

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de Nelson Vera

Febrero 12 de 2014

Deuda pública emergente y capitales *offshore*

Se ha cumplido un año desde la rebaja impositiva a los capitales *offshore* aprobada a través de la Ley 1607 de 2012. Como se recordará, allí se estipuló reducir el imponible del 33% al 14% o sólo al 25% en caso de tratarse de dineros manejados a través de los paraísos fiscales, ver *Informe Semanal* No. 1156 de enero de 2013. Esta medida ha derivado en mayores influjos de capital extranjero hacia el mercado de TES, favorecido por dicha medida, pues el mercado de renta variable continúa exento tanto para los tenedores locales como para los extranjeros.

En efecto, la participación de los extranjeros en la tenencia de TES se ha elevado del 2% en 2010 o del 3.7% en 2012 al 6.4% actualmente. A este respecto, el Ministerio de Hacienda (MHCP) ha venido explicando las metas que se ha trazado en este frente, al buscar elevar esta participación extranjera del actual 6.4% hacia el rango del 10-15% (ver gráfico adjunto).

Sin embargo, todo esto ha venido ocurriendo en medio de una delicada coyuntura internacional de “frenazos súbitos” en los influjos de capitales hacia las economías emergentes. Como es sabido, la “normalización” de la política monetaria que ha venido impulsando el Fed, desde diciembre de 2013, ha generado alta volatilidad en los flujos de capitales, ver *Comentario Económico del Día* 11 de febrero de 2014. Se estima que los anuncios de mayo de 2013 y los posteriores recortes de la liquidez por parte del Fed, bajando de US\$85.000 a US\$65.000 millones/mes, han causado salidas de capital de unos US\$54.400 millones de los mercados emergentes durante 2013 y lo corrido de 2014 (sumando acciones y bonos). Dado este trasfondo de debilidad financiera-externa del mundo emergente, vale la pena analizar las bondades de esa estrategia de profundización de la participación del *offshore* en el mercado de deuda pública colombiano.

En primer lugar, nadie puede ir en contravía de los beneficios de la profundización de mercados puros, conllevando portafolios más diversificados y atrayendo participaciones de los diversos agentes del mercado (incluidos allí los portafolios externos). Esto resulta válido, en general, para todos los activos y mercados.

Sin embargo, esas mayores participaciones del *offshore* pueden acarrear costos en términos de mayores volatilidades cambiarias y de tasas de interés, particularmente durante períodos de turbulencia financiera. No es sino recordar las marcadas apreciaciones y las burbujas crediticias causadas por los influjos de capital hacia las economías emergentes durante 2005-2008. Pero ahora los mercados han entrado en su fase correctiva de 2013-2014, generando: i) aumentos cercanos a los 200-300pbs en los costos de financiamiento de esas economías emergentes (corrigiendo del 5% al 7% en el caso de los TES *benchmark* colombianos); y ii) devaluaciones del 10%-20% en las monedas más débiles durante 2013-2014. En el caso de Colombia la devaluación peso-dólar se ha acelerado rápidamente al pasar de cero hace un año

Continúa

Director: Sergio Clavijo
 Con la colaboración de Nelson Vera

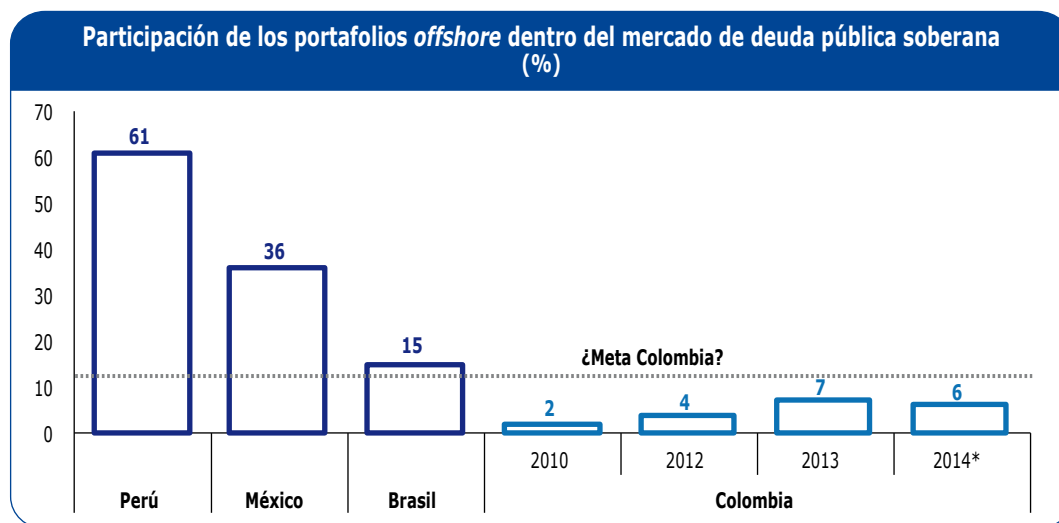
a 14% anual recientemente, lo cual ha venido a agravar la salida del capital *offshore* (habiéndose perdido unos US\$2.000 millones en los últimos meses), además de las presiones inflacionarias que ello acarrea vía costos de importación.

¿Cuál es entonces el balance costos (sacrificio fiscal de menores recaudos de imponente del *offshore* y la volatilidad financiera que ellos traen) vs. beneficios (apuntarle a una supuesta mayor profundidad del mercado de los TES)? Tal vez resulta algo prematuro intentar dicho balance en estos momentos.

Sin embargo, cabe mencionar aquí el negativo impacto que habrán experimentado ya los mercados con alta participación del *offshore* en sus mercados de deuda soberana, como son los casos de Perú (61% del total), México (36%) y, en menor medida, Brasil (15%). Recordemos que en varias ocasiones estos países han tenido que recurrir, más que Colombia, a los “controles de capital” para evitar que esos vasos-comunicantes internacionales generen excesiva volatilidad. Este fue el caso de los controles de capitales del período 2007-2011, cuando Brasil tuvo que elevar los impuestos hacia el 6% (*Tobin-Taxes*) para evitar la excesiva apreciación cambiaria; o los casos de sobre-encajes o comisiones a los flujos de portafolios externos adoptados por Perú y Colombia durante esos mismos años.

No en vano, el propio FMI, dando un giro histórico, aceptó la adopción temporal de dichos controles al sopesar que en ocasiones es más el daño cambiario que hacen esos capitales *offshore* que su supuesto beneficio de profundización (ver FMI, 2012, “*The liberalization and Management of Capital Flows: an Institutional View*”). Así, los controles al capital *offshore* se han instituido como herramientas idóneas para combatir la apreciación cambiaria y/o la excesiva volatilidad de los portafolios, incluso dentro del marco de los TLCs.

Por último, cabe recordar aquí el caso de Japón. Allí se han podido dar el lujo de tener un mercado de deuda pública profundo, con una participación local del orden del 90-95%. Esto a pesar de ser una de las economías más abiertas del mundo. Así, las economías emergentes deben lograr un delicado balance en el tránsito hacia mayores participaciones del *offshore* en sus mercados de deuda pública. ¡No todo el *offshore* que brilla momentáneamente es oro!



Nota: datos de Perú, México y Brasil corresponden a julio de 2013.
 *A enero de 2014.
 Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.