

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y Nelson Vera

Marzo 28 de 2017

## Crisis Exportadora, Apreciación Cambiaria y Controles de Capital

El primer trimestre de 2017 ha arrancado con una preocupante tendencia de revaluación cambiaria a ritmos promedio del 10% anual (llevándonos a una TRM-promedio de \$2.920/dólar vs. los \$3.100/dólar que proyectaba Anif, dada la profunda crisis exportadora de Colombia). Ello se explica por la abundancia de inlujos de capital del *off-shore*, los cuales se han duplicado en los dos últimos años, hasta alcanzar un *stock* de US\$20.000 millones en tenencias de TES. De forma similar, también se ha duplicado la participación *off-shore* en tenencias de TES hasta llegar a representar un 25% del total (ver gráfico adjunto), superando el 15% de Brasil y acercándonos al peligroso 30% de México.

Dichos inlujos han experimentado la entrada de nuevos jugadores (ante la decepción que han sufrido en Turquía, Rusia y Brasil), ganando Colombia asignaciones en portafolios *benchmark* como en los índices de JPMorgan o Morgan Stanley. *A este respecto no debemos equivocarnos en la lectura de lo que está ocurriendo: no es que Colombia luzca mejor, sino que otros emergentes importantes se han deteriorado mucho más rápido*; lo cual ratifica nuestra visión de que Colombia ha mostrado “aguante”, pero aparecemos deslucidos respecto de nuestro crecimiento potencial (ahora reducido al 3% anual) y de nuestros déficits gemelos (del orden del 4% del PIB tanto en el frente externo como en el fiscal en 2016). Todo lo anterior explica el *rally* de los TES, cayendo de

tasas de interés del 8.3% anual a tan solo 6.5% durante el último año (y mostrando un empinamiento insostenible de solo 70pbs vs. los 200pbs que corresponderían al riesgo país).

Esto ocurre a pesar de la mayor inflación, el menor crecimiento y de la problemática externa que se está “corrigiendo” por la vía errada de una mayor contracción de las importaciones (en vez del impulso exportador). Empero, tanto el FMI como la calificadora Fitch le han dado “el beneficio de la duda” a este tipo de ajuste macroeconómico. Pero esto tan solo nos está “comprando” un margen de espera de unos 12-18 meses, antes de que tengamos que volver a discutir una perspectiva negativa y con riesgo de llegar a perder un escalón respecto de los dos que hoy nos mantienen por encima del grado de inversión.

Es indudable que tras los correctivos en la estructura tributaria de Colombia (Ley 1819 de 2016), ahora el debate fiscal tendrá tres aristas (*Informe Semanal* No. 1347 de enero de 2017): i) si podrá ganarse o no en gestión tributaria el 0.5% del PIB anual que promete la DIAN; ii) la necesidad de complementar en 2019-2020 el descenso en la tributación corporativa (con tasas bajando hacia el 33%) con incrementos en el impuesto de hogares ricos; y iii) el margen de acción que tendrá la nueva administración de agosto-2018 a la hora de contener la dinámica de un gasto público altamente indexado,

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Alejandro Vera y Nelson Vera

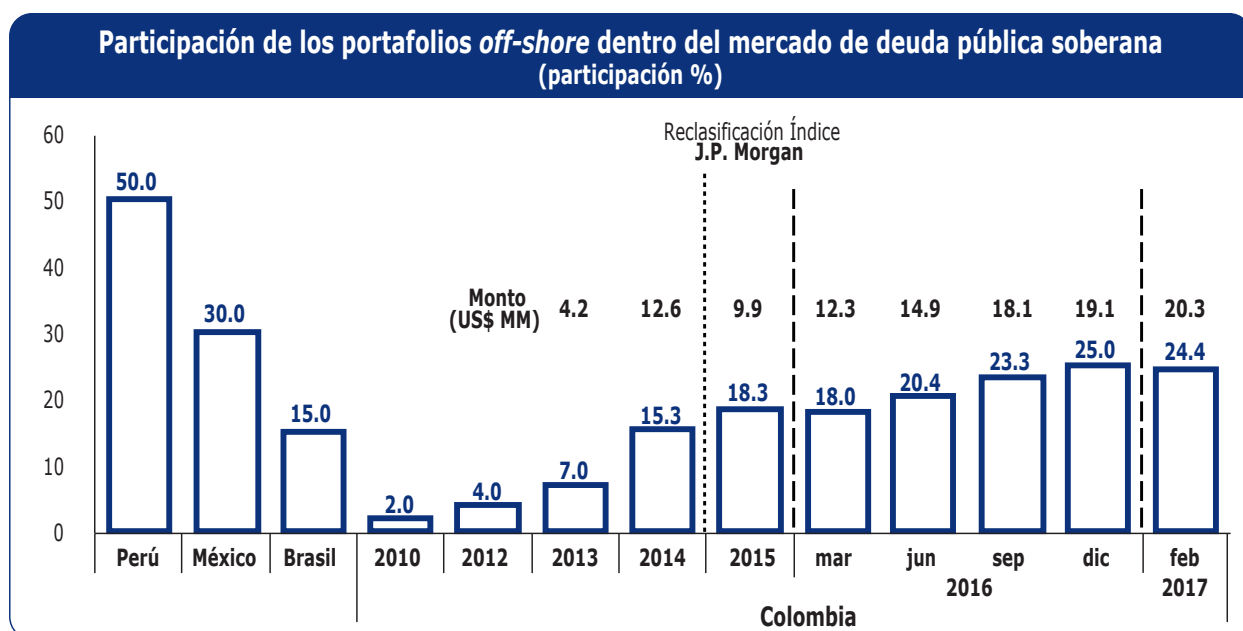
promediando un IPC + 4% real en cerca del 85% del presupuesto público (ver *Informe Semanal* No. 1356 de marzo de 2017).

Dado este cuadro macro-financiero, Anif ve con preocupación el exceso de apetito corto-placista del *off-shore* y su negativo impacto de apreciación sobre la tasa de cambio, lo cual está abortando la incipiente recuperación exportadora agro-industrial. Cuando un país como Colombia ha perdido 40%-50% de su base exportadora (US\$35.000 millones proyectados en 2017 vs. los US\$60.000 millones de 2012), la Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) dictaría una TRM con pisos de \$3.100/dólar y ritmos de devaluación promedio del 5%-10% en 2017 y no la apreciación del 10% anual observada a lo largo del primer trimestre de este año.

*Vale la pena entonces que el Banco de la República (BR) estudie con detenimiento la conveniencia de llegar a adoptar esquemas de "controles de capital" a dichos ingresos del off-shore (pero sin alterar las reglas de aquellos que ya han ingresa-*

*do). A diferencia de los encajes relacionados con la permanencia de esas inversiones del off-shore adoptados durante 2007-2008 por el BR, nuestra sugerencia es que se adopte un impuesto transaccional (Tobin-Tax) del 6%, elevando así su tributación actual del 14% hacia el 20%, pero aplicable únicamente al stock de inversiones en TES que desborden el valor que mostraba cada tenedor, digamos, a la fecha de marzo 30 de 2017.*

Este tipo de medida es viable dentro de los TLCs que hoy maneja Colombia (aceptada también por el FMI como un instrumento idóneo) y tiene la virtud de mantener intacto el tratamiento tributario de esos US\$20.000 millones ya invertidos en TES. El objetivo de dicha medida temporal sería obviamente ayudar a disuadir aquellas inversiones de corto plazo que rebasen dicho stock total y, de esta manera, dejar que la flotación cambiaria guiada por flujos de comercio y de Inversión Extranjera Directa (con vocación de mayor permanencia) fijen una TRM más acorde con la PPA (antes explicada), ver *Informe Semanal* No. 1355 de marzo de 2017.



Datos de Perú, México y Brasil corresponden a diciembre de 2015.  
Fuentes: MHCP y Credit Suisse.