



EL DÓLAR:

¿Se romperá otra vez la barrera psicológica?

Después de unos días de relativa tranquilidad cambiaria, el dólar retomó su papel protagónico en la economía. Contra todo pronóstico, el 10 de agosto la divisa alcanzó a ser negociada en el Mercado Spot a tasas inferiores de \$2.300 pesos, e incluso registró un mínimo de \$2.284 pesos.

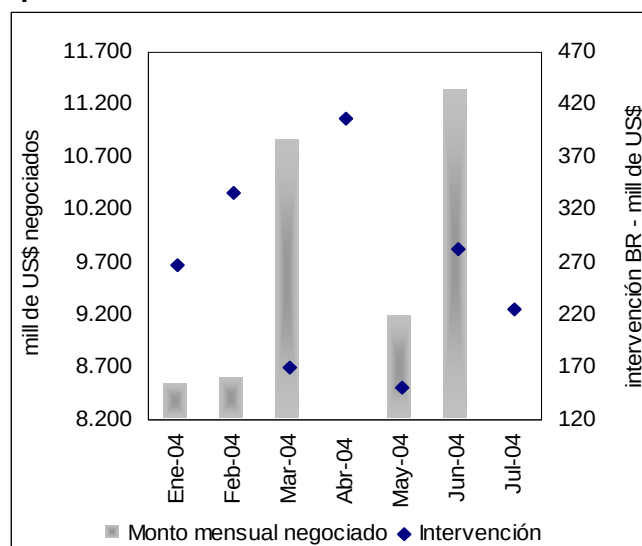
Sin lugar a dudas la continua intervención cambiaria del Banco de la República había postergado el desplome de la divisa; sin embargo, todo parece indicar que las medidas no han sido suficientes para contrarrestar totalmente las presiones revaluacionistas. De acuerdo con la última información disponible, entre enero y julio las compras discrecionales de divisas por parte de la autoridad monetaria totalizaron US\$1.841 millones, cifra que tan sólo representó el 2,7% del volumen total de operaciones (gráfico 1). A pesar de este último registro, la verdad es que el Banco ha mantenido su política de intervenciones agresivas, que ha llevado a que el saldo de reservas internacionales ascienda a US\$13.762 millones. Este fenómeno ha estado acompañado de una clara política monetaria expansiva.

La última información disponible muestra que el exceso de dólares en la economía se acentúa cada vez más. Este hecho, además de poner en duda la efectividad de las intervenciones, cuestiona qué tan sostenible es una moneda fuerte para un país como Colombia, toda vez que la competitividad cambiaria es uno de los principales determinantes del crecimiento económico.

Por este motivo, en esta Semana Económica revisaremos el desempeño reciente de algunos de los factores que han contribuido al fortalecimiento del peso, con el propósito de pronosticar un escenario cambiario para los próximos meses.

Gráfico 1

Monto de dólares negociado en el Mercado Spot e intervención cambiaria



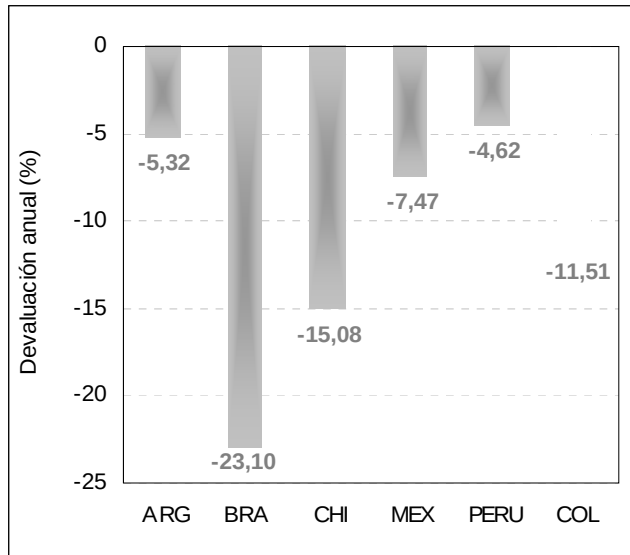
Fuente: Set FX, Banco de la República

Las presiones derivadas del contexto externo

Es bien sabido que el exceso de dólares en la economía colombiana no es una situación ajena al resto de países de América Latina (gráfico 2) y que obedece principalmente a los desequilibrios de la economía estadounidense, entendiéndose estos como el déficit en cuenta corriente y fiscal. A su vez, la política monetaria expansiva de bajas tasas de interés, que mantienen los países desarrollados, sumada a un período de reactivación económica en la región, ha conducido a que los fondos globales de inversión sacrifiquen sus niveles de riesgo a cambio de mayor rentabilidad.

Esto último se refleja en la evolución que han tenido algunos de los rubros que componen la balanza cambiaria y que hoy en día presionan la entrada de dólares.

Gráfico 2
Devaluación anual América Latina (Agosto 11)



Fuente: Pacific Exchange Rate

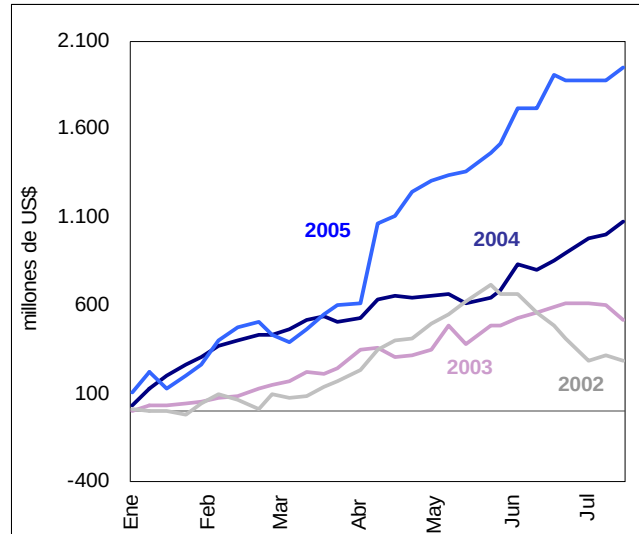
El atractivo se ha reflejado en los registros de inversión extranjera

El desempeño de la inversión extranjera (IE) en la región latinoamericana evidencia el incremento sustancial que han venido teniendo los flujos de capital. Al cierre de 2004, las entradas de inversión extranjera directa (IED) en América del Sur totalizaron US\$34,104 millones y su crecimiento anual fue de 46%.

Para el caso de Colombia, desde 2004 la IE ha ejercido un papel de gran relevancia para el dinamismo económico y naturalmente para la situación cambiaria. De hecho, al 22 de julio de 2005 la inversión extranjera neta¹ totalizó US\$1.952,6 millones, lo que representó un crecimiento de 78,9% y 277% respecto al mismo período de 2004 y 2003, respectivamente (gráfico 3).

¹ La inversión extranjera neta corresponde a la diferencia entre la IE en Colombia y la inversión colombiana en el exterior.

Gráfico 3
Inversión Extranjera Neta (a julio 22)



Fuente: Banco de la República

Cabe anotar, que si bien este comportamiento ha estado impulsado por los beneficios que se derivan del costo relativo de la inversión, es decir de los diferenciales de tasas de interés, en el caso colombiano también ha obedecido a la política de estímulos a la inversión petrolera que ha desarrollado la actual administración y al buen momento por el que atraviesa el precio del crudo. En efecto, para la misma fecha la IED dirigida al sector de petróleos, hidrocarburos y de minería, ascendió a US\$1.518,8 millones, cifra superior en 57% al nivel de un año atrás.

Como ya se mencionó, el diferencial de tasas de rentabilidad, entendido como la diferencia entre el rendimiento de una inversión en el mercado local y de un activo en Estados Unidos, más la tasa de devaluación esperada, también es un factor que ha influido positivamente en el rumbo de los flujos de capital. En respuesta a las bajas tasas de interés de los países desarrollados, las inversiones en Latinoamérica han pasado a ser más atractivas, pues a pesar de que contienen elementos de riesgo, éstos se encuentran en niveles históricamente bajos.

En este orden de ideas, para un inversionista extranjero hoy en día es más

rentable invertir en títulos de renta fija en nuestro país, que comprar activos financieros de la misma naturaleza en Estados Unidos. A manera de ejemplo, en los primeros diez días de agosto un depósito a término a 90 días en los Estados Unidos rindió en promedio 3,55%, más una devaluación promedio de 1,55% (devaluación implícita en un *forward* a 90 días) implicó una rentabilidad externa de 5,1%. Lo anterior comparado con una tasa CDT a 90 días de 6,7% reafirma lo atractivo que es invertir en activos en Colombia.

En adición a estos factores que favorecen el desempeño de la IE en Colombia, recientemente se aprobó la Ley de Estabilidad Tributaria para la Inversión Extranjera, que sin duda servirá para impulsar aún más los flujos de capital. De acuerdo con ésta, los inversionistas que realicen nuevas operaciones o que amplíen las existentes en el territorio nacional, por un monto igual o superior a la suma de 7.500 smlv, contarán con la posibilidad de realizar un contrato de estabilidad jurídica².

Cabe mencionar que la dimensión de estos ingresos y el impacto positivo que tienen sobre el desarrollo y crecimiento económico, llevó a que hace algunos días, pese al desbalance fiscal, el gobierno revelara su intención de eliminar el impuesto a la remisión de utilidades con miras a estimular su entrada al país.

La impresionante dinámica de las exportaciones

A pesar de los temores derivados de una tasa de cambio revaluada, hasta el momento la economía colombiana no ha registrado un deterioro en su intercambio comercial, pues si bien las importaciones vienen creciendo a niveles muy altos, las exportaciones también lo están haciendo a ritmos muy favorables.

En efecto, de acuerdo con la última información revelada por el DANE, entre enero y mayo las ventas en el exterior alcanzaron un total de US\$8.063,5 millones, lo que significó un crecimiento anual de 34,3%, mientras que las importaciones crecieron a un ritmo de 29%.

Definitivamente la recuperación de los precios de nuestros productos de exportación y en general la evolución de los términos de intercambio, siguen siendo favorables para el país, particularmente si se tiene en cuenta que la Tasa de Cambio Real aún se encuentra por encima de los niveles registrados a finales de la década de los noventa.

Las expectativas en materia de comercio exterior continúan siendo bastante positivas, pues se espera que China, India y Estados Unidos continúen jalonando la demanda externa, lo cual, además de beneficiar el comercio en términos de volumen, mantendrá las presiones sobre los precios de los productos básicos. Esto último puede ser un arma de doble filo, pues si bien en el corto plazo América Latina puede beneficiarse de esta situación, no deja de ser una amenaza en el futuro para la dinámica mundial y por lo tanto para la región.

Adicionalmente, no hay que olvidar que en la actualidad las exportaciones tienen una alta exposición al ciclo global de los *commodities*, por lo que es claro que los diferentes sectores productores de bienes exportables deben enfocar sus esfuerzos en avanzar en términos de calidad y precio, con el objetivo de aumentar la competitividad nacional.

El crecimiento sostenido de las remesas

Los ingresos de divisas por concepto de remesas también han sido un fuerte determinante del exceso de dólares en la economía. Tras la migración de un gran número de nacionales al exterior desde finales de la década pasada, el envío de dinero se ha convertido en una práctica común con múltiples efectos sobre el mercado de divisas, el ingreso disponible de los hogares, la demanda interna y la producción nacional. De hecho, se calcula que de cada cien colombianos cerca de 10 reside de manera permanente en el exterior y la mayoría deja algún vínculo familiar en Colombia³.

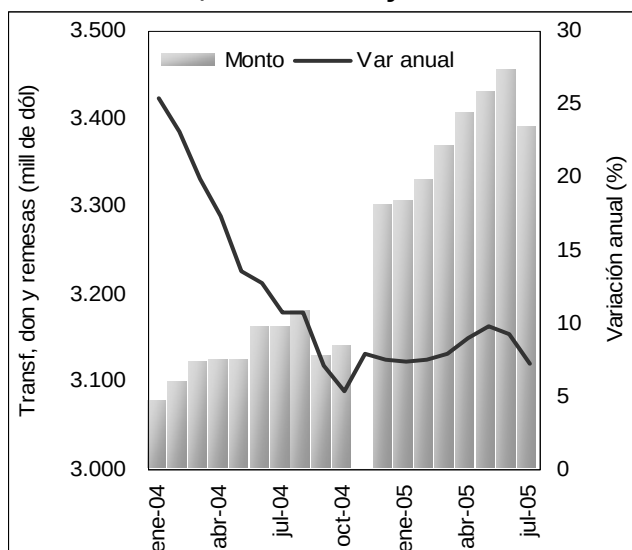
Pese a que el auge de las remesas se sintió con mayor fortaleza durante 2003 y 2004,

² Ley 963 de 2005.

³ Estudio sobre migración internacional y remesas en Colombia. Alianza País.

durante el presente año este flujo de recursos ha continuado creciendo (gráfico 4). De acuerdo con la información del Banco de la República, al 22 de julio los ingresos por este concepto ascendieron a US\$1.901,6 millones, superiores en 8,2% y 13,7% a los valores de 2004 y 2003, respectivamente. En este sentido, las remesas representaron el 25% del total de ingresos corrientes registrados en la balanza cambiaria y su valor estuvo por encima de los recursos generados por los principales productos vendidos en el exterior. En efecto, las transferencias, donaciones y remesas fueron equivalentes a 4,7 veces los reintegros por exportaciones de café y a 13,3 veces los de carbón.

Gráfico 4
Monto y variación anual de los ingresos por transferencias, donaciones y remesas*



* Los montos son acumulados a doce meses
Fuente: Banco de la República

Evidentemente los giros de dinero desde el exterior continúan siendo una parte esencial de los ingresos de las familias receptoras, quienes usualmente los utilizan para financiar gastos recurrentes, dentro de los que se encuentran el consumo de alimentos y el pago de servicios públicos y educación, entre otros⁴.

⁴ Ibid.

Entrarán más dólares...

Como ya lo hemos señalado, la afluencia de capitales desde el exterior continúa siendo un factor generalizado para los países de América Latina, y a pesar de los intentos que ha hecho el Banco de la República y el gobierno para contrarrestar sus efectos, las presiones sobre la oferta de dólares son cada vez más fuertes.

No cabe duda de que el papel intervencionista de la autoridad monetaria en el mercado cambiario ha sido crucial para mantener la cotización del dólar relativamente estable. Sin embargo, también es evidente que las presiones pueden pasar a ser inmanejables, como sucedió el 10 de agosto, día en el que se estima que el Banco compró divisas por un valor superior a los US\$500 millones⁵.

En nuestro concepto, todas las señales muestran que en los próximos meses se mantendrá la dinámica de los flujos de capitales externos, en especial si tenemos en cuenta las expectativas al alza de la actividad económica mundial.

Adicionalmente, no hay que olvidar que la compra de Bavaria por la transnacional SAB Miller, producirá un ingreso adicional de divisas cercano a los US\$1.400 millones, es decir alrededor del 10% de las reservas internacionales actuales. Aunque se ha anunciado que la traída de estos recursos será gradual, es indudable que su ingreso se traducirá en una mayor presión sobre la oferta de divisas.

Si bien el éxito de las medidas de intervención en el mercado cambiario por parte del Banco de la República ha sido evidente, definitivamente su margen de intervención cada vez se ve más reducido. Las fuerzas que han presionado la revaluación del peso parecen permanecer mucho más de lo que todos los analistas habían pronosticado y la posibilidad de que se llegue a una cotización del dólar por debajo de la barrera psicológica (\$2.300 pesos) dependerá de qué tan rápido se restaure el

⁵ Este valor estimado surge del hecho que durante los siete días anteriores en el Mercado Spot se había transado un monto promedio de US\$447,1 millones y el 10 de agosto este valor fue de US\$1.325,4 millones.

mecanismo de transmisión entre los abundantes agregados monetarios y la inflación. Si este fenómeno ocurre y se pone en riesgo la meta de inflación, seremos testigos de la prueba de fuego de la función principal del Banco de la República.