

INFORME SEMANAL



ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 744 67 00
Bogotá D.C.

Mauricio Santa María S.
Presidente de ANIF

Anwar Rodríguez C.
Vicepresidente de ANIF

Camila Ciurlo A.
Investigador Jefe de ANIF

Investigadores

Fabián Suárez N.
José Antonio Hernández R.
Laura Llano C.
Norberto Rojas D.
Erika Schutt P.
Daniel Franco L.
Samuel Malkún M.
Alejandro Lobo C.
María Camila Carvajal P.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF

No. 1556 | Octubre 12 de 2022

¿POR QUÉ SE DEVALÚA CADA VEZ MÁS EL PESO?

Hace un par de meses publicamos un *Informe Semanal*¹ en el cual se analizaron las causas que han impulsado la devaluación del peso colombiano. En ese documento se plantearon factores externos e internos que en conjunto habían llevado al peso a superar los \$4.600 en los primeros días de julio. Luego de un breve periodo de apreciación en el que la divisa retornó a niveles cercanos a los \$4.400, la devaluación parece haber vuelto y esta vez para quedarse. A diario se leen titulares de nuevos máximos históricos para la TRM con cotizaciones que superan los \$4.600. La inquietante tendencia parece indicar que se ha alcanzado una nueva base de cotización, donde la incertidumbre por los anuncios del Gobierno Nacional, en temas por ejemplo relacionados con la exploración de nuevos yacimientos de petróleo y gas o la imposición de impuestos a la movilidad de capitales, incrementará la volatilidad en el mercado.

En este nuevo *Informe Semanal* continuamos el análisis del mercado cambiario colombiano. Nuevamente, será importante considerar los factores externos e internos que están explicando el comportamiento reciente de nuestra divisa. En el frente internacional se observa que la devaluación es un factor común en gran parte de las economías mundiales, independiente del nivel de ingreso. Sin embargo, la devaluación del peso colom-

¹ Informe Semanal 1551: Factores externos e internos detrás de la volatilidad del peso.

Octubre 12 de 2022

biano es notoriamente alta, incluso si se compara con las monedas de otros países de la región como Chile, Perú, México y Brasil, cuyas monedas han sufrido devaluaciones moderadas y en algunos casos han tenido revaluaciones. Lo anterior lleva a pensar que hay factores adicionales al entorno macroeconómico internacional, particulares de la economía e incluso la política colombiana, que llevan a que el proceso de devaluación se profundice. Repasamos esos factores y con base a ellos pronosticamos el comportamiento del peso en lo que resta del año.

Factores externos

En el mercado cambiario convergen decisiones y creencias de todos los agentes económicos, desde un individuo que compra divisas para un viaje hasta un banco central, lo que hace la predicción acertada de una senda cambiaria virtualmente imposible. Lo cierto es que algunos agentes influyen más que otros en el mercado, ya sea porque transan montos más elevados o porque tienen un poder político y económico no despreciable. En ese último grupo entran los principales bancos centrales del mundo, que no solo afectan el comportamiento de su divisa frente a otras sino el comportamiento generalizado del mercado cambiario. No hay ejemplo más claro que la Reserva Federal de Estados Unidos (FED, por sus siglas en inglés) y, en menor medida, el Banco Central Europeo (BCE).

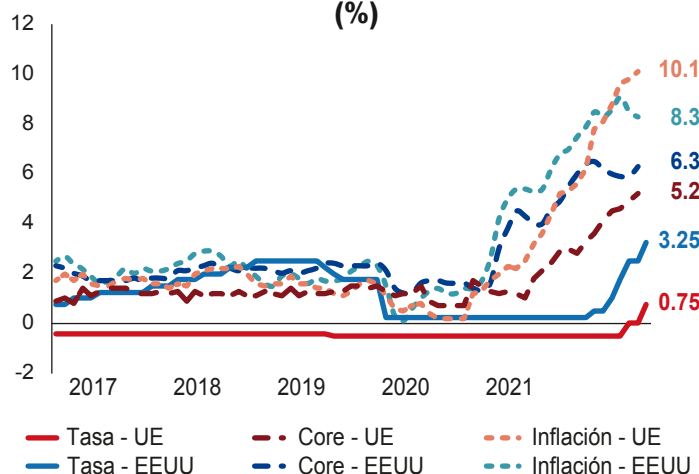
Las principales funciones de ambos bancos son velar por mantener el poder adquisitivo de sus respectivas monedas e impulsar por medio de una política monetaria prudente el crecimiento económico. En

el cumplimiento de sus responsabilidades, ambos bancos centrales han tomado decisiones económicas que se han reflejado en el mercado cambiario internacional. A nivel mundial, el nivel de precios ha incrementado debido a los estímulos otorgados por los gobiernos durante la pandemia, el encarecimiento de los fletes en el comercio internacional y, más recientemente, la crisis en Ucrania y su impacto sobre el mercado de los *commodities*. Estados Unidos y Europa han sido de las regiones más afectadas por la coyuntura, registrando variaciones anuales en sus precios del orden de 8.3% y 10.1%, respectivamente (ver Gráfico 1).

En vista del elevado costo de vida, tanto la FED como el BCE han elevado sus tasas de referencia en el marco de una política monetaria contracíclica que busca contener la inflación por medio de incrementos en las tasas de intervención, para así propiciar el ahorro y encarecer el crédito. El comportamiento *hawkish* de la FED – jerga económica que se utiliza para referirse a subidas en la tasa de interés — ha sido más pronunciado que el de la ECB, que apenas inició sus ajustes de tasa en julio y lo ha hecho en una menor medida, pasando de una tasa en terreno negativo del -0.5% a una tasa del 0.75% (un incremento acumulado de 125pb en las últimas dos reuniones). Lo anterior explica, al menos parte, la revaluación del dólar frente al euro, intercambio que alcanzó por primera vez la paridad e incluso por momentos registró superioridad del dólar. Tasas más altas en EE.UU. llevan a retornos más altos que en Europa, lo que lleva a inversionistas a preferir el dólar sobre el euro. El fenómeno no solo está presente en el tipo de cambio del euro, sino frente a todas las divisas del mundo. Inversionistas que sa-

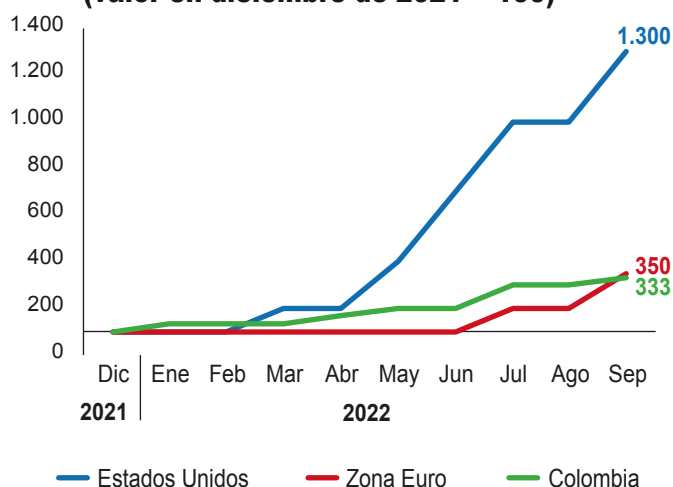
Octubre 12 de 2022

Gráfico 1a. Inflación y tasas de interés en EEUU y UE (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Federal Reserve Economic Data (FRED).

Gráfico 1b. Índice de la tasa de interés (valor en diciembre de 2021 = 100)



can su dinero de EE.UU. en busca de retornos más altos se ven tentados a llevar nuevamente su capital a EE.UU., generando presiones al alza del dólar.

También se debe considerar el factor riesgo, que es más marcado en unas economías que en otras. En el caso europeo la incertidumbre es evidente ante el riesgo geopolítico de un escalamiento del conflicto en Ucrania. Otro factor que incrementa el riesgo del euro es la débil recuperación económica de la Zona Schengen. Se teme que la política contractiva del BCE lleve a la recesión a la economía europea, que por si sola no es particularmente robusta. A diferencia del factor interés, el factor riesgo no se ve igual en todas las economías, ya que problemáticas particulares de cada país amenazan con pasar factura sobre las respectivas economías. Por ejemplo, en

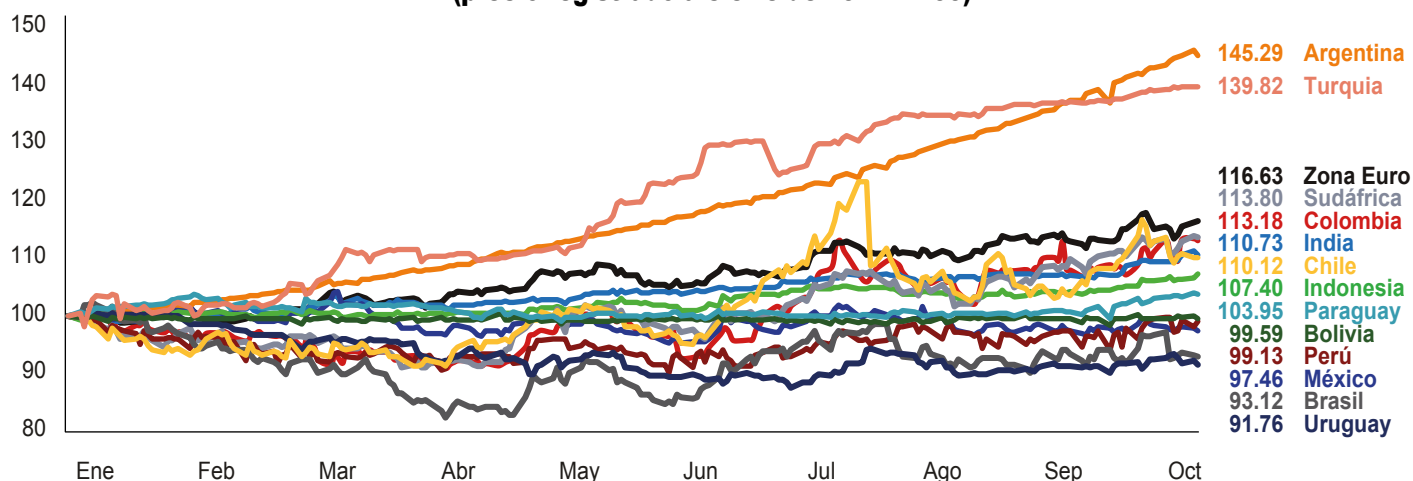
América Latina el riesgo está más ligado a factores políticos que, como veremos en el caso colombiano, son particularmente fuertes. Al percibir un mayor riesgo los agentes económicos prefieren tener su capital en dólares, el activo refugio por excelencia.

La combinación de ambos frentes — interés y riesgo — ha llevado a que muchas de las monedas del mundo se hayan devaluado en lo corrido del año. Como se ve en el Gráfico 2, 9 de las 14 monedas de la muestra registran una pérdida de valor frente al dólar.

El fenómeno se da a nivel mundial, pues ambos frentes que mencionamos están presentes en casi todas las economías del mundo. Sin embargo, llama la atención que la devaluación del peso colombiano sea notoriamente más alta. Incluso, si se acota el pe-

Octubre 12 de 2022

**Gráfico 2. Devaluaciones de las principales monedas frente al dólar
(precio registrado a cierre de 2021 = 100)**



Fuente: elaboración ANIF con datos de Yahoo Finance.

riodo de estudio al tercer trimestre del año, el peso se convierte en la moneda más devaluada. Lo anterior puede indicar dos cosas: las ganancias relativas del interés en dólares frente al interés en pesos son más altas que para el resto de las monedas, o el riesgo de la economía colombiana es mayor. En la siguiente sección analizamos esa disyuntiva, estudiando ambas posibilidades y resaltando en qué medida está influyendo cada una para explicar el comportamiento atípico del peso.

Factores internos

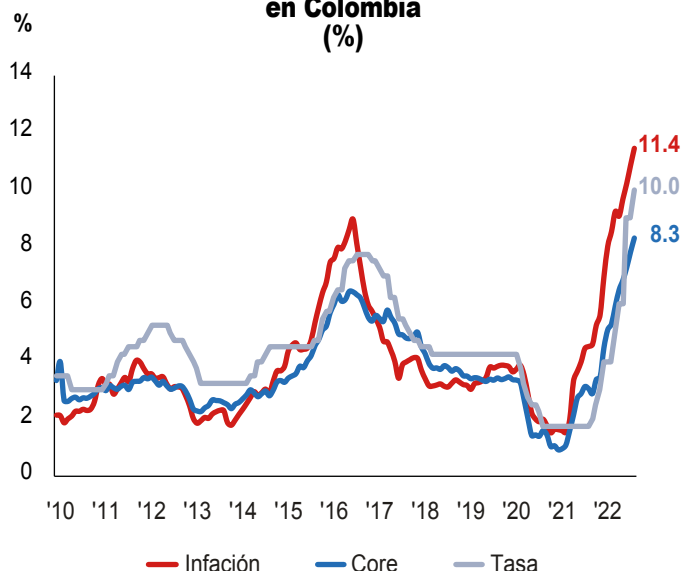
En primer lugar, se debe contemplar las medidas tomadas por el Banco de la República. La función

del Emisor no es — ni debe ser — el control cambiario, pero sus decisiones, que se toman en cuenta considerando la inflación y buscando mantener el poder adquisitivo de los colombianos, influyen sobre el tipo de cambio.

La crisis inflacionaria no ha sido ajena a nuestro país, la variación anual en precios alcanzó el 11.4% en el mes de septiembre. En respuesta a la preocupante senda de los precios, el Banco de la República emprendió un camino de subidas a su tasa de intervención, que hace un año se ubicaba en 2% y hoy alcanza el 10%. El incremento de 8pp en un espacio tan corto de tiempo corresponde a una de las políticas monetarias más pronunciadas del siglo (ver Gráfico 3).

Octubre 12 de 2022

Gráfico 3. Inflación anual y tasa de referencia en Colombia (%)



Fuente: elaboración ANIF con datos del Banco de la República.

Entre las consideraciones que ha tenido el Emisor a la hora de definir la tasa de intervención se encuentra una posible salida de capitales ante el incremento de tasas en Estados Unidos. En el caso colombiano el flujo de capitales es aún más volátil a cambios en la tasa de interés, ya que también está presente el riesgo cambiario. Por ejemplo, un inversionista internacional que decida convertir sus dólares a pesos para invertirlos en Colombia y recibir tasas más altas se enfrenta a incertidumbre sobre la tasa de cambio a la que va a convertir su capital una vez el retorno es obtenido.

En ANIF desarrollamos un ejercicio que permite estudiar ese fenómeno, tomando como tasa de interés la referencia de la FED para el caso de Estados Unidos y la tasa de intervención del Banco

de la República para Colombia. Un inversionista con US\$100 recibe una tasa de 3.25% en EE.UU. La tasa actual en Colombia es de 10%, indicando un mayor retorno. Sin embargo, esa inversión no se puede realizar en dólares, por lo que el inversionista debe convertir su capital a pesos al momento de realizar la inversión y luego otra vez a dólares al momento de retirar sus ganancias. En ese caso el inversionista está sujeto a un riesgo cambiario, pues una devaluación muy elevada entre ambos momentos puede llevar a un retorno negativo. Con las tasas actuales, el inversionista podría sostener una devaluación de hasta 6% hasta obtener un retorno negativo. Ante devaluaciones mayores la tasa en Colombia tendría que aumentar al valor que se observa en la última columna en la Tabla 1. Por ejemplo, ante una devaluación del peso de 10%, la tasa de interés en

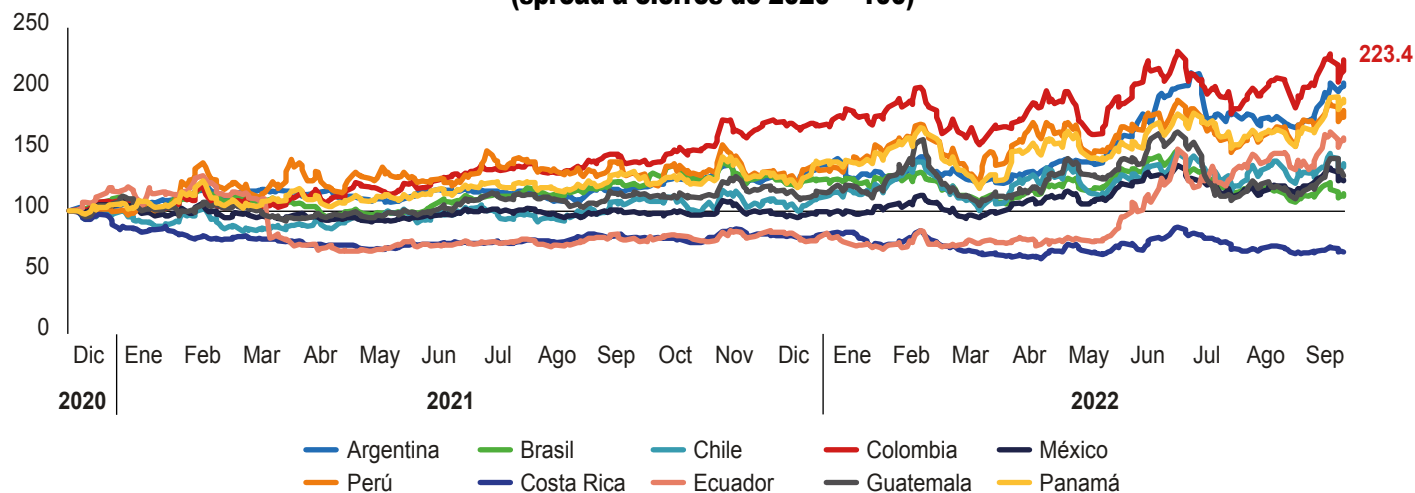
Tabla 1. Ejercicio de inversión internacional

Cambio en la TRM (%)	Exceso de retorno frente a EE.UU	Tasa necesaria en Col. para ganancias + (%)
0	6.8	4
2	4.6	6
4	2.5	8
6	0.5	10
8	-1.4	12
10	-3.3	14
12	-5.0	16
14	-6.8	18
16	-8.4	20
18	-10.0	22
20	-11.6	24

Fuente: elaboración ANIF.

Octubre 12 de 2022

Gráfico 4. Cambio en el EMBI
(spread a cierres de 2020 = 100)



Fuente: elaboración ANIF con datos de Invenomica.

Colombia debe subir a 14% para que sea rentable traer capitales.

Como mencionamos, además del factor interés, está presente el factor riesgo. El EMBI permite medir el riesgo de una economía al comparar la tasa de interés que pagan los bonos emitidos en dólares por países en desarrollo frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos. Un mayor EMBI implica que los bonos de ese país pagan más interés, atribuible a un mayor riesgo de impago. Tomando el valor base del EMBI para cierre de 2020, observamos que durante 2021 y en lo corrido de 2022 Colombia ha sido el país de la región cuyo EMBI más ha crecido (ver Gráfico 4). El incremento ya no es atribuible al factor de interés, sino a factores adicionales para el caso colombiano que llevan a una mayor devaluación al peso.

Elementos adicionales

Se debe destacar algunas dinámicas, ajenas a los factores de interés y riesgo, que también han afectado la tasa de cambio. En primer lugar, no se puede hablar del precio del dólar sin considerar el sector externo colombiano, que depende en gran medida de la exportación de hidrocarburos. El precio del Brent se ha mantenido a lo largo del año oscilando entre los \$USD 80 y los \$USD 128 por barril, lo que ha llevado a que a largo del año el precio promedio de se ubica en US\$103 por barril. En el frente del carbón la situación no ha sido distinta. Los precios del *commodity* se han ubicado en lo corrido de 2022 por encima de los US\$120 dólares por tonelada hasta alcanzar máximos superiores a los US\$400. Eso para el país se ha traducido en un aumento significativo de las exportaciones que, con corte a agosto, mues-

Octubre 12 de 2022

tran una variación positiva del 55.9% ubicándose en \$39.136 millones de dólares FOB. Eso se explica en su mayoría por el comportamiento de las exportaciones tradicionales, especialmente las de hidrocarburos y materias extractivas, que han aumentado tanto en valor como en volumen alcanzado un crecimiento de 93% en los 8 primeros meses del año.

Ese comportamiento muestra la ruptura de la dependencia de la TRM con el precio del petróleo. En tanto hoy el combustible se encuentra en valores comparables con los del boom de los *commodities* de la primera década de los 2000 y, aun así, la divisa nacional se encuentra en niveles máximos de devaluación.

Ahora, otro de los frentes que vale la pena evaluar es la situación fiscal del país. Los retos en materia de déficit se mantienen y eso es algo que preocupa a los mercados internacionales y afecta la percepción de riesgo que tienen de Colombia. Para hacerle frente a la situación, el gobierno, en cabeza del ministro de Hacienda José Antonio Ocampo, ha tratado de solventar parte del problema con la presentación de una reforma tributaria con una meta de tributación de \$22 billones anuales. Con eso se esperaría un déficit cercano al 6% del PIB para el cierre de 2022. Cabe mencionar que eso es sin tener en cuenta los dos puntos adicionales que se esperan de la deuda acumulada del FEPC para el final del año.

Pese a las distintas medidas que se han empezado a incorporar en el frente fiscal, las políticas sociales que el Presidente Petro planteó en campaña y que ha comenzado a estructurar ponen nuevas presiones de gasto sobre la mesa. Esas políticas requie-

ren de más ingresos, tanto tributarios como no tributarios. La intención de dar vía a incrementos en el gasto contrasta con algunas de las ideas que el Gobierno Nacional ha dado a conocer con respecto al sector minero energético para los próximos cuatro años. El freno o los desincentivos a la exploración y explotación de materias primas puede llevar a una disminución relevante de los ingresos de la nación, lo que ampliaría la brecha aún más entre los ingresos y los gastos del Gobierno Nacional Central. Visto así, no se puede obviar que ese ambiente de incertidumbre es un factor determinante en la volatilidad del peso colombiano.

En esa misma línea, los distintos anuncios e intervenciones que se han manifestado desde la presidencia y las distintas carteras del gobierno, junto con las fallas de comunicación de los miembros de la nueva administración, han acrecentado esa percepción de incertidumbre por parte de los mercados. Los comentarios en materia del control de capitales, la regla fiscal, la independencia del Banco de la República, entre otros, se han traducido en los mercados en un incremento del riesgo que ha debilitado la cotización de los bonos y activos nacionales. Eso, en materia cambiaria, se traduce en nuevas devaluaciones que han resultado en valoraciones por encima de los \$4.600.

Conclusiones

Desde hace décadas, no se había observado un fenómeno inflacionario mundial como el reciente. Algunos de los factores que han desencadenado el incremento de los precios aún persisten, como por

Octubre 12 de 2022

ejemplo el elevado costo de los fletes en el comercio internacional y la crisis en Ucrania. La inflación total en Estados Unidos todavía se encuentra por encima del 8%, un nivel elevado y más aún si se considera que en los últimos años esa cifra rondó niveles cercanos al 2%. A pesar de las decisiones de política monetaria que se han tomado en el país norteamericano, la tasa de interés todavía se encuentra en niveles expansivos en términos reales. Dado lo anterior, la firme intención de la FED de poner bajo control la inflación no da pie a pensar en una moderación de los incrementos en la tasa de interés de Estados Unidos en el corto plazo. Ante nuevos incrementos en la tasa de interés estadounidense, se prevé que el apetito por el dólar continúe y la devaluación se mantenga hacia finales de año.

En el frente interno se debe tomar conciencia, con las decisiones de política económica, de la necesi-

dad de generar condiciones de confianza y certidumbre. La TRM no aguanta más salidas en falso de funcionarios del gobierno, que generan pánico entre los inversionistas y lleven a devaluaciones más acentuadas del peso, como hemos observado hasta el momento. A pesar de que una TRM elevada resulta conveniente para los exportadores en el corto plazo, para el agregado de la economía no es positivo un dólar por los niveles de \$4.600 o incluso más alto. En pocas palabras nos estamos empobreciendo cada vez más en términos relativos. Reconocemos que no todo depende del gobierno, pero sí hay partes de confianza que se pueden dar para reducir la incertidumbre que la ha agregado leña al fuego de la depreciación. Lo primero pasa por la estabilización fiscal y la coordinación de las decisiones que se den en ese frente con la postura de política monetaria que acertadamente ha implementado el Banco de la República.

Octubre 12 de 2022

INDICADORES ECONÓMICOS

\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

		23 septiembre 2022	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		180.086	5.6	6.6	9.2	17.5
2. Base monetaria (B)		145.730	14.4	10.7	14.5	14.2
3. Efectivo		104.980	10.3	11.0	11.0	14.1
4. Cuentas corrientes		75.106	-0.2	1.0	6.8	22.2
5. Cuasidineros		492.816	18.4	15.6	14.9	3.7
6. Total ahorro bancos comerciales		286.641	9.3	9.4	13.0	13.4
7. CDTs		206.175	33.9	26.3	18.1	-9.4
8. Bonos		33.582	-5.0	-0.3	4.0	12.1
9. M3		729.199	14.0	12.7	12.7	7.9
10. Cartera total		592.544	18.4	17.8	17.8	5.3
11. Cartera moneda legal		572.371	19.1	18.6	18.5	5.6
12. Cartera moneda extranjera		20.174	2.4	-1.8	-1.1	-0.2
13. TES ⁽²⁾		443.669	13.5	12.9	13.2	15.5
14. I.P.C.	Sept		11.44	10.84	9.67	4.51
15. IPC sin alimentos	Sept		8.33	7.83	6.84	3.03
16. IPC de alimentos	Sept		26.62	25.57	23.65	12.40
17. TRM (\$/US\$)	Oct10	4.605.29	22.29	13.99	14.59	-1.53

VALORES ABSOLUTOS

18. Reservas internacionales ⁽³⁾		56.409	57.119	57.162	58.776
19. Saldo de TES (\$MM)		443.669	437.950	420.674	390.766
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Oct10	317.31	314.23	310.09	286.54
21. DTF efectiva anual	Oct10-Oct16	11.05	10.84	8.02	2.04
22. Tasa interbancaria efectiva	Sep30-Oct6	10.03	9.01	7.51	2.05

FECHAS CLAVE

Octubre 17 al 21 de 2022

LUNES 17

COL: festivo.
Japón: Producción industrial, agosto.

MARTES 18

COL: Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE), agosto.
COL: Zonas Francas (ZF), agosto.
China: PIB, tercer trimestre.
China: ventas al por menor, septiembre.

MIÉRCOLES 19

COL: importaciones, agosto.
EE.UU: Licencias de construcción de viviendas, septiembre.
U.E: Índice de Precios al Consumidor (IPC), septiembre.
Reino Unido: Índice de Precios al Consumidor (IPC), septiembre.
Reino Unido: Índice de Precios del Productor (IPP), septiembre 2022.
China: Inversión Extranjera Directa (IED), septiembre.
Canada: Índice de Precios al Consumidor (IPC), septiembre.
Japón: balanza comercial, septiembre.

JUEVES 20

U.E: Cuenta corriente, agosto.
China: decisión de política monetaria del PBoC.
Japón: Índice de Precios al Consumidor (IPC), septiembre.

VIERNES 21

COL: Índice de Costos del Transporte de Carga por Carretera (ICTC), septiembre.
U.E: Confianza del consumidor, octubre.
Reino Unido: ventas al por menor, septiembre.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.