

XX SIMPOSIO DE MERCADOS DE CAPITALES

INFORMACIÓN E INSCRIPCIONES
Gerencia de Eventos

Teléfono: (57 1) 3266600 Ext. 1480 – 1481 – 1482 – 1483 – 1484 Fax: (57 1) 3266602E-mail: eventos@asobancaria.com

Hotel San Fernando Plaza - Medellín - Mayo 29 y 30 - 2008

REFLEXIONES SOBRE LA COYUNTURA CAMBIARIA

El proceso de apreciación del peso frente al dólar es uno de los temas económicos que más debates, opiniones y preocupaciones genera. En lo corrido de 2008 la revaluación supera el 11% y la divisa norteamericana se está cotizando a tasas cercanas a los \$1.790 por dólar, un nivel nominal similar al de mediados de 1999.

Este comportamiento además de responder a la devaluación del dólar frente a un importante grupo de monedas de países desarrollados y emergentes, ha estado estrechamente vinculado a factores domésticos como la recuperación de la confianza, la menor percepción de riesgo y a una elevada rentabilidad esperada de las inversiones en el país.

Si bien la dinámica agregada de las exportaciones y de la actividad económica aún no se reciente con este fenómeno, algunos sectores como el de vehículos y flores han sido golpeados de manera importante. Además, de continuarse esta caída en la tasa de cambio podrían producirse en el futuro consecuencias nocivas, más aún si se tiene en cuenta la turbulencia e incertidumbre en los mercados financieros internacionales y en la economía mundial.

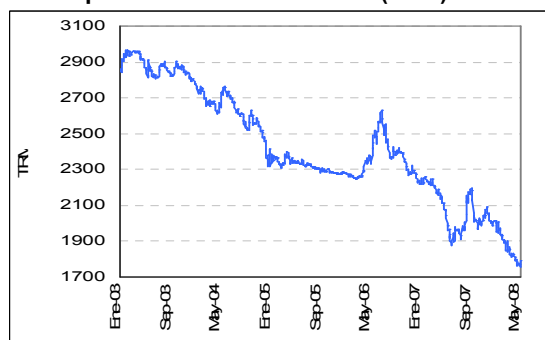
1. La evolución reciente de la tasa de cambio nominal y real

La Tasa Representativa del Mercado (TRM) se ubica hoy en \$1.792,94, mientras que en febrero de 2003 alcanzó niveles superiores a los \$2.900, lo cual supone una apreciación nominal cercana al 40% (gráfico 1).

Por su parte, la evolución del Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR)¹ que es más rele-

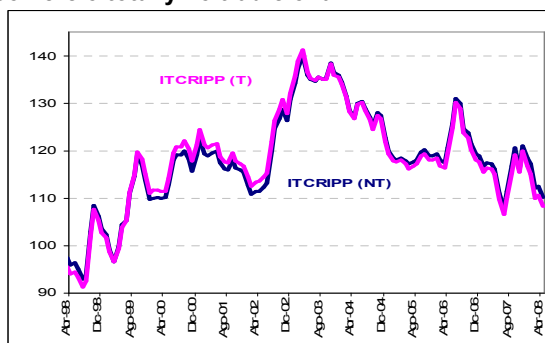
vante para entender la dinámica de las exportaciones y las importaciones, muestra que entre febrero de 2003 y abril de 2008 ha experimentado una caída cercana al 20%. Frente a abril de 2007 el ITCR ha caído cerca de 5,5% y en lo corrido de 2008, la apreciación real se aproxima al 7% (gráfico 2).

Gráfico 1:
Tasa Representativa del Mercado (TRM)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 2:
Evolución del tipo de cambio real comercio total y no tradicional



Fuente: Banco de la República.

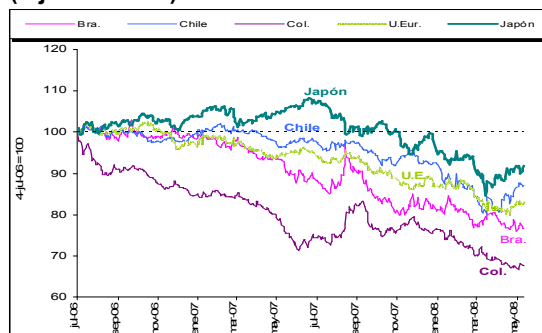
2. ¿Qué factores han contribuido a la apreciación del peso frente al dólar?

Las condiciones de los mercados financieros internacionales han jugado un papel determinante en el desplome del dólar tanto en

¹ El ITCR mide la capacidad adquisitiva de una moneda frente a la de sus principales socios comerciales al incorporar las devaluaciones y los cambios en los precios relativos a través del tiempo.

Colombia como en varios países del mundo (gráfico 3).

Gráfico 3:
Índice de tasa de cambio en algunos países
(4-jul-06 = 100)



Fuente: Pacific Exchange Rate, cálculos Asobancaria.

Detrás de la debilidad del dólar están los déficit comercial y fiscal estadounidenses, que unidos a la política de disminución de las tasas de interés de la FED han generado aumentos en la rentabilidad relativa de las diversas monedas frente al dólar. Adicional a lo anterior se suman la abundante liquidez internacional y la menor percepción de riesgo en las economías emergentes. A continuación se mencionan algunos factores que han contribuido a que la apreciación de nuestra moneda haya sido mayor que la del resto de países.

2.1. La ampliación del diferencial de tasas de interés

Los ciclos económicos opuestos en Estados Unidos y Colombia han llevado a medidas en materia de tasas de interés en sentido contrario, y esto ha generado un diferencial creciente entre ellas.

En la actualidad el diferencial de tasas entre la "overnight" de la Reserva Federal y la tasa de intervención del Banco de la República equivale a 7,75%, mientras que hace un año era 3,25%. Adicionalmente, al calcular el diferencial de la rentabilidad esperada de una inversión a un año², se encuentra que aún cuando los controles de capital implementados por el Emisor han pretendido cerrarlo, éste sigue generando un atractivo para los flujos de capital externo (gráfico 4). De hecho, la información de la balanza cambiaria muestra que en 2007 ingresaron al país por concepto de inversión de portafolio

² Calculado a partir de la Tasa de interés de los TES a 1 año y la de los Bonos del Tesoro de EE.UU a ese mismo plazo descontando la devaluación implícita en los contratos Forward a plazos superiores a 180 días.

US\$1.102 millones, el valor más alto de los últimos seis años.

Gráfico 4:
Diferencial de rentabilidades a un año con y sin efecto del depósito del 40%.



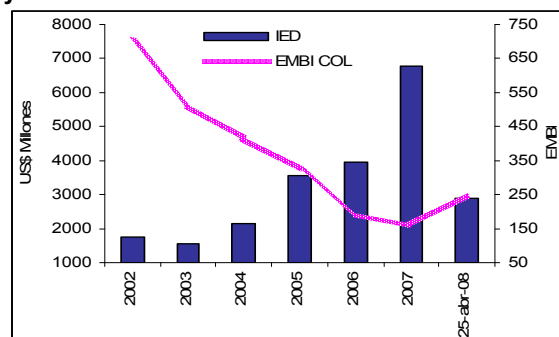
Fuente: Banco de la República, cálculos Asobancaria.

2.2. Mayor confianza en nuestra economía

Los positivos avances en materia de seguridad y el renovado dinamismo que ha experimentado la economía colombiana en los últimos años han atraído mayor inversión extranjera, no sólo en el sector petrolero sino también en otras ramas de la actividad económica.

De acuerdo con la información de la balanza cambiaria, el año anterior ingresaron al país US\$6.769 millones por concepto de inversión extranjera directa, lo que implicó un crecimiento de 71% respecto a 2006. Hasta el 25 de abril de este año entraron al país US\$2.883 millones adicionales de inversión, cifra superior en US\$730 millones a la de igual período de 2007. Este hecho coincide además con la menor percepción de riesgo con la que cuenta el país, medida a través del EMBI (gráfico 5).

Gráfico 5:
Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED) y el EMBI Colombia.



Fuente: Estadísticas Cambiarias - Banco de la República, Ministerio de Hacienda.

Un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional³ destaca el papel de la seguridad como determinante de la apreciación de la tasa de cambio, y señala que la conjugación de las mejoras en este frente y los mayores precios internacionales de los commodities, explican más del 40% de la apreciación real del peso colombiano desde 2003.

2.3. Mayores ingresos de divisas por remesas y exportaciones

Las remesas que envían los colombianos que viven en el exterior se han convertido en una fuente importante del influjo de divisas hacia el país.

Según un estudio adelantado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) sobre los envíos de dinero a los países de América Latina y el Caribe desde Estados Unidos, en 2007 Colombia ocupó el segundo lugar dentro de los países latinoamericanos como principal receptor de remesas después de Brasil con US\$4.520 millones.

El mayor ingreso de divisas también se explica por el aumento de los precios de los principales bienes de exportación de Colombia. Estos precios más elevados han tenido un impacto sobre el valor de las exportaciones colombianas, las cuales pasaron de US\$24 mil millones en 2006 a casi US\$30 mil millones en 2007, un crecimiento de 23%.

3. A pesar de la apreciación, las cifras globales de exportaciones y de crecimiento económico aún no reflejan un deterioro.

Las cifras globales de comercio y de actividad del país no muestran un deterioro importante por la fuerte apreciación de nuestra moneda. A pesar de que los exportadores están recibiendo menos pesos por sus ventas al exterior como resultado de la revaluación, se han visto beneficiados por los mejores términos de intercambio y la positiva demanda de nuestros bienes por parte de Estados Unidos y Venezuela⁴. Estos factores han contribuido a que en lo corrido de este año el valor de las exportaciones se haya incrementado significativamente.

Los resultados son favorables tanto en las exportaciones tradicionales como en las no tradicionales. En el primer caso, el crecimiento experimentado a febrero fue 74,8%, y el acumu-

lado de los últimos doce meses contabiliza un incremento de 32,11%. En el caso de las exportaciones no tradicionales se encuentra que el crecimiento a febrero fue 32,7%, tasa superior en 15,8% a la observada en el igual periodo de 2007, y en el acumulado de doce meses lo hicieron al 27,8%.

Si se analizan las cifras en términos sectoriales se encuentra que la agricultura e industria han experimentado aumentos importantes en sus ventas al exterior.

A febrero, el crecimiento de las exportaciones del sector agropecuario fue 53,2%, al tiempo que la variación en lo corrido de los últimos 12 meses fue 27,8%. Esto se explica principalmente por la recuperación en las exportaciones de banano, las cuales hace un año mostraron una variación negativa y hoy están creciendo al 50%.

Sin embargo, las exportaciones de flores tuvieron durante este mismo periodo una variación de tan sólo 0,3%, cuando hace un año crecían 9,2%. Esto responde al modesto dinamismo de las exportaciones de rosas frescas (3,8%) y a una contracción en el rubro de los demás claveles frescos de 5,9%. De todas formas, los resultados para los últimos doce meses revelan que este rubro se elevó en 13,61%.

En cuanto a las exportaciones de la industria, se encuentra que aumentaron 20% en los dos primeros meses de 2008 y 30,96% en el último año. Esto refleja el buen momento por el que atraviesan las ventas al exterior de productos como el cuero y sus manufacturas (114,6%) y los textiles y sus manufacturas (89,4%) y en menor grado, los grupos de químicos (31,7%) y papel (25,5%).

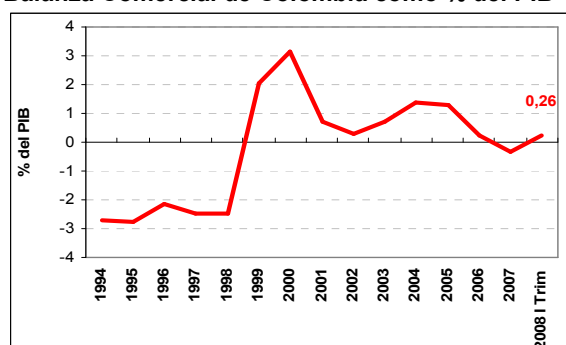
Vale la pena resaltar el caso particular del grupo de vehículos con cilindraje entre 1,5 y 3,0 litros cuya caída en las exportaciones fue de 56,9%, debido a las restricciones impuestas recientemente por el gobierno Venezolano a la compra de vehículos provenientes de Colombia.

A pesar del comportamiento de la tasa de cambio, en la actualidad la balanza comercial registra niveles superavitarios. Según las cifras preliminares que publica la DIAN sobre el comportamiento del comercio exterior, en el primer trimestre de 2008 las exportaciones colombianas habrían alcanzado US\$8.360 millones, mientras que las importaciones habrían llegado a los US\$8.237, lo que significa que durante este periodo la balanza comercial fue superavitaria en aproximadamente US\$123 millones, el equivalente 0,26% del PIB (gráfico 6).

³ IMF, Staff Report for the 2007 Article IV Consultation. Dec 21, 2007.

⁴ A febrero de 2008, las exportaciones hacia Estados Unidos crecieron 48,2%, mientras que las ventas hacia Venezuela lo hicieron a una tasa de 85,2%.

Gráfico 6:
Balanza Comercial de Colombia como % del PIB



Fuente: Banco de la República, DANE y DIAN.

El comportamiento sectorial de la economía muestra una dinámica importante en el grupo de transables en los últimos trimestres. En el caso de la agricultura, sin incluir cultivos ilícitos, la variación de su producción en 2007 frente al año anterior fue de 3,2%, cifra superior en 0,2% a la de 2006 y en 1,4% a la de 2005. Por otra parte, la industria manufacturera tuvo un incremento en su PIB de 10,6%, jalonado por la buena dinámica de algunos subsectores como equipo de transporte (24,4%), vidrio y otros productos no metálicos (22,5%), productos de madera, corcho, paja y materiales trenzables (17,9%) y metales comunes y productos metálicos (17,5%), así como por otros sectores con una alta participación dentro de la industria como resto de alimentos, productos químicos y prendas de vestir, entre otros.

A pesar de la favorable dinámica que hasta ahora han experimentado los indicadores globales de la actividad interna, la mayoría de los analistas prevé que la prolongación de la turbulencia de los mercados financieros internacionales y su incidencia sobre los Estados Unidos terminará afectando nuestra economía.

Debido a este contexto internacional turbulento, y teniendo en cuenta que las medidas adoptadas por el Banco de la República en materia de tasas de interés y encajes tendrán un efecto pleno en 2008, el crecimiento de la economía comenzará a desacelerarse durante la primera parte de este año. Las cifras disponibles en lo corrido del año para algunos indicadores líderes ya dan cuenta de esta desaceleración, como se muestra en la tabla 1.

Es importante anotar que un proceso de apreciación prolongado induce cambios en los precios relativos que terminan produciendo transformaciones importantes en la estructura productiva. Generalmente, los sectores menos competitivos tienden a marchitarse generando

un reacomodo del aparato productivo en favor de los bienes y servicios no transables o a los sectores transables competitivos que logran ganancias en eficiencia. Sin duda parte de ese proceso viene en marcha y continuará reflejándose en cambios sectoriales significativos.

Tabla 1:
Diferencia entre las tasas de crecimiento anuales de los principales indicadores líderes en 2008 frente a 2007 (diferencia en puntos porcentuales)

	ene-08	feb-08	mar-08
Ventas comercio al por menor	-12,80	-7,97	N.A
Producción de cemento gris	10,39	-5,71	-19,70
Índice de producción industrial 1/	-8,77	-6,49	N.A
Demanda doméstica de energía	-0,40	-0,30	-1,19
Ventas históricas de vehículos	-58,6	-36,6	-82,0

Fuente: DANE, ANDI y XM. Cálculos Asobancaria. 1/ Producción industrial sin trilla.

4. Medidas adoptadas por las autoridades

Ante la apreciación del peso colombiano, el Banco de la República ha intentado aliviar estas presiones por múltiples vías:

1.) Entre enero y abril de 2007 el emisor realizó intervenciones discrecionales en el mercado cambiario por un valor de US\$4.527 millones, cuatro veces más que las realizadas en el mismo periodo de 2006. De igual forma, el monto de operaciones destinadas al control de la volatilidad ascendió a US\$923 millones el año anterior, y US\$483 millones este año.

2.) Se impusieron controles a los flujos de capital, reestableciendo el depósito no remunerado al endeudamiento externo y a la inversión de portafolio e implementando límites a la posición bruta de los bancos en los mercados de derivados de tasa de cambio.

La reactivación del depósito del 40% ha estado orientada a cerrar el diferencial de tasas de interés y con ello a contener el influjo masivo de capitales de corto plazo. A pesar de que entre mayo de 2007 y marzo de 2008 se produjo una caída en el diferencial equivalente a 138 puntos básicos, no existe evidencia de una recomposición de los flujos de capital hacia plazos más largos. Si bien en el corto plazo puede contener la apreciación, la experiencia internacional no recomienda utilizar los controles de manera permanente para contrarrestar los efectos de los flujos sobre la tasa de cambio (Ver Semana Económica 637).

3.) El último paquete de medidas que tomó el Banco consistió en la imposición de un límite a la Posición Bruta de Apalancamiento

(PBA)⁵, cuyo promedio, en una ventana de tiempo de tres días hábiles no podía superar el 500% del patrimonio técnico de los intermediarios del mercado cambiario (IMC). Al igual que en el caso del depósito, la medida no cumplió con su objetivo ya que durante todo este tiempo persistió un atractivo para los inversionistas internacionales de tomar posiciones en pesos, por lo que siguieron ingresando flujos de capital al país.

Recientemente los controles han venido relajándose. En noviembre de 2007 las autoridades decidieron eliminar la obligación de constituir la totalidad del depósito por concepto de endeudamiento externo o de inversión de portafolio para poder redimirlo, ya que basta con entregar al emisor el monto correspondiente al descuento previsto por restitución anticipada, situación que disminuye el depósito del 40% al 5,72%. Igualmente permitieron constituir el depósito en dólares o en pesos y se disminuyó el descuento previsto para su restitución anticipada. También se exceptuó del requisito de encaje a las inversiones realizadas en emisiones primarias de acciones⁶.

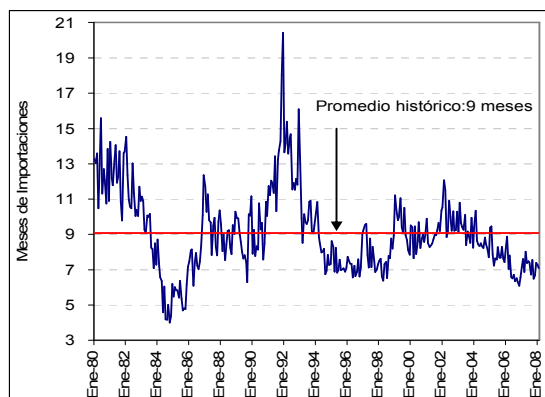
El lunes de esta semana el Banco de la República decidió ampliar el límite de la PBA hasta 550% del patrimonio técnico del intermediario. Esto para permitir la ejecución del anuncio realizado el 6 de mayo por el Ministerio de Hacienda de realizar operaciones de cobertura por 2 mil millones de dólares para el pago de deuda externa y su interés de que los IMC participaran en el proceso como contraparte. De hecho la ampliación de los límites a la PBA tiene por objeto permitir a los intermediarios realizar la cobertura cambiaria. Con ello el Ministerio reduce su exposición al riesgo cambiario y genera una demanda de dólares hacia el mercado.

5. Opciones de política

1.) Aún cuando el Emisor ha realizado una acumulación de reservas importante, el indicador de reservas como meses de importaciones es 7 meses, inferior al promedio histórico (9 meses) que se considera como un nivel prudente para evitar problemas cambiarios si se

presenta una distorsión de los flujos de capital. Lo anterior indica que existe un espacio de acumulación por el equivalente a US\$6.000 millones (gráfico 7)

Gráfico 7:
Reservas internacionales como meses de importaciones



Fuente: Banco de la República.

Naturalmente este último accionar debe consultar la política de inflación objetivo. Por ello podría abrir el espacio monetario para la acumulación de reservas recurriendo a mecanismos de contracción que se han utilizado en el pasado para esterilizar las inyecciones de liquidez. Dentro de estos se encuentran la venta de TES; la entrega de divisas al gobierno para prepagar deuda externa⁷; acordar con el gobierno un aumento los depósitos de la tesorería en el Banco o, reducir las REPOS.

2.) Con este accionar y en coordinación con el Banco Central, el Gobierno debe contribuir a no generar una mayor apreciación. El gasto público debe controlarse disminuyendo el déficit o incluso buscando generar superávits, ya que uno de los factores que determinan la apreciación real es el tamaño de la demanda interna y en particular el del gasto del sector público.

3.) Es importante anotar que los controles a los flujos de capital, a pesar de que en el corto plazo pueden producir algún efecto sobre la tasa de cambio, no deberían utilizarse como mecanismos permanentes para detener la apreciación.

El emisor ha restringido la profundización del incipiente mercado de derivados al desestimular el uso de coberturas cambiarias, ya

⁵ La PBA es la sumatoria de i) derechos y obligaciones en contratos a término y de futuros denominados en moneda extranjera, ii) operaciones de contado denominadas en moneda extranjera con cumplimiento entre un día bancario (t+1) y dos días bancarios (t+2), y iii) exposición cambiaria asociada a las contingencias acreedoras adquiridas en la negociación de opciones y derivados sobre el tipo de cambio (Resolución Externa 4, JDBR mayo de 2007)

⁶ R.E., No. 18 y Circular DFV-113 de noviembre de 2007 de la JDBR y Decreto 4814 de 2007 del Ministerio de Hacienda.

⁷ Como en ocasiones anteriores se podría reestablecer el mecanismo de coordinación en el que el gobierno le entrega TES al Emisor y a cambio éste último le entrega dólares para que prepague deuda.

que al establecer límites a las posiciones de apalancamiento en dólares se restringe el mercado de futuros, impidiendo que los exportadores y los importadores aprovechen los beneficios que les ofrecen estos mecanismos.

Una evaluación de las medidas adoptadas sugiere que es poco lo que el emisor puede hacer para contrarrestar las poderosas fuerzas externas e internas que inciden sobre la apreciación del peso. En la medida en que la efectividad de las acciones del emisor es cada vez más limitada, es necesario incentivar el uso de coberturas cambiarias por parte de los exportadores.

4.) La política de aumentos en las tasas de interés y en los encajes ha venido manifestándose en un mayor costo del crédito, así como

en un ajuste de la dinámica de la cartera, lo cual limita la demanda ya que muchos agentes no están en capacidad de tomar financiación en esas condiciones.

El impacto de las medidas monetarias sobre la inflación ha sido más bien escaso, ya que como lo hemos manifestado es difícil que la inflación ceda mientras que haya presiones de oferta, como en el caso de los alimentos o los combustibles, que en buena medida escapan al alcance de la política monetaria. Lo anterior combinado con una economía mundial que pierde impulso y una financiación internacional incierta, acompañados por unos indicios de pérdida de dinamismo en la actividad económica del país este año, permiten plantear la posibilidad de un desmonte gradual de los encajes.