



Eliminación de algunos controles de capital: Necesarios pero no suficientes

Esta semana mediante el Decreto 3264, el Gobierno Nacional eliminó el depósito no remunerado del 50% para la inversión extranjera de portafolio en acciones y el requisito de permanencia mínima de dos años para la inversión extranjera directa.

Meses atrás Asobancaria había señalado la ineficacia de los controles e insistido en la necesidad de su desmonte. Aún cuando compartimos la decisión gubernamental, consideramos que la medida debería ir más allá de la eliminación del depósito para las operaciones en renta variable, incorporando también la exigencia que recae sobre el mercado de renta fija, el endeudamiento externo y los desembolsos destinados a la prefinanciación de exportaciones.

No hay que olvidar que aunque el anuncio del Ministerio crea un efecto positivo sobre las expectativas locales, no garantiza en sí mismo la entrada de capitales del exterior a mediano plazo pues las acciones tan sólo representan cerca del 3% de los montos que se transan en el mercado de valores colombiano.

Los controles a los capitales de corto plazo

En mayo de 2007 las autoridades económicas apelaron a la figura de los controles de capital con el fin de contener la apreciación del peso.¹

El primero en tomar la decisión fue el Banco de la República, que en mayo 6 estableció un depósito no remunerado al endeudamiento externo por un valor del 40% del monto desembolsado.

Para garantizar que los capitales de corto plazo no ingresaran bajo otras modalidades, el 23 de mayo de 2007, el Ministerio de Hacienda fortaleció los controles introduciendo un depósito no remunerado del 40% del valor de las inversiones de portafolio².

Un año más tarde se elevó el porcentaje del depósito del 40 al 50%³, y se estableció un periodo de permanencia mínima de dos años para la inversión extranjera directa⁴. Buena parte del endurecimiento de las restricciones se originó en la reacción que tuvo el mercado cambiario por esos días ante el mejoramiento en la calificación de Brasil y la propagación de rumores sobre una posible flexibilización de los controles en el futuro.

La decisión adoptada por el gobierno esta semana contempla tres modificaciones⁵:

1. Se exceptuó del requerimiento de depósito del 50% a las inversiones en acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones (BOCEAS). Adicionalmente se estableció que los recursos provenientes de las liquidaciones de este tipo de inversiones sólo podrán reinvertirse en tales conceptos o ser transferidos al exterior.

2. Se elimina el requisito de permanencia mínima obligatoria de dos años para la inversión extranjera directa.

3. Se incrementan los porcentajes contemplados para el descuento por restitución anticipada para todas aquellas inversiones de portafolio en valores distintos a los mencionados, al pasar de 5.72% a

² Decreto 1801 de 2007.

³ Decreto 1888 de 2008, expedido el 30 de mayo.

⁴ Restricción que cubría únicamente el monto correspondiente al capital invertido sin modificar el régimen de remisión de utilidades.

⁵ Decreto 3264 de 2008.

¹ Ver Semana Económica 637.

6.67%, en caso que se redima el mismo día de su constitución (tabla 1).

Tabla 1:
Evolución de los controles a la inversión de portafolio 2004-2008

Norma y Expedición	Entidad	Descripción
D. 4210 / 2004 dic-14	DNP	Permanencia mínima de un año (inversión de portafolio)
D. 1940 / 2006 jun-13	MINHACIENDA	Deroga el decreto 4210 / 2004
D. 1801 / 2007 may-23	MINHACIENDA	Depósito 40% en pesos, por un término de 6 meses.
D. 4814 / 2007 dic-14	MINHACIENDA	Depósito 40% en pesos o en dólares, por un término de 6 meses.
D. 1888 / 2008 may-30	MINHACIENDA	Depósito 50% en pesos o en dólares, por un término de 6 meses. Permanencia mínima de dos años (inversión directa)
D. 3264 / 2008 sep-01	MINHACIENDA	Depósito 50% en pesos o en dólares, por un término de 6 meses excepto para acciones, BOCEAS inscritos en el RNVE y carteras colectivas con este portafolio. Deroga permanencia mínima

Fuente: Asobancaria, con base en las modificaciones al Decreto 2080 de 2000.

¿Qué ha pasado desde la instauración de los controles?

Veamos el impacto que tuvieron los controles sobre los flujos de capital, la tasa de cambio y las transacciones de la Bolsa de Valores de Colombia.

1. La composición de los flujos de capital

Los estudios realizados por autores como Cárdenas y Barrera (1997) Ocampo y Tovar (1999, 2003) respecto al impacto de los controles de capital muestran que además de producir una disminución sobre los flujos de corto plazo generan una recomposición hacia los de largo plazo, situación que hace inoperante su efecto sobre el tipo de cambio.

Al examinar las cifras de la balanza cambiaria se encuentra que entre enero y agosto de 2007 la inversión extranjera en Colombia alcanzó US\$5.552 millones. De este total US\$4.515 millones correspondían a inversión directa (IED) y US\$1.037 millones a inversión de portafolio. En contraste, en lo corrido del año a agosto la inversión

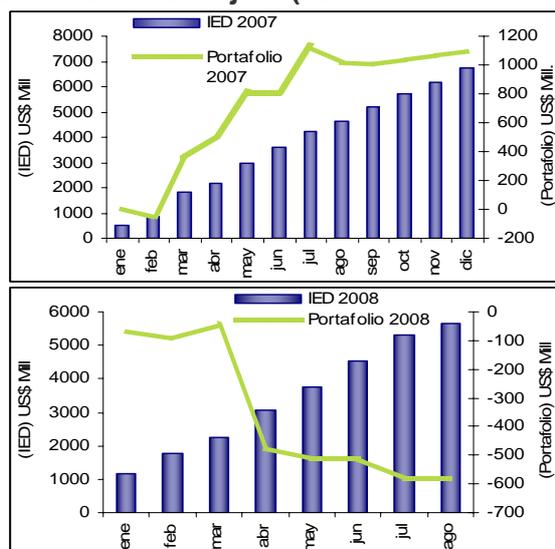
extranjera totalizó US\$5.082 millones, cifra inferior en US\$470 millones a la registrada en 2007. De este valor, US\$5.664 millones fueron flujos positivos de IED mientras que US\$583 millones correspondieron a salidas por concepto de inversiones de portafolio (tabla 2).

Tabla 2:
Inversión Extranjera en Colombia

Concepto	HASTA AGOSTO 15		
	2006	2007	2008*
Inversión Extranjera en Colombia	2.641	5.552	5.082
Inversión Extranjera Directa	2.419	4.515	5.665
Petróleo, Hidrocarburos y Minería	2.065	2.982	3.870
Otros Sectores	353	1.533	1.795
Inversión Extranjera de Portafolio	222	1.037	(583)

Fuente: Banco de la República – Estadísticas de la Balanza Cambiaria.

Gráfico 1:
Inversión extranjera (Año corrido 07-08*).



Fuente: Estadísticas cambiarias, Banco de la República.
*Corresponde al acumulado del año hasta el 15 de agosto.

El agregado de las cifras muestra que el impacto del depósito sobre las inversiones de corto plazo sólo empezó a ser notorio en el 2008, mientras que la inversión directa ha venido experimentando un incremento sostenido.

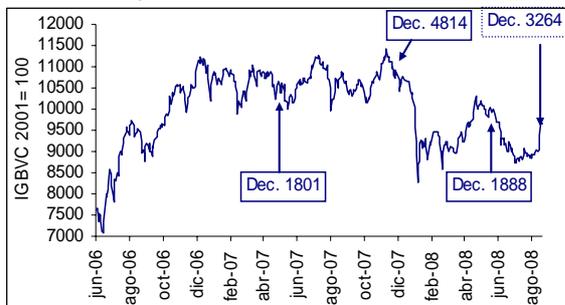
Aunque parte de la recomposición de los flujos de capital a más largo plazo tiene un componente importante de inversiones canalizadas al sector de hidrocarburos, en el neto se ha neutralizado el impacto

que se esperaba tuviera la medida sobre el tipo de cambio (gráfico 1).

2. El mercado bursátil

Si bien es cierto que los anuncios de imponer controles a los flujos de portafolio parecen haber coincidido con periodos de fuerte desvalorización local, la evidencia no es lo suficientemente robusta como para afirmar que la caída en el índice de la Bolsa de Valores de Colombia fuera una consecuencia directa de los controles (gráfico 2).

Gráfico 2:
El IGBVC y los controles



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, Ministerio de Hacienda.

Aún cuando entre el 23 de mayo de 2007, fecha en la que se instauró la primera restricción y el 1 de septiembre de 2008, día en que se levantaron algunas de las disposiciones, el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBVC) pasó de 10.596 a 9.709 unidades, lo que representa una caída de 8.4%, las cifras también muestran que las bolsas de toda la región registraron durante el último año una caída cercana al 12%, en promedio⁶.

Aunque el anuncio del pasado 1 de septiembre tuvo un efecto inmediato en el comportamiento de la bolsa, al elevar el volumen negociado a 205 mil millones de pesos e incrementar el índice en 3.56%, parte del crecimiento se corrigió al final de la semana debido a la publicación de las cifras del desempleo en Estados Unidos.

Hay que reconocer que la decisión es positiva para el mercado de valores co-

⁶ Incluye México (-12.93%), Brasil (0.96%), Chile (-13.21%), Argentina (-13.74%), Venezuela (2.95%), Perú (-36.17%) y Colombia (-9.5%).

lombiano, pues podría aumentar la demanda por títulos en la bolsa y abre la puerta a los inversionistas extranjeros. Sin embargo, el optimismo debe ser moderado porque la medida sólo recae sobre el 3%⁷ de los negocios transados en bolsa, mientras que el 97% restante continuará siendo objeto de la restricción. Por lo tanto no es evidente que el levantamiento de los controles redunde en un influjo importante de capitales hacia el mercado de valores del país.

Aunque Asobancaria comparte la decisión de levantar los controles en el mercado accionario, también se requiere desmontar los controles sobre el de renta fija. Es importante desarrollar un mercado que permita al inversor reducir su nivel de exposición al riesgo local, que ofrezca alternativas de financiamiento flexible y que facilite la captación de montos elevados de recursos a plazos relativamente largos.

Es evidente que el mercado de bonos corporativos en el país es bastante precario, pues la proporción de títulos del sector real corresponde al 2% del PIB. Si bien es cierto que la baja profundización no sólo obedece al depósito que recae sobre la inversión de portafolio, este es sin duda, un elemento regulatorio que encarece el acceso a este mercado.

3. El tipo de cambio

Ha sido evidente que los controles no lograron contener ni mucho menos revertir la apreciación del peso. La razón es sencilla: la devaluación del dólar estaba siendo determinada por factores que escapaban al alcance de esta política.

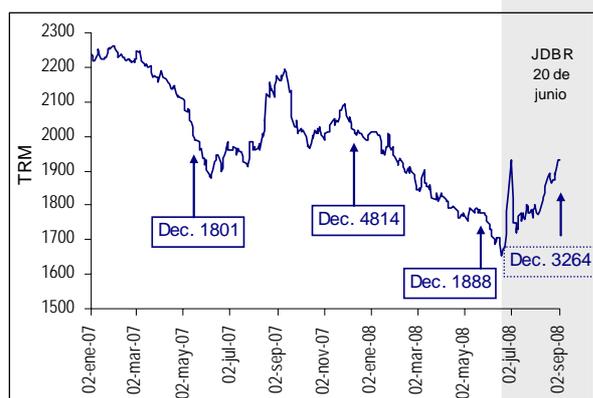
Si se observa el comportamiento de la tasa representativa del mercado (TRM) desde el momento en que se impuso el depósito hasta hoy, se encuentra que el efecto de la restricción sobre la tasa de cambio no fue permanente pues sólo parece haber incidido durante los cuatro meses siguientes a su implementación, periodo a partir del cual volvió a desplomarse.

El alza observada en las últimas jornadas ha respondido más a la conjugación

⁷ En el primer semestre de 2008.

de factores externos y a la decisión del Banco de la República de intervenir diariamente en el mercado cambiario⁸ que a los controles a los flujos de capital (gráfico 3).

Gráfico 3:
Evolución de la TRM y controles de capital



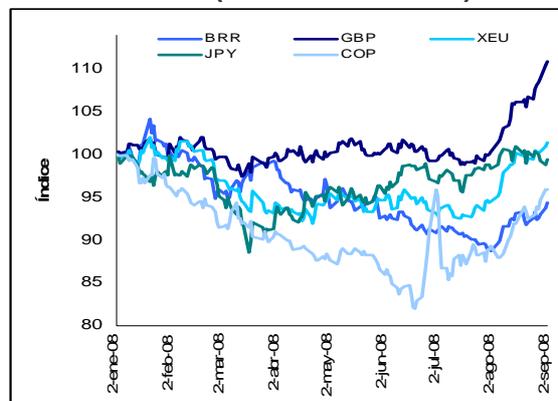
Fuente: SET-FX, Banco de la República.

Prueba de lo anterior es el incremento en las reservas internacionales. En efecto, el indicador de reservas como meses de importaciones se encontraba en mayo de este año en un nivel bajo (6.7) respecto al promedio histórico (9.1 meses) y como resultado de las intervenciones del Emisor, en julio pasó a representar 7.8 meses. Al finalizar 2008 es factible que las reservas superen los US\$25 mil millones y representen 8.5 meses de importaciones, con lo cual el país estará en una posición menos vulnerable ante una posible destorcida de los flujos de capital.

En varias ocasiones habíamos mencionado que la devaluación del dólar era un fenómeno a escala global que trascendía el alcance de los controles. Ahora que la tendencia se revierte es claro que esta divisa ha venido ganando espacio en los mercados internacionales frente a las principales monedas del mundo y que esto no es exclusivo de Colombia (gráfico 4).

⁸ En la sesión del 20 de junio el Banco decidió intervenir diariamente en el mercado por un monto hasta de US\$20 millones. Para mayor detalle sobre las medidas ver semana económica 660.

Gráfico 4:
Tasa de cambio respecto al dólar, países seleccionados (Enero 2008 = 100)



Fuente: Pacific Exchange Rate Service, calculus Asobancaria.

Cabe preguntarse qué factores explican el fortalecimiento que viene experimentando la divisa norteamericana desde mediados de julio. En particular sobresale la publicación del dato de crecimiento de la economía estadounidense para el segundo trimestre de 2008 (3.3%)⁹ que estuvo por encima de las proyecciones iniciales. No obstante, en los últimos días se ha incrementado la incertidumbre frente a lo que ocurrirá en el tercer trimestre. Entre las razones se encuentra el aumento en la tasa de desempleo de ese país que alcanzó en agosto un récord de 6.1%.

El desempeño de la economía europea muestra algunos signos de desaceleración¹⁰ lo que probablemente ha incentivado a los inversionistas a refugiarse el dólar.

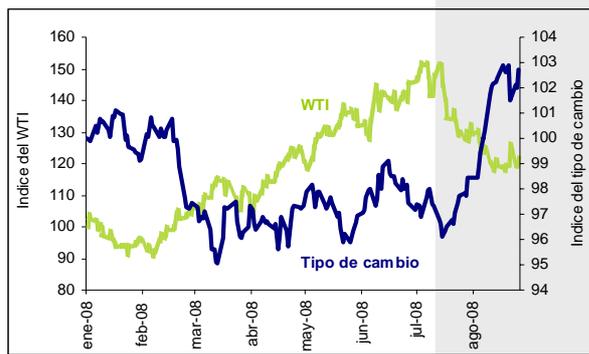
De otra parte, en los últimos dos meses la inflación mundial ha venido cediendo como consecuencia de la reversión a la baja de los precios de los commodities. Como lo señalamos en *Semana Económica* 667, existe una relación inversa entre los precios de los productos básicos denominados en dólares y el valor de esta divisa. Así, la caída en los precios de estos bienes

⁹ Resultado que estuvo explicado por el dinamismo de la demanda interna y el buen comportamiento de las exportaciones como consecuencia de la competitividad del tipo de cambio.

¹⁰ Según Eurostat la Euro Zona registró en el segundo trimestre de este año una contracción equivalente a 0.2%. La Unión Europea decreció 0.1% y países como Alemania lo hicieron en 0.5%.

ha vuelto a posicionar al dólar como una alternativa de inversión en los mercados financieros globales. Sin embargo, es muy prematuro afirmar si esta tendencia persistirá en lo que resta del año (gráfico 5).

Gráfico 5:
Precio del petróleo y el dólar*



Fuente: Federal Reserve, Infofinanciera. *En ambos casos se calcularon los índices tomando enero de 2008 = 100.

Comentarios finales

Asobancaria ha insistido en numerosas ocasiones en la inconveniencia de los controles a los flujos de capitales y en su escaso margen de efectividad para afectar

la dinámica del tipo de cambio.

Aunque aplaudimos el anuncio del Ministerio de eliminar el requerimiento de depósito del 50% para la inversión extranjera de portafolio en acciones y el requisito de permanencia mínima de dos años para la inversión extranjera directa, consideramos que la medida debe ir más allá.

En particular deben removerse obstáculos como el depósito exigido sobre las inversiones en renta fija. Desmontar dicha restricción estimularía el acceso a la financiación en este mercado aún incipiente, en especial en deuda privada.

Se ha visto cómo los controles no han logrado el objeto para el que fueron creados, mientras que generan distorsiones sobre el mercado de capitales. Es indudable que la profundización de éste requiere de inversionistas extranjeros. Empeñarse en preservar las restricciones es una decisión que va en contravía de la recuperación del tan anhelado grado de inversión para Colombia. Además nos pone en desventaja frente a países de la región en donde son menos proclives a cambiar las reglas del juego para los inversionistas.