



Crecimiento, inversión y flujos de capital:

¿SE DEBE FRENAR LA ENTRADA DE CAPITALES PARA CONTROLAR LA REVALUACIÓN?

En 2006 la economía colombiana creció a una tasa real de 6,8%, el más alto desde 1978, año en el que el PIB real aumentó 8,5%.

Muchos factores se conjugaron para que este resultado fuera posible. Entre estos se destaca la consolidación del proceso de recuperación de la confianza en el marco de la política de seguridad democrática, y la respuesta favorable de la totalidad de los sectores productivos a la gran dinámica de la demanda doméstica, sustentada sobre todo en una mayor inversión.

A pesar de este excelente resultado y de la valorización de múltiples activos colombianos que lo acompañó, existe gran preocupación por la actual coyuntura de apreciación del peso frente al dólar, que amenaza con deteriorar la competitividad de las exportaciones y afectar la dinámica productiva.

Algunos expertos y representantes del sector exportador han propuesto que, además de las medidas que hasta ahora han tomado el gobierno y el Banco de la República para frenar la apreciación del peso, se establezca un control a la entrada de capitales externos.

En esta edición de La Semana Económica se analiza el comportamiento de los principales componentes del PIB en 2006, resaltando el papel que ha jugado la inversión privada como motor del crecimiento. A continuación se muestran algunos hechos estilizados que dan evidencia de la relación que existe entre los flujos de capital, la inversión y el crecimiento económico, para mostrar que uno de los más importantes dinamizadores del crecimiento económico colombiano, como en el caso de otras

economías emergentes, son precisamente los flujos de capital.

Posteriormente se presentan los resultados de un análisis de los efectos de la apreciación del tipo de cambio real sobre la dinámica exportadora nacional y se hace un resumen de las medidas que han tomado las autoridades económicas para enfrentar el proceso de apreciación de nuestra moneda. Por último se harán algunas observaciones en torno a las políticas que se deberían implementar en el mediano plazo para enfrentar esta coyuntura y mantener al mismo tiempo un crecimiento alto y sostenido.

Resultado del PIB en 2006: La formación bruta de capital como motor de crecimiento

El dinamismo del producto en la economía colombiana se explica, por el lado de la oferta, por el comportamiento favorable de todas las ramas de la actividad económica, donde la industria manufacturera fue el sector que más contribuyó al buen resultado de la economía durante el año pasado.

Según las cifras reportadas por el DANE para 2006, el crecimiento de este sector fue de 10,8% y aportó 1,6 puntos porcentuales a la variación total del PIB. Dentro de este sector, los grupos de mayor crecimiento fueron las industrias de vidrio y los productos de vidrio (31,44%), equipo de transporte (23,3%), maquinaria y suministro eléctrico (19,45%), azúcar (19,25%) y productos de caucho y plástico (10,77%).

El sector del comercio, restaurantes y hoteles hizo la segunda contribución más alta a la variación del PIB, con 1,23 puntos porcentuales, gracias a que creció 10,7% durante 2006. La construcción, por su parte, se consolidó como una de las actividades que más jalaron el crecimiento económico en 2006. Al finalizar el año, el sector como un todo registró un crecimiento cercano al 14,36% y contribuyó con 0,81 puntos porcentuales a la variación del PIB.

Por el lado de la demanda los buenos resultados del producto se pueden explicar por el sorprendente dinamismo de la formación bruta de capital, la cual fue el principal motor de la economía durante 2006. De acuerdo con el DANE el crecimiento de este componente durante todo el año pasado fue de 26,9%.

Al analizar detenidamente el comportamiento de la inversión, se encuentra que la formación bruta de capital fijo desempeñó un papel determinante ya que al finalizar 2006 experimentó un crecimiento de 18% con respecto al año anterior. El resultado refleja las variaciones positivas en los componentes de obras civiles (7,72%), equipo de transporte (31%), maquinaria y equipo (21,7%) y construcción y edificaciones (12,26%).

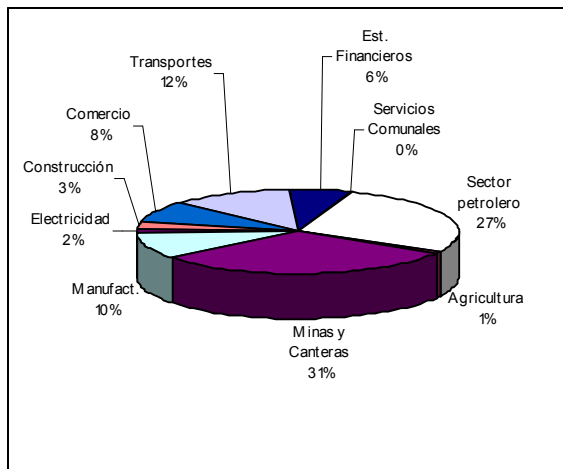
En relación con el comportamiento del consumo se encuentra que el de los hogares se incrementó 6,64% con respecto al año pasado. Entre sus componentes se destacan las compras de bienes durables, que crecieron 19,7% frente a lo observado un año atrás. Por su parte el consumo de servicios aumentó 4,06%, mientras que los bienes no durables y los semidurables tuvieron variaciones de 6,03% y 9,7%, respectivamente.

Los flujos de capital apalancan la inversión y el crecimiento en las economías emergentes

Como se mencionó anteriormente, uno de los principales componentes sobre los que se sustentó el crecimiento económico colombiano durante 2006 fue la formación bruta de capital fijo. Sin lugar a dudas, uno de los determinantes de este resultado es la recuperación de la confianza en el país por parte los inversionistas domésticos y extranjeros.

Las cifras suministradas por el Banco de la República para 2006 muestran que los flujos de inversión extranjera en Colombia alcanzaron los US\$6.752 millones y dentro de este total, la que se realizó de manera directa se aproximó a los US\$6.300 millones. Dentro de esta última cifra US\$1.770 millones tuvieron como destino al sector petrolero (27%) y US\$4.525 millones se destinaron a otros sectores productivos (73%) (gráfico 1).

Gráfico 1: Distribución de la inversión extranjera directa por sectores productivos (porcentaje)



Fuente: Banco de la República. Cálculos Asobancaria

El comportamiento favorable de la demanda mundial, acompañado de una abundancia de recursos en los mercados financieros externos y una mayor confianza por parte de los inversionistas internacionales, han sido factores cruciales para facilitar el acceso, tanto de Colombia como de otras economías emergentes, a los capitales externos.

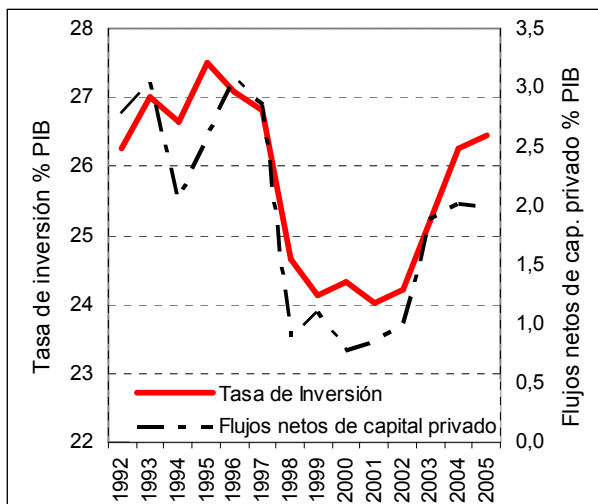
Según un estudio publicado por el Banco Mundial en 2006, los robustos niveles de crecimiento de la economía global, el fuerte interés de los inversionistas en los mercados de bonos de Asia y América Latina, así como la continua mejora de la calidad del crédito de estas economías, combinados con la disminución de los rendimientos en los países industrializados y el mayor interés de los inversionistas en los activos de los mercados emergentes, han hecho que los flujos de capitales privados canalizados hacia los países en desarrollo reporten niveles nunca antes vistos¹.

Como se muestra en el gráfico 2, los flujos de capital se encuentran fuertemente relacionados con la dinámica de la inversión en las economías emergentes, en particular durante la última década. Si bien no se puede hablar de una relación de causalidad entre una y otra variable, dado

¹ Global Development Finance: The Development Potential of Surging Capital Flows. World Bank (2006)

que el comportamiento de las dos puede estar motivado por algún otro elemento en común, no deja de ser sorprendente y sugestiva la fuerte asociación. Dados los bajos niveles de ahorro en varios países, podría pensarse que el ahorro externo actúa como sustituto del doméstico y financia de forma eficiente la formación de capital.

Gráfico 2: Flujos netos de capital privado vs. Tasa de Inversión – Clasificación Países Emergentes FMI

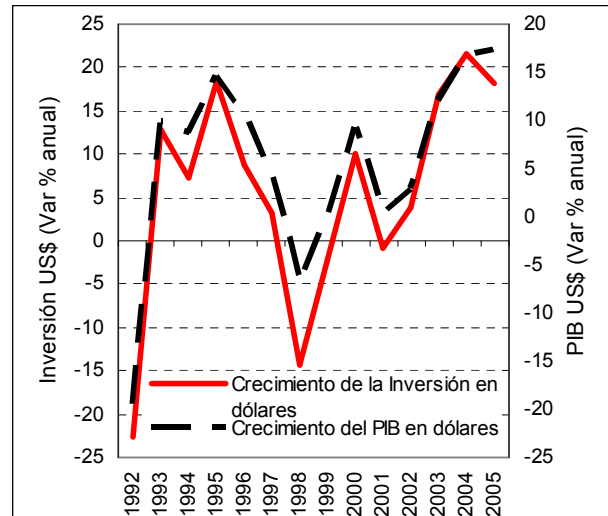


Fuente: Fondo Monetario Internacional. Cálculos Asobancaria.

Adicionalmente, durante este mismo periodo los datos evidencian que el comportamiento de la inversión se encuentra estrechamente relacionado con el crecimiento de estas economías. Como puede apreciarse en el gráfico 3, la correlación entre el crecimiento del PIB y el de la formación bruta de capital también es evidente e igualmente sugestiva a la del gráfico 2.

Si tenemos en cuenta que los flujos de capital han sido los principales determinantes del comportamiento de las tasas de cambio de las economías emergentes, es claro que las medidas para frenar la revaluación no deben ir encaminadas a restringir la entrada de capitales externos, ya que estos han sido unos de los mayores promotores del desarrollo de este grupo de países y en particular de América Latina donde las tasas de ahorro interno han sido tradicionalmente bajas.

Gráfico 3: Crecimiento de la Inversión y del PIB en Dólares- Clasificación Países Emergentes FMI



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Cálculos Asobancaria.

Tanto la entrada de capitales como el fortalecimiento de las monedas reflejan un incremento en la confianza y en el apetito del resto del mundo por los activos de varias de estas economías. En otras palabras, la apreciación de las monedas es ante todo un reflejo del fortalecimiento de los activos domésticos. Prueba de ello es el paralelo que se observa entre el comportamiento de las monedas y la caída en tasas de interés a lo largo y ancho de los mercados emergentes.

Dado lo anterior, otro tipo de políticas deben ser utilizadas para contrarrestar los efectos negativos de la apreciación del peso, la cual como hemos visto ha acompañado el proceso de crecimiento económico y la buena dinámica de la inversión que a su vez promueve una mayor entrada de capitales.

Los flujos de capital, el tipo de cambio y sus efectos sobre las exportaciones

El proceso de apreciación del peso frente al dólar ha sido uno de los temas económicos que más debates, opiniones y preocupaciones ha generado en el frente económico.

En lo que va de este año la revaluación supera el 4% y la divisa norteamericana se está cotizando a tasas cercanas a los \$2.150 por dólar, un nivel similar al de principios de la década.

Sin lugar a dudas el crecimiento económico impulsado por la confianza del mundo en los activos colombianos (incluyendo la moneda), que ha estado acompañando este proceso de apreciación, ha tenido importantes efectos redistributivos que han favorecido a un grupo muy importante de colombianos. Sin embargo, es evidente que en este proceso los que más se han visto perjudicados han sido los exportadores, pues cada día reciben menos pesos por sus ventas al exterior.

En efecto, si se toma el total de las exportaciones de 2006 en dólares y se valora a la tasa de cambio promedio de ese año (\$2.357,98) estas alcanzan un monto cercano a \$57,5 billones, mientras que si ese mismo total se lleva a pesos utilizando la tasa de cambio promedio de los tres primeros meses de 2007 (\$2.222,02), se obtendría una cifra cercana a \$54,2 billones, lo que significa que solo por efecto de la menor tasa de cambio, suponiendo todo lo demás constante, los ingresos de los exportadores en 2006 serían inferiores en \$3,32 billones.

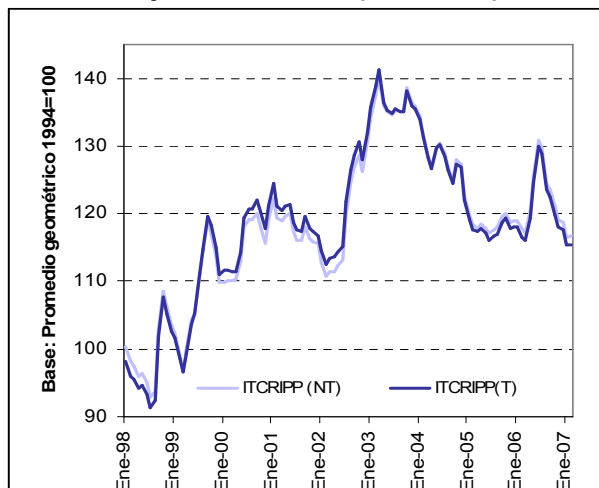
Sin embargo, es necesario analizar detenidamente los efectos de la apreciación sobre el comercio exterior teniendo en cuenta el comportamiento de la tasa de cambio real y no sólo la nominal. Adicionalmente es importante recordar que el tipo de cambio real es sólo uno de los múltiples factores que influyen sobre la dinámica del comercio exterior así como de la capacidad de competir de las empresas exportadoras.

Según dice la teoría, mientras que una depreciación real de la moneda local respecto de la moneda de otro país reduce el costo relativo de los productos locales en ese país de destino, incentivando las exportaciones, del mismo modo una apreciación real de la moneda encarece los productos locales y reduce la demanda externa².

Sin embargo, un rápido vistazo al comportamiento del Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR) que calcula mensualmente el Banco de la

República permite concluir que a pesar de la apreciación real reciente, el tipo de cambio real aún se encuentra en niveles competitivos.

Gráfico 4: Evolución Índice de Tipo de Cambio Real Tradicional y No tradicional (1998-2006)



Fuente: Banco de la República.

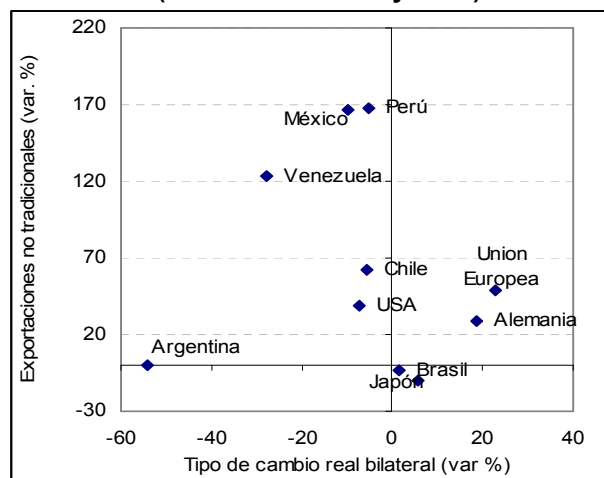
En el gráfico 4 se puede apreciar la evolución del ITCR al considerar las ponderaciones que resultan del análisis del comercio global y del no tradicional. Como puede observarse, a pesar de la apreciación real, el ITCR aún se encuentra en niveles que superan en ambos casos los valores alcanzados en 1998.

Cuando se piensa en los efectos que tiene la tasa de cambio sobre la competitividad de las exportaciones, muchos olvidan que esta se determina por un conjunto de variables, políticas e instituciones que incrementan y promueven la productividad de un país. El tipo de cambio real es sólo uno más de los múltiples factores que influyen sobre la capacidad de competir de las empresas exportadoras.

Un simple ejercicio en el que se compara la relación que existe entre la variación del tipo de cambio real entre Colombia y sus principales socios comerciales y el crecimiento de las exportaciones no tradicionales entre 2000 y 2006 nos muestra que a pesar de lo que se cree, la variación en los precios relativos (el tipo de cambio real) no ha sido un determinante importante de la competitividad.

² Esto, siempre y cuando la depreciación de la moneda no venga acompañada de incrementos en el costo del financiamiento de las firmas, lo cual ocurre en muy pocos casos en mercados emergentes, toda vez que las depreciaciones suelen ser consecuencia de crisis de credibilidad, que debilitan el valor de varios activos.

Gráfico 5: Exportaciones no tradicionales y tipo de cambio real (Var. % entre 2000 y 2006)



Fuente: Cálculos Asoabancaria.

En el gráfico 5 se muestra que el crecimiento de las exportaciones hacia países como Venezuela, México y Perú fue superior a 120%, a pesar de que la apreciación del peso frente a esas monedas (en el gráfico una variación negativa del tipo de cambio real bilateral) fue de 27,6%, 9,7% y 5,4%, respectivamente. Algo similar ha sucedido, aunque en menor magnitud, con las exportaciones que han tenido como destino Chile y Estados Unidos, las cuales tampoco han respondido negativamente a la apreciación real de nuestra moneda, confirmando el hecho de que las exportaciones nacionales siguen siendo competitivas en los mercados internacionales y que no sólo responden a la evolución del tipo de cambio.

Parte de este comportamiento puede atribuirse a que la apreciación del peso ha venido acompañada del fortalecimiento del precio de otros activos. En el gráfico 6 se resalta el paralelo entre el comportamiento del Índice de la Bolsa de Valores de Colombia, de la tasa de cambio nominal y una de las tasa de interés de los TES. En este sentido, una apreciación de los activos locales se habría traducido en un abaratamiento de los costos del financiamiento del sector exportador, permitiéndole así mantener su buen dinamismo pese a la coyuntura cambiaria.

Gráfico 6: Índice de Bolsa de Valores, de Tasa de Interés de los TES 2012 y de Tasa de cambio nominal*



Fuente: BVC y Banco de la República. Cálculos Asoabancaria.

* Todos los índices tienen como base julio de 2005.

Medidas contra la revaluación: qué se ha hecho y qué se debe hacer

Como resultado del proceso de apreciación que ha experimentado el peso, la Junta Directiva del Banco de la República decidió intervenir discrecional y masivamente en el mercado cambiario. Recientemente esa entidad anunció de manera explícita que en coordinación con el Gobierno Nacional compensaría el impacto monetario de la intervención con el fin de no poner en riesgo el logro de la meta de inflación.

Durante 2007 y como resultado de esta estrategia, el Banco de la República ha comprado hasta el momento US\$3.861 millones en el mercado cambiario. El Banco ha manifestado su intención de esterilizar la cantidad de pesos que ha inyectado mediante la reducción de los cupos de Repos a 1 y 7 días, la realización de subastas transitorias de contracción (depósitos remunerados no constitutivos de encaje) y la venta de títulos de deuda pública (TES) que mantiene la entidad en sus activos.

Por su parte, el gobierno nacional anunció hace algunas semanas un paquete de medidas para frenar la apreciación con el objetivo de complementar la estrategia del Banco Central y apoyar a los exportadores.

El gobierno se ha propuesto, de un lado, evitar que en el corto y mediano plazo muchos más dólares sean monetizados en el mercado local, para lo cual redujo la meta de endeudamiento externo con las entidades multilaterales para la vigencia 2007 en 1.000 millones de dólares. De otra parte, agilizará los trámites para la devolución del IVA a los exportadores, recortando de 30 a 10 días el tiempo de este proceso, y reforzará las líneas de crédito de Bancoldex para las pequeñas y medianas empresas, facilitando así los procesos de reestructuración de empresas afectadas por la apreciación del peso.

Es importante anotar que el espacio de maniobra del Banco de la República puede utilizarse siempre y cuando no se comprometa la meta de inflación. De lo contrario el efecto “ganado” por detener la apreciación nominal, puede perderse vía el impacto negativo que tendría una mayor inflación sobre la tasa de cambio real.

De hecho, los desarrollos recientes en cuanto al comportamiento de la inflación hacen pensar que el Banco Central adoptará una postura monetaria agresiva en los meses que vienen para evitar un desborde de los precios. Se pueden esperar por tanto incrementos futuros en la tasa de interés que podrían generar efectos encontrados sobre el crecimiento económico. Por un lado pueden continuar fomentando la entrada de capitales, pero por otro pueden incrementar el costo de los recursos internos y con ello revertir, al menos de manera parcial, la tendencia reciente de crecimiento.

En el tema cambiario, como lo hemos podido apreciar los factores domésticos e internacionales que están determinando los flujos de capital, parecen desbordar la capacidad de maniobra del Banco de la República. A pesar de la buena voluntad de las autoridades económicas por frenar el proceso de apreciación de la moneda, esto no ha sido posible por la abundancia de recursos en los mercados financieros internacio-

nales, el apetito por las inversiones en las economías emergentes y la recuperación de la confianza por parte de los inversionistas internacionales.

Reflexiones finales

La conjugación de varios factores determinó que el crecimiento de Colombia durante 2006 se ubicara por encima del de países como México (4,8%), Chile (3,97%) y Brasil (3,7%). Sin lugar a dudas este resultado se logró gracias a la recuperación de la confianza en el país que determinó que la inversión extranjera y la formación bruta de capital fijo crecieran de una manera muy favorable y que se valorizaran de manera importante muchos de los activos nacionales.

Consideramos que las medidas para frenar la apreciación del peso no deben ir encaminadas a restringir la entrada de capitales externos, ya que estos han sido un factor determinante del crecimiento económico en Colombia y en Latinoamérica, y que el comportamiento del peso es ante todo una consecuencia de las ganancias en credibilidad del país.

Por otra parte, a pesar del efecto negativo que pueda haber tenido la coyuntura cambiaria sobre el ingreso de los exportadores, las ventas al exterior continúan mostrando un muy buen dinamismo. El hecho de que las exportaciones hayan tenido un comportamiento favorable en un contexto de fortalecimiento del peso refleja seguramente que este ha venido acompañado de una reducción importante en el costo del financiamiento de las firmas domésticas.

El accionar del Banco de la República en el frente cambiario puede dejar de ser sostenible en la medida en que se comprometa la meta de inflación. La postura que adopte el Banco para contener el brote inflacionario puede ser determinante en el curso futuro de las tasas de interés y del producto. Vemos mayores beneficios en la implementación de acciones encaminadas a apoyar directamente al sector exportador³, dada la

³ Ejemplo de estas acciones es la posibilidad de llevar a cabo coberturas de tasa de cambio en el NYBOT, esfuerzo adelantado fundamentalmente por la Federación Nacional de

magnitud de las presiones domésticas e internacionales que han estado presentes durante los últimos dos años y que parecen superar la capacidad del Banco y del gobierno por detener la apreciación del peso.

Las condiciones actuales de los mercados financieros internacionales y la estabilidad macroeconómica de los últimos años han propiciado la muy favorable coyuntura de crecimiento de Colombia y un grupo importante de países emergentes. Si bien en el corto plazo no se vislumbran cambios en esas condiciones externas, no debemos descartar la posibilidad de que se produzca una distorsión de esos flujos de capital.

Por ello, y aunque en más de una ocasión se ha dicho que Colombia es hoy una economía

muy distinta a la de finales de la década de los noventa y que se ha blindado ante los choques financieros internacionales, es indiscutible que nuestras autoridades económicas deben propender por terminar de realizar las reformas estructurales al régimen tributario, a las transferencias y a las pensiones, las cuales desafortunadamente no han podido concretarse plenamente.

Igualmente despierta gran inquietud el comportamiento de la inflación y las medidas que ha tomado y seguramente seguirá tomando el Banco de la República para contenerla, en particular su impacto sobre las tasas de interés y la actividad real. Este tema lo elaboraremos en detenimiento en próximas ediciones de La Semana Económica.