



En esta Semana:

- **Salario mínimo:**

LA CONCERTACION DA RESULTADOS

- **Mercado cambiario:**

¿POR QUE INTERVENIR?

Salario mínimo:

LA CONCERTACION DA RESULTADOS

Registramos como una noticia positiva para el ejercicio democrático la concertación que, después de varios años, lograron gobierno, gremios y centrales para la fijación del salario mínimo que regirá el año entrante y que beneficiará a cerca de 4 millones de empleados.

El acuerdo logrado muestra que los mecanismos de negociación, la buena voluntad de las partes y la comprensión de la realidad económica conducen a resultados que finalmente se traducen en unas condiciones más favorables para la consolidación del proceso de reactivación y una mejor situación social para el país.

Una concertación como la alcanzada no deja de tener importantes impactos sociales en la medida en que es un claro ejemplo de que cuando las partes luchan por un mismo objetivo, lo más importante para alcanzarlo es el diálogo franco, abierto y transparente. Colombia necesita muchas más mesas de discusión como ésta.

El aumento, que regirá a partir del primero de enero de 2004, será de 7,83%. El subsidio de transporte, para los trabajadores que devenguen hasta dos salarios mínimos quedará en \$41.600



Mercado cambiario:

¿POR QUE INTERVENIR?

El pasado martes 9 de diciembre, la Junta Directiva del Banco de la República decidió convocar una subasta de opciones para la acumulación de reservas por US\$100 millones.

No cabe duda que el mercado respeta la discrecionalidad del emisor así como su carácter de autoridad independiente. En todo caso, algunos agentes del mercado no comprendieron las motivaciones técnicas que sustentaron tal decisión.

Es por eso que conviene plantear la discusión de cuales son los argumentos que motivan las decisiones de intervención del Banco Central en el esquema de mercado de flotación cambiaria.

Con el fin de presentar algunas ideas en torno al tema, en esta edición de la Semana Económica realizamos un análisis del comportamiento reciente de la divisa y ofrecemos algunos elementos sobre sus determinantes básicos. Así mismo, presentamos cifras de la pasada subasta de opciones y las perspectivas de fin de año en materia cambiaria.

¿La caída del dólar es la razón?

Durante los últimos tres meses la cotización de la divisa se ha reducido en cerca de \$92. Esto es, una revaluación nominal del orden del 3.2% en el mismo periodo. Estas cifras no deben prender las alarmas de las autoridades, toda vez que no pueden ser consideradas como atípicas en este año. Basta con señalar que durante el 2003, en tres ocasiones distintas se han observado reducciones similares o superiores en la tasa de cambio (cuadro 1)

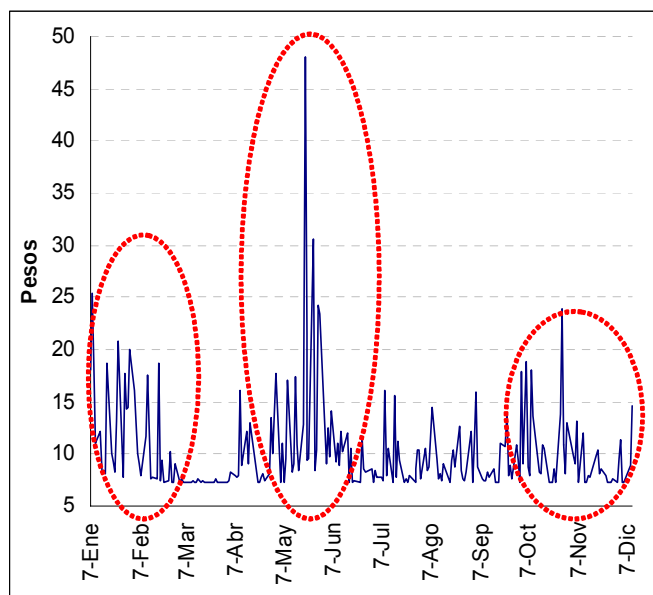
Cuadro 1 Reducción en la tasa de cambio (2003)

Fecha	Pesos	%
13 abril – 17 marzo	-149.14	-5.03
21 mayo – 25 Junio	.104.64	-3.59
5 Agosto – 9 Sept.	-79.89	-2.75
1 Octubre – 12 Dic.	-92.00	-3.20

Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria

Ahora bien, una de las razones que pudo haber motivado la decisión del emisor tiene que ver con el riesgo asociado a la revaluación de la tasa de cambio. No hay que perder de vista que cambios extremos en la cotización de la divisa pueden generar efectos no deseados sobre el sector real de la economía, en particular, sobre el sector exportador e importador.

Gráfico 1 Volatilidad de la tasa de cambio en el 2003/1



Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.
/1 Volatilidad calculada con base en un modelo ARCH(1)

Al respecto, nuestros cálculos muestran que, en esta ocasión, el riesgo asociado a la volatilidad de la tasa de cambio tampoco es un motivo válido para pensar en la necesidad de una intervención por parte de la autoridad monetaria. Obsérvese en el siguiente gráfico que en el epi-

sodio reciente de revaluación (octubre a diciembre de 2003) la volatilidad no es considerablemente distinta a la observada en periodos anteriores. Por el contrario, es comparable con el periodo comprendido entre julio y septiembre e incluso, es inferior al registro del primer semestre del año (gráfico 1)

Del análisis anterior queda claro que ni la revaluación ni el riesgo cambiario asociado con la volatilidad registrada en la tasa de cambio en los últimos tres meses, ofrecen señales claras para intervenir en el mercado.

Un aspecto que no se debe dejar de lado en el presente documento es el análisis del comportamiento de los principales determinantes de la tasa cambio.

Los fundamentales

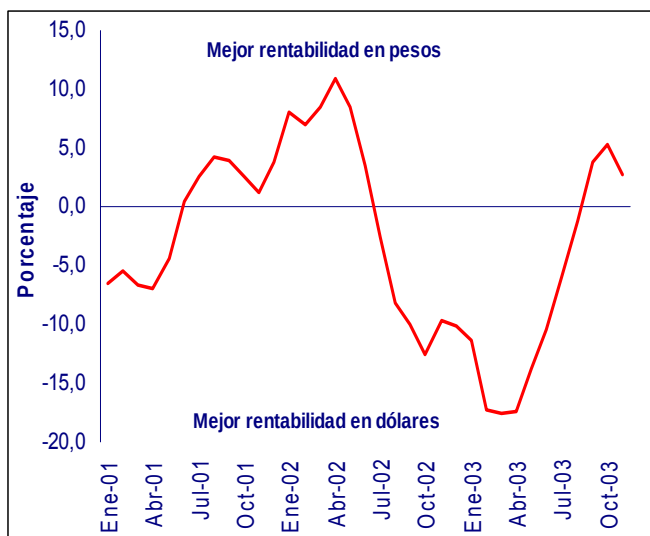
Una variable que tiene influencia en la tasa de cambio es el diferencial de rentabilidades interno y externo. Este se define como la diferencia entre la tasa de interés de una inversión financiera en el mercado colombiano y una inversión de un activo de similar naturaleza en los Estados Unidos, adicionándole la devaluación.

Este sencillo cálculo muestra que durante los primeros nueve meses del año, era más favorable tener inversiones financieras en los Estados Unidos, a partir del mes de septiembre dicha situación se modificó. Desde octubre, se observa que la rentabilidad de un activo doméstico, es mayor que la de uno en los Estados Unidos (gráfico 2)

Este comportamiento es explicado, en buena medida, porque durante la segunda parte del 2003 confluyeron tres elementos: el primero, las bajas tasas de interés de los Estados Unidos, producto de una política monetaria expansionista impulsada por la Reserva Federal. El segundo, el leve incremento de las tasas de captación colombianas; durante lo corrido del año la tasa de captación a noventa días se ha incrementado en 80 puntos básicos. El tercero está relacionado con la apreciación nominal de la tasa de cambio. Así las cosas en el mes de octubre, por ejemplo, un depósito a término en Estados Unidos rinde 1.06%, más una devaluación del 3.8%, lo cual implica una rentabilidad del 4.9%. Lo anterior, comparado con

una tasa de captación a noventa días del 8.2%, es a todas luces mejor inversión.

Gráfico 2
Diferencial de rentabilidades Colombia y Estados Unidos



Fuente: Banco de la República, Reserva Federal, cálculos Asobancaria

Las consecuencias de este comportamiento pueden corroborarse al revisar los saldos de inversión extranjera en portafolio de renta fija reportados por la Superintendencia de Valores. Mientras que en abril del 2003, el saldo era de US\$11 millones, en el mes de octubre dicha cifra ascendió a US\$51 millones.

De otra parte, la revisión de las cifras de la balanza cambiaria del Banco de la República ofrecen algunos elementos de análisis en torno al comportamiento de ciertos determinantes de la tasa de cambio:

Crédito neto público

Durante el año 2003 y, en especial, durante el segundo semestre del año el flujo neto de entrada de divisas de origen público alcanzó niveles de US\$293 y US\$260 millones en agosto y septiembre, respectivamente. Esta tendencia fue disminuyendo durante los meses de octubre y noviembre, pero hay que decir que el propio sector público fue un importante oferente de divisas.

Crédito neto privado

Por el contrario, el sector privado colombiano continúa haciendo pagos de deuda en el exterior, sin adquirir nuevos compromisos financieros denominados en moneda extranjera. Durante el segundo semestre del 2003, se produjeron salidas netas de divisas por un valor promedio mensual de US\$30 millones.

Inversión colombiana en exterior

Las cifras muestran que en el segundo semestre del año se presentaron salidas netas de capitales de colombianos hacia el exterior. Esto ocurrió en especial durante los meses de julio y octubre cuando los flujos fueron ligeramente superiores a los US\$200 millones.

Inversión extranjera en Colombia

La balanza cambiaria muestra una disminución neta de la inversión extranjera directa. Mientras que en el mes de junio el flujo neto era de US\$185 millones, las cifras en noviembre cayeron a US\$63 millones. Esta reducción del flujo parece ser consistente con las cifras que sobre inversión extranjera directa ha proyectado el Departamento Nacional de Planeación. Entre el 2002 y el 2003, este rubro puede reducirse en un 30.7%.

Las remesas de los colombianos en el exterior

La diáspora de nacionales al exterior sigue siendo un factor dinámico que explica la mayor entrada de dólares al país. Las cifras proyectadas de la balanza de pagos muestran que para el 2003 este rubro crecerá un total de 13.7% nominal (en dólares), lo cual equivaldría a un total de US\$2600 millones en remesas.

Vistos estos elementos, que sin duda explican la dinámica reciente de la divisa, nos concentraremos en los resultados de la medida cambiaria adoptada por el Banco de la República.

Los resultados de la subasta... algunas precisiones

Como se señaló al principio de esta nota, el pasado 9 de diciembre, el Banco de la República realizó una subasta de opciones *put* para la acumulación de reservas por US\$100 millones. La

prima de corte de la subasta fue de \$5.6 por dólar. De acuerdo con el emisor, el miércoles 10 de diciembre se ejerció la totalidad de las opciones.

Conviene anotar que esta es la segunda subasta de opciones *put* para acumulación de reservas en el 2003. La anterior tuvo lugar el primero de julio. En esa ocasión se aprobaron US\$49.8 millones a una prima de corte de \$5 por dólar. Sin embargo, sólo se ejerció el 12.4% de las opciones (US\$6.2 millones) (cuadro 2)

Cuadro 2
Resultados de las subasta de opciones *put* en el 2003 (cifras en millones de dólares)

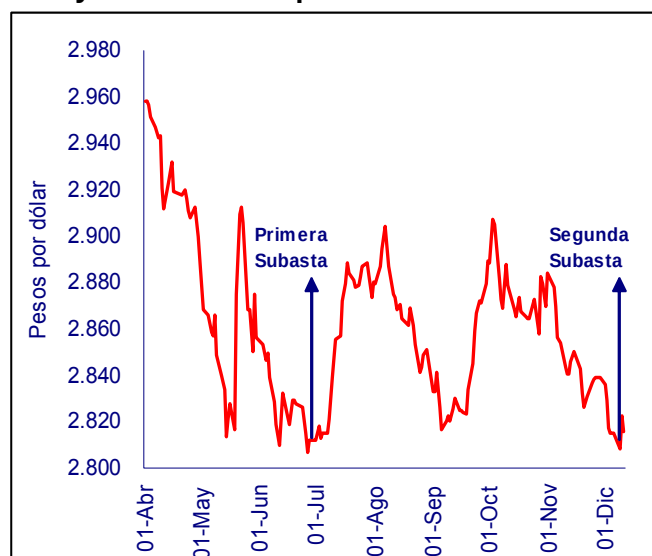
Fecha	Monto presentado	Monto aprobado	Prima corte*	Monto ejercido
1 Jul.	190.0	49.8	5000	6.2
9 Dic.	410.5	100.0	5676	100.0

Fuente: Banco de la República

* Pesos por cada mil dólares

Además de la posibilidad de comprar reservas internacionales al precio del mercado, el Banco obtiene ingresos por las primas de las opciones colocadas. Nuestros cálculos indican que por ese concepto el Banco ha obtenido \$598.6 millones en el 2003.

Gráfico 3
TRM y subastas de opciones *Put*



Fuente: Banco de la República

De otra parte, pese a que tan sólo han transcurrido tres días de la realización de la última subasta, las cifras del 12 de diciembre muestran que la tasa de cambio se ha reducido en comparación con su registro del 5 de diciembre. Sin embargo, en el episodio de la subasta del primero de julio el efecto inmediato sobre el precio del mercado fue una devaluación (gráfico 3)

Pese a esta corrección de corto plazo, natural después de una subasta de este estilo, es importante ofrecer algunas herramientas de análisis sobre el comportamiento futuro de la tasa de cambio.

Las perspectivas del dólar

Antes de ofrecer algún pronóstico en materia cambiaria es importante tener en cuenta varios elementos que deben ser considerados a la hora de analizar las expectativas en torno al comportamiento próximo de la tasa de cambio.

En primer lugar, los resultados de la subasta de opciones *put* del pasado 9 de diciembre son una clara muestra de las expectativas revaluacionistas de los agentes del mercado. Frente a los US\$100 millones aprobados, se registraron ofertas por más de US\$410 millones. Así mismo, el hecho de que tan sólo un día después de la convocatoria de la subasta se haya ejercido la totalidad de las opciones no es una coincidencia. Finalmente, la prima de corte de la subasta (superior a la registrada en la subasta del 1 de julio) corrobora la hipótesis planteada.

En segundo término, tal como se señala en el último reporte del FMI, el 2003 se ha caracterizado por la afluencia de capitales hacia los mercados emergentes y se espera un comportamiento similar, por lo menos durante el primer semestre del 2004, lo cual apuntaría a una mayor oferta de divisas y su consecuente efecto sobre el precio del mismo.

Ahora bien, con el fin de presentar algunos pronósticos de la tasa de cambio conviene señalar que, de acuerdo con las estimaciones más recientes realizadas por el gobierno (24 de no-

viembre de 2003)¹, la cotización de la divisa al finalizar el 2003 sería del orden de \$2898. Los resultados arrojan una devaluación promedio de 15.2% para este año.

De otra parte, realizamos ejercicios tendientes a ofrecer algunas proyecciones de la tasa de cambio: la estimación de la cotización de la divisa y la devaluación (o revaluación) implícita en los contratos forward.

En el primer caso, de acuerdo con operadores del mercado y teniendo en cuenta nuestros cálculos econométricos, la tasa de cambio promedio al finalizar el 2003 puede ser del orden de \$2812. De la misma manera, estimamos una tasa mínima y máxima de \$2798 y \$2825, respectivamente.

Finalmente, un indicador de las expectativas del mercado en torno al comportamiento de la tasa de cambio en un plazo más amplio, lo constituye la devaluación implícita en los contratos *forward* celebrados por los agentes. Con base en la Tasa Representativa del Mercado (TRM) promedio de las dos últimas semanas, se tienen los siguientes resultados:

Cuadro 3
Devaluación implícita esperada de la TRM

Plazo Días	Devaluación implícita	TRM esperada
30	0.81%	2840.8
60	1.55%	2861.0
90	2.31%	2883.0
120	3.02%	2903.1
180	3.32%	2911.4
360	9.61%	3088.9

Fuente: Cálculos Asobancaria

Como se observa en el cuadro anterior, a juzgar por las expectativas de devaluación implícita de los *forward*, la cotización de la divisa al finalizar el 2003 podría estar alrededor de \$2840. Al finalizar el primer trimestre del 2004 a \$2883.

¹ Fuente: Supuestos Macroeconómicos de la balanza de pagos publicados por el Departamento Nacional de Planeación.

¿Finalmente si había razones para intervenir en el mercado cambiario?

Sin dejar de lado en este análisis la discrecionalidad que tiene el Banco de la República para intervenir en el mercado cambiario mediante las subastas de opciones, los argumentos presentados en esta edición de La Semana Económica nos permiten concluir que no existía condición de mercado contundente para una intervención como la del pasado 9 de diciembre.

De un lado, la reducción en la cotización de la divisa no fue superior a otros episodios observados a lo largo del año. De otro, el riesgo cambiario, asociado a la volatilidad de la tasa tampoco muestra considerables cambios que ameriten una medida de este estilo.

Así mismo, las cifras presentadas en esta nota muestran que la revaluación de la tasa de cambio es explicada en buena medida por el mayor flujo de divisas hacia el país; en particular, los provenientes por concepto de inversiones de portafolio, endeudamiento público y transferencias de colombianos en el exterior.

Por estos motivos, nos parece que la discrecionalidad de las autoridades debe considerar las señales que se envían a la comunidad financiera nacional e internacional, pues estas son de vital importancia para el comportamiento estable de los mercados.