colombiana en los últimos tres años, las cuales no se daban desde antes de la crisis de finales de la década pasada, y su crecimiento reciente por encima de sus promedios históricos³⁰.



Fuente: DANE, Cálculos Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

Además, medidas de productividad sectoriales, que cuentan con información con mayor frecuencia (mensual) y más variables (horas trabajadas), como en el caso de la industria, revelan también la importante evolución del crecimiento de la productividad en Colombia en los últimos años. Los Gráficos 18a y 18b muestran el comportamiento de la productividad media y la productividad por hora trabajada en la industria, los cuales reflejan una importante aceleración en los últimos tres años, que es más notoria en el caso de la productividad por hora trabajada. Este último es un indicador mucho más exacto de la verdadera evolución de la productividad, pues tiene en cuenta no sólo la cantidad de trabajadores que se emplean sino también el tiempo que laboran, y por ende muestra qué tan eficiente es un proceso productivo, dadas unas horas trabajadas por un número determinado de empleados.

³⁰ Desde 1980, el promedio de crecimiento anual de la PTF es del 0.12%, mientras que el de la productividad media es de 0.4%. La diferencia entre estos dos promedios radica en que la PTF ya tiene incorporado los elementos comentados: sustitución técnica de factores y progreso tecnológico.

Gráfico 18a
Productividad media en la industria
(variación anual)

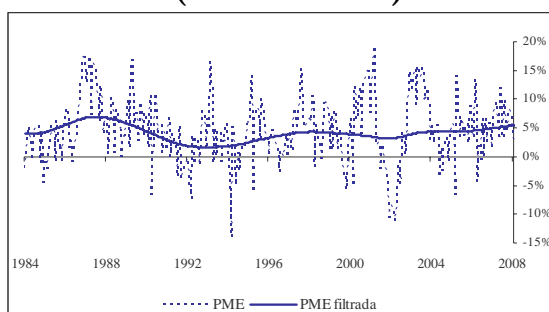
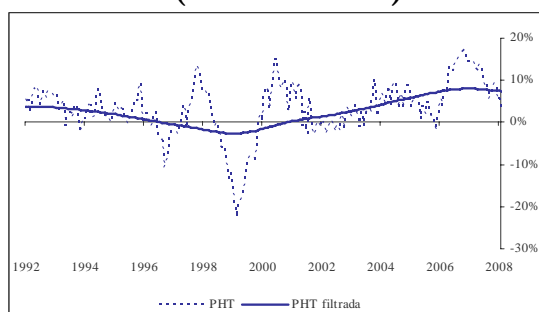


Gráfico 18b
Productividad hora trabajada
(variación anual)



Fuente: DANE (MMM), Cálculos Observatorio de Tasa de Cambio Real, Banco de la República

Así las cosas, los indicadores más comunes de productividad muestran importantes aceleraciones de esta variable en los últimos años, precisamente cuando el comportamiento de las medidas tradicionales y alternativas de ITCR señalan importantes apreciaciones reales para Colombia. Es decir, a pesar de que los exportadores de un país pueden estar perdiendo competitividad vía precios relativos (por medio de ajustes adversos en la tasa de cambio nominal), si los incrementos en la productividad de ese país son más grandes que los de sus competidores, dicha pérdida de competitividad puede verse compensada por la mejor evolución relativa de la productividad total o laboral en su economía. En la siguiente sección se muestra la evolución de las medidas de productividad relativas calculadas para Colombia *vs.* socios comerciales, cuando se contrastan con alguna medida de TCR.

B. Medidas de productividad relativa e ITCR.

Si se anticipa el cumplimiento del efecto Balassa-Samuelson, es de esperar que la productividad relativa entre dos socios comerciales evolucione acorde con el ITCR bilateral, y que sus movimientos tengan algún grado de asociación. Para efectos prácticos, se llamará *Dif.* a los respectivos diferenciales de productividades, entendiéndose éstos como la diferencia entre el crecimiento de la productividad extranjera y el crecimiento de la productividad local, de acuerdo con la medida de productividad que se tome³¹.

1. Dif. 1: Diferencial de crecimientos del PIB total.

Tomando al PIB como la medida más básica de la productividad de un país, el primer diferencial de productividad muestra simplemente cómo evoluciona la tasa de crecimiento de la economía de un país extranjero con respecto al crecimiento doméstico. Esta medida de productividad captura la dinámica de crecimiento de la totalidad de la producción de un país con respecto a la de otro:

$$Dif_1 = (\dot{Y}^*) - (\dot{Y})$$

³¹Además de los resultados mostrados, se realizaron otros análisis para diferenciales de productividad, medidos a partir de el PIB total, el PIB per cápita, el PIB per cápita medido en PPP a según las *Penn Tables* de la Universidad de Pensilvania, entre otras, sin encontrar resultados contundentes.

