



EVOLUCION DEL DÓLAR:

Ronda la incertidumbre

Con la decisión del Banco de la República de intervenir discrecionalmente en el mercado cambiario hasta con US\$1.000 millones en lo que resta del año, la TRM ha subido un 4.5% (\$113.65). A esta tendencia alcista pudo haber contribuido también, vía expectativas, la decisión de no prestar el servicio de consignación de dólares en efectivo en el Banco de la República a partir del 1 de octubre.

Pese al repunte de la TRM, existe gran incertidumbre sobre la evolución futura de la tasa de cambio. La dirección que tome esta variable en lo que resta del año y el siguiente dependerá, en gran medida, del desempeño de los factores que han venido influyendo en la revaluación a lo largo de 2004.

Algunos de estos elementos son de naturaleza interna, como el mejor clima de seguridad que se percibe para la inversión, y otros externos, como el bajo nivel de las tasas de interés internacionales, el crecimiento económico mundial y el déficit externo de Estados Unidos.

Factores externos que han explicado la revaluación

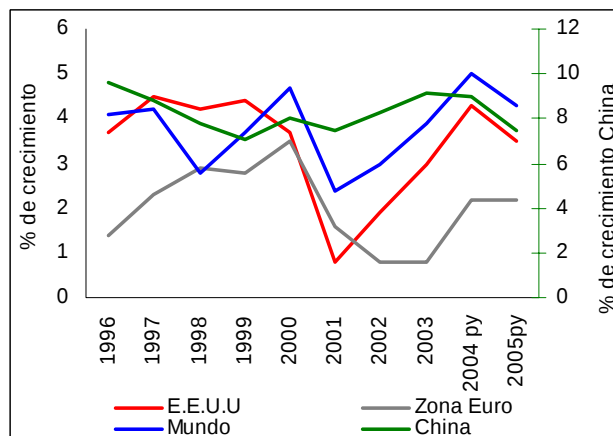
En una economía abierta, con libre movilidad de capitales, y flexibilidad cambiaria como la colombiana, los factores externos tienen una gran influencia sobre la determinación del tipo de cambio. Los canales de transmisión son variados, pero los más relevantes son el comercial y el financiero.

No hay duda que detrás del crecimiento de 18% de las exportaciones colombianas y del mejor balance comercial del país, está el mayor crecimiento económico mundial y la recuperación de la economía venezolana. El FMI estima que la economía mundial crecerá en 2004 5%, impulsada por Estados Unidos (4.3%) y China (9%),

mientras que el crecimiento del vecino país se estima en 12% (Gráfico 1). Además, la mayor demanda internacional ha venido acompañada de un aumento de 21.5% de los precios de los *commodities* no petroleros y, en general, de los términos de intercambio para Latinoamérica.

Gráfico 1

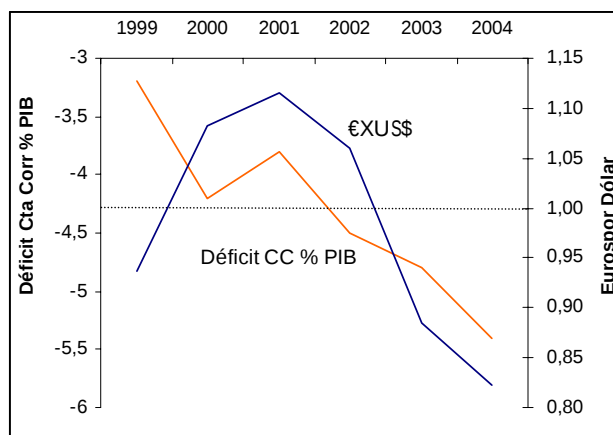
Crecimiento económico mundial



Fuente: FMI

Gráfico 2

Déficit cuenta corriente y tipo de cambio U.S.A.

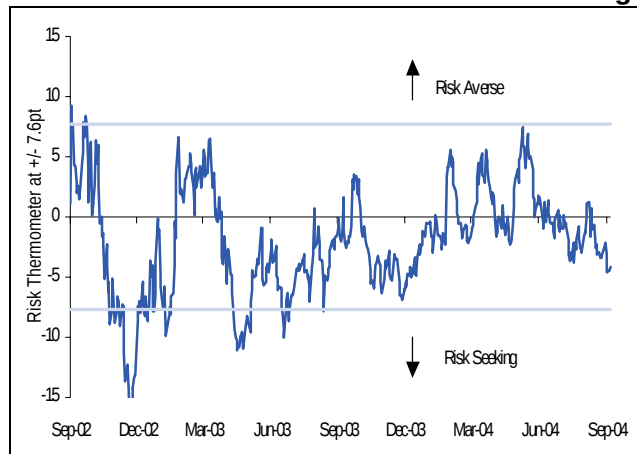


Fuente: FMI

Como resultado de las políticas expansionistas en el frente fiscal y monetario de los Estados Unidos, el déficit de la cuenta corriente se ha ampliado a niveles históricamente altos, propiciando un proceso de debilitamiento del dólar frente a otras monedas, especialmente el Euro (Gráfico 2).

Por otra parte, los bajos niveles de las tasas de interés internacionales, junto con una posición más relajada de los inversionistas extranjeros para la toma de riesgos, ha propiciado el flujo de capitales hacia las economías emergentes (Gráfico 3). En el caso colombiano, por ejemplo, los saldos de inversión extranjera de portafolio reportados por la Superintendencia de Valores para el mes de agosto han crecido en lo corrido del año 34%, resultado en buena parte del diferencial de tasas de interés que favorece la rentabilidad de los capitales en el país.

Gráfico 3
Indicador de aversión al riesgo



Fuente: BRC y Bloomberg

Factores internos que explican la revaluación

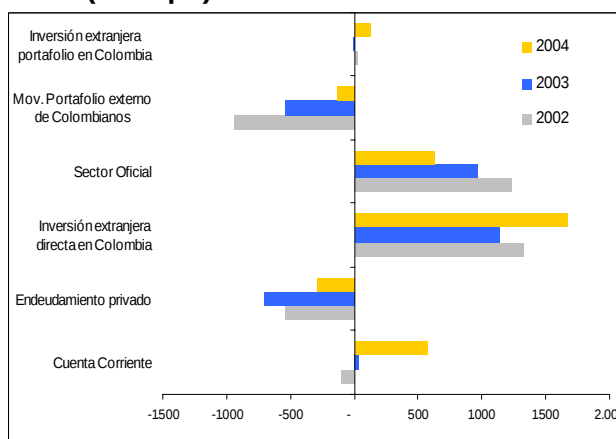
Uno de los principales elementos que ha ejercido presión sobre la revaluación es el mejor clima de seguridad que perciben los inversionistas nacionales y extranjeros. Además de la mayor inversión extranjera en portafolio, las cifras más recientes de la balanza cambiaria (17 septiembre) dan cuenta de un flujo de inversión extranjera directa en lo corrido de 2004 por US\$1.675 millo-

nes, superior en 47% al observado en 2003. Estos mayores flujos han estado dirigidos, principalmente, a los sectores de minas y petróleo (Gráfico 4).

En el mismo sentido, es necesario destacar que el signo de las inversiones financieras de los colombianos en el exterior ha venido cambiando. La balanza cambiaria indica que, hasta el 17 de septiembre, el flujo neto de inversión extranjera de portafolio de colombianos era de -US\$140 millones, US\$400 millones más bajo que el observado en 2003. Con esto, el monto neto de inversión de portafolio registra un acumulado de -US\$16 millones, muy superior a la cifra de -US\$547 registrada un año atrás.

De otro lado, las remesas de los trabajadores colombianos en el exterior ascienden a US\$2.236 millones, lo que representa un incremento de 5% anual. Este crecimiento, sumado al aumento de 18% de las exportaciones, ha contribuido a una recuperación importante de la cuenta corriente del país.

Gráfico 4
Principales componentes de la balanza cambiaria (17 sept.)



Fuente: Banco de la República

Las fuerzas revaluacionistas

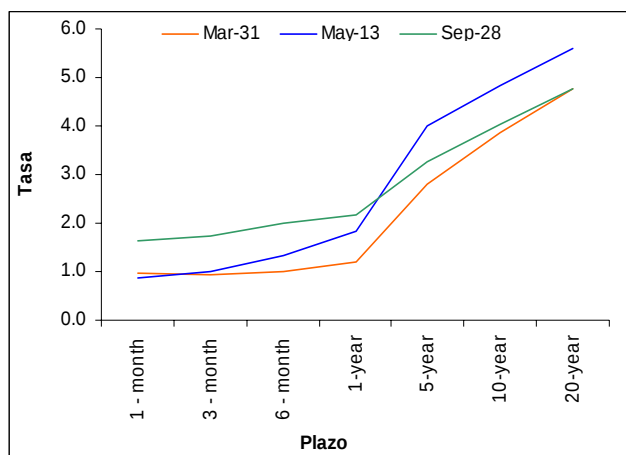
Es posible vislumbrar algunas presiones hacia una menor tasa de cambio, que resultan de la situación actual de los mercados internacionales.

les de capitales, de los pronósticos sobre el desempeño de la economía mundial y los precios de los *commodities*.

En el corto plazo, no se perciben grandes cambios en el comportamiento de la balanza cambiaria. Es previsible que la inversión extranjera directa en Colombia siga creciendo, impulsada en parte por los altos precios internacionales del crudo y las mejores condiciones contractuales para la inversión en este sector. Adicionalmente, en el corto plazo se hará efectivo el pago de la venta de Coltabaco por un monto estimado de US\$300 millones, y asimismo se esperan ingresos de divisas por concepto de reintegros cafeteros.

A nivel internacional se prevé que el aumento gradual de las tasas de interés en Estados Unidos permita que la economía mundial mantenga un buen ritmo de crecimiento en lo que resta de 2004. Esta política de tasas de la FED hace que los mercados emergentes sigan siendo un destino atractivo para los inversionistas. De hecho, la curva de los bonos del Tesoro Norteamericano ha registrado en las últimas semanas una corrección importante hacia la baja en los tramos largos, evidenciando las menores expectativas inflacionarias y una intervención menos severa que la esperada en mayo (Gráfico 5).

Gráfico 5
Curva cero cupón de los bonos del Tesoro Norteamericano



Fuente: FED

Las fuerzas devaluacionistas

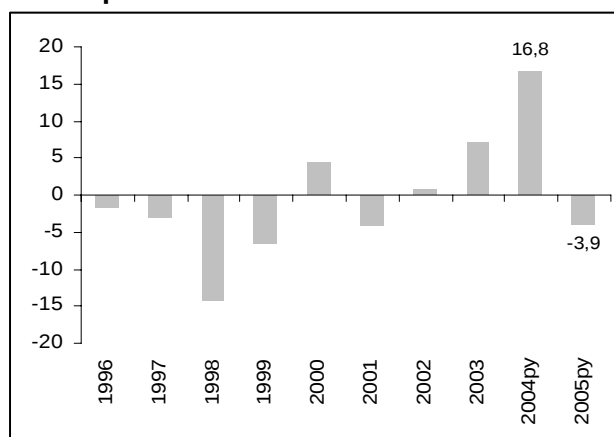
El mediano plazo es más incierto y es posible identificar factores que pueden presionar al alza el tipo de cambio.

Pese a que los mercados esperan que la corrección gradual de la política monetaria en Estados Unidos permita que las presiones inflacionarias se mantengan bajo control en un contexto de crecimiento mundial del 4.3% para el 2005, no hay que perder de vista la insostenibilidad que plantean los déficit fiscal y de cuenta corriente en dicho país.

Las medidas para lograr dicho ajuste van desde una devaluación abrupta del dólar, hasta una contracción importante del componente de absorción de la economía norteamericana, ambas vías presionando una mayor devaluación del peso.

Por otra parte, a pesar del sostenimiento de altos precios internacionales del petróleo para 2005, originado en las tensiones en oriente medio y la baja capacidad de expandir la oferta de crudo, Colombia seguirá exportando menores volúmenes lo que le impedirá aprovechar esta coyuntura. Se estima que, aún con un precio por barril de US\$38 para 2005, el país dejará de recibir ingresos petroleros del orden de US\$500 millones por efectos de la caída en la producción.

Gráfico 6
Variación anual de los precios de *commodities* no petroleros



Fuente: FMI

Sumado a lo anterior, la leve desaceleración mundial prevista para 2005 puede implicar que el efecto precio de los *commodities* no petroleros observado a lo largo de 2004 no se repita el próximo año. De hecho, las últimas proyecciones del FMI prevén una variación anual negativa de 3.9% en este rubro (Gráfico 6).

Otro elemento de incertidumbre que está detrás del comportamiento futuro de la tasa de cambio es el desempeño fiscal del país, incluyendo el éxito que tengan las reformas que actualmente cursan en el Congreso así como las condiciones de acceso al financiamiento del sector público. Sobre este último aspecto, no hay que perder de vista que la situación financiera internacional ha sido favorable hasta el momento, pero la volatilidad de los mercados está comprobada, y el costo y acceso al ahorro externo no están garantizados. A estos factores de incertidumbre debe sumarse una realidad: los compromisos de amortizaciones de deuda externa del país para el próximo año ascenderán a US\$3.500 millones, es decir US\$900 millones por encima de aquellos de 2004.

Comentarios finales

El éxito de las medidas recientes de intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República es contundente. Sin embargo, las fuerzas que han presionado la revaluación del peso en el último año y que han propiciado un importante flujo de capitales hacia el país, parecen permanecer en el corto plazo.

No obstante, el panorama para 2005 es menos claro y se percibe una mayor incertidumbre relacionada con la economía mundial. Cabe la posibilidad de que los flujos de capital cambien de dirección y que vuelvan las tensiones ante un eventual desplome de la economía China o una política más agresiva de las autoridades norteamericanas para cerrar los desequilibrios externo y fiscal.

En el contexto interno también se perciben mayores fuerzas hacia una devaluación, en un ambiente de incertidumbre en el frente fiscal y en las condiciones de acceso al financiamiento externo. De ahí la importancia de seguir avanzando

en las reformas fiscales que requiere el país, aprovechando una coyuntura favorable de financiación internacional cuya duración no está garantizada.