



8 de noviembre de 2010

María Mercedes Cuéllar
Presidente

Daniel Castellanos
Vicepresidente Económico
+57 1 3266600
dcastellanos@asobancaria.com

Las fuentes de la apreciación y las medidas para enfrentarla

Resumen. En la coyuntura actual la fuerte apreciación del peso (COP) es una de las principales preocupaciones de la política económica. Al respecto, los analistas se agrupan en dos bandos. Uno afirma que la fortaleza del COP es estructural porque se debe a la debilidad internacional del USD y a los sólidos fundamentales de la economía colombiana. Por eso resultaría incontenible. Y en consecuencia, la solución sería adaptarse rápidamente a la nueva situación. El otro bando exige, en cambio, un mayor compromiso de las autoridades para combatirla.

La Asobancaria considera que una apreciación exagerada es un problema grave que, aunque no es de fácil solución, requiere máxima atención. Por eso resulta conveniente reexaminar los vehículos a través de los cuales se ha canalizado la abundante financiación externa, que contribuye a fortalecer el COP.

Las cuentas externas muestran claramente que la abundancia de moneda extranjera proviene de los movimientos de capital. La fuente más importante es la inversión extranjera directa (IED), que provee $\frac{3}{4}$ partes del superávit de capital y corre por cuenta del sector privado. Sin embargo, los agentes privados compensan parcialmente esta entrada de recursos externos con una expatriación de capitales, por la vía de los egresos de sus cuentas de compensación y la venta de saldos de sus cuentas libres en el mercado cambiario. Después de esta compensación, el canal más importante de financiación externa es el superávit en los movimientos de capital del sector público. Interpretado de esta manera, el problema de la apreciación no es solo de “éxito” inversionista, sino también de excesiva financiación oficial.

La economía se ha adaptado a la abundante financiación externa con un persistente déficit en su cuenta corriente. Pero en el largo plazo esta tendencia incrementa la vulnerabilidad de la economía a los choques externos. Por eso quizá sea más prudente generar ahorro, sobre todo público, en lugar de estimular el exceso de gasto privado. El sector público debe, por tanto, ajustar su déficit y comenzar a desendeudarse en moneda extranjera, para empezar a eliminar la abundancia de financiación externa en su verdadera fuente.

Calendario de Eventos

Fecha	Evento	Ciudad	Lugar
18 y 19 de Noviembre	IX Congreso de Riesgo Financiero	Cartagena	Hotel Hilton
2 y 3 de Diciembre	Foro de Vivienda	Bogotá	Hotel Cosmos 100

Para suscribirse a Semana Económica por favor envíe un correo electrónico a avesga@asobancaria.com o visítenos en <http://www.asobancaria.com>

Las fuentes de la apreciación y las medidas para enfrentarla

Daniel Castellanos

Miguel Medellín

Andrea Vesga

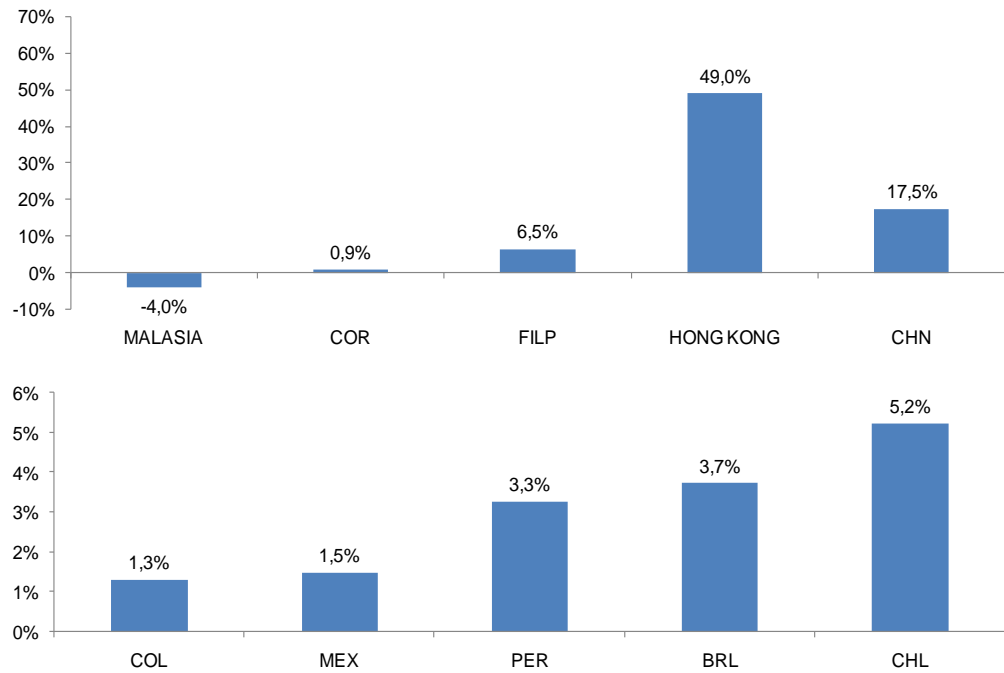
La fuerte apreciación del peso se ha convertido en una de las principales preocupaciones de la política económica. Al respecto los analistas se agrupan, en términos muy generales, en dos bandos. En uno, se afirma que la apreciación es incontenible y que lo mejor que puede hacer el país es adaptarse rápidamente a la nueva situación. El otro bando lamenta que esté ocurriendo una apreciación tan fuerte y exige mayor compromiso de las autoridades para combatirla.

La verdad es que la apreciación reciente tiene elementos estructurales y que es, por tanto, muy difícil de combatir. Sus raíces se hallan en la debilidad internacional del dólar, causada por la vulnerabilidad de la economía norteamericana y su abultado déficit comercial. Para enfrentarla, las autoridades pusieron en marcha un unos estímulos monetario y fiscal sin precedentes. El primero, reduciendo al mínimo la tasa de interés sobre los fondos federales y expandiendo de manera no convencional el balance de la Reserva Federal (Fed), produjo una cuantiosa emisión monetaria que inundó con liquidez en dólares (USD) los mercados internacionales, forzando una devaluación persistente de esa moneda. El segundo aumentó pronunciadamente el déficit fiscal y desmejoró la solvencia pública, lo cual contribuyó a depreciar el USD. Como esa economía carece de demanda interna privada, mientras que el estímulo fiscal se desvanece y el deterioro de la solvencia pública limita el espacio para la expansión fiscal, la responsabilidad de estimular el crecimiento en los Estados Unidos se transfiere cada vez más a la política monetaria. En consecuencia, la Fed optó recientemente por iniciar una segunda ronda de relajamiento cuantitativo, comprando deuda pública de largo plazo. Esta mayor expansión monetaria tendrá el efecto de debilitar adicionalmente el USD. Como carece de fuentes domésticas de demanda, debilitando el USD las autoridades norteamericanas tratan de apoyar la recuperación de su economía con énfasis en la expansión de la demanda externa.

A su vez, los grandes países emergentes de rápido crecimiento, como China, están generando considerables volúmenes de ahorro y se están resistiendo a una apreciación de su moneda. Para evitar el fortalecimiento de sus divisas, recurren cada vez más a acumular reservas internacionales (gráfico 1), lo cual obliga una mayor depreciación del USD frente a monedas más flexibles (gráfico 2).

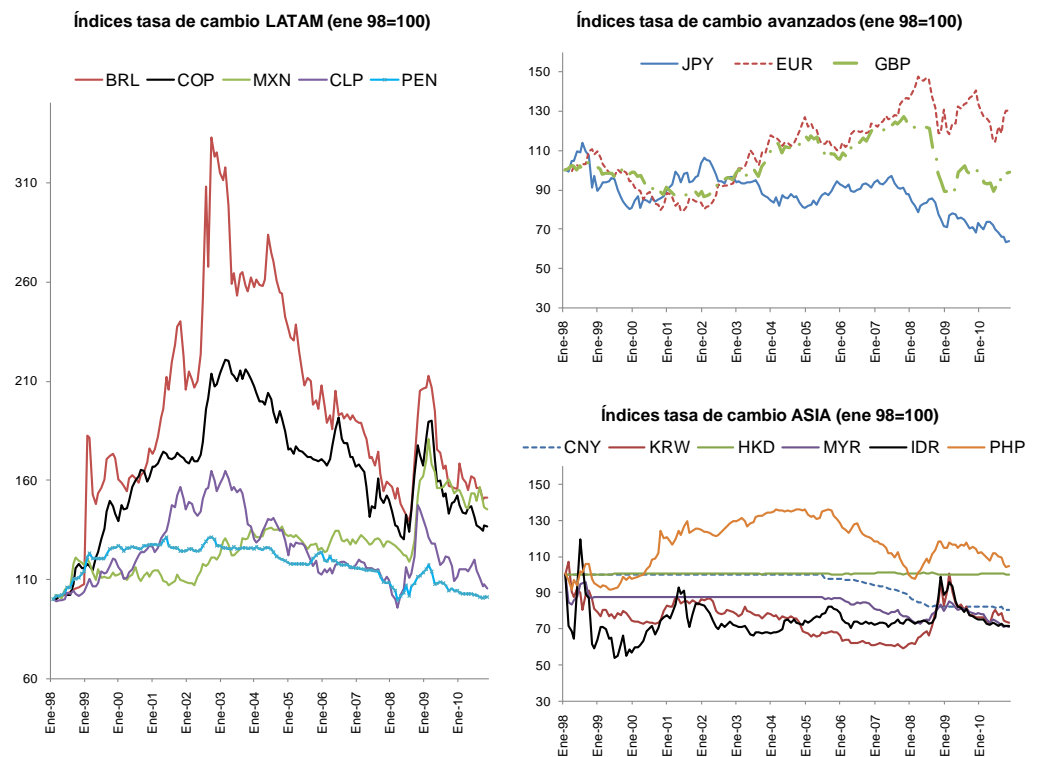
Desde el punto de vista doméstico, el país está viviendo un auge de inversión extranjera, que debe ser visto como algo bueno para la economía, pero que contribuye a la valorización del peso. Sin embargo, esta realidad no debe llevar al país a una posición de resignación con respecto a la apreciación. Ésta ha sido muy fuerte, no sólo con respecto al dólar, sino con respecto a monedas de países vecinos y comparables. La Asobancaria considera que una apreciación exagerada es un problema grave que, aunque no es de fácil resolución, requiere máxima atención. El país no se puede dar el lujo de que una bonanza minero-energética se traduzca en un proceso de desindustrialización.

Gráfico 1: Variación de reservas internacionales 2007-2009 (% PIB)



Fuente: Bloomberg – WEO. Cálculos Asobancaria

Gráfico 2: Índices de tasa de cambio nominal respecto del USD



Fuente: Bloomberg. Cálculos: Asobancaria.

En días pasados el gobierno, en una acción largamente esperada, anunció su paquete de medidas contra la apreciación. Es un paquete coherente e integral, en el cual se destacan la reducción de aranceles, los anuncios de menores monetizaciones y mayor participación del gobierno en el mercado cambiario de derivados, el cambio del control de las regalías del DNP a la DIAN y la eliminación del beneficio de deducir los pagos de intereses sobre la deuda externa privada del impuesto sobre la renta. Por su parte, el Banco de la República anunció una mayor intervención en el mercado cambiario, no en monto, sino en tiempo.

A pesar de que fue sobre un tema en el cual prácticamente no existen medidas sin costo, el paquete del gobierno fue, en términos generales, bien recibido por los mercados financieros, en especial porque se esperaban medidas de control de capitales más fuertes, que no fueron adoptadas.

Otra cosa que no se hizo fue reducir las tasas de interés. La apreciación reclamaría una reducción de las tasas domésticas de interés, para lograr una disminución del diferencial con las externas. Aquí, sin embargo, el Banco enfrenta una disyuntiva de política. Por una parte, las tasas colombianas ya están muy bajas. Por otra, la recuperación del crecimiento y la valorización de los activos financieros hacen pensar que las tasas de interés domésticas deberían ir hacia arriba, no hacia abajo. Ciertamente, las tasas de interés en Colombia, si no fuera por la situación cambiaria, ya hubieran debido iniciar su ciclo de ascenso. Es difícil, pues, que las tasas de interés hagan una gran contribución a la resolución del problema de la apreciación. En las actuales condiciones, pedir una reducción de las tasas de interés por razones cambiarias suena exagerado.

El Banco de la República también podría intervenir más activamente en el mercado cambiario. El Banco puede decir que ha tomado medidas en este sentido, pero la discusión gira aquí en torno a si la intervención ha tenido la magnitud suficiente. Comprensiblemente, el Banco no se ve muy deseoso de incrementar su intervención en el mercado. El Gerente General del Banco ha dicho públicamente que, en el pasado, las intervenciones masivas no han sido muy exitosas y que, por el contrario, a veces se han obtenido mejores resultados con anuncios de políticas que con intervenciones efectivas. Es bien probable que las discusiones futuras sobre cómo manejar la apreciación se concentren en el grado de intervención que debe llevar a cabo el Banco de la República. Dentro del paquete de medidas cambiarias que anunció recientemente el gobierno, el Banco extendió el programa de compras diarias de dólares, por una cantidad mínima de 20 millones, hasta el 15 de marzo de 2011.

Uno de los anuncios más importantes tuvo que ver con la reducción de aranceles que, en promedio, bajarán del 12,2 al 8,25 por ciento. La reducción de aranceles afectará a unas 4.000 de las 7.000 posiciones arancelarias, especialmente de materias primas y bienes de capital y de consumo no producidos en el país. Esta es una medida de fondo que, como todas, tiene costos y beneficios. Dentro de los beneficios está una modernización de nuestra estructura arancelaria que, según diversos análisis, estaba en

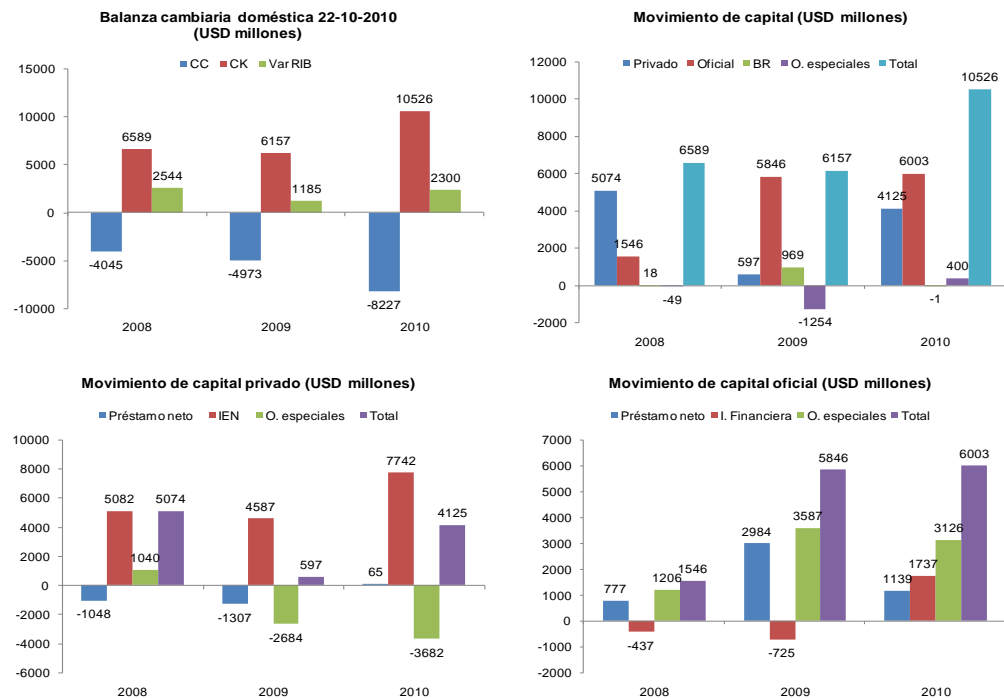
mora de hacerse. El costo más obvio es el fiscal, puesto que las finanzas públicas no están como para privarse de ingresos adicionales. Sin embargo, el gobierno, en una acción audaz, decidió asumir el costo de esta medida.

Con ella, además, se da la señal de que, si hay abundancia de dólares por una cuenta de capital superavitaria, entonces el país puede darse el lujo de inducir un mayor déficit en la cuenta corriente. Es evidente que la abundancia de dólares proviene de la cuenta de capital. Según la balanza cambiaria doméstica, en lo corrido de este año (a 22 de octubre) el superávit de la cuenta de capital es de más de USD 10.526 millones (gráfico 3, paneles superiores).

El origen de ese superávit puede analizarse de varias maneras. Una es notar que el país está teniendo ingresos de divisas de USD 7.742 millones por inversión extranjera directa (IED) (gráfico 3, panel inferior izquierdo). Esto conduce al diagnóstico tradicional de que la apreciación es estructural y responde, entre otras cosas, a una mejor percepción internacional de las posibilidades de la inversión en el país.

Pero hay otra forma de analizar el superávit de la cuenta de capital, que consiste en descomponerlo en sus componentes privado y oficial. Uno pensaría que, con una IED que explica casi 3/4 del superávit de la cuenta de capital, el componente privado de éste debe ser muy alto. Es sorprendente, sin embargo, que no sea el caso. El superávit oficial es de USD 6.003 millones, mientras que el privado es de USD 4.125 millones (gráfico 3, panel superior derecho).

Gráfico 3. Balanza cambiaria doméstica



Fuente: Banco de la República

¿Cómo es posible, entonces que con entradas de IED por USD 7.742 millones, el sector privado solo reporte un superávit por USD 4.125 millones? La respuesta es simple: el sector privado se está ajustando al exceso de inversión extranjera con una expatriación de capitales por la vía de las operaciones especiales¹. En estas operaciones, el sector privado exhibe un déficit de USD 3.682 millones (gráfico 1, panel inferior izquierdo). A nuestro parecer, esta es una reacción adecuada: si hay muchos ingresos por la cuenta de capital, la respuesta debería ser tener muchas salidas también por esta cuenta. El sector privado está reaccionando en la dirección correcta, si bien en una magnitud insuficiente.

De esta manera, otra forma de analizar el superávit en la cuenta de capitales es que hay un exceso de financiación de capital oficial. De los USD 10.526 millones de superávit, USD 6.003 se explican por esta causa. Creemos que esta forma de ver el problema cambiario no ha sido suficientemente resaltada por los analistas. Según esta interpretación de los datos, el problema de la apreciación no es solo uno de “éxito” inversionista, sino también de excesiva financiación oficial.

Hay otra forma de ver los datos que también resulta ilustrativa. En los últimos años, el superávit en la cuenta de capital ha sido creciente, pasando de USD 6.589 millones en 2008 a USD 10.526 millones en 2010. La respuesta agregada de la economía a este superávit creciente ha sido ir aumentando el déficit en la cuenta corriente, que entre 2008 y 2010 ha pasado de USD 4.045 millones a USD 8.227 millones (gráfico 1, panel superior izquierdo). Las medidas arancelarias buscan fortalecer esa tendencia.

Sin embargo, en una perspectiva de largo plazo, quizás esa no sea la inclinación que el país deba favorecer. Si se está produciendo un desequilibrio por un excesivo superávit en la cuenta de capitales, quizás la respuesta correcta sería tratar de neutralizar ese superávit en la fuente, en vez de estimular un déficit en la cuenta corriente. No estamos, naturalmente, sugiriendo que se debe desincentivar la IED que entra al país. Lo que estamos sugiriendo es que hay que empezar a explorar fórmulas para, primero, desendeudar la economía colombiana en moneda extranjera y, segundo, de manera más estructural, estimular la inversión colombiana directa en el exterior.

De manera general, uno debe preguntarse qué está contribuyendo simultáneamente a deteriorar la cuenta corriente y mejorar la cuenta de capital, para contrarrestarlo. La respuesta obvia es el déficit fiscal. En esta perspectiva, el déficit fiscal es uno de los principales causantes domésticos de la apreciación del peso. Sin embargo, dentro del paquete de medidas el esfuerzo fiscal, en términos generales, se limita a hacer un manejo más racional de la financiación del gobierno, pero no a reducirla, lo que en efecto se lograría con una disminución del déficit. La única medida dentro del paquete cambiario que apunta a reducirlo es un control más eficaz de las regalías. Uno puede decir que la coyuntura de apreciación del peso responde a situaciones estructurales de

¹ Esta cuenta registra los movimientos de divisas provenientes de las cuentas corrientes de compensación y de la compra-venta de los saldos de cuentas libres efectuados en el mercado cambiario doméstico.

la economía mundial, lo cual es cierto; pero la verdad completa es que nuestra posición fiscal nos hace más vulnerables al entorno internacional.

Era de esperar que, en una coyuntura de abundancia de divisas, el gobierno decidiera retirar los incentivos tributarios al financiamiento externo. La forma de hacerlo fue eliminar el beneficio de deducción del impuesto de renta para “Los créditos que obtengan en el exterior las empresas nacionales, extranjeras o mixtas, establecidas en el país y los patrimonios autónomos administrados por sociedades fiduciarias establecidas en el país”, y para “Las rentas por arrendamiento originadas en contratos de leasing que se celebren directamente o a través de compañías de leasing, con empresas extranjeras sin domicilio en Colombia”. En consecuencia, los intereses de estas operaciones estarán sometidos a retención en la fuente por impuesto a la renta. Para esto se requiere un pronunciamiento del Conpes, que se acaba de dar el pasado viernes 5 de noviembre, y un decreto modificadorio del decreto 2105 de 1996, que, hasta donde sabemos, todavía no ha sido expedido. Naturalmente, estas medidas causan incertidumbre en las empresas que se estaban financiando en el exterior, que solamente se eliminará con la expedición del nuevo decreto. Por seguridad jurídica, estas empresas esperan que la medida no cobije las operaciones de financiación que ya están en curso.

En esta coyuntura de acceso amplio a la financiación externa, para salvaguardar la estabilidad financiera de la economía, las autoridades deben, por una parte, prevenir un endeudamiento excesivo de los diversos agentes domésticos en moneda extranjera. Sobre todo, deben evitar que ellos incurran en descalces cambiarios. Y por otro lado, no contribuir a generar un ambiente propicio para la formación de burbujas en los mercados de activos domésticos, ni para desbordamientos del crédito. Para lograrlo, quizá tengan que recurrir no sólo a los instrumentos de política tradicionales, sino además a las estrategias e instrumentos prudenciales.

Además, hasta donde sea prudente sin comprometer la estabilidad macroeconómica ni la financiera, una parte del exceso de ingresos externos debe dedicarse a mejorar la productividad de la economía y la competitividad de sus bienes y servicios, invirtiendo en infraestructura, en capital humano, en innovación y en investigación y desarrollo.

Finalmente, se requiere prudencia para evitar ajustes desproporcionados en los precios de los bienes transables –salarios, arrendamientos, precios regulados– que deterioren la competitividad de la producción doméstica.

Colombia. Principales Indicadores Macroeconómicos

	2007	2008	2009					2010					2011	
			T1	T2	T3	T4	total	T1	T2	T3	T4	Proy.	Proy.	
PIB Nominal (USD mM)	207.8	242.6	60	61	62	63	247	66.6	68.4	70.1	71.8	276.9	...	
PIB Nominal (COP MM)	432	477	123	126	127	129	505	129.9	133.3	136.8	140.0	540.0	...	
Crecimiento Real														
PIB real (% Var. Interanual)	6.3	2.7	-0.4	-0.2	0.9	3.0	0.8	4.2	4.5	4.8	4.5	4.5	4.3	
Precios														
Inflación (IPC, % Var. Interanual)	5.7	7.7	6.1	3.8	3.2	2.0	2.0	1.8	2.3	2.4	3.0	3.0	3.2	
Inflación básica (% Var. Interanual)	5.2	5.9	5.4	4.5	3.9	2.7	2.7	2.3	2.2	1.1	0.5	0.5	...	
Tipo de cambio (COP/USD fin de periodo)	2002	2234	2561	2159	1922	2046	2046	1928	1916	...	...	1832	1784
Tipo de cambio (Var. % interanual)	-10.4	11.6	40.6	17.8	-1.2	-8.4	-8.4	-24.7	-11.2	...	...	-10.5	-2.6
Sector Externo														
Cuenta corriente (% del PIB)	-2.8	-2.8	-2.0	-1.7	-2.5	-2.5	-2.2	...	...	...	...	-2.7	...
Cuenta corriente (USD mM)	-5.8	-6.8	-1.0	-0.9	-1.5	-1.7	-5.1	...	...	...	...	-7.3	...
Balanza comercial (USD mM)	-0.6	1.0	0.1	0.8	0.4	0.8	2.1	0.7	...	...	...	1.4	...
Exportaciones F.O.B. (USD mM)	29.4	37.1	7.5	7.8	8.3	9.0	32.6	9.0	...	...	...	37	...
Importaciones F.O.B. (USD mM)	30.1	36.3	7.4	7.0	7.9	8.2	30.5	8.3	...	...	...	36	...
Servicios (neto)	-2.6	-3.1	-0.5	-0.5	-0.7	-1.0	-2.7	...	...	...	...	-3.1	...
Renta de los factores												-9.7		
Transferencias corrientes (neto)	5.2	5.5	1.2	1.1	1.1	1.3	4.6	1.0	...	...	...	4.2	...
Inversión extranjera directa (USD mM)	9.0	10.6	2.1	2.8	1.3	0.9	7.2	2.2	...	...	...	8.8	...
Sector Público														
Bal. primario del Gobierno Central (% del PIB)	0.8	0.9	...	...	...	...	-1.1	...	...	...	...	-1.3	-0.7
Bal. del Gobierno Central (% del PIB)	-3.2	-2.3	-2.7	-0.5	-0.5	-0.4	-4.2	0.1	...	...	...	-4.4	-3.9
Bal. primario del SPNF (% del PIB)	...	-0.1	...	...	...	...	-2.4	...	...	...	...	-0.6	0.0
Bal. del SPNF (% del PIB)	-0.6	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-2.6	0.2	...	...	...	-3.6	-3.0
Indicadores de Deuda														
Deuda externa bruta (% del PIB)	21.4	18.9	20.2	20.0	22.1	...	24.1	...	...	...	...	20.4	25.0
Pública (% del PIB)	13.8	12.2	13.2	13.4	15.1	...	16.3	...	...	...	...	14.3	13.0
Privada (% del PIB)	7.7	6.9	7.0	6.6	7.0	...	7.8	...	...	...	...	6.1	12.0
Deuda del Gobierno (% del PIB, Gob. Central)	36.5	36.4	38.5	36.6	35.3	...	43.2	...	...	...	...	38.6	39.6

Fuente: DANE, Banco de la República, Minhacienda, Superfinanciera y Asobancaria.

Colombia. Estados financieros*

Activo	Sep-10 (a) 227,893	Ago-10 224,455	Sep-09 (b) 195,707	Var real anual entre (a) y (b) 13.8%
Disponible	14,800	13,388	14,721	-1.7%
Inversiones	48,536	49,835	42,303	12.2%
Cartera Neta	142,479	138,790	120,407	15.7%
Consumo Bruta	40,105	39,327	34,567	13.4%
Comercial Bruta	93,431	90,958	78,802	15.9%
Vivienda Bruta	12,424	12,004	10,133	19.9%
Microcrédito Bruta	3,787	3,733	3,467	6.8%
Provisiones**	7,269	7,231	6,562	8.3%
Consumo	2,598	2,630	2,663	-4.6%
Comercial	4,147	4,079	3,408	19.0%
Vivienda	383	384	340	10.3%
Microcrédito	140	139	152	-10.0%
Otros	22,079	22,442	18,276	18.1%
Pasivo	197,484	194,783	170,769	13.1%
Depósitos y Exigibilidades	148,450	147,275	134,218	8.1%
Cuentas de Ahorro	70,921	70,437	63,261	9.6%
CDT	45,220	44,841	44,429	-0.5%
Cuentas Corrientes	26,600	26,838	22,004	18.2%
Otros	5,708	5,160	4,523	23.4%
Otros pasivos	49,034	47,507	36,551	31.2%
Patrimonio	30,410	29,672	24,938	19.2%
Ganancia/Pérdida del ejercicio	3,838	3,471	3,514	6.8%
Ingresos por intereses	12,287	9,518	14,624	-17.9%
Gastos por intereses	3,926	3,068	6,413	-40.2%
Margen neto de Intereses	8,348	7,396	8,204	-0.5%
Ingresos netos diferentes de Intereses	5,889	5,288	5,883	-2.1%
Margen Financiero Bruto	14,237	12,684	14,087	-1.2%
Costos Administrativos	6,686	5,930	6,164	6.0%
Provisiones Netas de Recuperación	1,512	1,341	2,425	-39.0%
Margen Operacional	6,039	5,413	5,498	7.4%
Indicadores				Variación (a) - (b)
Indicador de calidad de cartera	3.31	3.65	4.29	-0.98
Consumo	5.12	5.42	7.34	-2.23
Comercial	2.42	2.79	2.82	-0.40
Vivienda	3.61	3.76	4.61	-1.00
Microcrédito	5.28	5.53	6.22	-0.94
Cubrimiento**	122.56	113.89	120.57	1.99
Consumo	126.62	123.33	104.89	21.72
Comercial	183.71	160.65	153.42	30.29
Vivienda	85.53	85.06	72.69	12.83
Microcrédito	70.00	67.28	70.42	-0.43
ROA	2.22%	2.31%	2.27%	-0.1%
ROE	17.14%	17.90%	19.36%	-2.2%
Solvencia	N.D.	15.21%	14.11%	N.D.

1/ El Margen Financiero es calculado como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses menos Prima amortizada de cartera - cuenta PUC 510406

2/ *Datos mensuales a septiembre de 2010 del sistema bancario. Cifras en miles de millones de pesos. Fuentes y cálculos Asobancaria.

** No se incluyen otras provisiones. El cálculo del cubrimiento tampoco contempla las otras provisiones.