



Devaluación en Colombia: CON ACELERADOR A FONDO

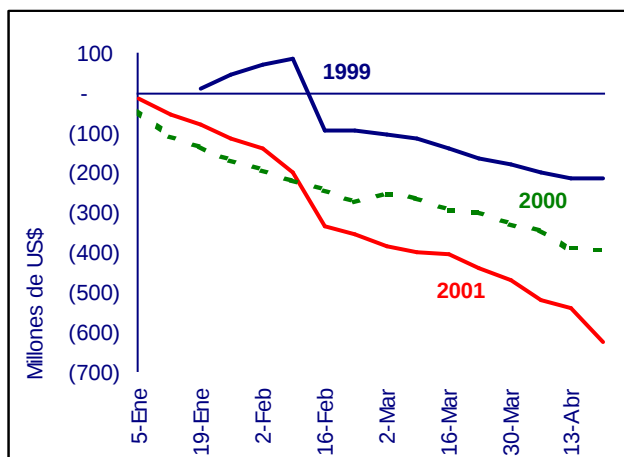
Si bien es cierto que en lo corrido del año la devaluación del peso ha alcanzado niveles históricos, este comportamiento ha tendido a acentuarse durante las últimas semanas. Basta con señalar que durante el 2001, la TRM ha registrado incrementos superiores a los \$147.3, lo cual no se observaba desde los episodios de presión cambiaria en el segundo semestre de 1999; así mismo, el precio del dólar ha alcanzado máximos del orden de \$2367 por dólar.

En opinión de la Asobancaria, este comportamiento obedece a la confluencia de varios factores, tanto internos como externos, que serán analizados en la presente nota.

• **Mayor inversión en el exterior**

De acuerdo con las cifras de la balanza cambiaria del Banco de la República (correspondientes al 27 de abril de 2001), los capitales del sector privado en el exterior vienen registrando un significativo repunte.

Inversión privada de Colombia en el Exterior. Flujo acumulado a abril de cada año



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

En lo corrido del año (en promedio), los colombianos han invertido en el exterior a razón de US\$39 millones semanalmente (ver gráfico). De otra parte, el saldo acumulado por este concepto asciende a US\$661.9 millones. Esta suma constituye una significativa presión sobre la cotización del dólar.

• **Compra de bonos de deuda pública por parte de los fondos de pensiones**

Según las cifras proporcionadas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, desde junio de 2000 hasta la fecha, la colocación de bonos de deuda pública en el mercado externo ascendió a US\$3.200 millones, de los cuales, el 51.5% está en euros, el 40.6% en dólares y, el resto en yenes. De acuerdo con el manejo de portafolio por parte del gobierno, cabría esperar que la cantidad de recursos que sean reintegrados al mercado doméstico es reducida.

Según la misma fuente, de este total de colocación de bonos, cerca del 13.1% (US\$420 millones) ha sido adquirido por los fondos de pensiones y cesantías colombianos, los cuales han comprado divisas para realizar esas operaciones.

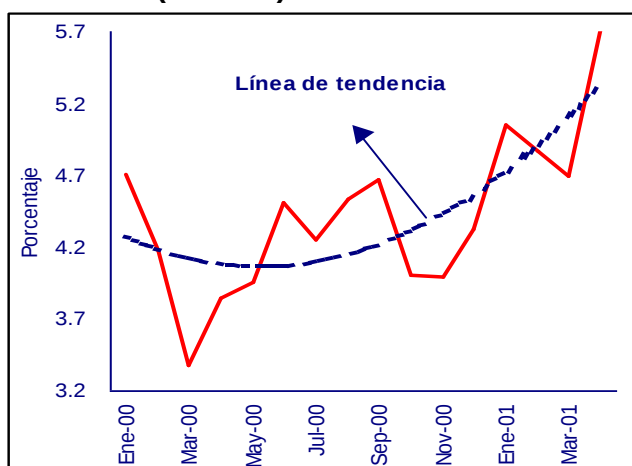
• **Endeudamiento externo neto negativo**

Otra conclusión se obtiene con base en el análisis de las cifras de endeudamiento externo: la deuda externa del sector privado se ha reducido de manera considerable en lo corrido del año. Este comportamiento es explicado porque las amortizaciones de deuda superan ampliamente los nuevos desembolsos. En lo corrido del año, el sector privado ha realizado pagos por concepto de sus obligaciones en moneda extranjera por cerca de US\$454.8 millones.

La mayor inversión en el exterior aunada a la reducción de la deuda externa del sector privado, han sido motivadas entre otros factores,

por el incremento sostenido en el diferencial de tasas de interés (ver gráfico)

Diferencial (ex. ante) de tasas de interés



Fuente: cálculos Asobancaria

Dicho indicador, medido como la diferencia entre la tasa de interés externa más la devaluación esperada¹ con respecto a la tasa de interés doméstica, muestra que, en las actuales condiciones es atractivo invertir en portafolios externos

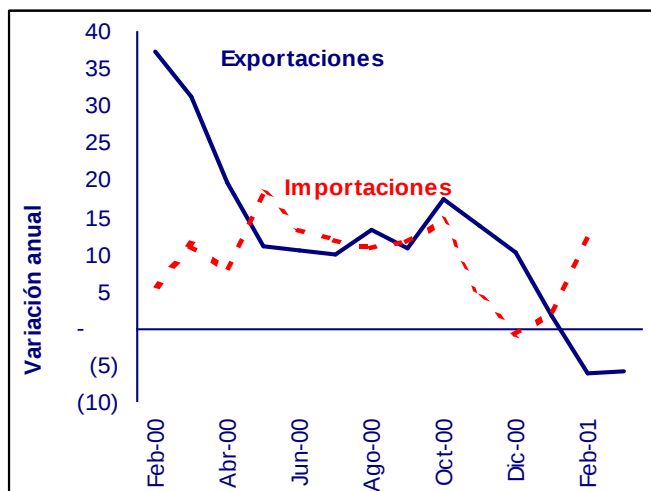
• Reducción del superávit comercial

Las últimas cifras reveladas por el DANE, sobre exportaciones (a marzo de 2001) e importaciones (a febrero de 2001) dan cuenta de una significativa reducción en el superávit de la balanza comercial; incluso, las cifras a febrero de 2001, revelan un déficit en la balanza comercial del orden de US\$74.3 millones (ver gráfico)

Dos efectos se derivan de lo anterior; de un lado, la entrada de divisas por concepto de reintegros de exportaciones se ha reducido ostensiblemente y, de otro, la mayor dinámica de las importaciones ha implicado presiones adicionales sobre la demanda por dólares en el mercado interno.

¹ Supuestos del ejercicio: Tasa de interés externa = CDT a 90 días, Tasa de interés interna = DTF a 90 días, Devaluación: implícita en los contratos forward en el rango de 61 a 90 días.

Exportaciones e importaciones FOB. Promedio móvil de orden 3 de la variación anual



Fuente: DANE, cálculos Asobancaria

• El clima internacional

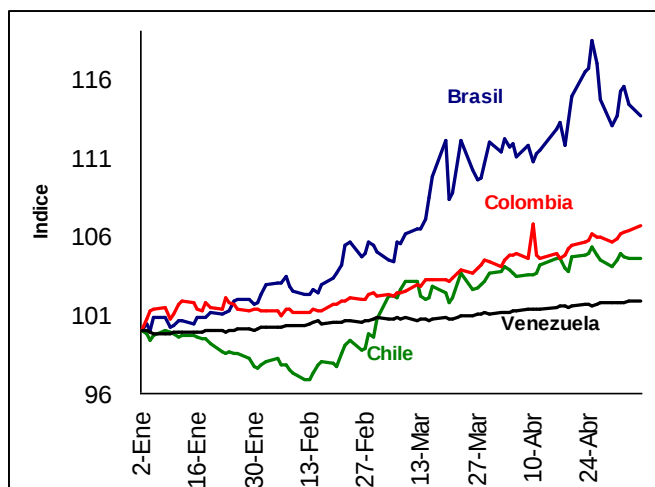
Además de los factores analizados anteriormente, que resultan de primer orden en el comportamiento de la tasa de cambio, la situación del vecindario es de vital importancia en las decisiones de los inversionistas internacionales y, por lo tanto, en la dinámica de oferta y demanda de divisas en nuestro mercado. Echemos un vistazo a la región:

- * Venezuela se vio obligada a reducir sus proyecciones de crecimiento del 4.1% al 3.5%, debido a los desfavorables resultados en materia petrolera.
- * El desembolso de los recursos del FMI a Ecuador, que resulta de la mayor importancia para su ajuste fiscal, está condicionado a la aprobación por parte del Congreso de una iniciativa tendiente a incrementar el IVA de manera progresiva; esto resulta poco probable en las actuales circunstancias.
- * Perú y Chile actualmente revisan sus proyecciones de crecimiento, y no precisamente al alza.
- * Finalmente, Argentina, que sin duda ha sido el más golpeado en la región, presenta algunos síntomas de desaceleración motivados por una difícil coyuntura fiscal y cambiaria.

Con estos precedentes, resulta evidente que el ambiente de agitación cambiaria, no es un comportamiento exclusivo del caso colombiano (ver gráfico)

Gráfico

Índice de tasa de cambio nominal
Enero de 2001 = 100



Fuente: Cálculos Asobancaria

Finalmente

Los factores analizados anteriormente muestran que en materia cambiaria (en este y en cualquier otro país) la verdad absoluta no está dicha.

Pese a que las presiones sobre la divisa, originadas por la compra de bonos de deuda pública por parte de los fondos de pensiones parecen haber culminado (los fondos de pensiones deben garantizar una rentabilidad mínima en pesos, por lo cual su portafolio en dólares no puede ser excesivo), existen otros factores que pueden afectar al alza la cotización de la divisa al alza; por ejemplo, un eventual recrudecimiento de las condiciones financieras internacionales, en particular de Argentina, podría desencadenar un efecto contagio no sólo para Colombia sino para el resto de países de la región.

Inflación:

BAJO CONTROL

Existe preocupación porque la mayor devaluación se transfiera a la inflación, entre otras cosas, porque el Banco de la República se podría ver forzado a subir las tasas de interés.

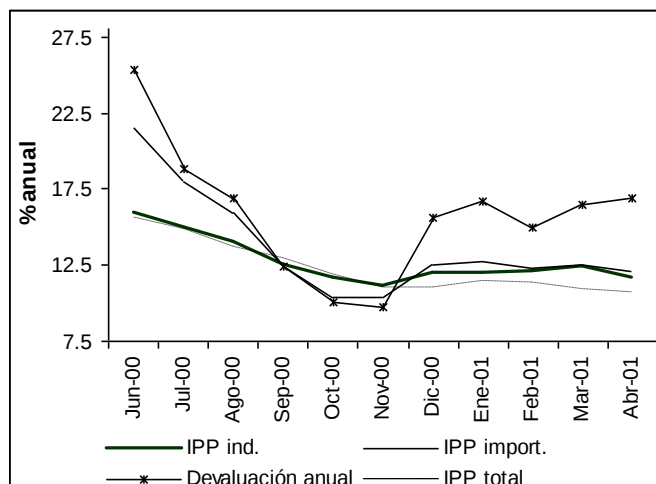
Como lo han expuesto algunos analistas, el impacto de la devaluación reciente sobre la inflación a consumidores ha sido despreciable. Sin embargo, ésta sí ha tenido algún impacto, aunque moderado, sobre la inflación a productores, especialmente en los productos de origen industrial e importado. La inflación básica, pese al repunte de marzo, en abril presenta una corrección hacia la baja que nos hace ser optimistas en ese frente.

IPP y devaluación

En teoría, la mayor devaluación encarece los productos de origen importado y los industriales que se consideran transables. En la práctica, los resultados del IPP publicados por el Banco de la República, para el período 2000-2001, parecen sugerir lo siguiente:

1. La menor devaluación observada en el 2000 se reflejó plenamente en una menor inflación a productores, especialmente en los productos de origen importado e industrial.
2. La mayor devaluación anual observada a partir de diciembre del 2000 no se ha transmitido en la misma magnitud a la inflación a productores. La inflación de productos de origen industrial e importados tiende a subir, pero no en la misma proporción en que lo hizo la tasa de cambio (ver gráfico).

Devaluación e inflación a productores



Fuente: DNP, cálculos Asobancaria

Inflación básica...va bien

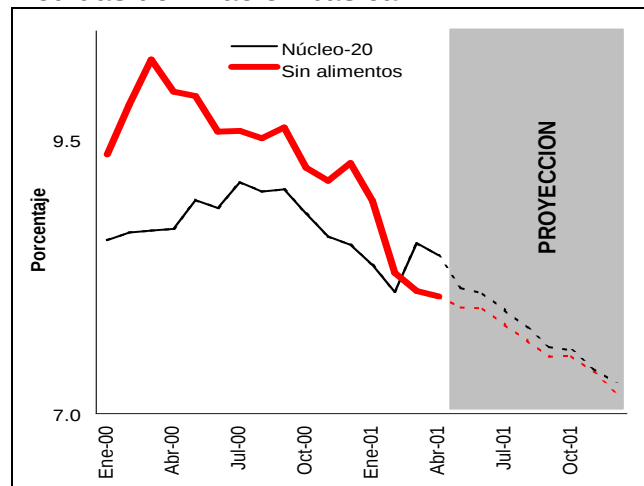
Los indicadores de inflación básica tienen como propósito aislar el efecto de factores de oferta sobre la inflación total. Como los choques de oferta (tales como el crecimiento en los precios de la papa por efectos de una mala cosecha) suelen ser transitorios, su impacto sobre la inflación tiende a desaparecer rápidamente, sin afectar la trayectoria de largo plazo de los precios en la economía. Pese a que la meta anual de inflación se fija sobre el IPC total, para la toma de decisiones de política monetaria se tiende a dar un gran peso al desempeño de los indicadores de inflación básica.

La inflación básica, medida como la inflación núcleo-20², bajó continuamente entre julio del 2000 y febrero del presente año; a partir de marzo se quebró esta tendencia, pero los resultados a abril muestran una nueva corrección. Medida como el IPC sin alimentos, la inflación

² Se construye extrayendo de la canasta del IPC total aquellos productos cuyo error cuadrático medio es el más alto, hasta que las ponderaciones acumuladas sumen un 20%.

básica se mantiene descendiendo hacia niveles del 8% anual (ver gráfico).

Medidas de inflación básica



Fuente: ANIF, DNP, cálculos Asobancaria

En síntesis, la devaluación no se ha transmitido plenamente a la inflación a productores, de tal forma que no es lógico pensar en el corto plazo un repunte en la inflación de consumidores por la vía del encarecimiento de los costos de producción. La inflación básica se mantiene bajo control, indicando que no hay presiones de demanda que validen una postura alcista de la tasa de interés en el corto plazo por parte del Banco de la República. Nuestras proyecciones sugieren una inflación básica descendiendo, en lo que resta del año, hacia niveles del 7%.

Lo anterior no significa que, de mantenerse el actual ritmo de devaluación, no se vayan a presentar presiones inflacionarias futuras. Un ritmo de devaluación tan fuerte como el actual, tarde o temprano termina por transmitirse a otros precios fundamentales en la economía.