



Mercado Cambiario:

RAZONES DE MERCADO

El comportamiento de la tasa de cambio desde finales de 2000 ha generado múltiples debates y ha dado lugar a las más diversas hipótesis explicativas. Lo cierto del caso es que las voces de alarma surgen tanto en las coyunturas en que la tasa de cambio se devalúa aceleradamente, como en aquellas en que se revalúa; entre tanto, la tasa de cambio sigue una senda que cada vez sorprende más; no reacciona al alza a situaciones sensibles como el rompimiento de las negociaciones y se deprime cuando, aparentemente, nadie lo espera.

Desde finales de 2000 se inició un periodo de rápida devaluación que se mantuvo durante los primeros meses de 2001. De una tasa de \$2.120 por dólar a comienzos de noviembre, se alcanzó una de \$2.378 a mediados de mayo de 2001; para esa fecha, la devaluación anual en lo corrido del año (7.4%) ya superaba el supuesto macroeconómico de 6.8%, lo que llevó a muchos analistas a pensar que la tasa de cambio podría superar el nivel de los \$2.400 antes de terminar el año. Sin embargo, a partir de esa fecha se registró una revaluación continua, de forma que la tasa de cambio cerró alrededor de \$2.300. Esa tendencia se ha mantenido hasta ahora, de forma que en lo corrido del presente año la revaluación acumulada es de 1.8%.

Los argumentos explicativos abarcan un amplio espectro: fuga de capitales, creciente endeudamiento público, remesas de los colombianos que se han ido del país, lavado de activos, dólares de la guerrilla, etcétera.

En esta nota la Asobancaria explora las estadísticas disponibles con el fin de detectar algunas fuentes de las fluctuaciones de la tasa de cambio, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda. En la primera sección se examina el tema del diferencial de rentabilidades entre

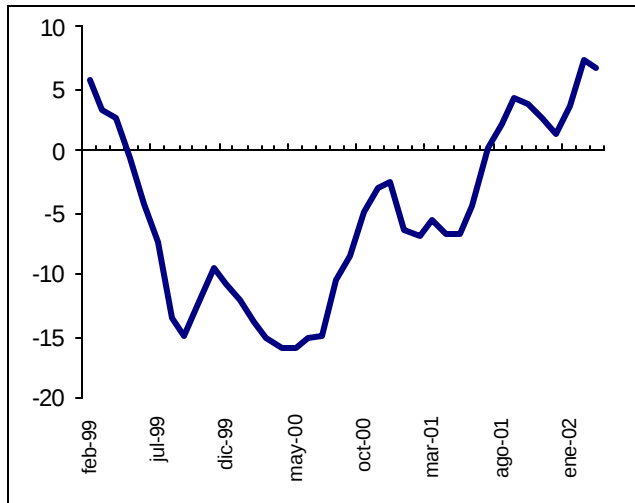
Colombia y Estados Unidos, en la segunda se revisan las consecuencias del cubrimiento de riesgo de tasa de cambio en el mercado, para finalizar con la revisión de algunos factores adicionales que han contribuido a deprimir el precio del dólar.

Los capitales y la rentabilidad

Una variable importante en el movimiento de capitales es el diferencial de rentabilidades; definido como la diferencia entre la rentabilidad interna de una inversión en el mercado local y la rentabilidad externa de un activo en Estados Unidos más la tasa de devaluación. Cuando el diferencial es negativo, cabe esperar mayores ingresos de capitales especulativos; si es positivo, se espera una salida de capitales.

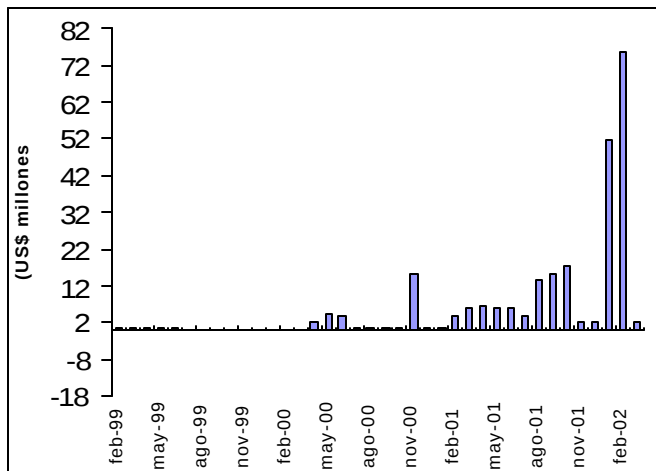
Desde 1999 hasta finales de 2001 la rentabilidad del exterior se tornó más atractiva que la de Colombia; desde entonces, el diferencial de rentabilidad entre Colombia y Estados Unidos es favorable para los activos financieros colombianos. Para un inversionista extranjero, actualmente resulta mejor negocio invertir en títulos de renta fija en nuestro país, que comprar activos financieros de la misma naturaleza en los Estados Unidos. Esto resulta de la agresiva política de reducción de tasas de interés emprendida por la Reserva Federal y del menor ritmo de devaluación del peso durante el año 2001. Con datos al mes de marzo del 2002 se puede examinar un ejemplo sencillo. Un depósito a término a 90 días en los Estados Unidos rinde 1.91%, más una devaluación anual de 1.89% significa una rentabilidad externa de 3.89%; esto comparado con una tasa DTF promedio de 10.6% nos dice que a todas luces es mejor invertir en activos en Colombia.

Diferencial de rentabilidades Colombia y Estados Unidos



Fuente: Banco de la República, Reserva Federal, Cálculos Asobanaria

Flujo mensual de inversión extranjera en fondos en renta fija



Fuente: Superintendencia de Valores

El resultado de esta situación se refleja en los saldos de portafolio de renta fija reportados por la Superintendencia de Valores. Mientras que en 1999 y en el 2000 los saldos promedio mensuales eran de US\$ 1.9 millones, en 2001 ascendieron a US\$ 6.9 millones. Con el cambio en el diferencial de tasas, en el año 2002 los saldos de los meses

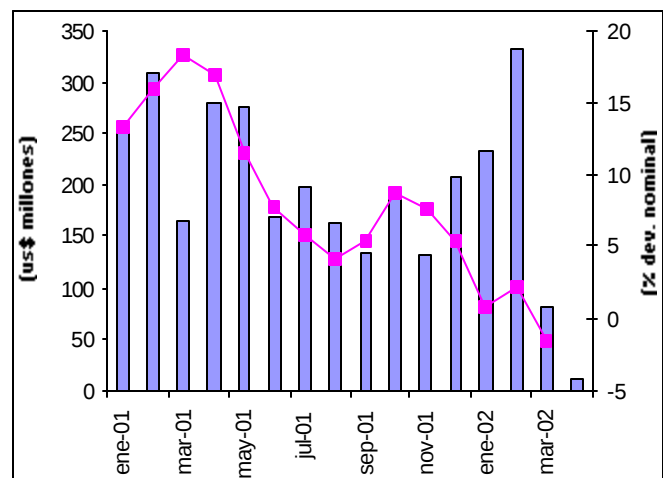
de febrero y marzo registraron un valor de US\$51.5 y US\$75.6, respectivamente.

Todo parece indicar que en marzo este valor se desplomó como resultado de una mayor percepción de riesgo país, reflejada en la terminación del proceso de paz y en la escalada terrorista.

La cobertura cambiaria

Las cifras de la balanza cambiaria del Banco de la República brindan una importante explicación para entender la actual coyuntura. Durante el año 2001 y lo corrido del 2002 hasta marzo los egresos de divisas por concepto "inversiones financieras en el exterior", han mostrado una salida mensual promedio de US\$ 202 millones. Esto se explica en buena parte por las compras de bonos de deuda externa de Colombia realizada por residentes en el país. Para efectuar las compras de bonos, los inversionistas demandaron dólares en el mercado cambiario y con ello impulsaron devaluaciones promedio del orden del 14% anual, en el primer semestre del año 2001.

Inversión financiera de los colombianos en el exterior vs devaluación anual nominal



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobanaria

Sin embargo, las propias fluctuaciones de la tasa de cambio propiciaron en estos inversionistas la necesidad de coberturas para

reducir el riesgo. Las cifras del Banco de la República correspondientes al mercado de forwards de compra del sector financiero, muestran que entre el año 2000 y 2001 estas operaciones crecieron un 16.4% anual.

La operación de cobertura tiene una contrapartida reflejada en un pasivo en dólares que incrementa la oferta en el mercado cambiario, razón por la cual el precio de la divisa se deprime (ver Semana Económica Asobancaria No. 342). No obstante, estos mayores pasivos externos no son observables en las cifras de la balanza cambiaria, dado que esta operación no genera movimientos cambiarios si se hace con recursos de posición propia.

Del comportamiento de estas variables se puede colegir que el aumento de las inversiones presionó la tasa de cambio al alza, mientras que la demanda de coberturas generó una presión en sentido contrario.

En el presente año, pese al incremento en salida de capitales, por este concepto, la demanda de dólares no ha originado un proceso de devaluación y por el contrario la revaluación sigue su curso. Esto puede obedecer a que durante ese mismo período (enero-febrero) se observó que la utilización de operaciones forward se incrementó de manera vertiginosa.

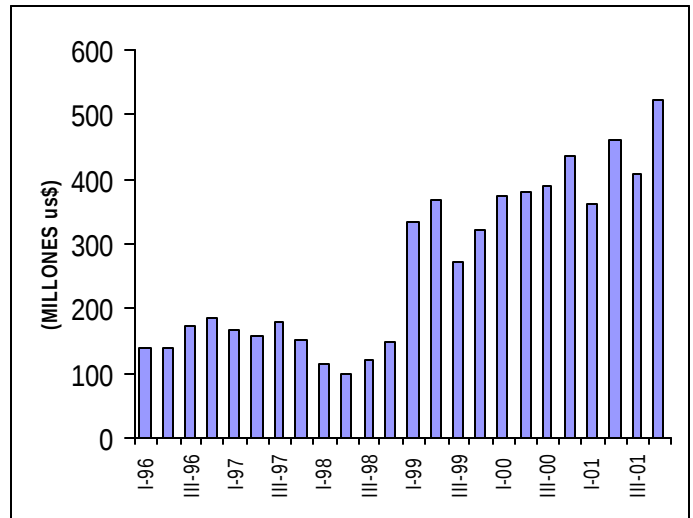
Otros factores

Un examen de las cifras de la balanza de pagos y la balanza cambiaria ofrece un conjunto de explicaciones adicionales que pueden estar incidiendo en el fortalecimiento del peso:

- **Transferencias de los colombianos en el exterior**

La diáspora de colombianos ocurrida en los últimos 5 años se ha traducido en mayores remesas hacia el país. Las cifras de la balanza de pagos al año 2001 muestran una estimación de US\$ 1.700 millones de ingresos anuales por este concepto.

Remesas de los trabajadores colombianos en el exterior



Fuente: Banco de la República

- **Flujos de inversión extranjera**

A pesar de las dificultades del país, la balanza de pagos muestra flujos netos de inversión extranjera directa por un monto promedio de US\$ 185 millones mensuales entre enero del 2001 y marzo del 2002. De acuerdo con los datos de balanza de pagos, el año pasado esto se evidenció en los sectores comercio, transporte, petróleo y financiero.

- **Mercado no regulado**

La balanza de servicios (por la parte cambiaria) muestra que el rubro de mercado no regulado registra flujos netos positivos por más de US\$100 millones durante el 2001 y los dos primeros meses del 2002. Allí se contabilizan recursos que ingresan al país por la vía de las casas de cambio, las cuales, hace ya un tiempo son agentes del mercado cambiario.

- **Operaciones especiales Tesorería General de la República TGR**

La balanza cambiaria registra una posición neta positiva durante lo corrido del año 2002. Esto parece obedecer a las operaciones normales de

pago de deuda y operaciones de cubrimiento del gasto público, sumado a los giros anunciados por concepto del FAEP. Sin embargo no se dispone de información suficiente para corroborar esta hipótesis.

A manera de conclusión

Un ejercicio muy sencillo con algunos rubros de las balanzas cambiaria y de pagos muestra que durante el año 2001 y el año 2002, se presentaron fuentes que al parecer incrementaron la oferta neta de dólares; esta tendencia cambió en el mes de marzo del 2002.

Las restricciones normativas a inversionistas institucionales para incrementar el tamaño de los portafolios en dólares, así como la menor disponibilidad de títulos colombianos en el

mercado externo, hacen pensar que el atraso cambiario puede revertirse en el mediano plazo.

De igual manera, hay que tener en cuenta que las recientes reducciones de tasas de interés realizadas por el Banco de la República han venido cerrando el diferencial de rentabilidades interna y externa, con lo cual se abre espacio para una mayor devaluación. Si a esto se suma que en el mediano plazo los mercados internacionales esperan un mantenimiento o incluso una subida de las tasas de interés en Estados Unidos, esta es una razón adicional para esperar que el fenómeno de la revaluación sea transitorio.

Flujos de dólares 2001 2002

	Inversión Financiera Colombiana en ext.	Flujo neto TGR	Cred. Net. Pub.	INV. Ext. Directa	Cred. Net. Priv.	Mdo. no regulado	Total neto
	(resta)	(suma o resta)	(suma o resta)	(suma o resta)	(suma o resta)	(suma o resta)	
ene-01	-260.8	360.3	299.4	175.7	-85.5	107.1	596
feb-01	-308.4	-211.1	96.8	189.9	-106.7	82.5	51
mar-01	-164.8	-26.6	164.1	108.1	-62.5	116.8	300
abr-01	-280.3	-151.6	675.4	358.0	7.5	117.7	1007
may-01	-274.9	-396.6	604.6	141.7	-73.5	134.1	410
jun-01	-167.4	-231.4	-43.9	243.0	9.8	110.4	88
jul-01	-197.5	1.1	63.1	156.4	-66.6	121.9	276
ago-01	-162.5	-146.1	248.0	176.9	-91.1	124.1	312
sep-01	-135.2	22.8	124.1	110.2	-57.8	129.8	329
oct-01	-193.5	352.2	-65.1	174.3	-63.8	162.3	560
nov-01	-133.8	-249.2	269.6	119.7	-36.4	173.7	277
dic-01	-207.8	-475.1	625.3	207.3	-93.6	193.8	458
ene-02	-231.9	136.3	-54.7	195.3	-71.9	137.9	111
feb-02	-333.0	540.2	-73.0	309.8	-56.4	96.1	484
mar-02	-82.9	139.0	-307.5	69.6	-71.0	14.2	-239

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

PRINCIPALES CIFRAS FINANCIERAS

Saldos de balance al 5 de abril de 2002

	Miles de millones de \$	Variación Porcentual		
		Semanal	Mensual	Anual
Inversiones totales	21.419	-6.5	0.1	24.7
Cartera total neta	44.123	-3.5	-2.1	-6.4
Cartera vigente	40.304	-3.1	-6.9	-8.8
Cartera vencida	7.450	-4.9	35.7	32.6
Provisiones totales	3.632	-2.3	-3.3	33.3
Bienes Recibos en Pago (neto)	1.320	-0.9	-6.6	-3.4
Captaciones del Público	51.860	0.5	-0.9	2.4
Cuentas Corrientes	8.291	0.7	0.8	14.6
Depósitos de Ahorro	18.820	1.7	1.0	13.3
C.D.T.	23.206	-0.5	-1.3	-5.3
Bonos en circulación	1.543	-0.9	-22.4	-32.5

Promedio diario nuevas captaciones y desembolsos de crédito

En millones de pesos	Ultimo mes al 19 de abril	Un mes atrás	Un año atrás	Variación anual
Desembolsos de Cartera				
Consumo (No incluye TC)	18.818	16.985	12.437	51.3
Ordinario	39.013	33.293	25.750	51.5
Preferencial	41.106	34.622	17.149	139.7
Tesorería	82.278	73.337	65.252	26.1
Tarjetas de crédito (TC)*	80.780	62.990	65.236	23.8
Vivienda*	10.955	10.461	9.542	14.8
VIS	2.790	2.430	2.801	(0.4)
No VIS	8.166	8.031	6.741	21.1

* Datos al 5 de abril

Monto de nuevas captaciones

CDAT 14 días	8.072	10.836	19.860	(59.4)
CDAT 29 días	1.482	1.464	1.252	18.4
CDT 1 mes	8.081	9.725	14.131	(42.8)
CDT 2 meses	4.397	3.145	5.335	(17.6)
CDT 3 meses	65.224	62.326	75.697	(13.8)
CDT 6 meses	28.143	25.214	30.099	(6.5)
CDT 1 año	6.633	6.194	4.421	50.0
CDT >1 año	5.383	5.353	5.681	(5.2)

Tasas de interés de nuevas captaciones y desembolsos de crédito

	15-18 Abr	Semana atrás		Un año atrás
		15-18 Abr	Un mes atrás	
Nuevos desembolsos				
Consumo (No incluye TC)	29.3	29.0	29.2	35.0
Ordinario	17.7	17.5	18.2	22.0
Preferencial	10.9	11.1	13.9	18.3
Tesorería	11.4	12.0	12.5	15.5
Tarjetas de crédito (TC)*	30.5	30.7	30.6	36.2
Vivienda*	18.8	19.5	20.8	23.1
VIS	20.0	19.4	19.4	19.0
No VIS	20.9	18.6	20.9	23.7

* Datos al 5 de abril

Nuevas Captaciones

CDAT 14 días	5.5	4.5	4.5	5.3
CDAT 29 días	3.9	3.9	5.1	5.8
CDT 1 mes	6.5	6.7	7.3	9.3
CDT 2 meses	7.9	8.0	8.2	11.0
CDT 3 meses	10.2	10.2	10.4	12.5
CDT 6 meses	10.4	10.5	10.8	13.1
CDT 1 año	11.2	11.2	11.3	14.1
CDT >1 año	12.2	11.9	12.8	14.0

	Ultimo dato	Mes anterior	Año anterior
DTF	10.0	10.6	12.8
Tasa Interbancaria	6.2	7.5	10.6
Tasa máx. remuneratoria (Abril)	31.5	31.5	38.4
Tasa promedio activa BR (Marzo)	17.6	17.6	21.1

Otros indicadores del sector

	dic-01	nov-01	dic-00
Solvencia	13.4	13.1	14.2
Tasa de colocación implícita/1	14.9	14.9	15.8
Tasa de captación implícita/2	8.7	8.8	11.6
Margen de Intermediación (1-2)	6.2	6.1	4.2

Mercado cambiario (Promedio Semanal)

	15 al 19 abril	Semanal	Mensual	Anual
Tasa de cambio promedio	2.262	0.2	-0.4	-2.4
Volumen transado- Miles de US)	316.460	-1.1	-2.2	87.5
Número de operaciones	384	-5.4	-1.2	84.8

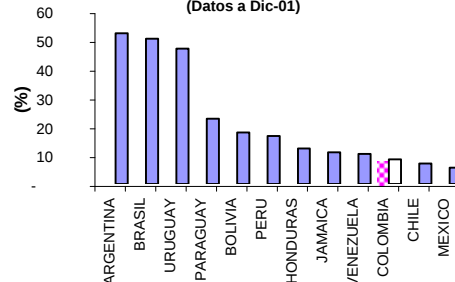
NOTAS:

/1 Ingresos financieros / Cartera

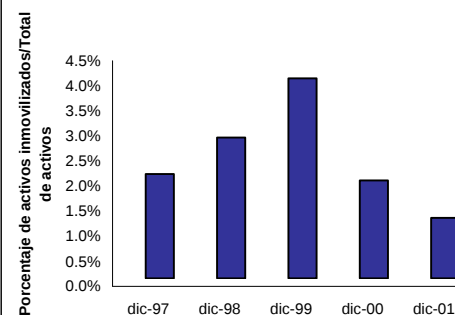
/2 Egresos financieros / Captaciones

Fuente: Formato 133 y 88 de la Superintendencia Bancaria, Banco de la República, Asobancaria

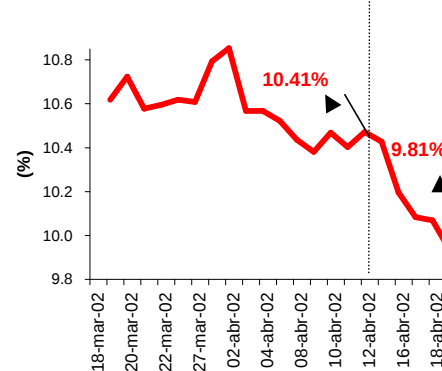
TASAS DE INTERES REALES DE COLOCACION EN AMERICA LATINA (Datos a Dic-01)



ACTIVOS INMOVILIZADOS (Cartera vencida de más de 6 meses + BRP - Provisiones sobre total de activos)



TASA DE LOS CDT'S A 90 DIAS



NUEVOS DESEMBOLSOS DE CREDITOS (Salos acumulados)

