

Los Fondos de Inversión Extranjera: LAS DIMENSIONES DE LA INESTABILIDAD

La crisis política ha desbordado las dimensiones de su propio espacio, y se ha constituido en la semilla argumental a partir de la cual los discursos ligeros invaden la preocupación ciudadana, en detrimento del análisis y las acciones juiciosas sobre los problemas económicos concretos.

Esta circunstancia ha dado lugar a diagnósticos francamente apocalípticos a propósito de la evolución de la actividad económica. En los últimos meses se han pronosticado hechos como el freno en la inversión extranjera, una aceleración sin precedentes en el ritmo de la devaluación y un descenso vertiginoso en los índices de las bolsas de valores, entre otras fatalidades. Sin embargo, la actividad económica colombiana y sus problemas ciertos siguen ahí, sin que ninguna de esas tragedias haya ocurrido, y sin que los problemas fundamentales hayan sido solucionados.

Es necesario que pongamos cada cosa en su lugar y que, dejando de jugar con palabras peligrosas, dediquemos la atención y las medidas adecuadas a cada problema. En el caso que nos ocupa, el de la inversión extranjera de portafolio, es necesario dimensionar la naturaleza de su comportamiento reciente, para no caer en los errores de una casuística equivocada.

Un comportamiento de toda la región...

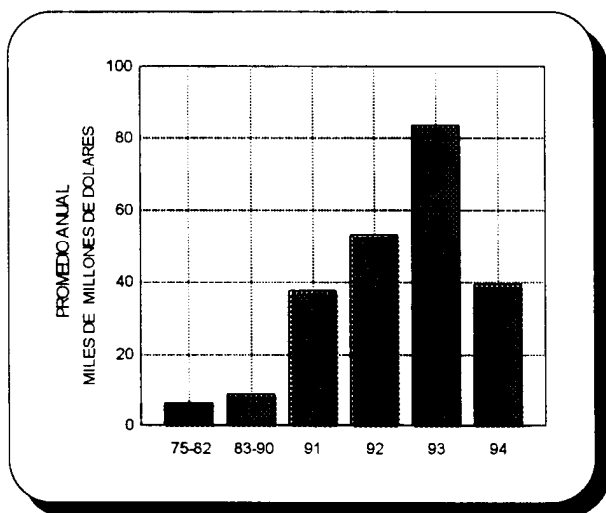
La inversión extranjera en América Latina se recobró en forma muy importante durante los primeros cuatro años de la década de los 90.

Este repunte estuvo asociado con la atenuación de los desequilibrios macroeconómicos en América Latina la recuperación de la confianza de los inversionistas extranjeros, la dinámica de crecimiento de las economías desarrolladas, el comportamiento de las tasas de interés internacionales, el incremento en la rentabilidad relativa en los mercados emergentes, y las modificaciones en los regímenes para ese tipo de inversión.

De fundamental importancia para la aceleración del dinamismo de la inversión de portafolio fue la aprobación de la regla 144A en Estados Unidos, en abril de 1990: ésta permitió la colocación de ADRs con una disminución sustancial de los requisitos y con la limitación de que dichas operaciones se realicen con inversionistas calificados.

En promedio, la inversión extranjera en América Latina (directa y de portafolio) pasó de US\$6 mil millones entre 1975 y 1982, a US\$9 mil millones entre 1983 y 1990 y a US\$53 mil millones entre 1991 y 1994

Gráfico 1
Inversión Extranjera en América Latina
Inversión Directa y de Portafolio



Fuente: Turner, *Capital Flows in America Latina: A New Phase. Bis Economic Papers. No 44, may 1995*

Sin embargo, a partir de 1994 los flujos de inversión extranjera hacia la región experimentaron una desaceleración importante, asociada entre otros elementos, con el incremento de las tasas de interés en Estados Unidos, la recuperación de las economías de los países desarrollados, los déficit en cuenta corriente y el bajo nivel del ahorro interno en algunos países de la región, y las crisis política y bancaria en México y Venezuela, respectivamente.

...pero con algunas diferencias

Este proceso general afectó en forma por demás importante el dinamismo de la inversión extranjera de portafolio en Colombia, aunque de una manera medida en relación con su impacto en economías como la mexicana, chilena y argentina.

En el caso mexicano, por ejemplo, el descenso en la inversión extranjera de portafolio estuvo asociado con el alto

nivel de participación de esos recursos en el cubrimiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La agudización del déficit comercial durante 1994, la pérdida de reservas internacionales y la consecuente devaluación del peso mexicano, se combinaron y retroalimentaron determinando la vertiginosa fuga de los capitales de corto plazo la caída en las cotizaciones de las acciones y los ADRs mexicanos y la suspensión de nuevas emisiones bajo la forma de recibos de depósito. Este comportamiento se reflejó en forma marcada en las economías chilena y argentina¹.

De acuerdo con la información disponible hasta enero de 1996, en Colombia operan 156 fondos autorizados por la Superintendencia de Valores, con inversiones por un valor total de US\$829 millones (\$852 mil millones). De ese total, un 57% corresponde a *depostary receipts (DRs)*, y el restante 43% a fondos institucionales.

Como se puede observar en el gráfico 2, tanto los DRs como el total de los portafolios presentan tasas de crecimiento anuales descendentes desde diciembre de 1994. La tasa de crecimiento anual ponderada de los depósitos institucionales, por su parte, se incrementó alrededor de 40 puntos porcentuales entre marzo y septiembre de 1995 y luego se ubicó alrededor del 20%.

Prueba de que la desaceleración ni se inició, ni se agudizó con el comienzo de la crisis política² es el hecho de que la

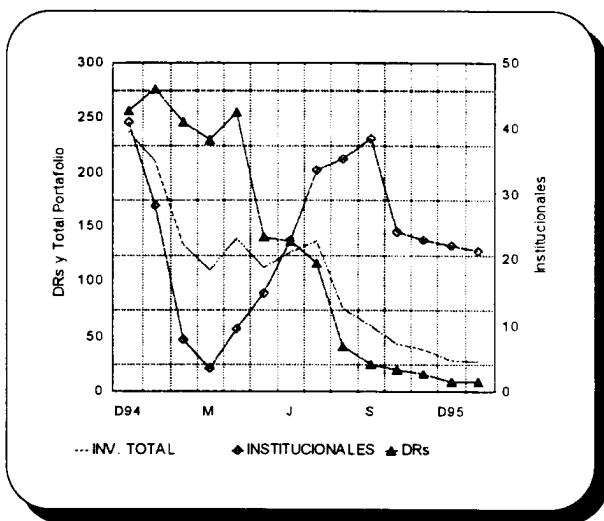
¹ Superintendencia de Valores, Informe Especial, Los recibos de deposito en América Latina, Santafé de Bogotá, octubre de 1995.

² Turner, Philip. *Capital Flows in Latin América: A New Phase. Bis Economic Paper N° 44, mayo de 1995*

velocidad de descenso de las tasas de crecimiento anual del total del portafolio de inversión extranjera y de los DRs es inferior entre agosto de 1995 y enero de 1996, que en el periodo comprendido entre diciembre de 1994 y julio de 1995.

Como lo mencionó la Asobancaria en un estudio reciente³, el reducido tamaño del mercado accionario y la gran concentración en la propiedad de las acciones son los mecanismos que permiten que la evolución de los fondos de capital extranjero afecten el comportamiento de los índices internos de precios de las acciones.

Gráfico 2
Fondos de Inversión Extranjera.
Crecimiento anual DRs e Institucionales
Ponderados por su participación



Fuente: Superintendencia de Valores. Cálculos Asobancaria

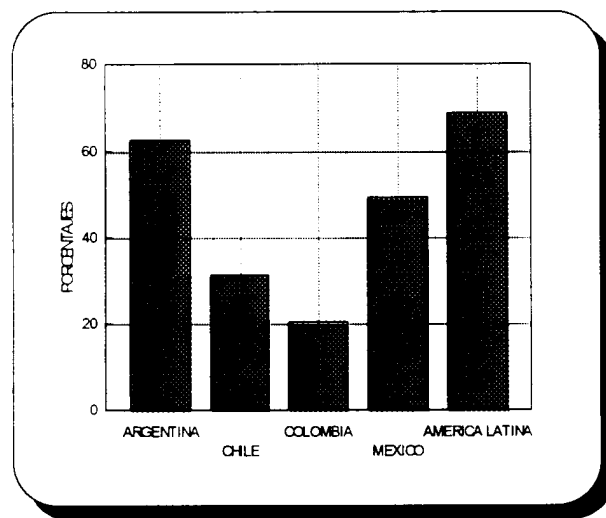
En nuestro país el reflejo de los problemas de la inversión extranjera a nivel regional estuvo mediado por la dimensión de la

³ *Los Fondos de Capital Extranjero y el Mercado Accionario.* En Panorama Macroeconómico y Financiero, Asobancaria, diciembre de 1995.

inversión de portafolio, y por el hecho de que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos es financiado con endeudamiento de mediano y largo plazo. La menor volatilidad de esa inversión amortiguó el probable impacto de la crisis regional.

El gráfico 3 presenta la participación de la inversión de portafolio dentro del total de inversión de portafolio, directa y de largo plazo, para América Latina y algunos países de la región: mientras que en el caso colombiano esa participación es del 20% en el resto de países considerados supera el 30%.

Gráfico 3
Inversión de Portafolio en América Latina 1994
Participación dentro del total de la inversión de portafolio, directa y de largo plazo



Fuente: *Mouvements de Capitaux Extérieurs et investissements en Amérique Latine.* Février de 1996. Cálculos Asobancaria.

Todos estos elementos permiten identificar la desaceleración en el ritmo de crecimiento de la inversión extranjera en Colombia como un proceso de características regionales y también de carácter interno, desvinculado de la crisis política iniciada en agosto.

Claro está que la insistencia en opiniones fatalistas e inmediatas podría tener a la postre consecuencias negativas para su evolución. ¿Estamos haciendo curso para aprendices de brujo?

I. POLITICA MONETARIA

A. Agregados Monetarios

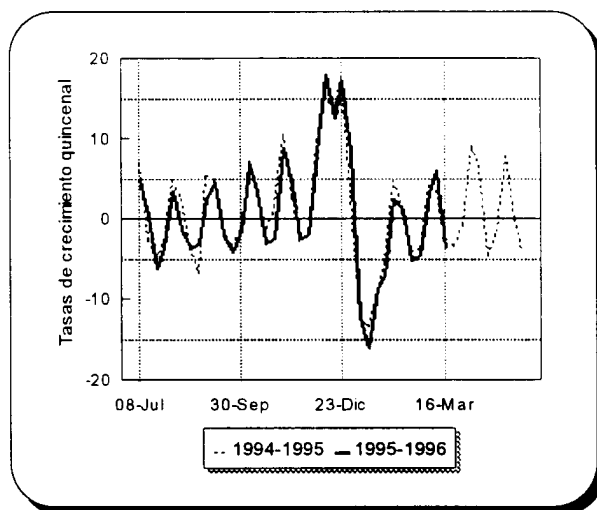
De acuerdo con cifras del Banco de la República, durante la semana que terminó el 16 de marzo de 1996 los principales agregados monetarios no sufrieron grandes variaciones: M1 y la base monetaria se redujeron en \$25 mil millones y en \$32 mil millones respectivamente: mientras que M3 aumentó en \$66 mil millones.

Las tasas de crecimiento anual de M1 (16,4%) y de la base monetaria (16,2%) permanecieron estables.

Mientras que, la tasa de crecimiento anual de la oferta monetaria ampliada M3 continuó descendiendo, al registrar un valor de 20,1%.

Cada vez es mayor la desaceleración que se presenta en las captaciones mediante CDT, que en promedio registran una tasa de crecimiento de 11%, sin contar los CDT en pesos de las CAV, que en el último año se duplicaron.

Gráfico 4
Efectivo (1995-1996). Tasas de crecimiento quincenal



Fuente: Banco de la República.

De repetirse el crecimiento estacional de la demanda por efectivo durante la Semana Santa, en este año se puede esperar un aumento correspondiente a \$160 mil millones; esta cifra supera en \$40 mil millones a la liberación de recursos proveniente de la reducción de encajes de las cuentas corrientes programado para el 1° de abril.

El saldo de las operaciones de mercado abierto para el 16 de marzo de este año era de \$209 mil millones; con los vencimientos observados y las colocaciones realizadas hasta finales de marzo, es de esperar que el saldo en Semana Santa no supere los \$200 mil millones.

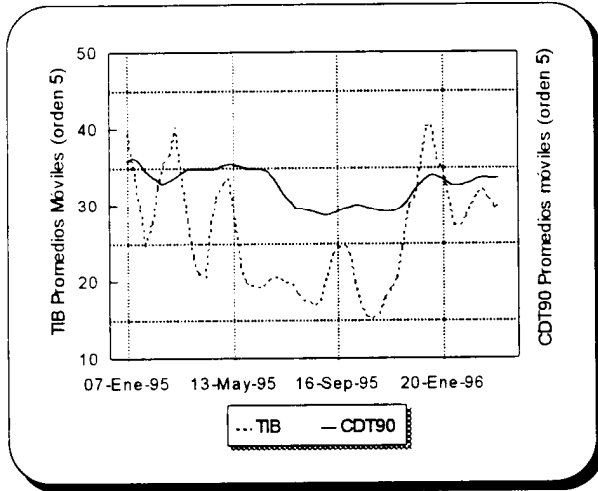
B. Tasas de Interés

En la última semana de marzo, la tasa interbancaria promedio fue de 32,97% E.A., 6 puntos por encima del registro observado una semana atrás. El aumento en la tasa está estrechamente relacionado con el aumento

en la demanda por recursos que se espera para la Semana Santa y los días previos a esta.

Gráfico 5

Tasa interbancaria y CDT a 90 días. Promedios móviles de orden 5.



Fuente: Encuesta diaria Asobancaria. Cálculos Asobancaria.

Cuadro 1

Vencimiento de OMA (Millones de pesos)

| | |
|-----------|--------|
| 8-abr-96 | 1.208 |
| 9-abr-96 | 340 |
| 10-abr-96 | 5.822 |
| 11-abr-96 | 3.607 |
| Total | 10.977 |

Fuente: Banco de la Republica. Cálculos Asobancaria

Es posible que el aumento esperado de la tasa interbancaria, para esta semana, genere un alza en la tasa de captación de CDT a 90 días, debido a que las entidades buscarán recursos para financiar el encaje de los tres días de Semana Santa, en especial el del Miércoles Santo.

C. Cartera de créditos

Durante la semana que terminó el 16 de marzo, la cartera total del sistema financiero registró una tasa de crecimiento

anual de 33,2%. La tasa de crecimiento de la cartera en moneda legal fue de 33,2%, y la variación anual de la cartera en moneda extranjera mantuvo la tendencia descendente de las últimas semanas al crecer un 37,4%.

Según cifras de la Superintendencia Bancaria, el indicador de calidad de la cartera del sistema financiero se ha deteriorado en lo corrido del año: en diciembre 29 de 1995 estaba en 5,57%; para el 16 de febrero pasado era de 6,05% lo que implica un aumento en la cartera vencida de \$198 mil millones hasta esa fecha.

Es de destacar que son las corporaciones de ahorro y vivienda las que menos han contribuido al crecimiento de la cartera vencida; ya que al contrario de las demás instituciones de crédito, su indicador de calidad de la cartera se ha mantenido constante en lo corrido del año (4,46%).

II. MERCADO CAMBIARIO

Durante la semana que terminó el 29 de marzo disminuyeron las presiones sobre la banda cambiaria, debido a que se presentaron reintegros de petróleo y café, y a que algunas entidades financieras tuvieron que liquidar parte de su posición propia con el fin de obtener liquidez en pesos.

El viernes 29 de marzo la tasa representativa del mercado cerró en \$1.046, lo que representa una reducción de dos pesos con respecto a la observada el viernes anterior: la tasa de cambio se alejó del límite superior de la banda cambiaria al quedar \$5,2 por debajo de la misma; la devaluación en el año completo bajó a 19,1%.

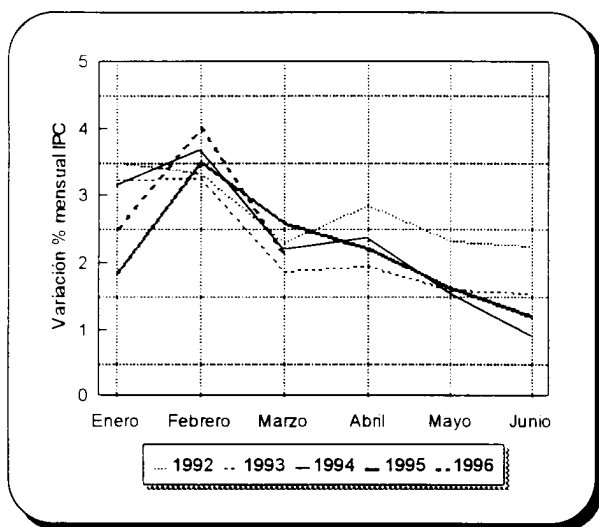
III. PRECIOS

El índice de precios al consumidor presentó en marzo una variación de 2,1%; cifra que representa una inflación anual de 20,2%.

Tradicionalmente la inflación en abril era mayor que la observada en marzo (gráfico 6); en 1995 esa tendencia se modificó. Si en este año al menos se conserva el comportamiento observado en 1995, la inflación de abril deberá estar alrededor del 1,9%.

Esto implicaría que la inflación en lo corrido del año sería inferior a la observada para el mismo periodo el año pasado; además la inflación anual estaría por debajo del 20%, lo que implicaría un respiro para la autoridad monetaria.

Gráfico 6
IPC. Variación mensual



Fuente: Dane. Cálculos Asobancaria.