

No. 1621

Agosto 26 de 2024

ISSN 1794-2616

ANIF

Calle 70A No. 7-86
PBX: 601 744 6700
Bogotá D.C.

José Ignacio López G.
Presidente

Luz Magdalena Salas B.
Vicepresidente

Andrea Ríos S.
Jefe de estudios
macroeconómicos

Fabián Suárez N.
Jefe de estudios sectoriales

Investigadores

Laura Llano C.
María Camila Carvajal P.
María Camila Oliveros M.
Juan Felipe Triana G.
Sofía Vega A.
Laura Castaño O.
Thomas Martínez R.

www.anif.com.co

E-mail: anif@anif.com.co



@ANIFCO



AnifOficial



ANIF



@ANIFCO



@AnifOficial

¿TENEMOS UN PESO DÉBIL O FUERTE?

- El peso colombiano ha tenido en los últimos años grandes fluctuaciones, lo que hace difícil saber cuál es el valor relativo de la moneda colombiana. ¿Tenemos un peso débil o fuerte?
- Un primer elemento de juicio es el comportamiento del peso frente a monedas similares. Nuestro análisis sugiere que el divorcio observado entre finales de 2022 y comienzos de 2023 entre la moneda colombiana y las de otros países de la región llegó a su fin. Ya el peso no se ve débil frente a otras monedas de América Latina.
- Adicionalmente, un ejercicio sobre el nivel de tasa de cambio real de equilibrio sugiere que el peso colombiano se encuentra en este momento 6% sobrevalorado. Nuestros cálculos sugieren que la tasa de cambio nominal debería estar en niveles cercanos a los 4.263 pesos por dólar.

El peso colombiano ha tenido en los últimos años grandes fluctuaciones. Con la llegada de la pandemia, la tasa de cambio pasó de los 3.500 pesos por dólar a niveles promedio de 3.800 durante el segundo trimestre de 2020. Pasado el período de mayor incertidumbre asociado al COVID, la moneda tuvo algo de respiro, en la antesala de una súbita devaluación asociada al proceso electoral y el inicio del actual gobierno, alcanzando una TRM (Tasa Representativa del Mercado) máxima de 5.061 pesos por dólar a comienzos de noviembre de 2022. Desde entonces, y para sorpresa de algunos, el peso colombiano ha venido en un proceso gradual pero consistente de apreciación, alcanzando una TRM mínima de 3.763 el 10 de abril de este año.

Con este nivel tan alto de fluctuaciones, es difícil saber cuál es el valor relativo de la moneda colombiana. ¿Tenemos un peso débil o fuerte? En este informe analizamos varios elementos con el objetivo de responder dicha pregunta, que resulta siempre elusiva, en la medida que las fluctuaciones del tipo de cambio son difíciles de explicar, particularmente en horizontes de plazo corto, con base en fundamentales económicos.

Un primer elemento de análisis es el comportamiento del peso frente a monedas similares. En esta dimensión, nuestro análisis sugiere que el divorcio reciente entre la moneda colombiana y la de otros países comparables de la región llegó a su fin. El gráfico 1 muestra la dinámica del peso colombiano frente al promedio de

Agosto 26 de 2024

otras monedas de países vecinos (Brasil, Chile, Perú y México) en los últimos 5 años. Allí se aprecia la devaluación causada por la pandemia y su posterior corrección, así como la devaluación idiosincrática del peso, que se aceleró durante el segundo semestre de 2022 y alcanzó una brecha de casi 30%. Con el proceso de apreciación del peso esta brecha se cerró completamente, y ahora el peso colombiano exhibe un nivel similar al de otras monedas de la región. Parece que el período de peso débil terminó.

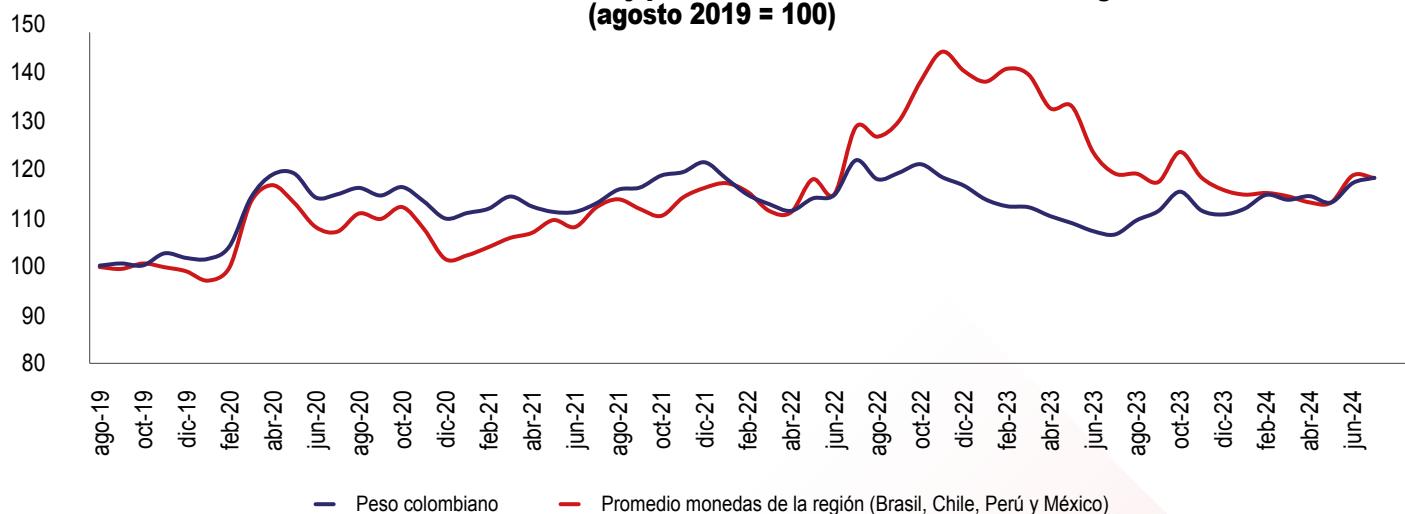
Un segundo aspecto se desprende del análisis de la tasa de cambio real. Recordemos que la tasa de cambio nominal nos indica el valor relativo de dos monedas, sin considerar su poder adquisitivo. La tasa de cambio real se define como el precio relativo que compara el valor de una canasta de

bienes en dos países diferentes, expresados en la misma moneda.

Existe una amplia literatura que busca estimar los determinantes de la tasa de cambio real de diferentes países, buscando identificar posibles brechas o desalineamientos entre la tasa observada y una de equilibrio. El tipo de cambio real de equilibrio ayuda a los analistas y a los hacedores de política a determinar si los movimientos del tipo de cambio nominal obedecen a choques temporales que probablemente se disipen en el corto plazo o están determinados por cambios más permanentes en las variables macroeconómicas fundamentales¹.

Estimar la tasa de cambio real de equilibrio no es una tarea fácil y ha sido un reto para la literatura

Gráfico 1. Peso colombiano y promedio de otras monedas de la región (agosto 2019 = 100)

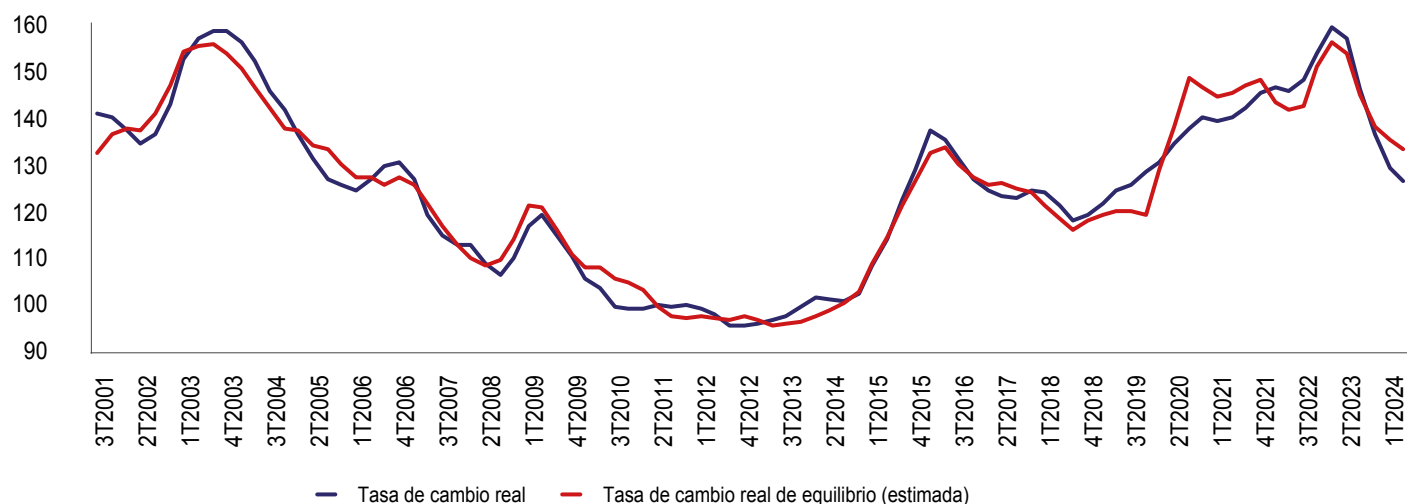


Fuente: elaboración ANIF con base en los bancos centrales de los respectivos países.

¹ Véase, entre otros, el trabajo seminal de Williamson, J. (1994). Estimating equilibrium exchange rates. Peterson Institute.

Agosto 26 de 2024

Gráfico 2. Tasa de cambio real y tasa de cambio real de equilibrio de Colombia



Fuente: elaboración ANIF con base en el Banco de la República.

económica. Si bien existe un número importante de modelos que sustentan diferentes medidas, la aplicación empírica de dichas teorías no ha sido plenamente satisfactoria. En los últimos años, un número importante de trabajos académicos ha buscado estimar tasas de cambio reales de equilibrio bajo el supuesto de modelos mixtos, en lo que se conoce como tasas de equilibrio comportamentales (*Behavioral Equilibrium Exchange Rate*).

En un trabajo reciente, Salazar-Díaz y coautores² estiman la tasa de cambio real de equilibrio para Colombia usando una importante batería de modelos y variables que la literatura ha señalado rele-

vantes en dicho análisis. Inspirado en este trabajo académico y haciendo un ejercicio similar, el gráfico 2 muestra la tasa de cambio real de Colombia y un estimativo de la tasa de equilibrio con base en variables fundamentales, con frecuencia trimestral para el período 1T2001-2T2024³.

El índice de la tasa de cambio real es calculado por el Banco de la República⁴ y evalúa el poder adquisitivo del peso colombiano frente a un conjunto de monedas de otros países con los cuales el país tiene relaciones comerciales, bien sea porque son destinos de exportación o porque participan de los bienes consumidos en Colombia. Las variables con las cuales se

² Salazar-Díaz, A., Garavito-Acosta, A. L., Ángel, S. R., & Arcila-Agudelo, L. V. (2023). Tipo de cambio de equilibrio real en Colombia: aproximación mediante miles de modelos VEC. *Lecturas de Economía*, (1).

³ Todas las variables están en promedio trimestral móvil para suavizar fluctuaciones de muy corto plazo.

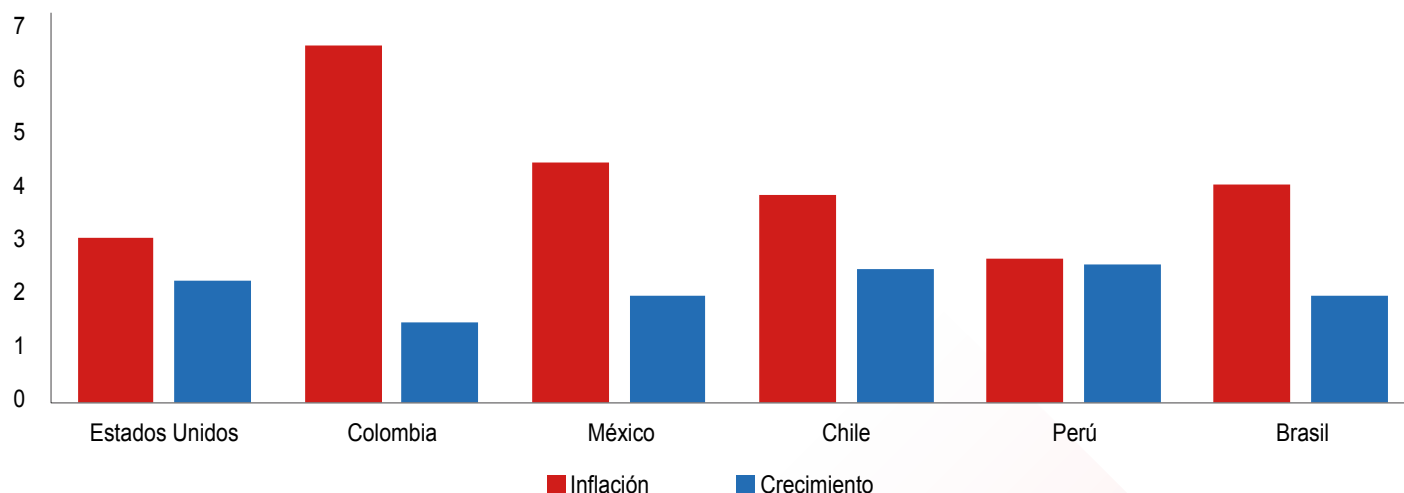
⁴ Guía metodológica ITCR (banrep.gov.co).

Agosto 26 de 2024

construye la tasa de cambio real de equilibrio son: 1) Términos de intercambio (fuente: Banrep, se define como la razón entre el precio de las exportaciones de un país y el precio de sus importaciones); 2) Una medida de productividad relativa (fuente: OCDE y FMI, mide el crecimiento del PIB de socios comerciales de Colombia en dólares ajustado por paridad de poder adquisitivo (PPA) frente al crecimiento económico del país); 3) deuda externa de Colombia en relación al PIB (fuente: Ministerio de Hacienda y Banco de la República); 4) Gasto público como porcentaje del PIB (fuente: DANE-Cuentas Nacionales); y 5) el diferencial de tasas de interés (fuente: Banrep y Reserva Federal de los Estados Unidos, diferencia entre la tasa de política monetaria de Colombia y la tasa de política en Estados Unidos)⁵.

La tasa de cambio real de Colombia se apreció de manera importante desde 2003 hasta 2014 debido a una mejora en los términos de intercambio, en particular por precios de petróleo altos por un período de tiempo prolongado, un mayor crecimiento de la economía colombiana y una reducción en el endeudamiento externo. Esta apreciación se interrumpió con la reducción en los precios de las materias primas en los mercados internacionales y posteriormente por la crisis económica asociada a la pandemia. La tasa de cambio de equilibrio que estimamos sugiere que buena parte de las fluctuaciones de mediano plazo se explican por una combinación de los factores fundamentales. En el periodo más reciente nuestro estimativo sugiere que el peso colombiano estaba subvaluado a finales de

Gráfico 3. Proyecciones económicas (inflación y crecimiento) para 2024



Fuente: elaboración ANIF con base en LatinFocus.

⁵ Todas las variables usadas en la estimación econométrica de la tasa de cambio real de equilibrio tienen el signo esperado, con base en la literatura económica, y en consistencia con los resultados de Salazar-Díaz et al.

Agosto 26 de 2024

2022 y comienzos de 2023, pero no logra explicar la apreciación de los últimos trimestres. En particular, la tasa de cambio de equilibrio se encuentra a un nivel mayor que la tasa real observada, lo que sugiere una apreciación de nuestra moneda frente a los fundamentales de 6%. De manera más concreta, este ejercicio sugiere que la tasa de cambio nominal debería estar en niveles cercanos a los 4.263 pesos por dólar.

¿Por qué la tasa real se ha venido apreciando en los últimos meses? Más allá de la apreciación del peso, vale la pena mencionar que Colombia tiene una inflación mayor a la de su pares, en un contexto de bajo crecimiento. Eso implica que incluso con la tasa de cambio estable, la tasa de cambio real se aprecia. Recordemos que, bajo la teoría de paridad de poder de compra, la tasa de cambio real debe reflejar el diferencial de inflación de las monedas respectivas. El gráfico 3 sugiere que Colombia terminará este año con una inflación por encima de otros países de América Latina y Estados Unidos, mientras tendrá un crecimiento más bajo.

En el corto plazo, al momento de hablar de la dinámica del peso muchos otros elementos harán parte

de la ecuación. Por un lado, recientemente el peso se ha visto favorecido por una corrección en la cuenta corriente, resultado del menor dinamismo de la demanda doméstica, y de un aumento del influjo de divisas asociado a las remesas de los trabajadores colombianos en el exterior. También es importante mencionar la perspectiva de una reducción en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal que generaría un mayor apetito por activos de riesgo, entre ellos monedas de países emergentes. Los mercados financieros ya vienen descontando en buena parte dicho escenario, por lo cual resulta difícil estimar el efecto una vez se concrete el cambio en postura de política monetaria por parte de la Fed. De continuar estas condiciones, el peso colombiana experimentaría presiones de apreciación. Por otro lado, en la medida en que el Banco de la República continúe con el recorte de tasas, la incertidumbre en materia fiscal se mantenga y la demanda doméstica muestre síntomas más robustos de mejora, el peso colombiano enfrentará fuerzas de devaluación.

Más allá de las actuales y futuras incertidumbres, nuestro análisis sugiere que el peso ya no se encuentra subvaluado y que en el mediano plazo deberíamos ver un tipo de cambio hacia niveles de 4.260.

Agosto 26 de 2024

INDICADORES ECONÓMICOS

\$MM(1) CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

		9 agosto 2024	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)		180.617	7,3	7,5	3,3	-7,3
2. Base monetaria (B)		155.748	12,9	10,4	5,6	-4,1
3. Efectivo		113.773	10,1	8,9	4,6	-3,5
4. Cuentas corrientes		66.844	2,8	5,2	1,2	-12,7
5. Cuasidineros		608.404	8,5	9,8	11,3	14,2
6. Total ahorro bancos comerciales		298.120	10,7	11,4	10,9	-9,0
7. CDTs		310.284	6,5	8,3	11,6	49,5
8. Bonos		24.022	-19,6	-15,3	-12,6	-13,1
9. M3		835.074	7,0	7,3	7,5	7,2
10. Cartera total		628.384	1,0	0,6	0,4	7,1
11. Cartera moneda legal		612.079	1,1	0,8	1,3	7,6
12. Cartera moneda extranjera		16.305	-0,9	-6,2	-26,5	-9,1
13. TES(2)	Ago16/24	549.303	12,5	14,7	12,4	11,9
14. I.P.C.	Jul		6,86	7,18	7,16	11,78
15. IPC sin alimentos	Jul		7,24	7,64	8,19	11,44
16. IPC de alimentos	Jul		5,18	5,27	2,98	13,24
17. TRM (\$/US\$)	Ago26	4.030,52	-2,12	1,41	-13,26	-6,58

VALORES ABSOLUTOS

18. Reservas internacionales(3)		62.226	61.629	60.642	57.680
19. Saldo de TES (\$MM)		549.302,94	554.548,67	531.067,18	488.362,45
20. Unidad de Valor Real (UVR)	Ago26	\$ 375,3559	\$ 374,3175	\$ 370,8823	\$ 350,5727
21. DTF efectiva anual	Ago26/Sep1	9,83	10,07	10,23	13,85
22. Tasa interbancaria efectiva	Ago22	0,00	11,28	11,75	13,30

FECHAS CLAVE

Agosto 26 a 30 de 2024

LUNES 26

COL: Índice de Precios de la Propiedad Residencial (IPPR), segundo trimestre.
Suiza: Desempleo, segundo trimestre.

MARTES 27

EE.UU: Índice de precios a la vivienda, junio.
EE.UU: Confianza del consumidor, agosto.
Alemania: PIB, segundo trimestre.

MIÉRCOLES 28

COL: Cartera Hipotecaria de Vivienda (CHV), segundo semestre.
Francia: Confianza del consumidor, agosto.

JUEVES 29

COL: Índice de Costos de la Construcción de Obras Cíviles (ICOCIV), julio.
EE.UU: PIB, segundo trimestre.
Japón: Tasa de desempleo, julio.

VIERNES 30

COL: Tasa de Intervención del Banco de la República.
COL: Pobreza monetaria departamental, 2023.
COL: GEIH - Mercado laboral, julio.
COL: Estadísticas de Cemento Gris, julio.
COL: Índice de Costos de la Construcción de Edificaciones (ICOCED), julio.
EUR: Tasa de desempleo, julio.

(1) Miles de millones de pesos. (2) Saldo TES del sector público. (3) Millones de dólares.
Nota: Las reservas internacionales y el saldo de TES están con corte al 16 de agosto, último corte disponible.
La tasa interbancaria está con corte al último resultado disponible.
Fuente: cálculos ANIF con base en el Banco de la República.