

## ¿Qué explica la apreciación del peso?

Bancolombia. Marzo 5/2010

### La fortaleza del peso colombiano frente al dólar, por encima del euro y sobretodo de otras monedas de Latinoamérica, está en contravía de los fundamentales.

Desde mediados de 2009 el Grupo Bancolombia reseñó que la fortaleza del peso colombiano frente al dólar, por encima del euro y sobretodo de otras monedas de Latinoamérica, estaba en contravía de **los fundamentales**. Diferencias de Colombia con otros países en el desempeño del **crecimiento, la producción, la dinámica industrial**, el nivel de **inversión productiva**, la **creación de empleo** y la **recuperación del consumo**, junto al pobre desempeño de **las exportaciones** no tradicionales por Venezuela, justificaban nuestra posición. En 2009 varios artículos se escribieron diciendo que teníamos que tener cuidado con no regresar a un crecimiento enfermo como el de mediados de los años 90, basado en una **economía no transable fuerte y un sector transable postrado**. El golpe de Venezuela sobre la industria y la necesidad de abrir nuevos mercados confirmaban una visión fundamental menos optimista. Pensábamos que la tasa de cambio cerraría en \$2.070, y ¡lo hizo en \$2.044!

Sin embargo, para 2010, y desde septiembre de 2009, nuestra proyección de tasa de cambio al cierre del año se ubicó en \$1.870. Nuestro pronóstico se basaba en la fuerza de la **oferta de dólares** en 2010 que provenía de la **inversión extranjera directa** para el desarrollo y el crecimiento de las actividades tradicionales y de materias primas. Otra fuente de influjo de dólares procedía de un **mayor nivel de endeudamiento externo**, dado el atractivo de las bajas tasas de interés internacional y la **amplia liquidez externa** disponible para financiar los proyectos locales de infraestructura. También motivando un posible mayor **flujo de inversión de portafolio** a Colombia estaba el atractivo rendimiento que ofrecían las **altas de interés internas del mercado y las de la deuda pública interna**, lo que igualmente explicaba el apetito del Gobierno por hacer uso de la financiación externa.

Nuestra tabla de flujos en dólares a la economía colombiana previstos para 2010, exceptuando flujos de portafolio, nos daba cerca de **USD12,700** millones, que debían mantener la presión sobre la tasa de cambio. Durante 2009 tuvimos un flujo similar. La pregunta, sabiendo el flujo, para determinar el nivel de tasa de cambio recaía sobre el volumen de la deuda externa del Gobierno, el comportamiento de la remesas y, en general, sobre la cuenta corriente.

Los últimos datos, a noviembre 2009, indican que la **deuda externa pública creció USD7,318 millones, al tiempo que la deuda externa privada disminuyó USD381 millones**. Es decir, habría que señalar, aunque se ha repetido hasta el cansancio, que lo más delicado de **la apreciación del peso en 2009 fue que ésta fue conducida por el Gobierno y las entidades públicas**. Si activamos la alerta atrás en junio fue porque 78% del endeudamiento público de 2009 entró entre julio y noviembre del año pasado. En contraste con las circunstancias predominantes en 2005, cuando la apreciación de la moneda se explicaba principalmente por el aumento en la

deuda externa contratada por los agentes privados, mientras que la deuda externa pública disminuía, el fortalecimiento del peso en 2009 lo motivaron otras fuerzas. Incluso, si la inversión extranjera directa (IED) y en alguna medida también el Gobierno incidieron en 2006 y 2007 sobre el peso, en 2009 el monto de endeudamiento público fue 3 veces mayor, mientras que la IED cayó casi 20% durante el mismo año.

El peso se apreció entre julio y noviembre 6.48% frente al dólar, 2.53% frente al sol peruano, 4.76% frente al peso mexicano, 6.81% frente al peso argentino, 4,71% frente al colón costarricense.

#### Flujos de dólares esperados en 2010 (sin portafolio)

		USD Millones
<b>Sector Petróleo</b>		<b>6.100</b>
Inversión Petrolera	Otros Campos Exploración, Producción	4.000
Pacific Rubiales	Exploración nuevos pozos	1.000
Grupo Merhav	Etanol	300
ANH	Exploración y producción	200
Hocol	Exploración y producción	600
<b>Sector Minas, Canteras, Carbón</b>		<b>1.996</b>
Drummond	Construcción de productora carbonera	500
MPX (Holding EBX)	Transporte Carbón	150
Votorantim	Inversión planta Nobsa de Acerías Paz	46
Holcim Colombia	Ampliación planta cementera	100
Greystar	Explotación oro	1.000
Medoro Resources	Adquisición	200
<b>Sector Energía</b>		<b>1.537</b>
Isagen	Hidroeléctrica de Sogamoso	600
Subasta Energía	Proyectos de Generación de Energía	690
Termoyopal	Termoeléctrica	50
Hydrochina Zhongnan	Construcción microcentrales eléctricas	97
Termocali		100
<b>Sector Construcción</b>		<b>300</b>
Aeropuerto Dorado	Construcción Aeropuerto	200
Grupo Casino-Éxito	Modernización y remodelación de	100
<b>Otros</b>		<b>1.597</b>
Telefónica	Reinversión	250
Telefónica	Inversión en ETB	950
Biocom	Construcción planta en Armenia	12
Chilefilms	Construcción laboratorio	3
Sodimac	Reinversión	82
Fondo Fintra	Reinversión	300
<b>Sector Oficial</b>		<b>1.171</b>
Tesorería General		1.171
<b>TOTAL FLUJOS EN DÓLARES</b>		<b>12.701</b>

\*Inversión Nueva: Empresa que no está establecida en el país.

\*\*Reinversión (R): Empresa que ya está en el país y va a desarrollar un proyecto para aumentar la capacidad instalada, para lo cual trae recursos del exterior.

Fuente Cálculos Bancolombia.

En 2010 el peso se ha apreciado 7% frente al dólar, 4.24% frente al sol peruano, 2.5% frente al peso mexicano, 7.2% frente al peso argentino y 3.13% frente al colón costarricense. Contra el peso chileno lo ha hecho 6% y 12% frente al euro.



En lo que va de 2010 las remesas siguen débiles, en parte porque la apreciación del dólar frente al euro del 5% implica menos dólares. Durante 2009 cayeron 13%, ahora caen 15%. En la medida en que las exportaciones crecen por bienes tradicionales, que requieren menos reintegro de dólares por parte del sector privado, el reintegro no cae 25% como en 2009, pero sí se mantienen cayendo 16%. Entre tanto los giros para el pago de importaciones crecen en 2010 26% mientras que en 2009 caían 17%. Con ello el déficit de cuenta corriente crece un 344% en las primeras 6 semanas de este año.

Semejante magnitud en el deterioro explica entre otras cosas la entendible decisión de reiniciar la intervención cambiaria del BR; a su vez confirma que el comportamiento no está alineado con fundamentales de la economía colombiana, como lo temía el Grupo Bancolombia.

Incluso, frente a nuestros supuestos para 2010, continúa cayendo la deuda externa privada, no 12% como en 2009, sino 82% en lo que va de 2010. La IED crece apenas 2% y los flujos de portafolio siguen siendo demandantes de dólar.

### Balanza Cambiaria – Feb 12/10

Año Corrido	YTD			Variacion YTD		
	15-feb-08	13-feb-09	12-feb-10	13-Feb-09 / 12-Feb-10	Dic-2008 / Dic-2009	15-Feb-08 / 12-Feb-10
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-533,59</b>	<b>-252,17</b>	<b>-1.119,66</b>	<b>344,02%</b>	<b>14,78%</b>	<b>109,84%</b>
Exportaciones de Bienes	1.138,56	910,98	767,32	-15,77%	-23,11%	-32,61%
Remesas, Transferen. y Donaciones	662,29	595,14	507,34	-14,75%	-12,71%	-23,40%
(-) Importaciones de Bienes	-2.064,30	-1.567,22	-1.980,98	26,40%	-17,03%	-4,04%
(-) Intereses, Gastos y Comisiones	-444,71	-354,46	-284,68	-19,69%	-16,73%	-35,99%
(-) Utilidades y Dividendos	-71,58	-55,99	-54,22	-3,16%	5,87%	-24,24%
<b>Cuenta de Capitales</b>	<b>1.074,94</b>	<b>-250,27</b>	<b>966,06</b>	<b>-486,01%</b>	<b>-12,42%</b>	<b>-10,13%</b>
(-) Prestamos Neto (S. Privado)	-146,32	-106,96	-194,69	82,02%	12,44%	33,06%
<b>Inversión Extranjera Neta</b>	<b>1.008,35</b>	<b>805,19</b>	<b>836,80</b>	<b>3,93%</b>	<b>-18,18%</b>	<b>-17,01%</b>
IED	1.499,83	1.008,75	1.028,42	1,95%	-19,01%	-31,43%
Hidrocarburos y Minería	805,51	741,22	918,15	23,87%	15,86%	13,98%
Otros	694,31	267,53	110,27	-58,78%	-96,35%	-84,12%
Inversión Extranjera de Portafolio	-80,58	-12,35	15,53	225,72%	84,40%	119,27%
(-) Inversión Colombiana en el exterior	-410,90	-191,21	-207,15	8,34%	20,69%	-49,59%
(-) Inversión Directa	9,98	-22,93	-8,81	-61,55%	11,39%	-188,28%
(-) Inversión de Portafolio	-420,88	-168,28	-198,33	17,86%	23,16%	-52,88%
<b>Sector Oficial</b>	<b>539,12</b>	<b>496,90</b>	<b>640,84</b>	<b>28,97%</b>	<b>276,18%</b>	<b>18,87%</b>
Otras Operaciones Especiales BR	-8,43	-1.451,54	-169,50	-88,32%	-207,34%	1.910,33%
<b>Variación Reservas Netas</b>	<b>540,37</b>	<b>-495,55</b>	<b>-154,50</b>	<b>-68,82%</b>	<b>-56,66%</b>	<b>-128,59%</b>

Fuente; Banco de la República, cálculos Bancolombia.

**Entonces, ¿qué explica la apreciación del peso colombiano?** Los flujos públicos principalmente.

### Flujos USD (Balanza Cambiaria – Feb 12/10)

	12-feb-10	Año Corrido
<b>Neto Balanza Cambiaria</b>		<b>237,73</b>
<b>Neto Sector Privado</b>		<b>-403,11</b>
<b>Demanda de dólares</b>		<b>-2.721,72</b>
(-) Importaciones de Bienes		-1.980,98
(-) Intereses, Gastos y Comisiones		-284,68
(-) Utilidades y Dividendos		-54,22
(-) Prestamos Neto (S. Privado)		-194,69
(-) Inversión Colombiana en el exterior		-207,15
<b>Oferta de dólares</b>		<b>2.318,61</b>
(+) Exportaciones de Bienes		767,32
(+) Remesas, Transferen. y Donaciones		507,34
(+) IED		1.028,42
(+) Inversión Extranjera de Portafolio		15,53
<b>Neto Sector Oficial</b>		<b>640,84</b>
<b>Oferta de dólares</b>		<b>640,84</b>
(+) Préstamo Neto		42,40
(+) Inversión Financiera		269,07
(+) Operaciones Especiales		329,37
<b>Aproximación compra USD por parte del BR (mensual)</b>		<b>-400,00</b>
<b>Sobredemanda de dólares</b>		<b>162,27</b>

Los datos conocidos hasta el momento sugieren que la demanda privada de dólares supera la oferta, dejando un déficit de USD403 millones en el mercado. Ello no es muy coherente con una apreciación del 7% como hemos visto en 2010.

Las cuentas públicas sugieren que la oferta neta de dólares oficiales, que no obedece principalmente a deuda, sino a reintegro de recursos del exterior de Ecopetrol, es de USD640 millones. Ello es coherente, al terminar sobreofertados en casi USD240 millones, con una fortaleza peso, aunque quedan dudas si es un motivo suficiente como para explicar un 7% de apreciación. En ese sentido, parece que la magnitud la explican más las expectativas del mercado y que por ello, el BR ha salido a demandar USD400 millones mensuales, superando la sobreoferta. Es decir, pretendiendo dejar al mercado sobredemandado en USD162 millones.

El problema es que si se cumplen los flujos esperados por el Grupo Bancolombia, la presión bajista debería continuar. Hasta ahora no se han visto ni los flujos de IED ni de deuda externa privada que esperamos. Por ello, si la intervención cambiaria se esteriliza vendiendo TES hay que esperar que más adelante dicho flujo sea mayor, sobre todo por flujos de portafolio, tanto por reintegro de la inversión colombiana en el exterior como de la inversión externa.