



Mercado Cambiario:

¿QUÉ HA SUCEDIDO CON EL DÓLAR?

El 14 de febrero pasado, la Junta Directiva del Banco de la República anunció su decisión de intervenir el mercado cambiario a través del mecanismo previsto de subastas de opciones para la desacumulación de reservas por US\$ 1.000 millones. Esta operación busca ante todo controlar la devaluación del peso y por ende su efecto sobre la inflación. Asimismo, hoy viernes 14 de marzo se anunció una nueva subasta de opciones.

Esta medida recibió gran aceptación en el mercado, ya que el "Plan A" del emisor era - ¿o es? - subir las tasas de interés. Acción que podría debilitar los indicadores que se registran en la economía.

Sin embargo, un mes después de haber anunciado esta modificación a la política de intervención, se ha logrado reducir la volatilidad en el mercado cambiario y el dólar se estabilizó en el mismo nivel que tenía antes del anuncio.

Las explicaciones de este comportamiento parecen estar asociadas, por una parte a la salida de capitales que se ha registrado en el primer bimestre del año y por otra a las expectativas de cómo serán los ingresos futuros netos de divisas al país, las cuales dependen a su vez del impacto de factores como una guerra con Irak, la aprobación o no del referendo, la recuperación de la economía venezolana y la situación de orden público.

Teniendo en cuenta lo anterior, la presente edición de la Semana Económica se divide en dos partes. En la primera se evalúan algunas herramientas de análisis en torno al funcionamiento de las opciones para la desacumulación de reservas, los resultados de la primera subasta de las mismas y el impacto que ella ha tenido sobre el mercado. En la segunda, se describen cuales son los factores de incertidumbre que podrían explicar el comportamiento del dólar en los próximos meses.

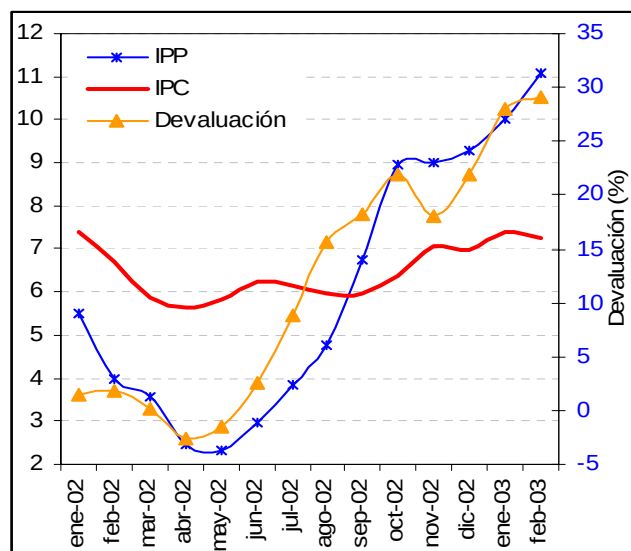
Las subastas de opciones

¿Por qué?

A partir de mediados de 2002, tanto el IPP como el IPC han mostrado una tendencia al alza, explicada parcialmente por el comportamiento de la devaluación. De esta manera, al finalizar mayo de 2002, las variaciones anuales del IPC e IPP se encontraban en 5.8% y 2.3% respectivamente, mientras que el peso se revaluaba 1.6%. Al terminar febrero de 2003 la devaluación del peso ascendió a 29% y la variación del IPP e IPC fue de 11% y 7.2%, respectivamente (Gráfico 1).

Gráfico 1

Devaluación, IPP, IPC



Fuente: Dane, Banco de la República, cálculos: Asobancaria

Teniendo en cuenta lo anterior y para mantener la inflación dentro del rango de 5% y 6%, establecido como meta de inflación para 2003, el Banco de la República tomó algunas medidas. La primera de ellas, adoptada en enero, fue incrementar las tasas de intervención en cien puntos básicos. Esta decisión tuvo una acepta-

ción moderada dentro del mercado debido a que se considera que mayores tasas de interés podrían afectar el proceso de recuperación económica que se viene gestando desde el segundo semestre de 2002. No obstante el aumento en las tasas, la devaluación mantuvo su tendencia. Esta pasó de 27.3%, el 17 de enero, a 31.4%, el 7 de febrero.

Ante esta situación, el emisor hizo su anuncio de intervención en el mercado cambiario -decisión que ha sido calificada como acertada- a través de la venta de reservas, para controlar la devaluación y reducir así la presión que ésta ejerce sobre el comportamiento del IPP y del IPC.

¿Cómo funciona una opción?

El mecanismo de opciones de desacumulación de reservas internacionales - opciones call - otorga al comprador el derecho de adquirir dólares del emisor, siempre y cuando se cumplan ciertas condiciones. Para adquirir este derecho, se debe pagar una prima al banco central, la cual dependerá de la demanda que se presente por estas opciones; a mayor demanda, mayor debe ser la prima. La venta de estas opciones se hace a través de subastas tipo holandesa¹ y su monto es anunciado previamente por el Banco de la República.

Este fijará un plazo máximo dentro del cual los tenedores de las opciones podrán ejercerlas, siempre y cuando la tasa representativa del mercado se encuentre por encima de su promedio móvil de los últimos veinte días hábiles. La tasa a la cual se realiza la transacción es la TRM vigente para el día respectivo.

Es rentable ejercer una opción call – la opción está “in the money” – cuando el precio de venta en el mercado interbancario de divisas menos la TRM vigente para ese día es igual o mayor a la prima pagada. De lo contrario el comprador está incurriendo en pérdidas al utilizar este mecanismo.

¹En una subasta holandesa se ordenan las posturas en orden descendente de acuerdo a la prima ofrecida y se aprueban las ofertas con una prima igual o superior a aquella en la cual se completa el cupo de la subasta

¿Han sido efectivas las subastas de opciones?

El pasado 28 de Febrero, el Banco de la República subastó opciones de desacumulación de reservas por US\$ 200 millones, de un total de US\$1.000 millones que tiene planeado subastar. Se recibieron ofertas por US\$710 millones y la prima de corte fue de \$6.200 pesos por cada mil dólares. Del total de ofertas, US\$594 millones provinieron de Bancos Comerciales y el resto de Corporaciones Financieras. Las opciones podrán ser ejercidas hasta el 31 de marzo del año en curso.

De igual forma, el Banco de la República anunció una nueva subasta de opciones de desacumulación de reservas internacionales por US\$ 200 millones, que se realizará a finales de marzo.

Cuadro 1 Resultados de la Subasta de Opciones Call

Fecha Límite de Ejercicio	Ofertas Presentadas	Ofertas Aprobadas	
	Valor Nominal USD Millones	Valor Nominal USD Millones	Prima de Corte
31/03/03	710	200	6.200

Fuente: Banco de la República

Estas opciones estarán “in the money” cuando la diferencia entre la tasa de venta en el mercado interbancario y la TRM sea mayor a \$6.2 pesos, de lo contrario sería más rentable acudir al mercado.

Algunos analistas consideran que el mecanismo propuesto por el banco favorece la especulación de los intermediarios financieros, ya que ellos estarían dispuestos a presionar un alza en la tasa de cambio para asegurar la rentabilidad de sus opciones. Sin embargo, a la fecha, las condiciones bajo las cuales se han ejercido estas opciones muestran lo contrario. En total, se han ejercido US\$ 65 millones en tres diferentes oportunidades y en ningún caso los dueños de las opciones han obtenido ganancias con estas operaciones.

Lo anterior se puede comprobar al realizar un ejercicio muy sencillo en el cual se compara el costo de ejercer la opción con el costo de com-

prar la misma cantidad de dólares en el mercado cambiario. Como se puede ver en el Cuadro 2, aún si se utiliza la tasa máxima de cotización como medida de comparación, en los tres casos el ejercicio de la opción arrojó pérdidas. Por ejemplo, cuando se ejercieron US\$ 20 millones el 3 de marzo, la tasa máxima fue de \$2.963 por dólar y la TRM más la prima ascendió a \$2.964 por dólar, generando un costo adicional de \$23 millones tras el ejercicio de la opción. De igual forma, en las otras dos ocasiones en que se ejercieron opciones la operación arrojó pérdidas.

Cuadro 2
Costos de Ejercer las Opciones

	3-mar	4-mar	10-mar
Monto en USD	20	2	43
TRM + Prima (\$ /USD)	2.964,1	2.966	2.966
Costo Opcion (\$)	59.281	5.932	127.536
Tasa Máxima (\$/USD)	2.962,9	2.964	2.964
Costo Mercado (\$)	59.258	5.928	127.446
Costo Opcion - Mercado (\$)	-23	-5	-90

Fuente: Banco de la República, cálculos: Asobancaria

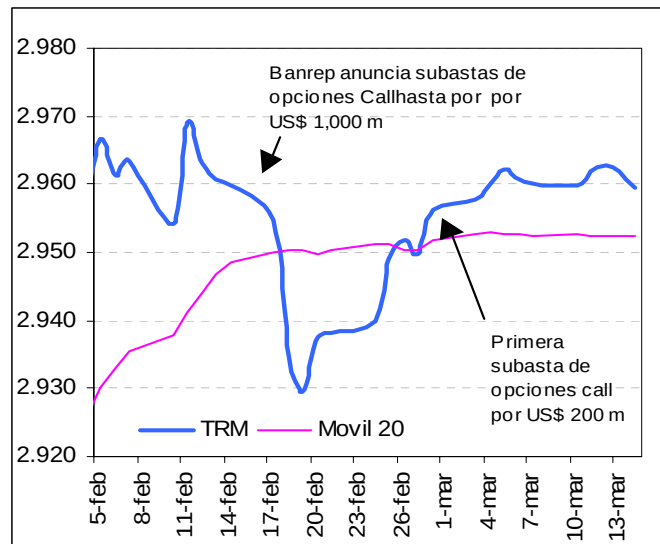
Impacto sobre el dólar

El impacto de esta subasta sobre la tasa de cambio ha sido mixto, ya que ha logrado reducir la volatilidad del mercado y estabilizar la cotización a un nivel promedio de \$2.960, el cual es un nivel similar al observado en las primeras semanas de febrero.

Como se puede ver en el gráfico 2, la tasa de cambio reaccionó más al anuncio de la subasta de opciones que a la subasta misma. En efecto, entre el 14 de febrero, día en que el emisor informó su decisión de intervenir el mercado y el 19 del mismo mes, la cotización de la divisa cayó \$30. Sin embargo, entre el 19 y el 28 de febrero la tasa subió en \$27 pesos. Desde el día en que se realizó la subasta y el 14 de marzo la cotización de la divisa ha aumentado \$3.

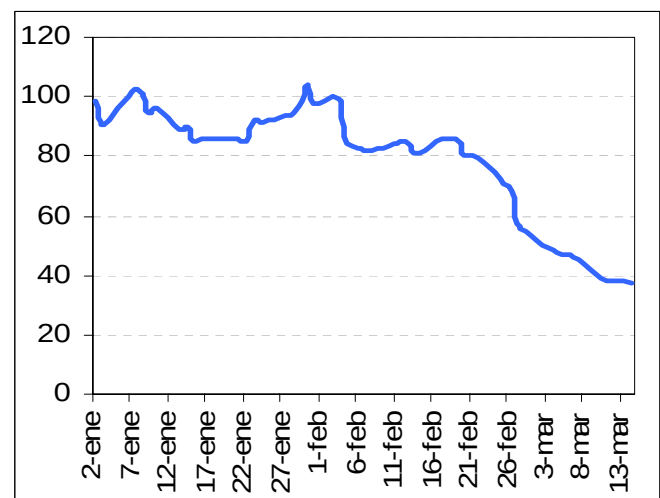
Por el contrario, desde el anuncio de la subasta de opciones call, el índice de volatilidad del dólar se ha reducido a menos de la mitad del observado el 14 de febrero, cuando estaba en 80.7%, es decir disminuyó 53% (Gráfico 3).

Gráfico 2
Comportamiento del TRM



Fuente: Superabancaria, cálculos: Asobancaria

Gráfico 3
Volatilidad del mercado cambiario



Cálculos: Asobancaria

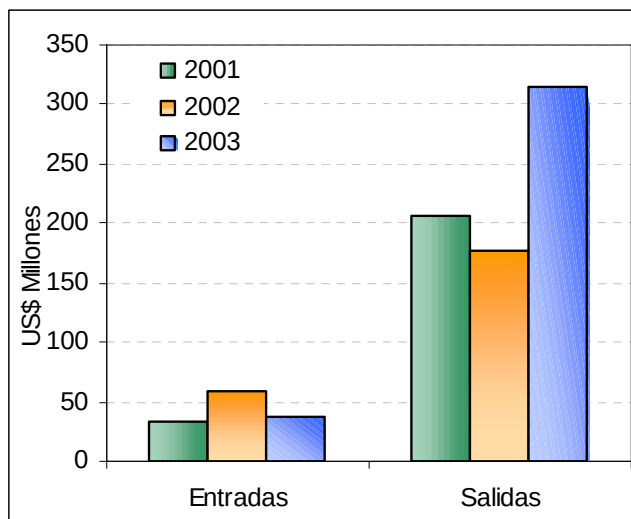
¿Mayor demanda de divisas? La balanza cambiaria

El comportamiento de la balanza cambiaria explica en parte por qué la tasa de cambio no ha caído a pesar de la decisión del emisor de intervenir el mercado. Como se puede ver en el gráfico 4, la salida de capitales acumulada a fe-

brero de 2003, es mayor que aquella registrada en el mismo período de 2001 y 2002. Mientras que en el primer bimestre de estos dos últimos años, salieron divisas del país por un total de US\$206 y US\$178 millones respectivamente, en 2003 esta cifra asciende a US\$314 millones. Entre tanto, la entrada de capitales hacia Colombia viene registrando un comportamiento similar al de los dos años anteriores.

Esto significa que en 2003 se ha registrado un mayor flujo de divisas hacia el exterior, presionando la demanda por dólares, la cual ha absorbido las posibles ofertas adicionales de divisas que se presentaron en el mercado. Esta es una explicación parcial de por qué la mayor oferta de dólares proveniente de las opciones no ha presionado una reducción de la tasa de cambio.

Gráfico 4
Balanza Cambiaria



Fuente: Banco de la República

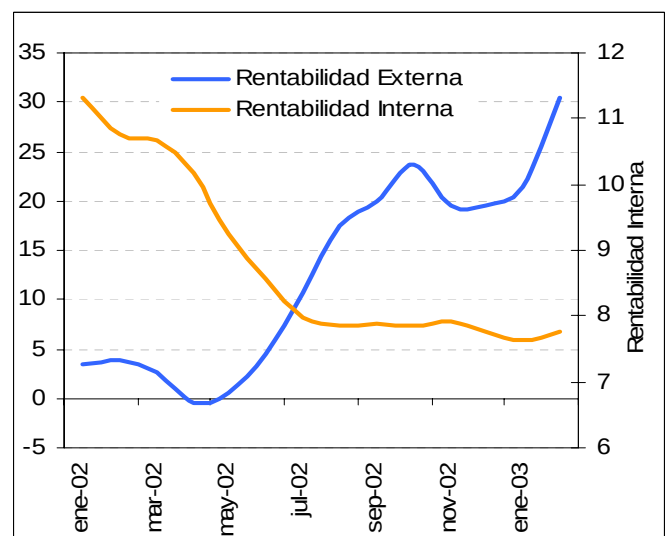
Diferencias de las tasas de interés internas y externas

De igual forma, el comportamiento del diferencial entre las tasas de interés internas y externas explica por qué en los primeros dos meses del año se ha registrado una importante salida de

divisas del país². Cómo se puede ver en el gráfico 5, éste ha aumentado continuamente desde mayo de 2002, contrario a lo observado en el primer semestre de ese año cuando el peso se estaba revaluando.

Lo anterior confirma la hipótesis de que el nivel alto del dólar se explica por una fuerte salida de divisas y una mayor rentabilidad de las inversiones en dólares que en pesos. Sin embargo es importante hacer una salvedad, y es que el diferencial de rentabilidad de los portafolios en dólares lo obtuvieron en realidad quienes optaron por este tipo de inversión hace un año.

Gráfico 5
Diferencial entre la Tasa de Interés Interna y Externa



Fuente: Banco de la República, Cálculos: Asobancaria

El papel de las expectativas

El comportamiento de las variables mencionadas anteriormente permite afirmar que el alto nivel de la tasa de cambio se debe, en parte, a una demanda por dólares hoy. Sin embargo, para entender este comportamiento, es importante el efecto que tiene la incertidumbre sobre algunos temas que pueden afectar los flujos futuros netos de divisas hacia la economía colombiana.

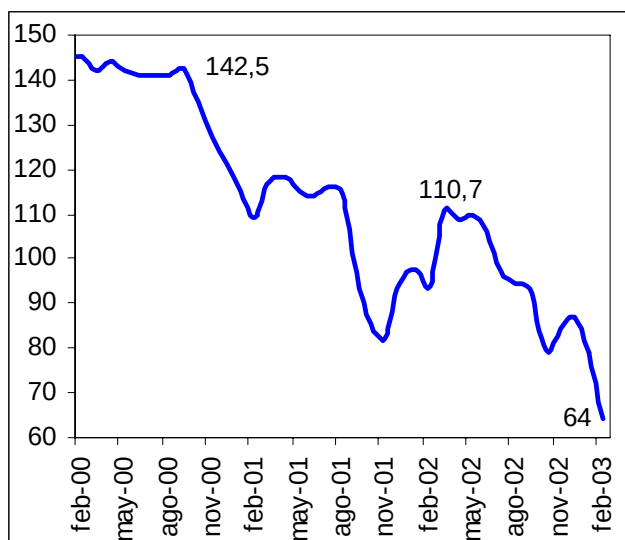
² El diferencial en las tasas de interés se calcula como la diferencia entre la DTF y la Libor más la devaluación.

na. Ésta itiene sus raíces en factores externos e internos.

La guerra con Irak podría tener un efecto negativo sobre la economía estadounidense y por ende sobre las exportaciones del resto del mundo hacia ese país. En caso tal que los Estados Unidos no obtengan los resultados que esperan de dicha guerra, la confianza de los inversionistas sobre esa economía podría deteriorarse aún más, llevando a una desaceleración de la actividad económica y a una profundización de la recesión mundial. Como muestra el gráfico 6, el índice de confianza del consumidor en los Estados Unidos se ha venido deteriorando recientemente, en parte por el incremento en la probabilidad de una guerra.

De todas maneras es importante notar que en el conflicto del año 1991, que se desarrolló en forma favorable para Estados Unidos, no hubo efectos negativos para la economía colombiana. Es relevante considerar que la guerra podría traer consigo un aumento en el precio del petróleo. Cabe anotar que un incremento de US\$ 1 aumenta en 1% los ingresos de Ecopetrol.

Gráfico 6
Índice de Confianza del Consumidor en los Estados Unidos



Fuente: The Conference Board

Históricamente, Venezuela ha sido un socio comercial muy importante para Colombia, representando un porcentaje alto del comercio nacional. En 2002, el comercio con ese país ascendió a US\$1.000 millones, equivalente al 9% del total de las exportaciones colombianas. Sin embargo, la crisis venezolana ha tenido un impacto importante, en la medida en que se estima una caída de las exportaciones colombianas a la vecina nación cercana al 40%. En consecuencia, el flujo de divisas hacia Colombia también caería en un monto similar. Es importante hacer notar que uno de los países que se vería más favorecido por el impacto del precio en el petróleo de una guerra en Oriente Medio sería Venezuela, con lo cual, y a pesar de la crisis política, esa economía podría fortalecerse.

Internamente, el gobierno presentó un Plan Financiero para el año 2003 completamente financiado. Un supuesto fundamental para su cumplimiento, es la aprobación del referendo. Sin embargo, recientemente se han presentado discusiones sobre la posibilidad de lograr su aprobación.

Cuadro 3
Fuentes y Usos del Gobierno Nacional Central

Total Fuentes		9.754	Total Usos		9.754
Desembolsos	7.695		Déficit	3.953	
Externos	3.331		Amortizaciones	5.233	
Bonos	538		Deuda Flotante	567	
Multilaterales	2.793				
Internos	4.364				
Otros	2.059				

Tasa de Cambio: \$2,904/ US\$

Fuente: Confis

Como se puede ver en el cuadro 3, los desembolsos de las entidades multilaterales representan una importante fracción del total de las fuentes del GNC, las cuales están condicionadas al avance fiscal en general. Por lo tanto, dificultades con el referendo podrían significar demoras o incluso faltantes en el desembolso de estos recursos. Esto llevaría al gobierno a buscar divisas

en el mercado interno, generando presiones sobre la tasa de cambio - ver Semana Económica 396 para mayor información sobre el impacto del referendo. Es útil recordar que usualmente los recursos multilaterales se han terminado desembolsando.

Finalmente, si bien es cierto que el terrorismo no ha logrado minar la confianza de los colombianos, es importante señalar que acciones como las que se han visto en los últimos meses son un factor de incertidumbre.

Conclusiones

El impacto de la subasta de opciones de desacumulación de reservas realizada por el Banco de la República ha logrado reducir la volatilidad de la tasa de cambio, aunque ésta se estabilizó a un nivel similar al que tenía cuando se anunció la intervención.

Este hecho puede ser resultado de la mayor salida de capitales en los meses de enero y febrero de 2003, frente al monto de salidas observado en los mismos meses de 2001 y 2002.

Otro factor que influye sobre el comportamiento de la tasa de cambio son las expectativas del mercado sobre el flujo futuro de dólares, las cuales se han deteriorado como consecuencia de la recesión internacional asociada a una guerra con Irak, la situación política venezolana y sus efectos económicos, la incertidumbre frente al referendo y la situación de orden público.