

CONVENCIÓN BANCARIA 2008

¿cómo mantener la estabilidad en un mundo turbulento?

INFORMACIÓN E INSCRIPCIONES

Gerencia de Eventos

Teléfono: (57 1) 3266600 Ext. 1480 – 1481 – 1482 – 1483 – 1484 Fax: (57 1) 3266602 E-mail: eventos@asobancaria.com

Centro de Convenciones - Cartagena - Junio 12 y 13 - 2008

El endurecimiento de los controles de capital: ¿Una decisión acertada?

No dejó de ser paradójico que el viernes pasado, en el marco del Simposio de Mercado de Capitales que tuvo lugar en Medellín, el Ministro de Hacienda y Crédito Público anunciara a la industria la decisión del gobierno de fortalecer el control de capitales.

Las dos medidas adoptadas consistieron en elevar el porcentaje del depósito no remunerado que se exige a las inversiones de portafolio que ingresan al país, y establecer un tiempo mínimo de dos años de permanencia para la inversión extranjera directa.

Ambas decisiones fueron, de acuerdo con el gobierno, la ratificación de su interés de imponer límites a los flujos de capital de corto plazo, buscando contener la apreciación de nuestra moneda, que de acuerdo con el gobierno es producto del ingreso de los capitales especulativos.

Asobancaria no comparte las medidas mencionadas pues a la luz de la experiencia reciente no es claro qué tan efectivas puedan llegar a ser, teniendo en cuenta que el país completó más de un año con controles de capital y la cotización de la divisa norteamericana continúa cayendo.

Los controles a la inversión de portafolio

Con el propósito de neutralizar las presiones a la apreciación del peso, el emisor optó el 6 de mayo de 2007 por establecer un depósito no remunerado del 40% por concepto de endeudamiento externo y sobre el 11% de los desembolsos de los créditos

destinados a la prefinanciación de exportaciones, con un término de 12 meses.

Tras la implementación de estas medidas, el 23 de mayo el Ministerio de Hacienda y Crédito Público fortaleció la figura de los controles instaurando un depósito no remunerado por el 40% del valor de la inversión de portafolio liquidada a la TRM de su fecha de constitución, con un término de seis meses para su redención¹.

Posteriormente, el 14 de diciembre de 2007 estipuló que dicho depósito podría ser denominado en pesos o en dólares, y relajó las condiciones para su redención ya que redujo el descuento por restitución anticipada y levantó la obligación de constituir la totalidad del depósito en el Banco de la República para poder redimirlo, pues basta con entregar al emisor el monto correspondiente al descuento por restitución anticipada. De igual forma exceptuó del requerimiento a las inversiones realizadas en inversiones primarias de acciones².

Sorpresivamente el viernes pasado en el marco del Simposio de Mercado de Capitales el Ministro de Hacienda anunció el endurecimiento de los controles. La nueva modificación al régimen de inversiones de capital extranjero en Colombia contenida en el Decreto 1888 eleva el depósito del 40 al 50% y establece un periodo de permanencia mínima de dos años para la inversión directa que ingrese al país, restricción que cubre únicamente el monto correspondiente al capital invertido sin modificar el régimen actual de remisión de utilidades (tabla 1).

¹ Decreto 1801 de 2007

² Decreto 4814 de 2007

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 del 40 % denominado en pesos, por un término de 6 meses.
D. 4814 / 2007 dic-14	MINHACIENDA	Depósito del 40 % denominado en pesos o en dólares, por un término de 6 meses.
D. 1888 / 2008 may-30	MINHACIENDA	Depósito del 50 % denominado en pesos o en dólares, por un término de 6 meses. Permanencia mínima de dos años (inversión directa)

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

La justificación de los controles

Para muchos buena parte de la explicación sobre la medida tomada por el Ministerio estuvo influenciada por la reacción que tuvo el mercado cambiario ante el mejoramiento en la calificación de Brasil. Entre el martes y el viernes de la semana pasada el dólar cayó 22,03 pesos, al pasar de 1.777,98 a 1.755,95, situación que se acentuó además por la propagación de rumores acerca de que los controles podrían flexibilizarse en el futuro.

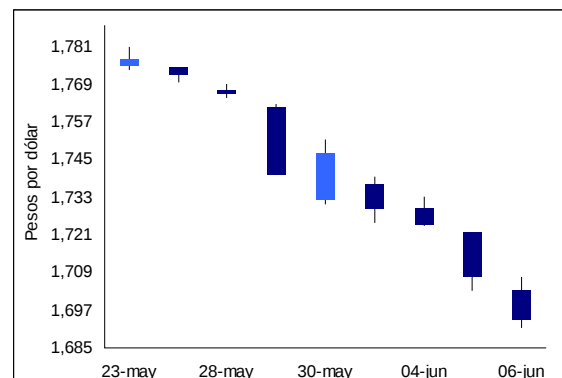
Aunque en un principio el anuncio del gobierno surtió un leve efecto sobre el comportamiento del dólar, la medida no ha tenido el impacto esperado. Desde su implementación la caída de la divisa ha sido mucho más aguda, pues pasó de cotizarse a una tasa de mínima de 1.703 pesos el 5 de junio a un mínimo de 1.691,25 en la jornada del 6 de junio (gráfico 1).³

Si bien es cierto que en el comunicado el Ministerio menciona explícitamente su interés de contener los flujos de capital de corto plazo, esta justificación no tiene

³ Fuente: Set-FX.

sustento en la información de la balanza cambiaria pues no es claro que las medidas implementadas hasta ahora hayan tenido algún efecto en el agregado.

Gráfico 1:
Tendencia del dólar en el mercado interbancario⁴



Fuente: SET-FX

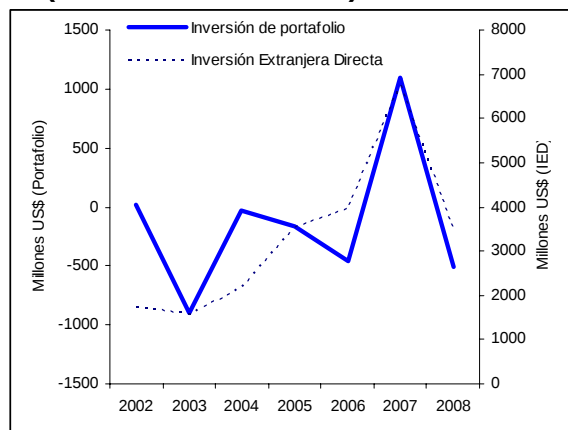
Si se observa el comportamiento de la inversión extranjera directa y de portafolio en los últimos años se encuentra que los controles de capital sólo han logrado restarle dinamismo a los flujos de corto plazo en lo que va de 2008. De acuerdo con la información de la balanza cambiaria, en 2007 ingresaron al país US\$1.102 millones por concepto de inversión de portafolio, en tanto que hasta el 16 de mayo de este año se experimentaron salidas por un valor de US\$509 millones. En contraste, los flujos de capitales de corto plazo continúan aumentando ya que entre enero y mayo de 2008 han ingresado al país por concepto de inversión extranjera directa la no despreciable suma de US\$3.461 millones de dólares, lo que representa un poco más de la mitad del

⁴ El color azul oscuro indica que para ese día se registró un precio de apertura superior al del cierre. Si el color de la vela es azul claro indica que para el día de referencia el precio de cierre estuvo por encima del de apertura. El tamaño de la vela dependerá de la diferencia que se presente entre el precio de apertura y el de cierre.



flujo total que llegó a lo largo de 2007 (gráfico 2).

Gráfico 2:
Flujos de inversión directa y de portafolio
(Acumulados anuales)*



Fuente: Banco de la República, Estadísticas Cambiarias.*
Las cifras de 2008 corresponden al acumulado al 16 de mayo.

Completamos más de un año desde que se promulgaron los controles y la cotización de la divisa norteamericana en el mercado colombiano pasó de 1.957,54 pesos el 23 de mayo de 2007 a una tasa de 1.709,95 el 6 de junio de 2008, con una apreciación que supera el 17%.

Cabría preguntarse entonces por qué funcionaría ahora el depósito del 50% si no logró su cometido cuando era del 40%, o mejor aún por qué seguir insistiendo en que la estrategia para contrarrestar la apreciación es endurecer los controles de capital.

El fracaso de los controles

La evidencia internacional ha puesto al descubierto la ineficacia del control de capitales ante la devaluación que ha experimentado el dólar a escala global.

Para muchos la fuerte caída del dólar era previsible ya que no se podía esperar que un desbalance tan enorme como el que experimentan las cifras fiscales y la cuenta corriente norteamericanas terminara de otro modo. Naturalmente la abundante liquidez resultante de estos desbalances se irrigo en los mercados financieros interna-

cionales y la apreciación se acentuó por las disminuciones en las tasas de interés de la reserva federal, situación que ha estimulado una fuerte canalización de recursos hacia las economías emergentes, donde existe además un entorno de menor percepción de riesgo y mejoras ostensibles en los términos de intercambio como resultado del auge de las cotizaciones de los commodities.

Aún cuando las fuerzas externas e internas que han determinado la depreciación del dólar superan el alcance de la política de los controles, varios países emergentes incluido Colombia han apelado a diversas estrategias sin mayores resultados. Salvo para algunos periodos de 2007, el dólar no ha parado de caer aún en presencia de depósito de 40% sobre la inversión de portafolio. Esto revela que el efecto del depósito sobre la tasa de cambio no es permanente y que la inversión de portafolio no es el gran culpable de la apreciación del peso como se ha afirmado.

Es importante aprender de la experiencia que deja el fracaso chileno en la imposición de controles similares durante la década de los noventa. Aún en medio de un contexto de fuerte revaluación, hoy en día las autoridades económicas de ese país, en cabeza del Banco Central, han descartado de plano la implementación de medidas como el depósito no remunerado, argumentando que esta estrategia no fue efectiva para contener la apreciación del peso chileno y no ven por qué sí lo sería ahora.

Comentarios finales

Pese a que en numerosas ocasiones hemos resaltado la inconveniencia de los controles y en su escaso margen de efectividad para contrarrestar las fuerzas internas y externas que han incidido en la apreciación del peso, las autoridades siguen insistiendo en las "bondades" del depósito no remunerado a la inversión de portafolio.

Más allá de cualquier consideración que se pueda tener al respecto, los capitales especulativos han adquirido la connotación de nocivos, cuando lo que en realidad ocurre es que un mercado de capitales que

aspire a profundizarse no puede hacerlo sin permitir el desarrollo de prácticas especulativas, pues es necesario el ingreso de capitales de riesgo.

Una decisión como ésta va en contravía del anhelo de recuperar el grado de inversión en Colombia con todas las implicaciones que se derivan de ello sobre nuestro incipiente mercado de capitales. Además, nos pone en una situación de desventaja ante países como Brasil y México que son menos propensos a adoptar este tipo de controles. Es interesante notar que durante 2007 el índice de la Bolsa de Valores de Colombia aumentó 0,31%, cifra sustancialmente menor al de Brasil (45,73%) y México (12,95%). Muchos analistas indican que la razón para ese pobre desempeño de la bolsa de Colombia fue el control de capitales ya que los resultados financieros de las empresas fueron bastante favorables.

De otra parte, imponer obstáculos al

ingreso de flujos de inversión contradice el espíritu de los acuerdos de negociación bilateral, porque se está pidiendo que se abran las puertas del otro mercado al tiempo que se cierran las propias mediante barreras regulatorias.

Aunque es claro que la caída de la tasa de cambio ha puesto en jaque a las autoridades económicas, es importante reflexionar sobre la necesidad de sopesar entre los efectos coyunturales que se espera derivar de la implementación de cualquier medida y el impacto estructural que ello genera sobre el crecimiento económico del país en un horizonte más amplio.

En consecuencia, la elección de instrumentos para atajar la caída del dólar no debería atentar contra el desarrollo del mercado de capitales, la recuperación del grado de inversión, ni mucho menos imponer más trabas al tránsito del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos.