

Tasa de Cambio: CON ESE PASO... ¿A DONDE VAS?

El reciente comportamiento del tipo de cambio ha dado para muchas explicaciones que han generado mayor confusión en el mercado, sin que se haya llegado a una argumentación completa.

Los movimientos en el precio del dólar obedecen a factores tanto de oferta como de demanda. Ninguno de ellos responde a acciones definidas de política económica, no eran previsible y no necesariamente implican un comportamiento alcista del dólar en lo que queda del año.

El análisis de las diversas explicaciones dadas a los movimientos del tipo de cambio y la permanencia de los fundamentos macroeconómicos, apuntan a que este fenómeno no será sostenible en el corto plazo, además de que la autoridad monetaria tiene recursos suficientes para contrarrestar ataques especulativos.

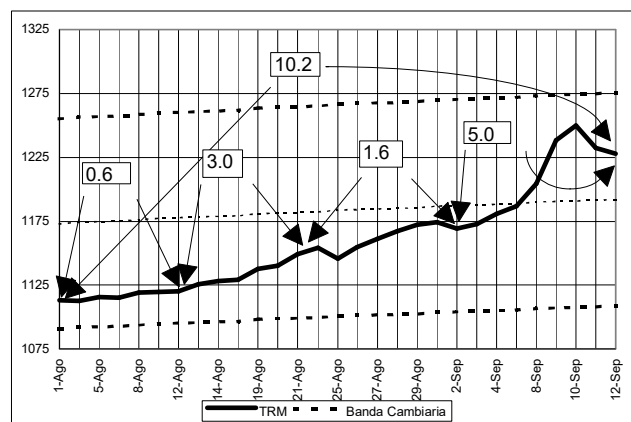
Vale la pena anotar que todas las explicaciones dadas al alza del dólar son *ex post*; nadie anticipó el comportamiento reciente. Entre agosto 1 y septiembre 12 de 1997 la devaluación fue de 10.2%, lo que implica una devaluación de 22.1% en lo que va corrido del año (Gráfico 1).

Por el lado de la oferta

Los analistas que explican el comportamiento reciente de la tasa de cambio enfatizando en la reducción de la oferta, atribuyen tal resultado a la suspensión temporal de reintegros por parte de Ecopetrol, como consecuencia de los atentados contra el

oleoducto, y al diferencial entre tasas interés internas y externas, resultante de la política monetaria reciente.

Gráfico 1 TRM y Devaluación



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

De acuerdo con ellos, la caída de las tasas de interés internas y el bajo ritmo de devaluación abarataron el costo relativo de endeudarse en Colombia; el comportamiento racional de los empresarios los lleva entonces a prepagar los créditos en el exterior y a sustituirlos por deuda en moneda local.

Si bien estos argumentos parecen razonables, hay factores que los debilitan. De un lado, el manejo centralizado de las divisas del sector público impide que haya sobresaltos prolongados en los flujos de dólares que ingresan para el gobierno central y para el resto del sector público.

De otro lado, el diferencial de tasas de interés es favorable a Colombia cuando se calcula con tasas de interés pasivas, pe-

ro no necesariamente con las tasas de interés activas más el riesgo cambiario.

Los empresarios con deuda externa vigente, contratada con una devaluación nominal menor que la observada en las últimas semanas, mantienen un costo favorable, y no saldrán corriendo a prepagar si no perciben como duradera la tendencia a la devaluación; puesto que no hay elementos que permitan anticipar cambios en la tendencia revaloracionista de largo plazo, no cabe esperar modificaciones en su conducta. Este argumento es particularmente aplicable si los créditos vigentes no tuvieron que constituir depósito en el Banco de la República. Sin embargo, se puede ver debilitado si hay una percepción de aumento del riesgo cambiario.

Una fuente de reducción de la oferta de dólares en el mercado cambiario, y que hasta ahora no ha sido tomada en cuenta, es la Resolución 5 de 1997 de la Junta Directiva del Banco de la República. Esta norma impuso el depósito en el Banco de la República, en un monto equivalente al 30% del valor del crédito y por 18 meses, a todos los nuevos desembolsos de crédito externo, independientemente de su plazo. Este factor sumado a la caída de las tasas de interés, frenó drásticamente la demanda de crédito externo. Basta con observar que el saldo de la deuda externa privada aumentó en más de tres mil millones de dólares en 1996, para intuir el impacto que un menor desembolso de créditos puede ocasionar en el mercado cambiario frente a una demanda relativamente estable.

Y por el lado de la demanda

Entre los análisis que dan un peso preponderante al aumento en la demanda de dólares, ha hecho carrera el de la deuda

contraída hace tres años. Según este argumento, hace tres años los empresarios anticiparon la decisión de la autoridad monetaria de obligar al depósito sobre los créditos de menos de 50 meses de plazo (hasta ese momento estaban exentos los de más de 36 meses); el efecto fue una montaña de registros de deuda que, según el argumento, justamente se están venciendo por estos días. Los defensores de este planteamiento lo complementan señalando que debido al diferencial de tasas de interés, estos créditos se están venciendo pero no se están renovando; es decir, hay una demanda de dólares para pagar las deudas, pero no hay la oferta que se esperaba si esos empresarios hicieran nuevas contrataciones.

También suena muy razonable y convincente; pero también hay aspectos que lo debilitan.

En primer lugar, el hecho cierto del anticipo a la expedición de la norma, no significa que todos los créditos registrados se contrataron a tres años ni que fueron desembolsados el mismo mes; es posible que algunos se hubieran contratado a cuatro o cinco años; además, el plazo para el pago contaba desde la fecha del primer desembolso y en esa época el deudor era libre de definir el momento de hacerlo.

En segundo lugar, la Resolución 7 de 1997 permite ampliar el plazo de los créditos vigentes en el momento de su expedición, sin necesidad de constituir el depósito.

Estos elementos indican que la amortización de todos los créditos vigentes en mayo de 1997, incluidos los de la montaña de hace tres años, no tiene por qué concentrarse particularmente en los meses de agosto y septiembre; indican también que es probable que a algunos créditos de la montaña de hace tres años se les haya ampliado

el plazo y por lo tanto sigan siendo mucho más baratos que las contrataciones nuevas o que las contrataciones en moneda legal.

Otra burbuja

Es factible que todos los factores examinados hayan contribuido de una forma u otra a desajustar el mercado cambiario en las últimas semanas; sin embargo, el que más fuerza parece tener es el del impacto de la Resolución 5, al frenar la demanda de crédito externo y por esta vía modificar la oferta "normal" del mercado.

Lo cierto es que una vez producido el desajuste, se precipitó una burbuja especulativa, alimentada por la reacción precautelativa de diversos agentes económicos.

Por política, las empresas multinacionales protegen parcialmente sus balances en moneda legal con posiciones en moneda extranjera; ante la inesperada alza de la tasa de cambio, muchas empresas ampliaron la cobertura de sus balances, ejerciendo presiones alcistas.

Adicionalmente, se registró un importante movimiento de importadores que optaron por prepagar sus importaciones por el temor a una acelerada tendencia devaluacionista.

Finalmente, los especuladores empezaron a buscar ganancias en la turbulencia del mercado, poniendo su granito de arena sobre las presiones al alza.

La incertidumbre que ha rodeado el movimiento del precio de la divisa y la falta de claridad en torno a sus causas ha reforzado el comportamiento alcista del dólar. Los recientes movimientos en el mercado cambiario lo que muestran es la retroalimentación de las expectativas de devaluación.

Durante los días 11 y 12 de septiembre la tasa de cambio perdió su dinámica

alcista; sin embargo, no se puede anticipar que la ola especulativa y el nerviosismo desaparecieron del mercado.

El efecto final...

No existen argumentos sólidos, para suponer que el comportamiento alcista del dólar se mantenga y que peligren las metas macroeconómicas.

El establecimiento de una banda cambiaria con un amplio margen para que se mueva el precio del dólar, supone, al menos teóricamente, que estos movimientos son compatibles con las metas macroeconómicas y, particularmente, con la meta de inflación.

Además, no existen a la vista explicaciones económicas o acciones de política económica que vislumbren un cambio radical en el mercado cambiario; por ejemplo, no se prevé un gran ajuste fiscal, o una reducción sustantiva de los ingresos petroleros, o un aumento de las tasas de interés internas. Así que no hay fundamentos macroeconómicos para suponer que el dólar continuará incrementando su precio.

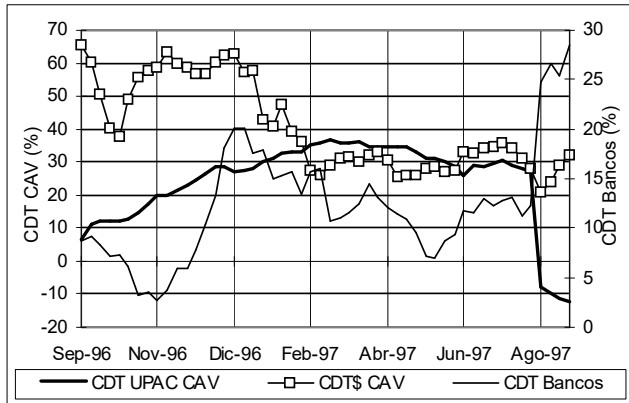
El análisis económico no puede ser tan cortoplacista como para en unas pocas semanas pasemos de la preocupación por una revaluación persistente a otra por una irrefrenable devaluación.

A. AGREGADOS MONETARIOS

En la semana que terminó el 29 de agosto, la tasa de crecimiento anual de los CDT de los bancos fue de 28.5%, mientras que la de los CDT en UPAC de las CAV fue de -12.6% (Gráfico 2).

Gráfico 2 CDT Bancos y CAV

Tasa de Crecimiento Anual



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Este movimiento responde a la recomposición de los cuasidineros entre bancos y CAV, dada la conversión de Davivienda a banco, desde agosto 8.

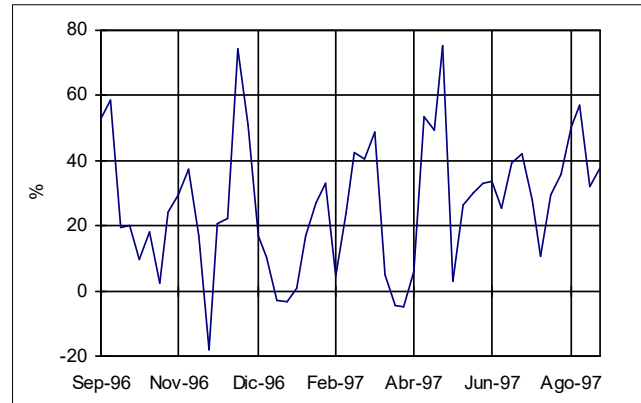
La recomposición se ha hecho evidente también en las captaciones de las CAV en C.D.T. en pesos; su tasa de crecimiento anual pasó de 27.9% en agosto 1 a 21.1% en agosto 8 y recuperó sus niveles normales en agosto 29, cuando registró un crecimiento de 32.2%.

El pasado 29 de agosto, la tasa de crecimiento de los depósitos fiduciarios fue de 37.6%. Los altos niveles de crecimiento que han registrado los depósitos fiduciarios indican que este tipo de instrumento se ha posicionado como una alternativa a las principales captaciones de los establecimientos de crédito para inversionistas y ahorradores (Gráfico 3).

A pesar de que continúe su trayectoria decreciente, igual observación puede hacerse sobre los bonos del sistema financiero, cuya tasa de crecimiento anual al finalizar la semana fue de 44.0% (Gráfico 4).

Gráfico 3
Depósitos Fiduciarios

Tasa de Crecimiento Anual



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

Gráfico 4
Bonos del Sistema Financiero
Tasa de Crecimiento Anual



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria.

B. TASAS DE INTERÉS

La tasa interbancaria cerró a 22.63% E.A., luego de permanecer relativamente estable alrededor de 21.5% E.A. durante la semana.

	Tasa Interbancaria % E.A.	C.D.T. a 90 días % E.A.
08-sep	22.67	22.93
09-sep	21.44	22.58
10-sep	21.48	22.71
11-sep	21.49	22.71
12-sep	22.63	22.84

Fuente: Encuesta Diaria Asobancaria.