

Manejo del riesgo cambiario EL CUERO DE UN TIGRE MUERTO

El proceso de apertura de la economía colombiana creó nuevos campos de acción para las entidades financieras y del sector no financiero. En este nuevo escenario se permitió la flotación de la tasa de cambio dentro de las bandas cambiarias, con lo que las empresas debieron -y tuvieron la oportunidad de- cambiar su percepción del riesgo de tasa de cambio, después del especial mundo creado con el Decreto-Ley 444 de 1967 y su régimen de devaluación a cuenta-gotas.

En el nuevo mundo cambiario, las entidades financieras se hicieron partícipes del riesgo cambiario, se permitió que actuaran como intermediarios del mercado cambiario y que se formalizara la existencia de un mercado de divisas interbancarias.

La nueva situación supondría el desarrollo de mecanismos de cobertura (tales como forwards, opciones y futuros), que permitieran a las empresas financieras y no financieras, protegerse ante las oscilaciones de la tasa de cambio.

Sin embargo, el desarrollo de este tipo de operaciones ha sido insuficiente, dadas las nuevas condiciones del mercado cambiario. De acuerdo con un análisis reciente¹, la participación de las operaciones *forward* dentro del total de operaciones en dólares (*spot* más *forward*), pasó del 5,24% entre el tercer trimestre de 1993 e igual periodo de 1994,

a un 1,3% entre los últimos trimestres de 1994 y 1995.

Un retorno circunstancial

Esta desaceleración puede estar asociada con el acercamiento de la tasa representativa del mercado al límite superior de la banda cambiaria, en los últimos ocho meses. En este período el escenario de la política cambiaria pasó, *de facto*, de un esquema de flotación manejada de la tasa de cambio, a otro de tasa de devaluación a cuenta-gotas parecido al modelo 67. Este cambio al *ancien régime* no resultó de actos voluntarios de las autoridades económicas.

El retorno al pasado desdibuja la necesidad inmediata del cubrimiento frente al riesgo cambiario.

La Asobancaria ha analizado en diversas oportunidades esta nueva circunstancia, haciendo énfasis en varios aspectos: a) en el corto plazo, el Banco de la República dispone de solvencia técnica y de reservas para defender el límite superior de la banda cambiaria; b) las intervenciones del Banco de la República y el tamaño y características del mercado de divisas limitan el margen de maniobra especulativo de los agentes del mercado, cuando la tasa de cambio está cerca del límite superior de la banda cambiaria.

Estas circunstancias determinan un escenario coyuntural de relativa estabilidad de la tasa de cambio: las expectativas con respecto a su evolución se concentran en la devaluación implícita en la pendiente del límite superior de la banda cambiaria.

Sin embargo, esta coyuntura no será eterna y, aunque la volatilidad de la tasa de cambio en Colombia es mucho menor

¹ Velandia A. y Revéiz, A. *El mercado Forward Peso Dólar*. Ponencia presentada en el Primer Congreso Nacional de Tesorería, realizado en Cartagena el 14 y 15 de marzo de 1996.

que en los otros países de la región, sus movimientos no han sido despreciables y han traído grandes costos para el aparato productivo.

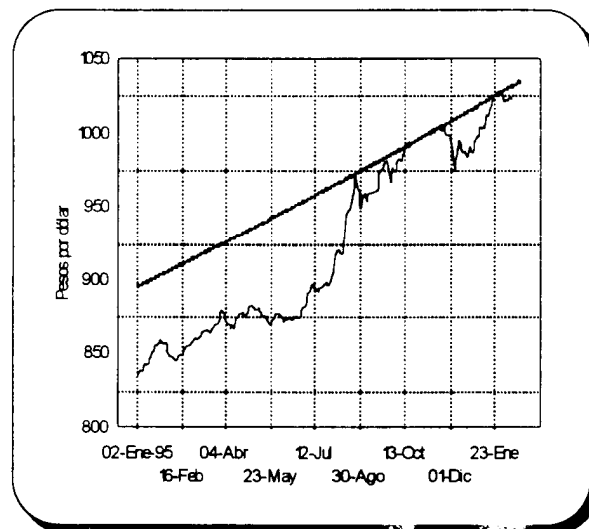
De acuerdo con un ejercicio de la Corporación Financiera del Valle², la diferencia que se presentó el año pasado entre la devaluación esperada (13,6%) y observada (18,8%) hubiera implicado un sobre costo de 20% para un crédito externo típico.

Además, aunque el mantenimiento de la tasa de cambio dentro de la banda de flotación no presenta complicaciones en el corto plazo, a la postre puede hacerse insostenible. La venta de divisas por parte del Banco de la República disminuye las disponibilidades líquidas de la economía y refuerza la presión sobre las tasas de interés.

La única vía que le queda al Banco de la República para aliviar el impacto de esta situación sobre la evolución de las disponibilidades líquidas, es la de disminuir el actual nivel de los encajes. Por el lado de la realización de operaciones repo no queda mayor margen de maniobra, ya que su realización está atada a la disponibilidad de títulos del Banco de la República y, en la actual coyuntura, el saldo de las operaciones de mercado abierto, expresada como porcentaje de la base monetaria, presenta el nivel más bajo observado durante lo corrido de esta década.

² Corporación Financiera del Valle, *Colombia Infraestructura 96, Balance de la Participación Privada en Infraestructura en Colombia*, Cartagena de Indias, Marzo de 1996.

Gráfico 1
Tasa Representativa del Mercado y Límite Superior de la Banda Cambiaria



Fuente: Banco de la República

Estabilidad y cobertura

La inestabilidad en la tasa de cambio, en un sistema que permita su movilidad, está determinada en buena medida por la formación de los precios de las divisas: ésta se basa, fundamentalmente, en las expectativas de los agentes con respecto a su evolución futura y en los movimientos de bienes que generan paralelamente movimientos en la demanda y la oferta de la moneda en cuestión. La importancia relativa de cada uno de los factores dependerá de los movimientos efectivos de recursos a que cada uno dé lugar.

Estas condiciones hacen que, aún bajo un esquema de condiciones exógenas estables, los ejercicios de proyección de la cotización de las monedas sean bastante complejos.

En este escenario, la realización de operaciones de cobertura cobra especial importancia. Aunque su utilización puede introducir una mayor inestabilidad en el

comportamiento del mercado *spot*³, genera un ambiente más estable para las decisiones de inversión; los agentes saben que así pueden protegerse frente a movimientos inesperados en la cotizaciones de las monedas en que se está negociando.

Aunque el desarrollo de las operaciones de cobertura en Colombia es bien deficiente, el sistema financiero ha dado algunos pasos que permiten vislumbrar una mayor aproximación al manejo del riesgo cambiario.

En este sentido, es importante resaltar la reciente normativa sobre gestión de activos y pasivos, expedida por la Superintendencia Bancaria. Se espera que ésta induzca un examen permanente de la situación cambiaria de las empresas financieras; ese conocimiento, a su vez, fundamentará las decisiones sobre la realización de operaciones de cobertura.

Por el contrario, el sector no financiero no dispone de prácticas institucionales que induzcan a la mayoría de las empresas a protegerse contra el riesgo cambiario. Para los dos tipos de entidades juega de todas maneras una tradición devaluacionista que, de acuerdo con el artículo de Velandia y Revéiz citado atrás, se traduce en una percepción asimétrica del riesgo.

Este hábito induce una excesiva confianza por parte de los agentes del mercado cambiario, con respecto a la evolución probable del riesgo de tasa de interés. Y no hay que olvidar que, aunque en la actualidad la tasa de cambio se mantiene

pegada a la banda cambiaria, ese es un equilibrio inestable.

Los procesos revaluacionistas del período 1990-1994 y de devaluación de 1995 han venido acompañados de una dolorosa lección para muchas empresas. ¡Que a nadie sorprenda lo que se hubiera podido evitar!

I. POLITICA MONETARIA

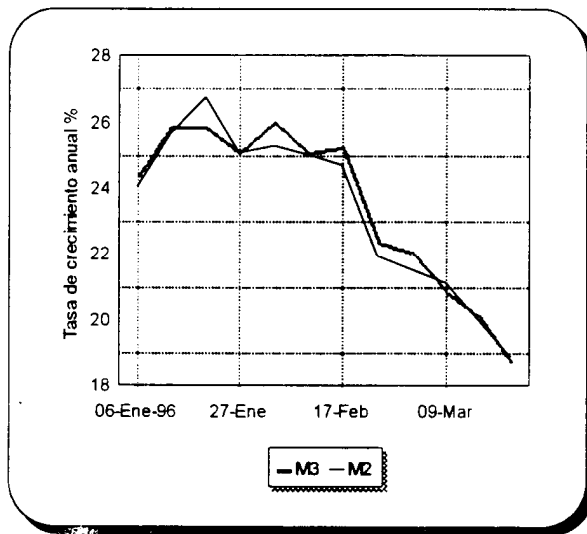
A. Agregados Monetarios

De acuerdo con cifras del Banco de la República, durante la semana que terminó el 23 de marzo de 1996, M1 y la base monetaria presentaron tasas de crecimiento anual de 14,2% y 16,1% respectivamente. El bajo crecimiento de los medios de pago M1, obedece a la desaceleración en el crecimiento de los depósitos en cuenta corriente, cuya tasa de crecimiento anual fue de 9,5%.

El bajo crecimiento de la base monetaria se explicaba en gran parte por la caída de los pasivos del Banco de la República con el sector privado, \$637 mil millones por debajo del valor observado hace un año. Las reservas del sistema financiero presentaron una tasa de crecimiento anual de 11,6%

³ Linde L. y Alonso, J. Mercados de divisas y crisis cambiarias: una nota a propósito del informe del Grupo de los Diez en abril de 1993, Monetaria, enero-marzo de 1995.

Gráfico 2
M3 y M2. Tasas de crecimiento anual



Fuente: Banco de la República

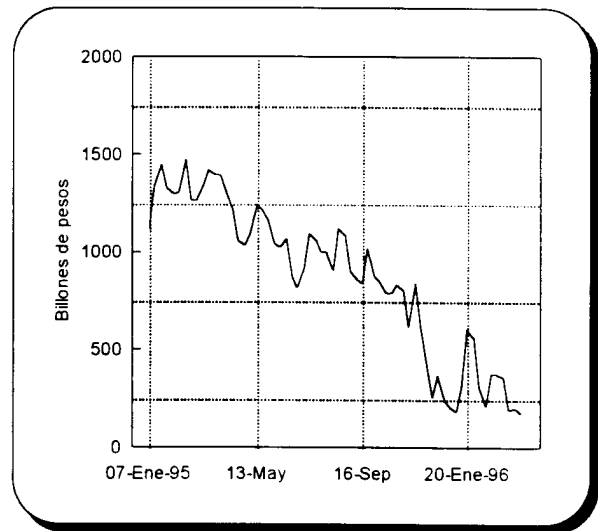
Las tasas de crecimiento anual de M2 y M3 fueron 19,1%y 18,7%, respectivamente; M3 permanece por debajo del límite inferior de su corredor.

En esa semana M2 se redujo en \$ 175 mil millones, debido a una disminución de \$159 mil millones en los cuasidineros. Los depósitos fiduciarios (componente de M3), aumentaron en \$300 mil millones lo que permitió que M3 aumentara en \$127 mil millones.

Las captaciones de los bancos y de las corporaciones financieras mediante CDT presentaron tasas de crecimiento anual de 6,5% y 3,7%, respectivamente; sin embargo, este bajo crecimiento es producto de la sustitución que se ha dado a favor de los bonos, instrumento financiero que, ante el encarecimiento de los CDT, se ha convertido en el de mayor dinamismo, al presentar tasas de crecimiento anual en bancos y corporaciones financieras de 245% y 77.6%, respectivamente.

De esa manera, al incluir en M3 los bonos del sistema financiero, la tasa de crecimiento anual de este agregado ampliado pasa a ser de 23,1% (dentro del corredor monetario).

Gráfico 3
Saldo de las operaciones de mercado abierto



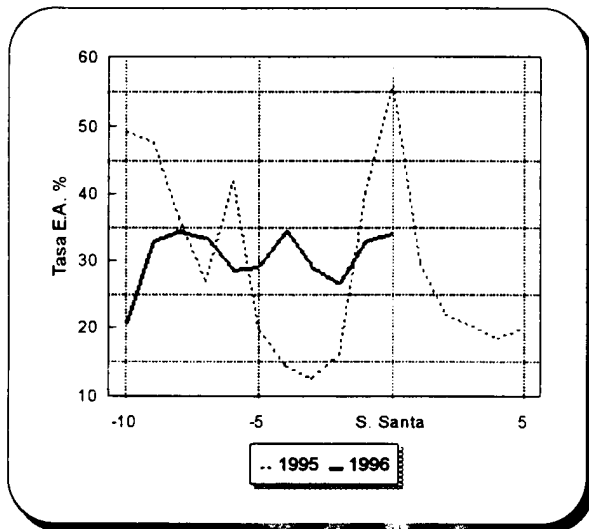
Fuente: Banco de la República.

El saldo de las operaciones de mercado abierto fue de \$179 mil millones, el más bajo en los últimos años.

B. Tasas de Interés

Durante la Semana Santa, la tasa interbancaria presentó un promedio de 34,36% E.A., inferior en 22 puntos al valor observado un año atrás. El resultado de este año se debió a la combinación de varios factores; por un lado el techo que el Banco de la República le colocó a la tasa interbancaria, al salir con Repos al 35% E.A.; por otro lado, también influyó el manejo prudente que las entidades financieras realizaron en esta oportunidad, dada la experiencia del año pasado, evitando que una fuerte iliquidez los tomara por sorpresa; y, por ultimo, la reducción de los encajes a los depósitos en cuenta corriente.

Gráfico 4
Tasa interbancaria 1995-1996



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria. Cálculos Asobancaria.

Al finalizar la Semana Santa la tasa de captación de los CDT a 90 días, cerró en 34% E.A.

C. Cartera de créditos

En la semana que terminó el 23 de marzo, la cartera total del sistema financiero presentó una tasa de crecimiento anual del 32,7%, manteniendo así la tendencia descendente; la cartera en moneda legal creció al 31,9% y en moneda extranjera registró una tasa de crecimiento anual de 36,2%.

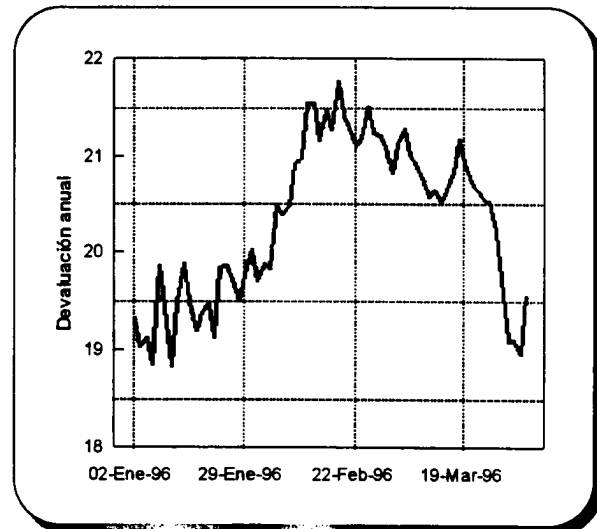
Dentro de los intermediarios financieros se destaca el crecimiento anual de la cartera de las corporaciones de ahorro y vivienda, con una tasa del 35,8%, superior a la observada en los bancos (33%), en las corporaciones financieras (30,7%) y en las compañías de financiamiento comercial (21,9%).

II. MERCADO CAMBIARIO

Durante la Semana Santa la tasa representativa del mercado cerró en

\$1,046,92, \$6 por debajo del límite superior de la banda cambiaria; el lunes Santo, la tasa cerró a 9,6 pesos del techo de la banda, la mayor diferencia observada en los últimos dos meses; esto se debió a las presiones que se generaron en el mercado interbancario en pesos y que llevaron a que algunas entidades financieras vendieran posición propia en divisas, aumentando la oferta en el mercado cambiario. Sin embargo, al finalizar la semana la liquidez del mercado en pesos se tradujo en una mayor tasa en el mercado cambiario.

Gráfico 5
Devaluación año completo



Fuente: Banco de la República