



Mercado cambiario:

BANDAZOS EN LAS REGLAS DE JUEGO

La revaluación que recientemente ha registrado la tasa de cambio ha generado preocupación en diferentes sectores de la economía. El Banco de la República trató infructuosamente de detener la caída del dólar a través de la venta de US\$500 millones en opciones put de acumulación de reservas, las cuales ya han sido ejercidas en su totalidad. Posteriormente, el gobierno anunció la emisión de títulos de deuda TES para conseguir recursos con el objeto de financiar la compra de dólares, medida que no sólo ayudaría a detener la caída del precio de la divisa, sino también permitiría conseguir recursos baratos para cumplir con los compromisos externos del país.

Lamentablemente, se han vuelto a modificar las reglas de juego para el funcionamiento de los mercados financieros. Esta vez el gran damnificado fue el sector real que necesita utilizar instrumentos de cobertura para asegurarse una tasa de cambio. Al sector financiero se le limitó su capacidad de ofrecer este servicio.

El gran beneficiado fue el sector agrícola (por lo pronto los algodóneros) que había planeado una serie de medidas para frenar la revaluación del peso. A estos el gobierno les comprará su cosecha a una tasa fija de \$2,750 pesos por dólar en caso de que la divisa se encuentre por debajo de este nivel. Por supuesto, el riesgo y las posibles pérdidas las asumirá la nación.

Desde la Asociación Bancaria, creemos que adoptar medidas de este estilo es altamente nocivo para el crecimiento económico futuro, particularmente porque la revaluación del tipo de cambio que se está presentando tiene su origen en fenómenos coyunturales internos y externos, al tiempo que se está limitando el desarrollo de los mercados de derivados en el país. Adicionalmente, no es lógico imponer políticas que alejen a

Colombia de los mercados internacionales, justo cuando se ha iniciado un proceso de negociación de un tratado de libre comercio con Estados Unidos.

Seguramente la tasa de cambio subirá por unos días con esta medida, pero de continuar el entorno internacional de los últimos meses, seguramente podría haber más presiones hacia la revaluación, con la gravedad de no contar con cubrimiento apropiado para los exportadores y fondos de pensiones.

Por otra parte, la pregunta que surge es ¿qué harán las autoridades en el caso hipotético de que en unos meses, cambie el escenario global y se descubra que el déficit fiscal no está controlado? ¿Será que se volverán a cambiar las reglas de juego para así evitar más devaluación?

Limitar el nivel mínimo de la posición propia de contado:

Una medida del todo inconveniente

La siguiente es la modificación que se introdujo en las reglas del juego del mercado cambiario:

Artículo 1º. El segundo inciso del artículo 3 de la resolución externa 4 de 2001 quedará así:

"El monto máximo de posición propia de contado no podrá superar el cincuenta por ciento (50 %) del patrimonio técnico de la entidad. La posición propia de contado no podrá ser negativa."

Con respecto a esta decisión de limitar la posición propia de contado al 0% se pueden formular los siguientes comentarios:

1. Las reglas del juego del arreglo cambiario se fundamentan en la concurrencia libre de agentes autorizados para comprar o vender

divisas en el mercado. El Banco de la República fijó parámetros como los límites a la posición propia y la posición propia de contado, que hasta el momento han sido respetadas por todos los operadores del mercado cambiario. Las actuaciones de los operadores cambiarios son típicas de un mercado libre y se ajustan a lo contemplado en la ley.

2. El Banco de la República reconoce con esta decisión, las limitaciones de los mecanismos tradicionales para garantizar la estabilidad cambiaria, esto es las subastas de acumulación de reservas. De ahí que tenga que recurrir a mecanismos extraordinarios como el de imponer límites cuantitativos como el de la posición propia de contado.
3. La medida no es consistente con un esquema de libertad cambiaria, y pareciera ser un primer paso hacia el control de cambios. La eliminación de las presiones cambiarias no puede buscarse acabando con los mercados financieros, sino garantizando los equilibrios macroeconómicos fundamentales.
4. La disposición reducirá la capacidad que tienen las entidades financieras para otorgar coberturas a los agentes adversos al riesgo cambiario. Las entidades financieras usan la posición propia de contado para la creación de coberturas sintéticas y fijar un límite a ésta supone limitar su capacidad de cobertura ante un riesgo de revaluación.

Ejemplo:

Un exportador quiere cubrirse ante el riesgo de cambio y va a una entidad para que le haga un forward que le garantice un precio mínimo de venta de dólares. La entidad acepta siempre y cuando pueda cubrir su riesgo de revaluación (¿Pero quién está dispuesto a cubrirlo si todos los agentes tienen expectativas de revaluación?). Para ello, puede endeudarse en moneda extranjera, monetizar y poner los recursos en TES u otro papel. Al momento del vencimiento, si la moneda se ha revaluado, la entidad pierde con el forward,

pero se recupera con el menor costo financiero externo y los rendimientos en pesos de la inversión local.

Las consecuencias de esta medida

Cuando se impone un límite al endeudamiento externo (que en la práctica supone un límite del 0% en la posición propia de contado), se restringe la posibilidad de ofrecer coberturas a los agentes adversos al riesgo de revaluación, dentro de los que se encuentran los exportadores. Esta medida es a todas luces contradictoria, especialmente si se tienen en cuenta los anuncios que ha hecho el Gobierno de ofrecerles operaciones de cobertura a los exportadores del sector agrícola..... Por qué a los agricultores SI y a los industriales No?

Adicionalmente, si en el mediano plazo persisten las condiciones de tasas de interés bajas y de déficit fiscal en los Estados Unidos, es decir, si se mantienen los incentivos de los movimientos de capital hacia las economías emergentes y por lo tanto las presiones de revaluación, lo que puede ocurrir es que los exportadores se vean en la necesidad de adelantar sus ventas de divisas en el mercado spot, presionando aún más a la baja el tipo de cambio. Muchos analistas del entorno internacional prevén que la situación coyuntural de los Estados Unidos se mantenga por lo menos hasta inicios del segundo semestre del presente año. Ojalá "el tiro no salga por la culata", y se termine con mayor revaluación en algunos días.

El origen de la decisión..

Mito: El sistema financiero especulador

¿Especulación ó maximización?

Parte de la reciente revaluación del dólar se ha atribuido a un comportamiento especulativo de los agentes del sistema financiero. Sin embargo, lo que el sistema financiero está haciendo es actuar racionalmente y, en las condiciones macroeconómicas del momento, dándole el mejor uso a los recursos financieros y otorgando a los agentes coberturas para el cubrimiento de riesgo.

Al hacer un ejercicio sencillo se puede ver que durante el segundo semestre de 2003 era más rentable tener inversiones en pesos que en

dólares, como resultado de la menor devaluación y el diferencial de tasas de interés a favor de las inversiones en Colombia.

Los supuestos del ejercicio serían: en diciembre de 2003 una persona tiene dos opciones de inversión, una en TES y otra en Bonos del Tesoro (T-Bill) de Estados Unidos, ambas por un plazo de un año. Los primeros están pagando una tasa de interés de 9.12%, mientras que los segundos una de 1.31%. De acuerdo con el modelo de proyección macroeconómica de la Asociación Bancaria, la tasa de devaluación esperada es de 5.87% para 2004, año en el cual se vencen ambas opciones.

Si una persona invirtiera \$1,000 millones en TES, al cumplirse el año tendría un poco más de \$1,091 millones, o una ganancia de \$91.2 millones de pesos.

Estos \$1,000 millones equivalen a US\$360 millones, que después de un año de estar invertidos T-Bills equivaldrían a un US\$364.6 millones. Al convertir estos recursos a pesos, a la tasa de cambio fin de 2004, el inversionista tendría \$1,072.5 millones, el equivalente a una ganancia de \$72.5 millones.

Las cifras son claras. Dadas estas condiciones es mucho más rentable invertir en pesos que en dólares. Debido a ello, es normal que inversionistas nacionales y extranjeros estén liquidando posiciones en monedas extranjeras para invertir en pesos.

¿Por qué existe este diferencial? Cómo ya se mencionó las tasas de interés internacionales están extremadamente bajas y las nacionales, a pesar de estar muy bajas también, no han caído en la misma proporción.

Sin embargo, es difícil que las tasas de interés nacionales caigan mucho más debido a que dependen de los fundamentales y como es bien sabido el déficit fiscal del país no ayuda en este frente.

Mientras el déficit del gobierno no se controle y se demuestre que se va a iniciar un proceso serio de saneamiento de las finanzas públicas, los inversionistas van a pedir tasas de interés más altas por prestarle sus recursos al gobierno. Esto a su vez mantendrá el diferencial de tasas que

existe hoy en día y que esta supuestamente generando pérdidas a los exportadores al presionar la revaluación del peso.

El verdadero papel de la posición propia de contado

Otro factor que se ha mencionado como determinante del comportamiento de la tasa de cambio en las últimas semanas, es la posición propia de contado¹, ya que se ha hecho el supuesto de que los bancos utilizan este componente para especular en el mercado cambiario.

Lo primero que se debe tener en cuenta es que esta varía de acuerdo con las expectativas que existen en el mercado y a los niveles de riesgo cambiario que los bancos están dispuestos a asumir. Por ejemplo, un banco que se enfrenta a una gran demanda de *forwards de devaluación* debe aumentar su posición propia a medida que vende este tipo de productos, de lo contrario se estaría exponiendo a incrementos repentinos en el precio de la divisa, situación que le generaría grandes pérdidas. En el caso contrario, los bancos están obligados a reducir su posición propia.

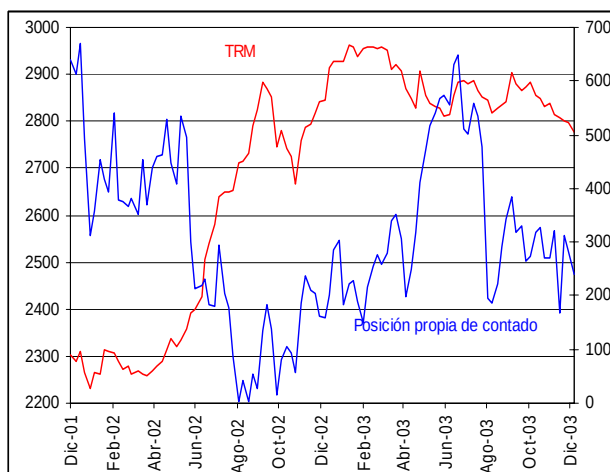
De otra parte, la posición propia de contado no muestra una relación clara con la evolución de la tasa de cambio (Gráfico 1). Adicionalmente, la correlación que existe entre estas dos series, ha cambiado considerablemente de un trimestre a otro durante los últimos dos años; mientras en el cuarto trimestre de 2002 ascendía a 51.5%, seis meses después se había tornado negativa y era de -56%.

La reducción observada en la posición propia a finales de 2003, estuvo acompañada de una revaluación del peso, mientras que esta misma situación estuvo acompañada de una devaluación del 18% del peso en el tercer trimestre de 2002.

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.

Por ende, decir que los agentes del mercado cambiario están especulando sobre el comportamiento de la tasa de cambio debido a que la posición propia de los bancos se redujo en los últimos meses del año, es una afirmación sin fundamento.

Gráfico 1
Evolución de la TRM y la Posición Propia de Contado



Fuente: Banco de la República - Cargill

Realmente ¿Qué está pasando con el dólar?

Desde el final del tercer trimestre del año pasado el peso se ha revaluado 5.5%. Ello ha ocurrido a pesar del deterioro del escenario fiscal, de una nueva reforma tributaria que presenta soluciones temporales al problema de las finanzas públicas, de una compra de dólares por US\$ 500 millones por parte del emisor y del anuncio del interés del gobierno por comprar divisas en el mercado local para financiar sus compromisos externos.

Debido a que en las ediciones 436 y 440 de La Semana Económica se presentó un análisis detallado de los factores que están motivando la revaluación del dólar, en esta oportunidad sólo mencionaremos aquellos que consideramos son los principales.

Crédito neto público

El gobierno fue un importante oferente de divisas en 2003. Las cifras de balanza cambiaria

del Banco de la República muestran que el endeudamiento externo de largo plazo de la Tesorería General de la República aumentó a US\$1.441 millones, después de ser negativo por US\$ 685 millones en 2002.

Remesas

El flujo de remesas de colombianos en el exterior representó en el 2003 mayores ingresos de dólares que las exportaciones de café. Las cifras de la balanza de pagos, muestran que en 2003 las remesas de los trabajadores en el exterior crecieron 12%, y que alcanzaron un nivel de US\$2.664 millones, mayores que las reportadas en 1998 – US\$483 millones-.

Bajas tasas de interés a nivel mundial

Otro factor determinante de la evolución del precio del dólar es el comportamiento de las tasas de interés a nivel mundial, las cuales se encuentran en uno de los niveles más bajos de los últimos años. Esta situación ha llevado a que el diferencial de tasas favorezca ampliamente las inversiones en países emergentes como Colombia.

La situación económica en Estados Unidos

La coyuntura de déficits fiscal y en cuenta corriente en Estados Unidos, adicional a las bajas tasas de interés, han restado atractivo a las inversiones en ese país aumentando la oferta de dólares en el mercado internacional. Ello se ha traducido en un mayor flujo de esta moneda hacia el resto del mundo, generando una revaluación generalizada del tipo de cambio.

Beneficios para uno y perjuicios para los demás

Las medidas propuestas por el sector agrícola:

¿Por qué se proponen?

En general, las propuestas buscan proteger a los productores del sector agropecuario de un flujo masivo de bienes importados, al tiempo que pretenden atacar el problema de la revaluación. Esto supuestamente se lograría imponiendo restricciones a la movilidad de capitales.

¿Qué se propone?

El paquete de medidas que han propuesto los representantes de los gremios del sector agrícola está compuesto de ocho puntos que contemplan desde una sobretasa a los aranceles, hasta el establecimiento de un encaje para los empréstitos extranjeros. A continuación presentamos un breve análisis de estas medidas:

Subir los niveles de arancel 5%

Con esta medida se buscaría evitar un flujo masivo de bienes importados gracias a su abaratamiento a causa de la revaluación.

Sin embargo, incrementar los aranceles estando ad portas de la negociación de un tratado de libre comercio con Estados Unidos, es contradictorio y le restaría credibilidad al interés de las autoridades colombianas por lograr un acuerdo de este estilo. Adicionalmente, los más afectados por una demora en la firma de un tratado de este tipo, son los propios exportadores.

Las teorías de crecimiento indican que el nivel de actividad económica depende de manera directa del crecimiento del stock de capital de una economía. Por ende, cualquier desestímulo a la inversión tiene efectos desfavorables sobre la actividad económica en general. De acuerdo con varios estudios del Departamento Nacional de Planeación², se puede inferir que un aumento generalizado de 5% en los aranceles, podría afectar el crecimiento potencial de la economía entre 0.3 y 1%.

En este sentido, esta medida encarecería las importaciones de bienes de capital (crecimiento anual 15%), las cuales permitieron un fortalecimiento de la inversión (crecimiento anual estimado 18%) y de la demanda agregada en 2003. Debido a este comportamiento, se estima

que la economía creció alrededor de 3.5% el año pasado.

La imposición de mayores aranceles genera un impacto directo sobre los precios de los bienes domésticos (mayor inflación), lo que a su vez revalúa el tipo de cambio real. Teniendo en cuenta que un mayor nivel de precios le resta competitividad a las exportaciones locales, la ganancia derivada de la posible corrección del tipo de cambio, se compensaría parcialmente por una mayor inflación.

La experiencia muestra que los importadores logran anticipar las medidas del gobierno en materia de modificación arancelaria. Debido a ello, durante el tiempo que transcurre entre el anuncio de la modificación de los aranceles y el momento en el que la medida se hace efectiva, se presenta un crecimiento de las importaciones y en especial de las de bienes de consumo. Si el objetivo de tomar esta medida es el de desestimular las compras externas de bienes, lo que puede ocurrir en el corto plazo es que se genere el efecto contrario.

Finalmente, no se debe olvidar que el país ha adquirido compromisos de carácter internacional en materia de la política arancelaria. Por lo tanto, una decisión unilateral de aumentar aranceles, generaría reclamaciones ante la Organización Mundial de Comercio y las de la Comunidad Andina de Naciones. Además, se debe esperar un incremento en los aranceles de los principales socios comerciales, afectando las exportaciones.

Otorgar a los exportadores financiación no reembolsable del costo de las operaciones de cobertura cambiaria

Esta medida equivale a otorgar un auxilio directo a los exportadores del sector agropecuario, lo que va en contra de la política del gobierno de eliminación de subsidios. Además, el efecto de esta medida no sería el de controlar la revaluación del dólar, sino compensar los efectos negativos que produce la apreciación del peso sobre los exportadores.

Adicionalmente, hoy en día existen en el mercado mecanismos de cobertura que se pueden utilizar ante fluctuaciones en la tasa de cam-

² "Evaluación Macroeconómica de la propuesta de apertura comercial para Colombia. Una aplicación de los modelos de equilibrio general computable" mimeo, DNP, 1989.

"Aplicación de Modelos de Equilibrio General Computables para el análisis de políticas comerciales en Colombia", DNP, Febrero de 1990.

"Impacto Macroeconómico del programa de modernización de la economía colombiana". Planeación y desarrollo, No 4 Vol XXII, jul-dic 1990.

"Plan de desarrollo la Revolución Pacífica" Cap VII y Anexo.

bio y que son ofrecidos por el sistema financiero. Estos son los famosos forwards. Bajo este tipo de instrumentos los agricultores pueden vender su cosecha a una tasa de cambio determinada, que les garantice la rentabilidad de su inversión.

El uso de este tipo de instrumentos, fomentaría además el desarrollo de los mercados de derivados en Colombia, lo que permite un mejor manejo del riesgo. Fue precisamente esta necesidad lo que llevó al desarrollo de este tipo de instrumentos en Estados Unidos, los cuales hoy juegan un papel importante en el funcionamiento de esa economía. Lamentablemente, la medida del pasado viernes tomada por parte del Banco de la República atrasa el desarrollo de estos mercados.

En definitiva, el gobierno no debe asumir como función propia el cubrimiento de los riesgos de ciertos sectores de la economía, sobretodo si existen instrumentos de mercado para hacerlo.

Los agricultores también propusieron otras medidas que no vamos a analizar en detalle pero que consideramos implican un cierre de la cuenta de capital y retroceso en el proceso de liberalización cambiaria del país.

1. Prohibir arbitraje de divisas y gravar retiros en moneda extranjera
2. Determinar plazos máximos para el giro de pago de importaciones
3. Establecer un encaje a los empréstitos externos
4. Regular las remesas para evitar el ingreso de capitales ilícitos
5. Aplicar un gravamen a la reexportación temprana de capital

¿Será que el emisor y el gobierno también van a ceder ante estas presiones, que retrocederían veinte años el manejo económico?

¿Hay fundamento para adoptar estas medidas?

La respuesta a la anterior pregunta tendría que ser no. Por un lado, es conocido que los factores que están generando la apreciación del peso son coyunturales y por ende no se debe res-

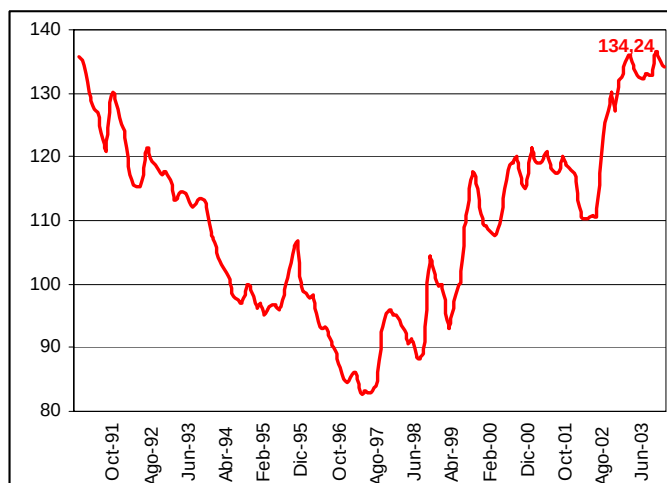
ponder a estos factores con políticas de más largo plazo.

Lo que el gobierno debe tratar de hacer es utilizar esta coyuntura a su favor. Por ejemplo, el precio de los TES se encuentra en un nivel favorable para hacer nuevas emisiones. De igual forma, debería aprovechar la coyuntura de baja tasa de cambio para obtener parte de los recursos que necesita para cumplir con sus obligaciones externas, las cuales ascienden a aproximadamente US\$ 3.100 millones.

¿Ha perdido competitividad la tasa de cambio en Colombia?

Una de las razones que argumentan los agricultores para exigir que se tomen medidas para frenar la caída en la tasa de cambio es que se está perdiendo competitividad cambiaria. Sin embargo, teniendo en cuenta que las tasas de cambio de otros países también se han revaluando frente al dólar³, es probable que la afirmación anterior no sea del todo cierta.

Gráfico 2
Índice de la Tasa de Cambio Real



Fuente: Banco de la República

³ Ver La Semana Económica número 440, "Coyuntura Cambiaria: LA ECONOMÍA NOTEAMERICANA TIENE LA PALABRA", enero 16 de 2003.

A diciembre de 2003, el índice de la tasa de cambio real⁴ se encontraba en 134.24, sólo superado por el que se registró en enero de 1991, cuando se estaba empezando a implementar el sistema de bandas cambiarias en Colombia y la relación peso-dólar se encontraba subvaluada (Gráfico 2).

Por ende, la tasa de cambio con la que hoy en día cuentan los exportadores es la más competitiva desde que ésta es determinada por el mercado. ¿Será entonces que el problema de competitividad se debe a los métodos de producción y no a la caída en la tasa de cambio?

⁴ El índice de la tasa de cambio real mide el poder adquisitivo de la producción colombiana en el exterior.