



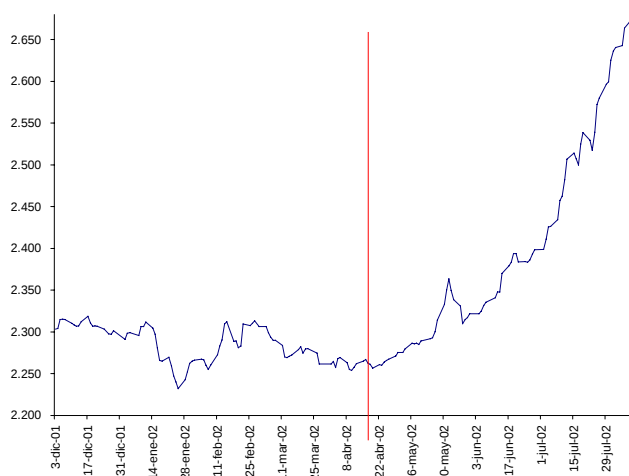
Devaluación reciente:

¿COYUNTURAL O PERMANENTE?

La devaluación del peso colombiano, que hemos vivido desde la última semana del mes de abril, ha suscitado varias explicaciones por parte de analistas del mercado cambiario. Algunas de ellas apuntan a la hipótesis de *contagio* de la crisis argentina, brasilera y uruguaya. Para otros, el fenómeno es una corrección del mercado que era previsible meses atrás, al no existir en las variables fundamentales de la economía colombiana elementos suficientes para explicar la aparente fortaleza del peso frente a otras monedas. Finalmente, se ha dicho que se trata de una mayor percepción de riesgo por parte del resto del mundo hacia Colombia, producto del recrudecimiento del conflicto armado y la incertidumbre sobre lo que podrá hacer el nuevo gobierno.

Gráfico 1

Tasa de cambio nominal (pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República.

Independientemente de cuál de las anteriores explicaciones sea la más acertada, en esta edición de *La Semana Económica* hemos querido

aportar ideas complementarias desde la perspectiva del sistema financiero, para explicar el fenómeno de la devaluación del peso colombiano. Examinaremos a continuación tres hipótesis que pueden aportar al debate.

Hipótesis 1: Apretón de liquidez en el mercado cambiario

Una primera hipótesis sobre el aumento de la cotización del dólar en el mercado, es la presencia de un apretón de liquidez en el mercado interbancario de dólares, ocurrida desde finales del mes de abril. Para ilustrarla hemos usado la serie de la posición propia de contado del sistema financiero total, que muestra la exposición cambiaria en caja de las entidades financieras¹. Con ella, entre otras cosas, se complementa la oferta de dólares en el mercado y se cubren posiciones en derivados.

Según la información disponible al 21 de julio de 2002, en la primera parte de este año, las entidades han experimentado caídas importantes de su posición propia de contado en dos oportunidades (Gráfico 2). La primera de ellas ocurrió en el mes de enero, con una reducción del 55%; la segunda, en el mes de junio, cuando cayó en un 60%.

Una caída en la posición propia de contado, por definición, puede originarse en un incremento en los pasivos o en una reducción de los activos denominados en moneda extranjera.

Los hechos que motivaron las dos caídas observadas, provienen de fuentes diferentes. En la primera reducción del año jugó un papel muy importante la decisión de inversión de los agentes del mercado, al aumentar la demanda de cobertu-

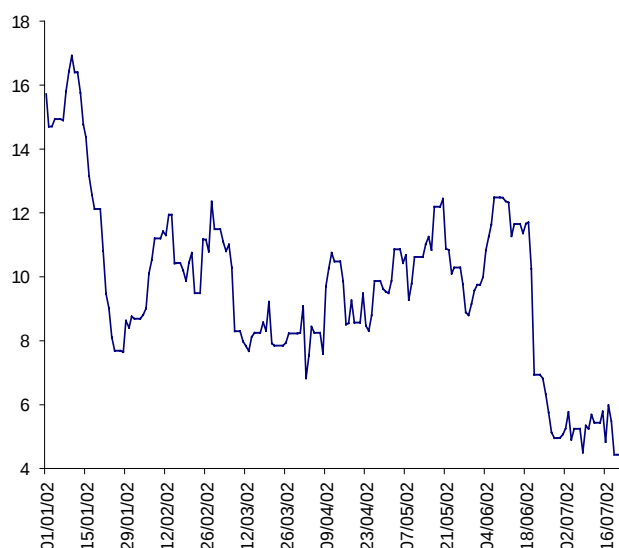
¹ El artículo 2º de la Resolución Externa 4 de 2001 expedida por la Junta Directiva del Banco de la República define la posición propia de contado como "la diferencia entre todos los activos y pasivos denominados en moneda extranjera excluyendo los derivados", y determinando que ésta no puede superar el 50% del patrimonio técnico denominado en dólares.

ras para asegurar un rendimiento mínimo de sus portafolios en moneda extranjera². En la segunda caída se evidenció una mayor demanda de dólares por parte del sector real.

Gráfico 2

Evolución reciente de la posición propia de contado

(porcentaje del patrimonio técnico en dólares)



Fuente: Superintendencia Bancaria

A principios del presente año los agentes del mercado cambiario mostraron preferencia por reducir la posición en dólares e invertir en alternativas de mayor rentabilidad, ante una coyuntura de tasa de cambio nominal en descenso.

La intensión de liquidar posiciones en dólares se manifestó a través de las subastas *put* (de acumulación de reservas) del Banco de la República, que a lo largo del primer semestre recibió demandas por USD\$1.500 millones, de los cuales fueron aprobados tan sólo USD\$500 millones. De esos USD\$500 millones subastados, las condiciones del mercado sólo permitieron ejercer USD\$152 millones (cuadro 1).

Sin embargo, el ejercicio de las opciones subastadas a finales de marzo representó el 25%

de la posición propia de contado observada en el mes de abril.

Cuadro 1

Subastas PUT de acumulación de reservas

Fecha de la subasta	Monto presentado (US\$ Millones)	Monto aprobado (US\$ Millones)	Monto ejercido (US\$ Millones)
31-Ene-02	211.5	49.9	1.5
28-Feb-02	107.5	50.0	50.0
27-Mar-02	277.8	100.0	100.0
30-Abr-02	275.0	100.0	0.0
31-May-02	388.0	100.0	0.0
28-Jun-02	243.0	100.0	0.0
TOTAL SEM1	1,502.8	499.9	151.5

Fuente: Banco de la República.

Acerca de la segunda caída en la posición propia de contado, esta parece asociarse con lo que hemos denominado el *apretón de liquidez* del mercado cambiario. Desde el mes de mayo, algunas entidades financieras comenzaron a observar reducciones en su caja, producto de una mayor demanda de dólares por parte de inversionistas institucionales y del sector real.

Según las estadísticas de compra y venta de dólares en el mercado cambiario³, entre el 1 de junio y el 25 de julio las transacciones netas (ventas menos compras) del sector financiero con el sector real ascendieron a USD\$257 millones; al incluir en ese dato las transacciones interbancarias el movimiento neto total de divisas suma USD\$195 millones. Por lo tanto, esta diferencia de USD\$62 millones es un factor que explica la mayor presión sobre la tasa de cambio para atender las necesidades del sector real.

Este incremento en la demanda interna que coincidió con la turbulencia en los mercados latinoamericanos, estuvo acompañado de una reducción de cupos en los bancos corresponsales, hecho que acentuó la escasez de divisas y llevó a fuertes alzas en su precio y volatilidad.

Hipótesis 2: Diferencial de tasas de interés internas y externas.

Los episodios de devaluaciones o revaluaciones aceleradas con frecuencia son relaciona-

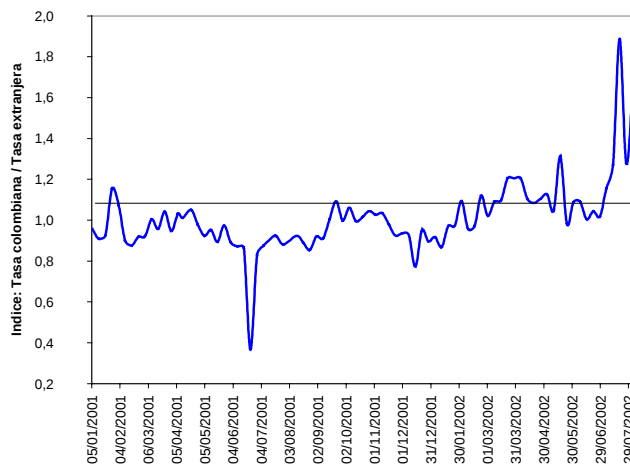
² Para mayor información ver *La Semana Económica* No. 342.

³ Fuente Superintendencia Bancaria.

dos a los movimientos de capitales especulativos que buscan aprovechar las diferencias de rentabilidad entre los países.

Gráfico 3

Diferencial de la tasa de interés interna y externa



Fuente: Banco de la República.

Aparentemente, y como lo muestra el gráfico 3, el diferencial de tasas de interés no parece explicar la devaluación reciente del peso. La existencia de un incremento en el índice graficado (que involucra en su cálculo las expectativas de devaluación), llevaría a los agentes a mantener o a ingresar capitales al país en busca de mayores rendimientos y, por lo tanto, a presionar la tasa de cambio a la revaluación. Sin embargo, el período que hemos identificado como de mayores incrementos en el precio de la divisa estuvo asociado con diferenciales levemente a favor de invertir en Colombia.

Por lo anterior, no parece haber una motivación en la rentabilidad para la escasez de dólares observada.

Hipótesis 3: ¿Corrección en el frente comercial?

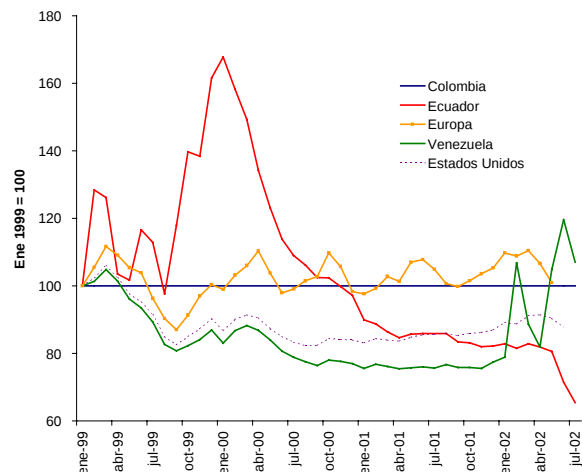
Al observar la tasa de cambio real (frente al peso colombiano) de nuestros principales socios comerciales, se evidencia que la devaluación reciente obedece a una corrección cambiaria más

que a una pérdida de competitividad del peso colombiano.

Tras esta corrección hemos retornado a la estructura anterior, más acorde con las variables fundamentales de la economía. Ni los flujos de comercio internacional, ni las condiciones macroeconómicas, mostraron avances como para sustentar la permanencia de una mayor fortaleza relativa del peso colombiano frente a otras monedas de la región.

Gráfico 4

TCR de los principales socios comerciales de Colombia (respecto al peso colombiano)



Fuente: FMI

Como se observa en el gráfico 5, el proceso de devaluación —aunque motivado por razones diferentes y en su mayoría internas—, es un común denominador en los países de la región latinoamericana. Durante el segundo trimestre del año todos, tal vez con excepción de México, han seguido la misma tendencia, primero de Argentina y luego de Brasil, aunque en este último caso con mayor intensidad.

La poca relación comercial de Argentina con países como Colombia y Venezuela, ha desvirtuado las tesis de *contagio* del desajuste macroeconómico que está viviendo el país austral. El caso de Brasil, por ser la mayor economía de América Latina, aparentemente generó un mayor efecto sobre la percepción de riesgo país por

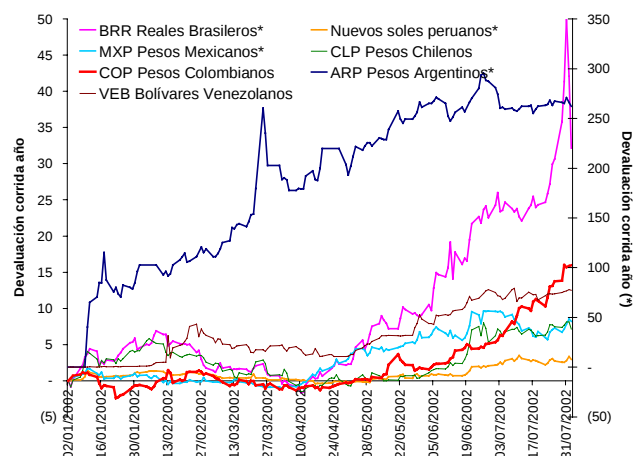
parte de inversionistas extranjeros. El temor de que este país no honre su deuda externa si elige como presidente a un miembro de un partido populista ha generado una avalancha especulativa que está lejos de la realidad.

La reciente firma del acuerdo con el FMI ha tranquilizado a los mercados, de manera que en el mediano plazo podremos esperar una mayor estabilidad en el frente cambiario.

Gráfico 5

Devaluación corrida año

Muestra seleccionada de países latinoamericanos



Fuente: pacific.commerce.ubc.ca/xr/data.html.

Conclusiones

Las tres hipótesis anteriores han pretendido aportar explicaciones complementarias al debate de la corrección observada en la cotización del peso colombiano.

La primera de ellas apunta a la existencia de un apretón en la caja que llevó a los bancos a liquidar parte de sus activos en dólares, para satisfacer la mayor demanda real observada a partir del segundo trimestre del año. Esta mayor demanda se presentó en una coyuntura de reducción de los flujos de capitales hacia Latinoamérica por la mayor percepción de riesgo de la región, lo cual llevó a un incremento del precio y la volatilidad de la divisa.

La evidencia muestra que la reducción de los dólares disponibles en el mercado, no obede-

ció a una salida de capitales en búsqueda de mayores rentabilidades en el exterior. Por el contrario, los períodos de menor oferta de dólares coinciden con diferenciales de tasas de interés a favor de Colombia, lo cual desvirtúa este argumento.

Por último, al observar la tasa de cambio real de nuestros principales socios comerciales frente al peso colombiano, parece haber ocurrido más un ajuste en el frente cambiario que una pérdida de competitividad que atente contra los flujos reales de bienes y servicios de Colombia con el resto del mundo.

En síntesis, la evolución reciente de la tasa de cambio responde a factores coyunturales tanto del mercado interbancario como del entorno latinoamericano. En la medida en que el respaldo del Tesoro de los Estados Unidos y del FMI a Brasil espante los infundados temores de un default de su deuda, los mercados tenderán a la normalidad. No obstante, cabe la posibilidad de que se sigan registrando algunos sobresaltos hasta el mes de octubre cuando se realizan las elecciones presidenciales en Brasil. En ese momento el candidato vencedor –que posiblemente está entre Lula y Gomes– tendrá que convencer a los inversionistas de que sus intenciones de honrar la deuda externa son reales.