

Mercado cambiario:

BAILANDO AL SON DE OTROS RITMOS

En las últimas semanas, la tasa de cambio esta yendo mas al ritmo del acontecer político que al de las situaciones relativas de oferta y demanda de divisas.

Lo cierto es que durante el mes de agosto (hasta el 25), la tasa de cambio se devaluó en 8,1 por ciento, que es una cifra equivalente a la devaluación registrada en los primeros siete meses del año. También se han observado cambios significativos en el número de transacciones en el mercado interbancario de divisas, que pasó de un promedio diario de 294 entre mayo y julio a 444 en agosto, y en el valor total transado, cuyo promedio diario subió de 109 a 177 millones de dólares entre iguales periodos.

La dinámica del mercado cambiario no ha dejado de generar incertidumbre y se ha fortalecido con opiniones subjetivas de diversa proveniencia. Por ello, surgieron voces sobre la inminencia de una fuga de capitales y se tejieron rumores sobre una crisis similar a la mexicana.

Sin embargo, no se han realizado aún las debidas explicaciones a los sucesos de agosto; por simple que parezca la relación entre el clima político y las fluctuaciones de la tasa de cambio, no se conoce a ciencia cierta el **mecanismo de transmisión** entre los dos eventos. Se puede, eso sí, avanzar en ese camino a medida que las cifras disponibles permitan verificar si los efectos de la situación política han ido más allá de un impacto transitorio sobre el precio en el mercado de divisas y se encaminan hacia un ataque especulativo de grandes dimensiones.

En términos generales podemos señalar dos mecanismos de transmisión para producir los ataques especulativos contra el peso. Uno, mediante el cual los extranjeros que tienen inversiones en pesos buscan su rápida liquidación y conversión a divisas extranjeras. Otro, mediante el cual los nacionales del país intentan convertir a dólares activos en pesos. En ambos casos, la rentabilidad de los activos financieros denominados en pesos se incrementa por los descuentos en la liquidación de inversiones, la oferta de pesos se reduce como resultado de las intervenciones de la autoridad monetaria en el mercado cambiario y el precio de la divisa se incrementa.

Los pesos: ¿son ahora indeseables?

Examinar el segundo mecanismo resulta relativamente fácil, pues basta con verificar el comportamiento de los agregados monetarios y financieros. Las cifras del Banco de la República indican que en las dos primeras semanas de agosto la base monetaria, la oferta monetaria ampliada M2 y el nuevo indicador M3 registraron incrementos en términos absolutos; sólo el indicador de medios de pago M1, presentó una reducción, explicada por la caída de los depósitos en cuenta corriente oficiales. Para la tercera semana se observó un comportamiento similar, salvo en la base que cayó en un monto importante (190 mil millones de pesos), como resultado del alto volumen de colocaciones de títulos de participación de corto plazo.

De esta forma, los agregados no muestran que por parte de los nacionales se haya generado una ola de desconfianza en la moneda legal que pueda dar paso a un ataque especulativo.

Andata ritorno: US\$ → \$ → US\$: Scherzo **un poco pericoloso**

El primer mecanismo se relaciona directamente con la forma de ingreso de los capitales al país. De ahí la importancia que se atribuye a la forma de financiación del déficit en cuenta corriente.

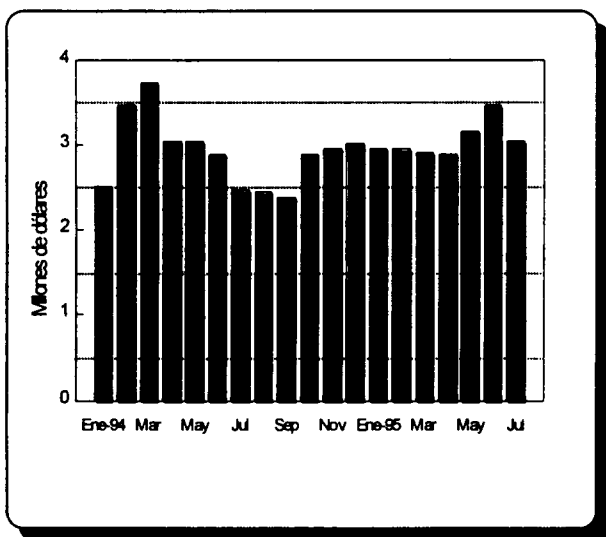
En el caso colombiano es sabido que el déficit se ha financiado con capitales de mediano y largo plazo, bien sea como endeudamiento externo público y privado o como inversión extranjera directa. En los últimos años también ingresaron capitales a través de la cuenta de servicios; es casi unánime la apreciación de que en un alto porcentaje se trataba de repatriación de capitales del narcotráfico o de nacionales que los habían exportado algunos años atrás; y, en menor grado, de capitales de extranjeros que buscaban aprovecharse de los altos rendimientos ofrecidos por activos financieros de renta fija, a los cuales no tienen acceso los fondos de inversión extranjera.

Las únicas inversiones que aparecen registradas como portafolios de corto plazo, corresponden a los fondos extranjeros, que obtienen autorización oficial para invertir en activos de renta variable a través de las bolsas de valores del país.

Gráfico 1

Fondos de capital extranjero

Saldo medio del portafolio por fondo



Fuente: Superintendencia de Valores

Los datos de la Superintendencia de Valores indican que hasta julio del presente año, últimas cifras publicadas, se habían autorizado 135 fondos y que el saldo de su portafolio ascendía a 901 millones de dólares. La mayor parte de ese portafolio (59,7%) corresponde a colocaciones en ADR y GDR, realizadas por 16 de esos fondos en Estados Unidos y en Europa; por lo tanto, la inversión en el mercado nacional ascendía a 363 millones de dólares, realizada por los otros 119 fondos.

Ahora, hay que poner esas magnitudes en términos que nos indiquen su tamaño relativo.

En primer lugar, el saldo del portafolio de los 119 fondos equivale al 11,3 por ciento del capital que tienen autorizado para invertir en Colombia.

En segundo lugar, la evolución del valor del portafolio muestra que la inversión media por fondo en el mercado nacional se ha mantenido alrededor de 3 millones de dólares desde

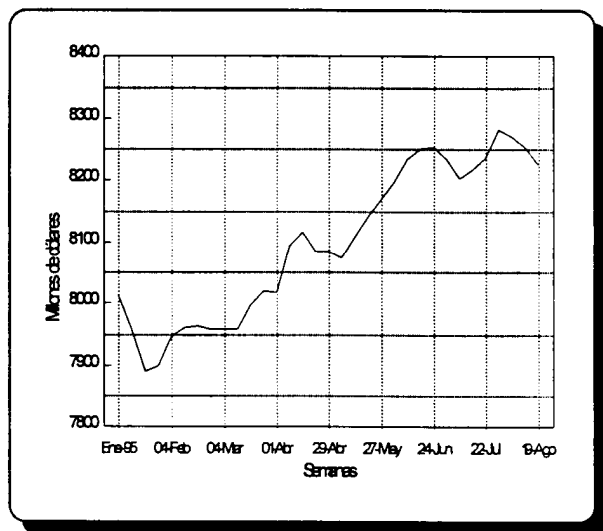
finales del año anterior (gráfico 1), cuando el valor autorizado es de 27 millones de dólares, en promedio.

En tercer lugar, el monto de las transacciones realizadas por estos fondos en la Bolsa de Bogotá, apenas representa el 0,5 por ciento del total transado en los primeros siete meses del año.

Se colige de ello que el nivel de exposición de los fondos de capital extranjero en Colombia es sumamente bajo y que difícilmente entrarían en un proceso de liquidación rápida del portafolio pues, a pesar de su baja participación en las transacciones de bolsa, semejante decisión podría afectar negativamente su propio valor. No se niega la posibilidad de liquidaciones parciales, que hayan contribuido a presionar el mercado cambiario, pero ello no puede tomarse como un comportamiento excepcional (gráfico 1).

Gráfico 2

Reservas internacionales netas de caja



Fuente: Banco de la República

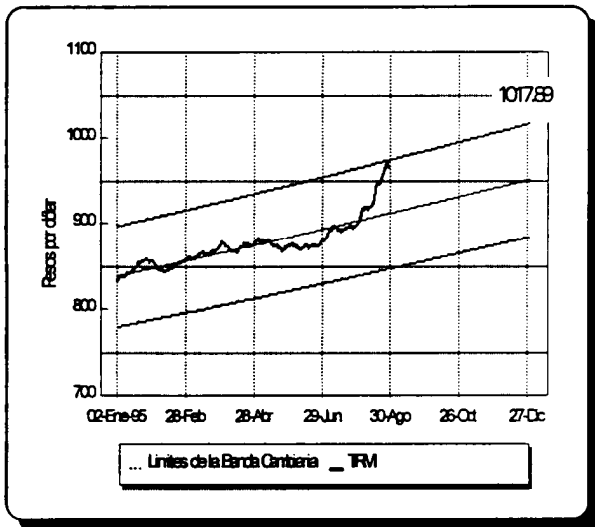
Conociendo la composición de los ingresos de capitales, resulta de interés examinar los resultados cambiarios para ver si ellos reflejan alteraciones notables en el período reciente.

Las cifras disponibles muestran que hasta la tercera semana de agosto, el saldo de las reservas internacionales netas de caja se había reducido en cerca de 57 millones de dólares, respecto a la última semana de julio. Tal cifra resulta insignificante frente al monto de las reservas internacionales y no indica un comportamiento anormal respecto a lo observado en meses anteriores (gráfico 2); es posible que parte importante de esa disminución refleje las intervenciones estabilizadoras del Banco de la República.

El camino futuro: ¿un lecho de rosas?

Se puede concluir entonces, que las tres primeras semanas de agosto no registran indicios de un fuerte ataque especulativo contra el peso colombiano.

Gráfico 3
Tasa Representativa del mercado y Bandas
Cambiarias



Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República

¿Cuál es entonces la razón para que el clima político haya repercutido en el cambio de ritmo en la cotización del dólar? Quedan diversas opciones por explorar, todas ellas con efectos puramente coyunturales sobre el mercado cambiario: compras masivas de algunas entidades del gobierno para sus pagos de deuda; una coyuntura particular de freno en los reintegros de exportaciones frente un aumento de los giros para el pago de importaciones; especulación por parte de algunos agentes del mercado, a la espera de grandes aumentos en la demanda de divisas; operaciones de cobertura de empresas extranjeras.

Hasta ahora, la tasa de cambio se mantiene dentro de su banda cambiaria, lo que indica que no cabría esperar alteraciones de las metas macroeconómicas por el aumento de la devaluación; se espera que al terminar el año, si la tasa de cambio se mantiene pegada al techo de la banda, se alcanzará una cotización de \$1017,9 por dólar, con una devaluación anual de 22,4% (gráfico 3). Esta sería la devaluación máxima, pero cabe la posibilidad de que sea menor si se estabiliza el mercado, como se ha observado en el transcurso de la presente semana.

Sin embargo, es urgente precisar las verdaderas fuentes de inestabilidad del mercado para que el Banco de la República pueda definir una clara política de defensa de la banda cambiaria y el manejo de la liquidez de fin de año. En esta materia se plantea un dilema de política, en la medida en que la defensa de la banda repercute en disminuciones de la oferta de dinero y presiones sobre la tasa de interés, mientras que la defensa de tasas de interés bajas implica aumento de la liquidez, que a su vez constituye más munición para la compra de dólares.

La Asobancaria cree firmemente que la habilidad técnica y el volumen de recursos disponibles del Banco de la República serán más que suficientes para imponer orden en el mercado cambiario; deberemos estar atentos, eso sí, a la magnitud del costo de oportunidad

que tendrá que enfrentar el banco central, en el aspecto de las tasas de interés, y a la manera como se manejará el asunto de la liquidez estacional de fines de año.

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

La gestión de política monetaria para controlar el aumento de la inflación debe considerar las necesidades de liquidez de la economía, de tal manera que se logre la meta, sin que por ello se realicen sacrificios exagerados en términos de las metas de crecimiento económico.

Sin embargo, el logro efectivo de este doble propósito se complica en la práctica. La falta de coordinación entre la política monetaria y la política fiscal, y la dinámica propia de los demás agentes que intervienen en la actividad económica, puede dar lugar a modificaciones de las metas intermedias. Las cuales no implican una pérdida de credibilidad; pero si se persiste en su incumplimiento la confianza en las políticas de la Junta Directiva del Banco de la República puede verse socavada.

La coyuntura reciente de control a las tasas de interés se convierte en uno de los tantos ejemplos de esa situación. Uno de los elementos del acuerdo entre el Gobierno y el Banco de la República consistió en que este último haría lo necesario para que el crecimiento de M1 (el antiguo) se ubicara en el centro de su corredor para garantizar una mayor liquidez de la economía, y así posibilitar una disminución efectiva de la tasa de interés.

Cuadro 1

Indicadores de liquidez de la economía: evolución durante el período de intervención de las tasas de interés

	24-Jun	12-ago	Variación	Variación %
Base monetaria	5.761	5.561	-200	-3.47%
Efectivo	2.103	2.033	-70	-3.33%
Reservas S.F.	3.658	3.528	-130	-3.55%
M1	6.045	5.906	-139	-2.30%
D. cta corr.	3.942	3.873	-69	-1.75%
Multiplicador	1.049	1.062	0.01	1.24%
M2	24.263	25.065	802	3.31%
M3	25.584	26.287	703	2.75%
Saldo OMA	884	907	23	2.60%
Res. Internacion.	7.220	7.570	350	4.85%
Res/Base	1.25	1.36	0.11	8.62%

Fuente: Banco de la República

Sin embargo, en todo este período, la acción del Banco parece haberse dirigido al objetivo contrario. El crecimiento del M1 (el indicador tradicional y el recientemente redefinido) continúa presentando tendencias descendentes y se mantiene por debajo del corredor. Ese y otros indicadores de liquidez de la economía han tendido a descender en este período.

La última información disponible sobre el crecimiento de los principales agregados de liquidez confirma que esas tendencias se mantienen. Hasta el 12 de agosto la tasa de crecimiento anual de la oferta monetaria fue del 13,7%, y la de la base de 18,7%, es decir,

17 y 21 puntos por debajo de los niveles observados en igual fecha de 1994, y 8,7 y 4,3 por debajo de las metas anuales inicialmente establecidas para finales de 1995.

Bajo estas condiciones, el mantenimiento de unos niveles aceptables en las tasas de interés depende en mucho del manejo que el Banco de la República le dé a la liquidez de la economía. Las expectativas de permanencia y, aún, de mayor disminución en las tasas se fundamentan en el cumplimiento por parte del Gobierno y del Banco de los compromisos anunciados, y, en el comportamiento del saldo de las OMA; de acuerdo con la estructura de colocación y plazo de los títulos de participación, en los próximos dos meses se vencerá más del 60% del saldo observado al 12 de agosto (cerca de \$600 mil millones).

Para que M1 alcance la meta propuesta de crecimiento anual, en lo que resta del año deberá crecer en una tercera parte de su valor observado el 12 de agosto. Semanalmente un promedio de \$110 mil millones.

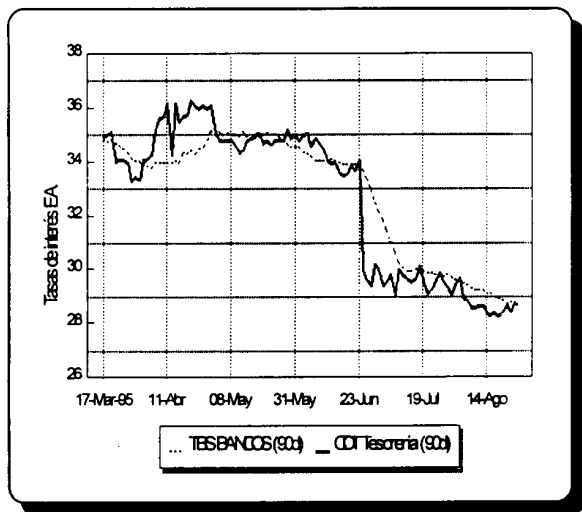
B. Tasas de Interés

Las tasas de captación continúan en el mismo nivel desde que se levantó el control; tan sólo se observa un leve aumento en las tasas de CDT de tesorería. Entre el 14 y el 24 de agosto, esta tasa pasó de 28,4% E.A. a 28,8% E.A (Gráfico 1).

Sin embargo, como ya se dijo antes, la tendencia puede revertirse si el Banco de la República no garantiza la liquidez del mercado o si el gobierno no cumple las metas con las cuales se ha comprometido.

La semana pasada el comportamiento de la tasa interbancaria fue atípico, con respecto a la tendencia observada desde Semana Santa. Su valor promedio se incrementó en más de 3 puntos, al pasar del 15,64% E.A. a 18,10% E.A. Además, se rompió la estacionalidad semanal. de acuerdo con la cual la tasa interbancaria presenta su valor mínimo los jueves y su valor máximo los viernes.

Gráfico 4
Tasa Básica de referencia a 90 días* y CDT de tesorería



Fuente: Superintendencia Bancaria. y Encuesta diaria Asobancaria
*Promedios móviles de orden 10

El comportamiento de la semana pasada puede estar asociado al hecho de que las entidades se habían acostumbrado a la estabilidad de la tasa interbancaria por lo que, probablemente, pudieron reducir sus colchones de liquidez. Así, los retiros de algunas entidades de las corporaciones de ahorro y vivienda y el traslado a otro tipo de activos (con mayor encaje), que hizo la Tesorería de los recursos correspondientes a la cuarta cuota del impuesto de renta de grandes contribuyentes, afectaron en forma importante el nivel de la tasa. Es probable, incluso, que el jueves anterior varias entidades hayan pasado con *carry-over* negativo.

Aunque este comportamiento en la tasa interbancaria no puede tomarse como indicativo de una iliquidez en el mercado a la vista, es muy importante que las entidades se preparen para el comportamiento estacional típico del fin de año.

C. Cartera de Créditos.

La tasa de crecimiento anual de la cartera del sistema financiero para el 12 de agosto continúa alrededor del 39%, según cifras del Banco de la República. Este registro no está lejos de la meta establecida para 1995 en el plan macroeconómico. Es importante anotar que en la medida en que la cartera disminuya, será un factor adicional que brindará liquidez al sistema al disminuir la demanda por recursos.

II. POLITICA CAMBIARIA

Al parecer la especulación que llevó la tasa de cambio a la parte superior de la banda cambiaria hace quince días, le cedió el puesto a una demanda efectiva de recursos.

La TRM alcanzó el techo del corredor; el viernes 25 de agosto cerró a \$970,65 por dólar, y según la opinión de analistas del mercado, mientras no se presenten nuevos reintegros tanto del sector cafetero, como del petrolero, la oferta no equilibrará la demanda a una tasa de cambio media de la banda.

Durante los primeros siete meses de 1995, las variaciones diarias de la TRM habían sido de 50 centavos en promedio; que contrasta con el observado en lo corrido de agosto que ha sido de cuatro pesos. En la última semana (hasta el 25 de agosto), la variación diaria promedio de la TRM fue de seis pesos.

Estos datos muestran el comportamiento ascendente y sostenido que se ha presentado en el precio de las divisas durante las últimas semanas.

La situación actual del mercado durante la semana anterior, ya ha suscitado comentarios entorno a una modificación en la banda cambiaria. Pero esta posibilidad es muy distante debido a diversos factores como el origen de la inversión extranjera y sus montos; así mismo la suficiente disponibilidad de reservas internacionales para mantener la tasa de cambio dentro de la banda actual, y el no menos importante hecho de tener que modificar todo la programación macroeconómica.

Las reservas internacionales netas se han estabilizado alrededor de US\$8550 millones desde el 27 de mayo de este año.