

FLUJOS FINANCIEROS INTERNACIONALES HACIA COLOMBIA:  
UN ANÁLISIS SOBRE SUS POSIBLES IMPACTOS EN LA ESTABILIDAD  
MACROECONÓMICA

MARIA JOSÉ CARDENAS BRAVO

UNIVERSIDAD PONTIFICIA BOLIVARIANA  
ESCUELA DE ECONOMIA, ADMINISTRACION Y NEGOCIOS

FACULTAD DE ECONOMIA

MEDELLIN

2020

FLUJOS FINANCIEROS INTERNACIONALES HACIA COLOMBIA:  
UN ANÁLISIS SOBRE SUS POSIBLES IMPACTOS EN LA ESTABILIDAD  
MACROECONÓMICA

MARIA JOSÉ CARDENAS BRAVO

Trabajo de grado para optar al título de Economista.

Asesor:

PhD. Juan Camilo Galvis Ciro

Profesor Facultad de Economía

UNIVERSIDAD PONTIFICIA BOLIVARIANA  
ESCUELA DE ECONOMIA, ADMINISTRACION Y NEGOCIOS

FACULTAD DE ECONOMIA

MEDELLIN

2020

A la memoria de mi padre.

## **AGRADECIMIENTOS**

Gracias le doy a la Universidad Pontificia Bolivariana por enseñarme los conocimientos que hoy tengo, a mis profesores que me acompañaron en este proceso y a mis padres por darme la oportunidad de ser una profesional.

## CONTENIDO

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Introducción</b> .....  | <b>4</b>  |
| <b>1. Integración financiera: la apertura financiera y la desregulación de los flujos de capital</b> ..... | <b>6</b>  |
| 1.1 Evidencias sobre la apertura financiera .....  | 8         |
| 1.2 La regulación de los flujos de capital .....   | 9         |
| <b>2. Medidas para regular los capitales: regulaciones pasadas y nuevas</b> .....                          | <b>11</b> |
| 2.1 Medidas Macro-Prudenciales (MMP) .....   | 15        |
| 2.2 Medidas de Administración de Flujos de Capital (MFC) .....   | 16        |
| 2.3 Medidas de administración en el siglo XXI .....  | 20        |
| <b>3. Análisis de la cuenta de capitales de Colombia</b> .....   | <b>25</b> |
| <b>4. Análisis de los flujos de capital y la economía: Una aproximación</b> .....                          | <b>30</b> |
| 4.1 Análisis de resultados .....   | 32        |
| <b>Conclusiones</b> .....  | <b>34</b> |
| <b>Referencias Bibliográficas</b> .....  | <b>36</b> |

## LISTA DE GRÁFICOS

|  |    |
|--|----|
| Gráfico 1 - Evolución del índice de medidas regulatorias de control de capitales en América Latina y el mundo..... | 12 |
| Gráfico 2 - Evolución de los controles por flujos de capital .....   | 13 |
| Gráfico 3 - Relaciones entre la tasa de cambio, las reservas y los controles de capital ...                        | 22 |
| Gráfico 4 - Saldo Neto Inversión en Cartera para Colombia durante 2005-2019 .....                                  | 28 |
| Gráfico 5 - Saldo Neto Inversión en Cartera como porcentaje de las Reservas Internacionales .....                  | 29 |
| Gráfico 6 - Saldo Neto Inversión en Cartera como porcentaje del PIB .....  | 30 |
| Gráfico 7 - Crecimiento económico del PIB real (datos en porcentaje) .....   | 31 |

## LISTA DE TABLAS

|   |    |
|---|----|
| Tabla 1 - Balanza de pagos de Colombia para el año 2019 ..... | 26 |
| Tabla 2 - Estimación modelos 1, 2 y 3 .....                   | 32 |
| Tabla A.1 - Test de estacionariedad .....                     | 35 |

## RESUMEN

La creciente integración financiera internacional le ha dado una importancia significativa a los flujos financieros tanto a la entrada como a la salida de capitales, la evidencia empírica nos muestra que son los causantes de los desequilibrios en la cuenta de capitales y se han involucrado cada vez más como una característica fundamental de la actual economía, así como puede ocasionar desequilibrios a su vez se han mostrado como un factor asociado al crecimiento en tiempos de globalización como los beneficios que habitualmente se contemplan están la diversificación del riesgo, que permita una mejor asignación de los recursos financieros, y la canalización del ahorro mundial hacia economías que tienen proyectos de inversión que pueden potenciar el crecimiento económico.

Los debates a favor de la regulación surgieron de la necesidad de que la economía del momento a mediados de los 90s pasaba por desequilibrios, y surgió las ideas de aplicar medidas macro prudenciales con el fin de mitigar el riesgo del sistema financiero como un todo, y las medidas de control de capitales tales como impuestos a las transacciones o topes de volumen y otras limitaciones que el gobierno de un país puede emplear para regular los flujos de entrada y de salida sobre la cuenta de capital interna del país.

El impulso que ha tomado la integración financiera es importante analizar los impactos que ha tenido este proceso y cómo afecta el desempeño de la economía, en el presente trabajo se mostrará la significancia de los flujos financieros colombianos específicamente los de cartera, se analiza la cuenta de capitales de Colombia específicamente la inversión de cartera, tanto en la proporción de reservas internacionales como del PIB, además, se estudia la incidencia de la inversión de cartera en el periodo 2005 – 2019 en el crecimiento del PIB a través de un ejercicio econométrico.

**Palabras clave:**

Flujos financieros, integración financiera, Medidas macro prudenciales, Medidas de controles de capital.



## INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas se ha producido una creciente integración financiera internacional como una de las características fundamentales en la configuración actual de la economía internacional. Todos los países abiertos a la movilidad de capital se han involucrado en esta globalización financiera y, en el caso de los países emergentes como Colombia, los flujos de capital han ganado importancia para financiar sus desequilibrios en la cuenta corriente. Contablemente, estos flujos de capital llegan en la forma de Inversión Extranjera Directa (flujos de largo plazo), aunque los flujos de portafolio y de cartera (flujos de corto plazo) se han vuelto importantes a pesar de que sean más fluctuantes y su regulación más compleja (Gutiérrez, s.f.).

Los flujos de capital han desempeñado un importante papel en la promoción del crecimiento de muchas economías en desarrollo y en transición, aunque también han sido asociados con la volatilidad en las variables que los bancos centrales usan como metas de política monetaria, tales como el crecimiento, el de tipo de cambio y la inflación (Hoggarth y Sterne, 2002). Frente a este problema, los controles de capital nacen de la necesidad de prevenir esa variación, y pueden incluir impuestos, tasas, legislación directa y restricciones de volumen, así como medidas forzosas de mercado para afectar a muchas clases de activos como son las acciones, los bonos y operaciones de cambio de divisas. Es decir, las restricciones de capital buscan controlar directamente los movimientos del mercado o pueden ser un mecanismo basado en el mercado que a su vez altera su estructura de precios (Mueller, 2015).

Debido a que la integración financiera ha tomado gran impulso en las economías emergentes, como la economía colombiana, es importante analizar los impactos que ha tenido este proceso y cómo afecta el desempeño de la economía. Para impulsar la

integración de flujos de capital se han dado varios argumentos. Entre los beneficios que habitualmente se contemplan están la diversificación del riesgo, que permita una mejor asignación de los recursos financieros, y la canalización del ahorro mundial hacia economías que tienen proyectos de inversión que pueden potenciar el crecimiento económico. También existen argumentos en contra relacionados con la vulnerabilidad financiera que traen los flujos ante la ausencia de una autoridad financiera supranacional, el elevado grado de endeudamiento o la dependencia del sector externo, así como reversiones importantes en los flujos de capital provenientes de flujos de corto plazo con fines especulativos y los canales de contagio por las crisis financieras internacionales (Gutiérrez, s.f.).

A partir de la crisis financiera internacional de 2007, los controles de capital son objeto de un arduo debate, algunos piensan que limitan el progreso económico y la eficiencia, mientras que otros los ven como acertados y como una medida de seguridad económica (Mueller, 2015). A partir de este contexto, en el presente trabajo se analizan los flujos de capital de corto plazo para el caso colombiano y se analiza su incidencia sobre el crecimiento de la economía para el periodo 2005 – 2019. En particular, los resultados encontrados en el presente trabajo muestran que los flujos de capitales de corto plazo no inciden sobre el crecimiento económico, principalmente porque la proporción de los flujos de corto plazo como porcentaje del PIB no es de gran importancia.

El trabajo está organizado de la siguiente forma: En primera parte, se analiza la integración financiera desde su historia, la evidencia empírica a favor y en contra del proceso. En la segunda parte, se describen las medidas pasadas y existentes, analizando los posibles impactos de la implementación de las medidas Macro - Prudenciales y medidas de administración de flujos de capital. En la tercera parte se analiza la cuenta de capitales de

Colombia específicamente la inversión de cartera, tanto en la proporción de reservas internacionales como del PIB. Además, en la cuarta parte se estudia la incidencia de la inversión de cartera en el periodo 2005 – 2019 en el crecimiento del PIB a través de un ejercicio econométrico. Finalmente, son presentadas las conclusiones generales del trabajo.

## CAPITULO 1

### **Integración financiera: la apertura financiera y la desregulación de los flujos de capital**

En los años de 1970, existió un clima político favorable a la apertura financiera como una estrategia de crecimiento económico. Esta estrategia fue vista como alternativa a los llamados modelos de industrialización por sustitución de importaciones, los cuales fueron juzgados como agotados e ineficientes. En este contexto, varios formuladores de política económica argumentaron que la liberalización de flujos de capital traía consigo beneficios indirectos, como el aumento de las capacidades productivas de los sectores asociados directa e indirectamente al comercio internacional y un aumento de la eficiencia económica que podía ayudar a impulsar de nuevo el crecimiento económico de los países en desarrollo (Obstfeld, 2009).

Con la llegada Margaret Thatcher al poder en Reino Unido en 1979, en conjunto con la presidencia de Donald Reagan en Estados Unidos, (1985), las ideas sobre la desregulación financiera tomaron fuertes impulsos. En los años 1980, se llegó a cierto consenso que establecía que la integración financiera traía grandes beneficios directos por la expansión en la oferta de ahorro para los países desarrollados y en desarrollo y ayudaba a impulsar su productividad. En su momento, el consenso fue que la integración ayudaría a financiar mejor todos los proyectos de inversión, aumentaría la transferencia tecnológica por medio de la Inversión Extranjera Directa (IED), permitiría una mejor trayectoria del consumo en el tiempo al reducir sus fluctuaciones y mejoraría el llamado canal de crédito en todas las economías. También se discutió sobre el “efecto disuasivo” de la globalización sobre las expansiones fiscales o monetarias excesivas y se propuso la apertura financiera como una manera de disciplinar la política económica (Bastourre y Zeolla, 2017).

Este proceso de globalización financiera fue implementado por medio de una serie de reformas institucionales. En términos generales, los planes de liberalización consisten en un proceso de varias etapas que comienza con la desregulación de los flujos de capital productivos, en los cuales se libera las entradas de Inversión extranjera directa (IED) y luego se permiten las salidas de inversión de nacionales hacia el exterior. Posteriormente, viene una segunda etapa en la cual se libera la entrada y salida a otros flujos de corto y largo plazo que tienen un carácter más especulativo. Como una actividad complementaria, la apertura de los flujos de capital de corto y largo plazo va su vez acompañada de la revisión de marcos jurídicos, modificaciones a los objetivos de las instituciones, el fortalecimiento de las medidas indirectas de regulación, la supervisión prudencial, el manejo de riesgos y el desarrollo de los mercados de capital, incluidos los fondos de pensiones (Ostry et al 2013).

Debido a que estas reformas fueron adoptadas con gran interés en América Latina, especialmente en Colombia, es importante analizar los impactos que ha tenido este proceso y cómo ha afectado la economía.

### **1.1 Evidencias sobre la apertura financiera**

Luego de casi 50 años, la evidencia empírica sobre la apertura financiera no ha sido muy concluyente al respecto de los beneficios que se apuntaban para su implementación. En particular, los resultados de diversos estudios han encontrado que la integración financiera es poco significativa para explicar el crecimiento de los países en desarrollo (Henry, 2007; Kose et al, 2006).

Diversos argumentos han sido dados para analizar los resultados encontrados. Uno de ellos, apunta que la apertura financiera no fue un proceso dinamizador, pues la estructura

de los sistemas productivos en los países de desarrollo era carente de cadenas productivas con valor agregado para competir y beneficiarse del comercio mundial. Además, algunos trabajos han mostrado la necesidad de contar con ciertos “umbrales” de calidad institucional para que la desregulación financiera traiga consigo mayores beneficios que prejuicios. En concreto, la transparencia, solidez y credibilidad de las instituciones son fundamentales para mejorar los beneficios de la entrada y salida de capitales debido a que ayudan a su asignación hacia los sectores claves de la economía (Ostry et al, 2013).

Otros factores propios de las economías en desarrollo también explican los pobres resultados logrados con la apertura financiera. Por ejemplo, la excesiva volatilidad y las dificultades en oferta del crédito del sistema bancario impiden el desarrollo de numerosos mercados y la financiación de proyectos de inversión básicos como existen en los países desarrollados (Díaz-Alejandro, 1985; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2000).

Los procesos tempranos y acelerados de apertura económica, especialmente de la cuenta capital, ocasionaron serias crisis de la deuda en América Latina y en algunos países produjo hiperinflación. Como resultado, en la década de 1980 la apertura financiera estuvo acompañada de una crisis bancaria que interrumpió la expansión económica que traían varios países en desarrollo (Stiglitz, 2008). Frente a esto, en la década de 1990 también se indicó que además de la calidad de las instituciones se necesitan otras políticas. Al respecto, es importante señalar que Minsky y Krugman (Bastourre y Zeolla, 2017) han demostrado que la regulación del sistema financiero es fundamental e incide sobre el comportamiento de las variables macroeconómicas.

En general, con la experiencia de los años de 1990 los países en desarrollo tendieron a estar más a favor de la regulación de los movimientos de capital. Caso contrario a la euforia de los primeros años de apertura, donde la influencia del Fondo Monetario Internacional

difundió la propuesta de que la integración financiera diversifica el riesgo y es beneficiosa para todos, por lo que se creía que la mejor regulación era dejar todo al libre mercado.

Luego de la apertura financiera, en los años 1990 hacia adelante se observó también que existe una alta correlación en los retornos de los bonos de deuda pública con los periodos de turbulencia financiera. Esto llevó a los países en desarrollo a tener una exclusiva volatilidad e inestabilidad macroeconómica y reforzó la necesidad de regular los movimientos de capital.

En conclusión, a lo largo de los últimos 50 años, se han reunido evidencias que muestran que la creciente liberalización de los flujos de capital trae riesgos significativos, que se amplifican cuando los países no cuentan con niveles de desarrollo financiero e institucional suficiente (Ostry, Arora, Habermeier, et al 2013).

## **1.2 La regulación de los flujos de capital**

Debido a que la ausencia de regulación de los flujos de capital puede generar problemas para economías en desarrollo, han surgido propuestas para motivar la regulación. Bastourre y Zeolla (2017) mencionan varios argumentos, y entre esos se destacan: la posibilidad de dotar de mayor autonomía al ejercicio de la política monetaria, la mejora en la administración de las políticas cambiarias con el fin de evitar la volatilidad del tipo de cambio, la posibilidad de dar respuesta a las fallas de información en los mercados financieros, el poder controlar la expansión de crédito, el evitar la generación de burbujas en el precio de determinados activos y alentar (o desalentar) inversiones orientadas a sectores económicos claves.

Las razones atrás de cada argumento son importantes. Con relación a la primera, la independencia de la política monetaria permite ganar libertad en las decisiones

macroeconómicas cuando se trata de estabilizar desequilibrios ocasionados por excesivas entradas o salidas de capital. La importancia radica en el hecho de que cuando la política monetaria está acompañada de controles a los movimientos de capital, la tasa de interés puede utilizarse de mejor forma para controlar la economía y estabilizar la demanda.

El control de tipo de cambio se justifica porque la estructura económica de los países en desarrollo tiene componentes importados y la volatilidad distorsiona la formación de precios. Además, la liberalización de capitales trae revaluaciones de la tasa de cambio y puede generar el llamado fenómeno de la enfermedad holandesa, lo cual perjudica la estructura de los precios relativos en el sector industrial.

Las otras razones, asociadas a los fallos de información y la creación de burbujas especulativas, se fundamentan en que los ciclos financieros son generados endógenamente, y se conoce como la hipótesis de inestabilidad financiera de Hyman Minsky en la literatura post - keynesiana y es una de las razones principales para la regulación del sistema financiero local e internacional (Minsky, 1992). Esta hipótesis afirma que en el auge económico no se pronostican el comportamiento de las primas de riesgo ya que la expansión de la demanda interna, y el aumento de los precios de activos reales y financieros, no permite prever los posibles efectos futuros del sobreendeudamiento y la toma de riesgos. Es decir, en el boom económico los bancos apalancan demasiado a las empresas y agentes (financiamiento especulativo) llevados por la euforia y convierten el panorama en una economía proclive a la explosión.

Luego del ciclo positivo, viene la fase descendente de la economía y la lenta erosión de los márgenes de seguridad (Minsky, 1992). En esta se verifica un deterioro vertiginoso de la cuenta corriente, una reducción de las reservas internacionales y se dan alzas agresivas de la tasa de interés local que debilitan la capacidad de los agentes para cumplir con sus



obligaciones. Si a esto se le suma la predisposición de los agentes a tomar riesgos excesivos en el auge, el resultado es que las crisis son más severas de lo que podrían ser si existiera una adecuada regulación del sistema financiero (Minsky, 1992). En suma, la regulación de los flujos de capitales es importante por los problemas macroeconómicos que pueden generar.

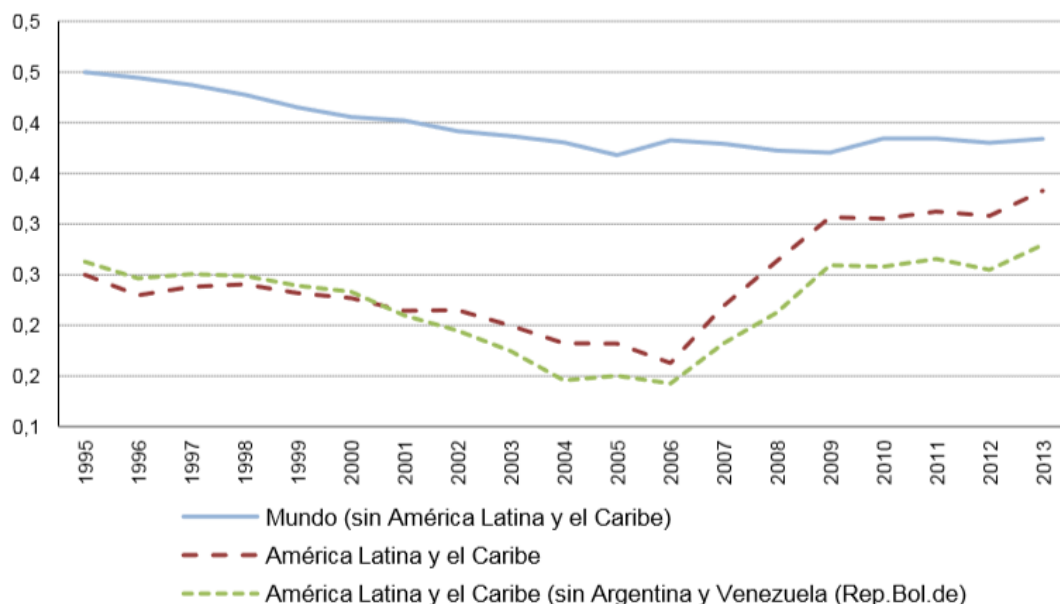
## **CAPITULO 2**

### **Medidas para regular los capitales: regulaciones pasadas y nuevas**

La liberalización de flujos de capitales trae consigo beneficios tanto directos como indirectos cuando son acompañadas de una regulación adecuada. Estas medidas de regulación deben ser aplicadas dependiendo del contexto estructural e institucional de cada país y deben ser coordinadas con la política económica general y ser acordes con las políticas macro - prudenciales asociadas al sector financiero. Ostry et al. (2012) afirman que la aplicación de un enfoque integrado es fundamental para el aprovechamiento de los beneficios del sistema, y sugieren ciertas medidas diseñadas para el manejo de los flujos de capital (MFC).

Las medidas para regular los capitales varían entre países, dado el contexto y en la historia. Al considerar el caso de América Latina, se encuentra que la región tiene menos medidas de regulación de capital que el promedio mundial. En el gráfico 1, a continuación, se presenta el índice de medidas regulatorias de la cuenta de capital (CCM) de Fernández y otros (2015).

**Gráfico 1 - Evolución del índice de medidas regulatorias de control de capitales en América Latina y el Mundo**



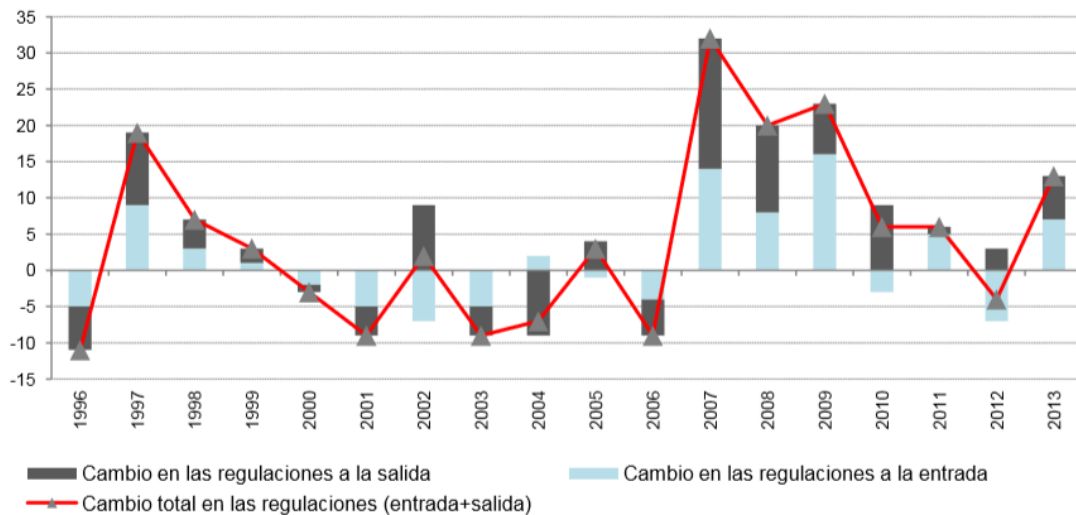
Fuente: Tomado de “Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo Evolución reciente y perspectivas en América Latina” (Bastourre y Zeolla, 2017) sobre la base de CCM-FMI en Fernández y otros (2015).

Según la gráfica 1, la regulación en América latina era bastante rezagada con relación al mundo entre los años 1995-2006. Luego las medidas de regulación han aumentado a partir del año 2007 y se han acercado a los niveles que existen fuera de la región. Es decir, el periodo de regulación se puede dividir en dos etapas: una que va desde 1995 a 2006 y otra que inicia en el 2007 hasta hoy, con posibles influencias y repercusiones de la llamada crisis suprima de Estados Unidos en aquel año. Según Bastourre y Zeolla (2017), durante el primer periodo la regulación promedio agregada en América Latina pasó del 25% de posiciones reguladas en 1995 a 16% en 2006, en tanto que en el mundo la regulación paso

del 45% al 38%. Luego, las posiciones regulatorias pasaron a casi 38% en América Latina en el año 2013.

Otros estudios permiten evidenciar el aumento que se presenta en las regulaciones a los flujos de capital luego del año 2007. En general, la crisis financiera internacional del 2007 ocasionó un replanteamiento de las medidas regulatorias, tanto a las entradas y salidas de flujos de capital. En el gráfico 2, es posible observar que los primeros años de la década del 2000 presentaba una caída en el número de regulaciones sobre los flujos de capital, pero esta tendencia fue alterada en 2007 cuando comenzaron a darse cambios importantes en las regulaciones.

**Gráfico 2 - Evolución de los controles por flujos de capital**



Fuente: Tomado de “Regulación de la cuenta capital en un mundo financieramente complejo Evolución reciente y perspectivas en América Latina” (Bastourre y Zeolla, 2017) sobre la base de CCM-FMI en Fernández y otros (2015).

Por países, para el período comprendido entre 1996 y 2006, el país que más desregulaciones a los ingresos realizó fue Chile (eliminó 15 regulaciones), seguido por el Brasil (eliminó siete). Por otra parte, Argentina fue el país que más regulaciones adoptó en dicho período (estableció siete) (Bastourre y Zeolla, 2017). En el caso de Colombia, se adoptaron cuatro regulaciones como los cambios en el encaje bancario, medidas implementadas en derivados cambiarios y de tasas de interés, manejo de los riesgos de crédito, de liquidez y de mercado. (Mora et al, 2015)

La crisis financiera colombiana de finales de la década de 1990 causó graves traumatismos a la economía del país, pero también dejó importantes lecciones para el manejo de la política macroeconómica y la regulación financiera. Colombia, al igual que otras economías emergentes, se adelantó a la implementación de políticas macroeconómicas, anteriormente aplicadas por Estados Unidos y Europa a raíz de la gran recesión. (Mora et al, 2015). En varias ocasiones, por ejemplo, existieron medidas implementadas de manera simultánea por parte del Ministerio de Hacienda, la Superintendencia Financiera y el Banco de la República, sin necesariamente responder a los mismos objetivos.

De acuerdo con Bastourre y Zeolla (2017), en el caso de América Latina entre las regulaciones al ingreso de capitales la más regulada fue el mercado de dinero (Acciones, bonos y de derivados financieros), y la posición más regulada de la salida de capitales fue la fijación de requerimientos de permanencia mínima, procesos para liquidación de divisas, seguida por los contratos de derivados en el exterior y la posición de bonos en el mercado local. Además, desde el año 2007 comenzaron a ser implementadas medidas macro – prudenciales para asegurar la estabilidad del sistema financiero y evitar corridas bancarias.

## **2.1. Medidas Macro-Prudenciales (MMP)**

El uso de medidas macro – prudenciales o de medidas de control de capitales comenzó en la década de 1990, luego de la crisis asiática, pues la excesiva liberalización sin ningún tipo de controles ocasionó grandes desequilibrios económicos en países emergentes (Stiglitz y Ocampo, 2008). No obstante, en aquellos años estas medidas sólo se enfocaron en la regulación de algunos bancos individuales sin un enfoque global del sistema.

En particular, las llamadas acciones conocidas como medidas macro - prudenciales fueron implementadas con mayor rigor en el siglo XXI y son regulaciones a los flujos de capital sin importar la residencia del operador. Estas regulaciones pueden ser requerimientos mínimos de capital a los bancos e inversionistas, aprovisionamientos contra cíclicos de capital, exigencia de reportes o declaraciones, impuestos sobre los activos o prohibiciones a ciertas inversiones o apalancamientos en el sistema financiero. Así, estas medidas están enfocadas a prevenir ciertos riesgos de liquidez o de formación de burbujas financieras (Lim et al, 2011).

Para llegar a estas medidas, hubo grandes aprendizajes. Mientras que los reguladores financieros solían concentrarse en la supervisión individual de las instituciones, muchas veces descuidaban los riesgos fuera de este ámbito y los bancos centrales se concentraban sólo en la estabilidad de precios, sin preocuparse tanto por la estabilidad del sistema financiero. Luego, a partir de la crisis financiera de 2007 – 2008, las medidas macro prudenciales cobraron importancia ya que las autoridades económicas pasaron por alto consideraciones de riesgo, o no las tomaron adecuadamente, en parte porque no se tenía claro el llamado riesgo sistémico y las implicaciones que trae la quiebra de los bancos externos e internos sobre el sistema financiero total y su impacto en la economía (Jácome, 2013).

## **2.2. Medidas de Administración de Flujos de Capital (MFC)**

Los controles a los flujos de capital han sido usados en diferentes países basados en la idea que ayudan a estabilizar la tasa de cambio real, mejoran las exportaciones, previenen la fuga de capitales, limitan la actividad especulativa, disminuyen la inestabilidad macroeconómica y ayudan a la autonomía de la política monetaria (Krugman, 1996; Eichengreen, Rose, Wyploz, 1997)

Según Ostry et al. (2012), para la eficiencia parcial del sistema financiero se necesita una serie de políticas para cosechar los beneficios de flujos de capital al tiempo que se manejan riesgos. En particular, cuando los flujos de capital son regulados en combinación con medidas macro prudenciales y medidas de manejo de los flujos de capital, pueden ayudar a preservar la estabilidad económica.

Las medidas de administración de flujos de capital (MFC), realizan directamente controles tanto para la entrada como salida de capitales, es decir, tienen como principal característica la regulación de residencia, como restricciones administrativas, requerimientos de permanencia mínima, depósitos sin remuneración o restricciones cuantitativas (fiscales o de la autoridad monetaria), entre otras (Brockmeijer et al, 2011). El diseño y la ejecución de las medidas MFC deben ser transparentes, focalizadas, temporales y de preferencia no discriminatorias (IMF, 2011d; Ostry et al., 2011; Korinek, 2011; Ostry, Ghosh, Habermeier, 2011).

Los indicadores de integración financiera podrían resumirse en tres grandes grupos: *de jure*, *de facto* y una combinación de ambos, gran parte de las contribuciones sobre las medidas MFC, son los llamados lineamientos *De Jure (de acuerdo a derecho)* y se han basado en información compilada por el Fondo Monetario Internacional (FMI),

particularmente en sus ediciones de los *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) (IMF, 2013) Estas realizan una extensa descripción de las regulaciones existentes a los flujos de entrada y salida de capitales para un conjunto amplio de economías.

Los lineamientos *de jure* intentan determinar un conjunto de posiciones susceptibles de ser reguladas (inversiones inmobiliarias de no residentes, control sobre el destino de la inversión extranjera directa, ventanillas especiales para la compraventa de moneda extranjera, límites al endeudamiento privado por la emisión de bonos, habilitación para operar con derivados, entre otros) para luego transformar la información del texto en valores cuantitativos mediante codificación con “ceros” y “unos” y de este modo poder observar la evolución histórica de la regulación en cada país como así también compararla entre distintas economías. (IMF, 2013). Es decir, estos lineamientos consisten en restricciones sobre la cuenta capital y financiera según residencia y tipo de activo.

En el caso de Colombia, después de la economía experimentar la liberalización de la cuenta de capital en 1990, el país tuvo que hacer reformas de carácter estructural para el control de flujos de capital. Según Cardenas y Garay (1993), los flujos de capital en aquella época de los 90s se movieron en función de los cambios en el diferencial entre las tasas de interés internas y externas y la tasa de cambio peso-dólar. Dado esto, como parte de las reformas sustituyeron los controles cuantitativos de capital por mecanismos de precio, comúnmente denominados por los impuestos de Tobin (Tobin, 1978).

La efectividad de los controles a los flujos de capital en Colombia ha sido estudiada por Cárdenas y Barrera (1996), Ocampo y Tovar (1997) y Rocha y Mesa (1998). El punto central ha sido la evaluación estadística de la relación entre una (o varias) medida (s) de los flujos de capital y el diferencial entre la tasa de interés internas y externas, ajustado por

expectativas de devaluación, con el costo del depósito y sin incluirlo Cárdenas y Barrera (1996) encuentran que el depósito no ha sido efectivo en disminuir el nivel global de los flujos de capital, a pesar de que ha permitido una recomposición de los compromisos externos a favor de obligaciones de largo plazo. Por otra parte, Ocampo y Tovar (1997) concluyen que el depósito sí ha sido efectivo en reducir tanto el nivel de los flujos como en cambiar los términos de la estructura de la deuda privada. En esta misma línea de conclusiones se hallan Rocha y Mesa (1998) quienes concluyen que el depósito ha sido exitoso porque ha permitido “racionalizar” la entrada de capitales al lograr que se usen preferencialmente recursos de mediano y largo plazo.

En general, en el caso colombiano hay una larga tradición de controles de con diferentes objetivos e instrumentos. Entre 1967 y 1990, las transacciones de moneda extranjera se centralizaron, al tiempo que se establecieron controles administrativos para la mayoría de ellas (Cárdenas y Barrera, 1996). Entre 1967-1991 tuvo vigencia el régimen cambiario establecido en el decreto ley 444 de 1967, que restringía los flujos de capitales, de tal suerte que el gasto de divisas estaba racionado por controles administrativos a las importaciones y las operaciones cambiarias estaban centralizadas en el Banco de la República que, a su vez, administraba un sistema cambiario basado en minidevaluaciones (Rocha y Mesa, 1998). La existencia de controles de capital desde 1967 indujo también a los agentes a disfrazar las transacciones de capital en la cuenta corriente. En la práctica, los flujos de capital estaban parcialmente encubiertos en el comercio de bienes y servicios. Por otra parte, los ingresos por tráfico de drogas utilizaban una variedad de canales que involucraban tanto el mercado paralelo como el oficial (pues en principio era considerado como un flujo de capital).



Con las resoluciones 57 de 1991 y 21 de 1993, la junta directiva del Banco de la República -JDBR- autorizó la realización de operaciones cambiarias por los intermediarios financieros y permitió la constitución de cuentas corrientes en el exterior. Sin embargo, se conservó la intervención de la tasa de cambio mediante un régimen de flotación sucia más tarde se exigió la constitución de depósitos de encaje al endeudamiento externo (Rocha y Mesa, 1998).

En la actualidad, aunque los intermediarios tienen que informar sus transacciones en divisas al Banco de la República, la información es mucho más confiable. Las políticas a partir de la descentralización de los flujos de capitales por parte del Banco de la República se modificaron desde finales de los años 90 y estas son las que rigen gran parte de las políticas en la actualidad (Cárdenas y Barrera, 1996). Hasta 1990, las entradas de capitales se esterilizaron, mientras que la movilidad de capitales se dejó intacta. En la segunda etapa, la cual se inició en 1992 y consolidó en 1993 hasta mediados de 1995, se introdujeron algunos desincentivos a los flujos de capital y este es el esquema que se mantiene hasta hoy.

En general, la intervención activa en el mercado de divisas y la esterilización de los flujos de capital fue sustituida por una política basada en la adopción de medidas tendientes a desestimular los flujos de capital. Esta nueva estrategia estuvo acompañada por la reducción en el grado de intervención en el mercado de divisas, mediante la adopción de un sistema de bandas para la tasa de cambio nominal. En septiembre de 1993, se procedió a la liberación de los flujos de capital, se permitió a los nacionales tener activos financieros en el exterior y se facilitó la emisión de ADRs por sus siglas en inglés *American Depositary Receipt* que quiere decir Recibo de depósito estadounidense y GDRs (*Global Depositary Receipt*) o recibo de depósito global. Luego, en agosto de 1994, el banco central extendió

los depósitos no remunerados a todos los préstamos inferiores a 5 años; sin embargo, todas estas medidas dejaron un gran número de extensiones que afectaron severamente su efectividad (Cárdenas y Barrera, 1996).

### **2.3. Medidas de administración en el siglo XXI**

En general, las medidas MFC nacieron en el contexto de que grandes oleadas de entradas pueden generar problemas a los diseñadores de política económica. Por esto, desde comienzos del año 2000, las medidas de administración de los flujos de entradas buscan que los capitales se dirijan hacia la inversión productiva. Las reformas estructurales que pueden ayudar a dirigir mejor las entradas de capital incluyen medidas para profundizar los mercados domésticos de bonos y acciones, desarrollar productos financieros de manera segura y fortalecer la regulación y la supervisión financiera (Ghosh et al, 2012).

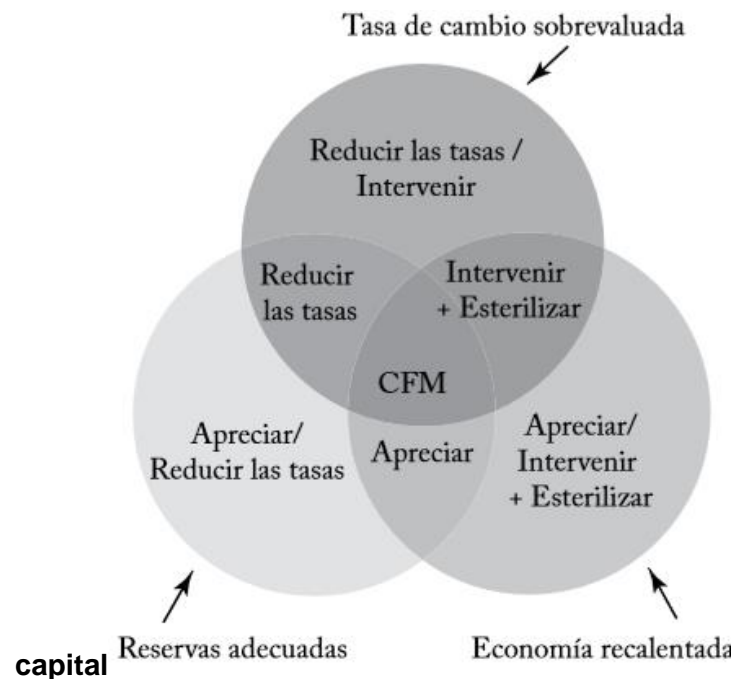
Se ha descubierto que las instituciones más débiles aumentan los riesgos asociados con los grandes flujos de capital (Dell’Ariccia et al, 2008; Kose et al, 2006). Los resultados también sugieren que la integración financiera se asocia con una mayor volatilidad en el consumo interno para los países que se encuentran debajo ciertos umbrales en profundidad financiera y desarrollo institucional en áreas tales como supervisión financiera o el gobierno corporativo. Además, el desarrollo de los mercados locales de bonos requiere a su vez el desarrollo de una curva de rendimientos de referencia, junto con reformas para fortalecer la supervisión del crédito de terceras partes (como el seguro de bonos y las oficinas de crédito), los instrumentos de cobertura de los inversionistas, y sistemas efectivos de nuevas ofertas de deuda para que así se puedan dirigir a los sectores adecuados según el país (IMF, 2010).

En la actualidad, se comparte el consenso de que la adopción de medidas MFC puede ser útil para apoyar el ajuste de la política macroeconómica, como la política monetaria, fiscal y cambiaria, al tiempo que se salvaguarda la estabilidad del sistema financiero (IMF, 2010).

Esto se debe a que a veces la efectividad de las políticas macroeconómicas disminuye en un mundo de movilidad de capitales debido al rápido cambio de las condiciones económicas. Por ejemplo, la política fiscal es ineficaz para afectar la producción y la política monetaria puede no afectar la tasa de interés en un mundo de perfecta movilidad de capital (Obstfeld y Krugman, 2006). Así las medidas MFC pueden ayudar a ganar tiempo en circunstancias donde el margen para ajustar las políticas macroeconómicas es limitado, cuando las medidas requieren tiempo o cuando una gran ola de entrada de capitales aumenta los riesgos de inestabilidad del sistema financiero al momento de que los capitales lleguen a salir (Arora et al., 2013).

El manejo de las oleadas de entradas de capital y las posibles combinaciones de política es tomado de Arora et. al. (2013) y presentado en el gráfico 3.

**Gráfico 3 – Relaciones entre la tasa de cambio, las reservas y los controles de**



Fuente: Tomado de Arora et. al. (2013)

En cada círculo se presenta los casos que se cumple la condición relevante, es decir una condición en la cual las políticas necesitan de intervención. La intersección de los tres círculos es la presencia de los tres casos en los cuales hay flexibilidad limitada de las políticas. Es allí donde las MFC pueden ayudar a salvaguardar una crisis.

La respuesta a cómo debe responder un país ante oleadas de entradas de capital tiene diversas implementaciones de políticas adecuadas de acuerdo con las circunstancias que enfrenta el país que son apreciación del tipo de cambio, acumulación de reservas, y esterilización.

Ante una tasa de cambio muy devaluada se requiere una respuesta de política monetaria contractiva, que se hace mediante la reducción de tasas lo que reduce los incentivos a las

entradas de capital. Al mismo tiempo, en una situación con presiones inflacionarias se debe reducir el crédito doméstico, pero los mercados financieros domésticos pueden no ser lo suficientemente profundos para absorber, lo que requeriría de otras medidas regulatorias.

En un caso de una economía con excesiva inflación, se puede adoptar un mecanismo como una apreciación del tipo de cambio en respuesta a las entradas de capital, con aumentos de la tasa de interés. En una última circunstancia de acumulación de reservas adecuadas y con una economía recalentada o con excesivo crecimiento, se puede permitir apreciar el tipo de cambio favoreciendo la entrada de capitales sin necesidad de recurrir a la política monetaria y las tasas de interés. En todo caso, el espacio para esta opción dependerá del tiempo que tarde la economía en responder a la apreciación del tipo de cambio (Ostry et al, 2010)

En suma, aunque las medidas de control de los flujos de capital son deseables, su eficacia sigue siendo una consideración clave. En general, la eficacia de las MFC puede ser limitada si no van acompañadas del ajuste macroeconómico necesario (Ostry et al, 2010). Por ejemplo, en algunos países estas medidas fueron útiles en medio de la crisis financiera mundial 2009 – 2010 ya que parcialmente ayudaron a reducir las vulnerabilidades externas del sistema financiero, pero no influyeron significativamente en los flujos de capital, en parte debido al insuficiente ajuste de la tasa de cambio.

Las MFC no se recomiendan en algunas circunstancias. En particular, las MFC no deben sustituir a las políticas macroeconómicas, por ejemplo, no es apropiado usarlas para influir en las tasas de cambio y obtener una ventaja competitiva injusta, solo raras veces las MFC son la única respuesta de política justificada a una oleada de entradas de capital (lo que indica la necesidad de otro tipo de ajustes. Aunque la elección de cuál MFC utilizar depende de la eficiencia y la eficacia esperadas, el diseño y la ejecución de MFC deben ser, según

lo menciona Arora, et al. (2013), transparentes y focalizados, pues tiene que haber una comunicación de los objetivos de política y las MFC específicas que se usan ayudan a evitar perturbaciones indebidas del mercado y de las expectativas.

Además, las MFC deben ser temporales porque se deben reducir gradualmente cuando ceden las presiones de las entradas de capital para minimizar sus distorsiones y no discriminatorias, en general, es preferible que las MFC no discriminen entre residentes y no residentes, y escoger la medida menos discriminatoria que sea efectiva.

Cuando las oleadas de entradas de capital agravan los riesgos macroeconómicos y sistémicos del sector financiero, el enfoque de política se basa o se apoya más en la visión institucional propuesta y en los instrumentos de política de las Medidas Macro-Prudenciales (IMF, 2011). En tales circunstancias, se podría considerar que una medida diseñada para limitar las entradas de capital y enfrentar estos riesgos es a la vez una MMP y una MFC.

Finalmente es importante aclarar que las MFC y las MMP en muchos casos se pueden traslapar, por ejemplo, cuando las entradas de capital al sector bancario contribuyen a un boom de crédito doméstico y de precios de los activos. Por ejemplo, una restricción al endeudamiento externo de los bancos, por ejemplo, un gravamen a las entradas de divisas de los bancos o reservas obligatorias sobre sus obligaciones en divisas buscaría limitar las entradas de capital, frenar el aumento del crédito interno y de los precios de los activos, y reducir la liquidez de los bancos y los riesgos de tasa de cambio. En tales casos, las medidas son diseñadas para limitar las entradas de capital, así como para reducir el riesgo financiero sistémico y se consideran tanto medidas MFC como MMP (Arora et al, 2013).

## CAPITULO 3

### **Análisis de la cuenta de capitales de Colombia**

La balanza de pagos es un registro contable de todas las transacciones económicas de los residentes de un país con el resto del mundo, que ocurren en un período dado de tiempo, generalmente un año. Esta balanza muestra el total de pagos hechos al extranjero y el total de ingresos recibidos del extranjero. Así, registra tanto los flujos de recursos reales (bienes y servicios) como los flujos de recursos financieros (movimientos de capitales) (Banco de la Republica, 2018).

La balanza de pagos comprende dos grandes partidas: la cuenta corriente y la cuenta de capitales. La cuenta corriente resume todas las transacciones por concepto de exportaciones e importaciones de bienes y servicios, o, en otras palabras, todo el comercio visible e invisible. Además, contiene la balanza de renta de los factores que registra el pago de utilidades y el servicio de la deuda entre Colombia y el mundo. Por último, en la cuenta corriente también está la balanza de transferencias donde se registran, principalmente, las remesas.

La cuenta de capitales recoge las transacciones financieras que no se incluyen en la cuenta corriente, siendo las más importantes las transferencias de capital. (Banco de la Republica, 2018). Esta cuenta, a su vez, tiene dos grandes partidas: las entradas y salidas de capital. En estas se registran dos grandes flujos: los de corto y largo plazo. En los flujos de largo plazo se encuentra la Inversión Extranjera Directa mientras que la cuenta de corto plazo contiene, básicamente, la inversión en cartera (acciones, bonos y otros títulos). En el caso del presente trabajo, el análisis se centra precisamente en la cuenta de capital con énfasis en los flujos de corto plazo.

En la Tabla 1 se muestra un resumen de la balanza de pagos para Colombia para el año 2019. Según los datos, hubo un déficit en Cuenta Corriente de US\$13800 millones y un superávit en la Cuenta Financiera de US\$13102 millones que se traduce en que en términos netos hubo más entradas que salidas de capital. De esta última cuenta, el mayor origen de las entradas estuvo en la Inversión Extranjera Directa en Colombia (IED) con un valor de US\$14493 millones (4.48% del PIB anual) que fue, parcialmente, contrarrestada por la inversión colombiana en el exterior por valor de US\$3214 millones. Así en términos netos, la cuenta de inversión directa fue de US\$11278 millones, lo que significa que esta cuenta responde por el 81% de las entradas de capital a Colombia en 2019.

**Tabla 1 – Balanza de pagos de Colombia para el año 2019**

| Cuenta  | 2019<br>(Cifras en<br>Millones de<br>US\$) |
|---|--|
| <b>1. Cuenta corriente</b>  | -13,800.00                                 |
| <b>2. Cuenta financiera</b>   | -13,102.14                                 |
| <b>2.1 Inversión directa</b>  | <b>-11,278.76</b>                          |
| Adquisición neta de activos financieros                                   | 3,214.34                                   |
| 2.1.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión | 3,324.95                                   |
| 2.1.2 Instrumentos de deuda   | -110.61                                    |
| Pasivos netos incurridos  | 14,493.11                                  |
| 2.1.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión | 12,223.14                                  |
| 2.1.2 Instrumentos de deuda   | 2,269.96                                   |
| <b>2.2 Inversión de cartera</b>   | <b>506.43</b>                              |
| Adquisición neta de activos financieros                                   | 539.83                                     |
| 2.2.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión |  |
| 2.2.2 Títulos de deuda  | 539.83                                     |
| Pasivos netos incurridos  | 33.40                                      |
| 2.2.1 Participaciones de capital y participaciones en fondos de inversión | -1,231.64                                  |
| 2.2.2 Títulos de deuda  | 1,265.03                                   |



|  |                  |
|--|------------------|
| <b>2.3 Derivados financieros (distintos de reservas) y opciones de compra de acciones por parte de empleados</b> | <b>83.79</b>     |
| Adquisición neta de activos financieros  | -405.45          |
| Pasivos netos incurridos   | -489.23          |
| <b>2.4 Otra inversión</b>  | <b>-5,745.90</b> |
| Adquisición neta de activos financieros  | -3,221.38        |
| Pasivos netos incurridos   | 2,524.51         |
| <b>2.5 Activos de reserva</b>  | <b>3,332.30</b>  |
| <b>Errores y omisiones netos</b>   | <b>697.86</b>    |
| Memorándum Cuenta financiera excluyendo activos de reserva   | -16,434.44       |

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de la República.

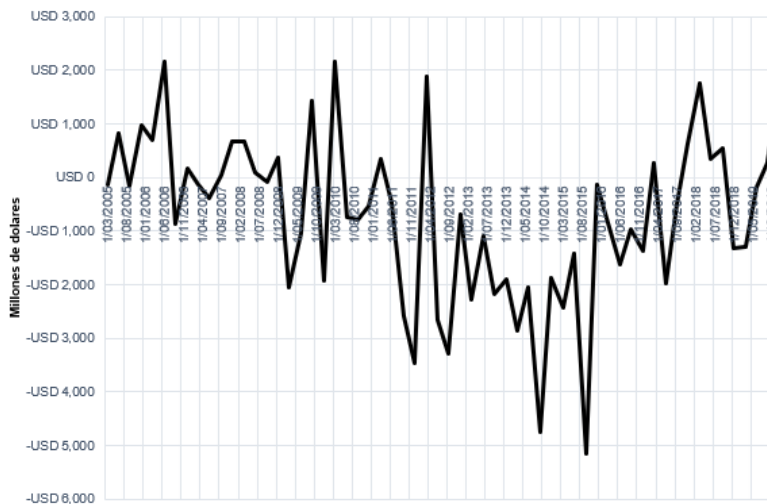
Por otra parte, centrados ya en los flujos de corto plazo, el saldo de la Inversión de cartera fue de US\$506 millones, es decir fueron mayores las salidas a las entradas de capital de corto plazo. En esta cuenta, los ingresos por inversión extranjera de cartera totalizaron US\$ 33 m (0.01% del PIB anual) lo que denota mayores entradas que salidas, y por ser ingresos son catalogados como pasivos netos incurridos. Este saldo es un resultado de tomar los desembolsos netos de títulos de deuda de largo plazo vendidos en los mercados internacionales (US\$ 1,484 m) que técnicamente fueron ingresos (entradas) de capital hacia Colombia menos las liquidaciones de títulos de renta variable en el mercado local por parte de no residentes (US\$ 1,232 m) y de las ventas netas de TES en el mercado local por parte de no residentes (US\$ 219 m), que fueron salidas de capital (Banco de la Republica, 2019). Por otra parte, los nacionales adquirieron en el exterior títulos por valor de US\$539 millones, lo cual denota que del saldo neto de US\$506 millones en la cuenta, por lo que casi todo el saldo fue explicado por la adquisición neta de activos financieros ya que los pasivos netos fueron bajos.

En tercer lugar, la cuenta de Derivados Financieros mostró un saldo de US\$83 millones lo que denota mayores entradas o pasivos incurridos en esta cuenta. En cuarto lugar, está la

cuenta de Otras Inversiones cuyo saldo registró entradas de capital por valor de US\$5745 millones y es, por tanto, el que registra la segunda mayor magnitud en la Cuenta Financiera, solo superada por la cuenta de Inversión Extranjera, es importante anotar que estos recursos se originaron en la liquidación de activos externos, en los cuales se compensan con amortizaciones netas por concepto de préstamos.

En la gráfica 4 se presenta el saldo neto (activos-pasivos) de la cuenta de Inversión en Cartera para Colombia para el período 2005-2019 con datos trimestrales.<sup>1</sup> En promedio, el saldo de esta cuenta fue de US\$-707.13 millones (mayores entradas (pasivos) que salidas (activos) de capital, con un máximo de US\$2167 millones en junio de 2006 y un mínimo de -US\$5160 millones en octubre de 2015.

**Gráfico 4 – Saldo Neto Inversión en Cartera para Colombia durante 2005-2019**

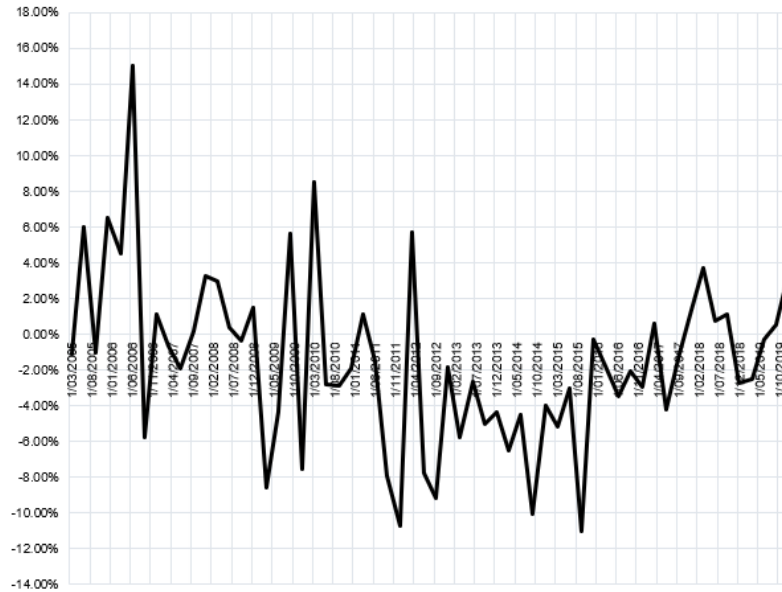


Nota: elaboración propia con datos del Banco de la República.

<sup>1</sup> La elección del período inicial se debe a la última metodología para la medición del PIB en Colombia que comienza en 2005.

Con el fin de tener ordenes de magnitud de la importancia de los flujos de la cuenta de cartera en la economía colombiana, se analizarán dichos flujos como porcentaje de las Reservas Internacionales y del Producto Interno Bruto (PIB) respectivamente.

**Gráfico 5 – Saldo Neto Inversión en Cartera como porcentaje de las Reservas Internacionales**

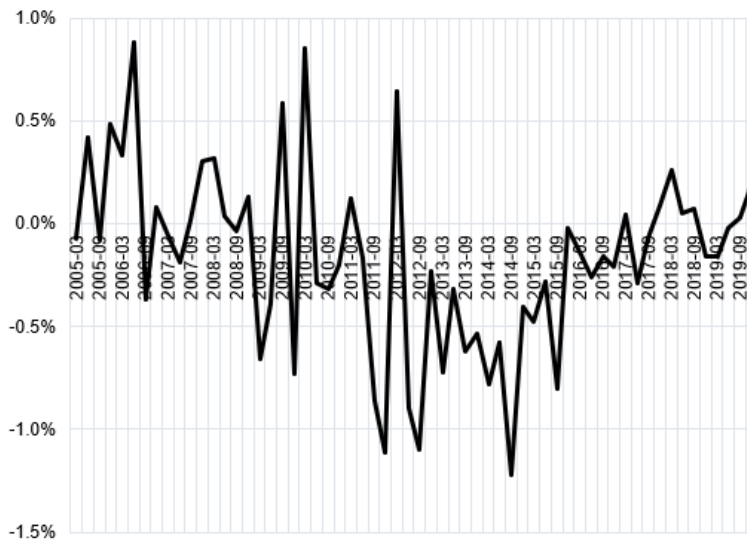


Nota: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Conforme la gráfica 5, en promedio el saldo de la cuenta de inversión en cartera representó el -1.5% de las reservas internacionales, con un máximo de 15% en junio de 2006 y un mínimo de -11% en septiembre de 2015.

En la gráfica 6 (ver abajo), se presenta el saldo de la cuenta de cartera como porcentaje del PIB. En promedio el saldo de la cuenta de inversión en cartera representó el -0.2% del PIB, con un máximo de 0.9% en junio de 2006 y un mínimo de -1.2% en septiembre de 2014.

**Gráfico 6 – Saldo Neto Inversión en Cartera como porcentaje del PIB**



Nota: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Debido a la importancia que tienen los movimientos de capital, es importante analizar los posibles efectos que puedan tener los flujos de capital a corto plazo sobre la economía colombiana. En particular, se analiza a continuación qué relación existe entre el crecimiento de la economía y el saldo neto de inversión en cartera para Colombia.

## CAPITULO 4

### **Análisis de los flujos de capital y la economía: una aproximación**

Conforme se indicó al inicio, la integración financiera a través de la libre movilidad del capital se justificó por sus efectos en el crecimiento de la economía. Dado esto, como una manera de realizar una aproximación empírica a los efectos en la economía de la integración financiera se estiman tres modelos econométricos bajo el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (M.C.O.), con datos trimestrales para el período 2005-2019. Se proponen los siguientes tres modelos:

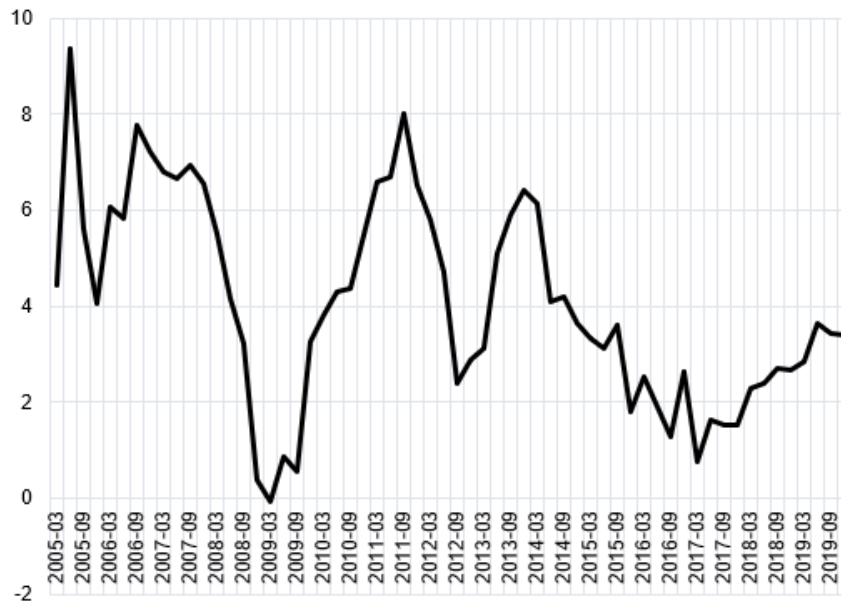
$$\Delta y_t = \alpha + \beta X_1 + \varepsilon_t \tag{1}$$

$$\Delta y_t = \alpha + \beta X_2 + \varepsilon_t \tag{2}$$

$$\Delta y_t = \alpha + \beta X_3 + \varepsilon_t \tag{3}$$

Donde  $\Delta y_t$  es la tasa de crecimiento anualizada de la economía colombiana,  $X_1 =$  *Saldo Neto Inversión en Cartera* tal y como se presentó en la gráfica 4 ,  $X_2 =$   $\frac{\text{Saldo Neto Inversión en Cartera}}{\text{Reservas Internacionales}}$  presentada antes en la gráfica 5,  $X_3 = \frac{\text{Saldo Neto Inversión en Cartera}}{\text{PIB}}$  presentada antes en la gráfica 6, y  $\varepsilon_t$  es el término aleatorio ruido blanco. En la gráfica 7 es presentada la serie del crecimiento económico, calculada con la variación anualizada del PIB real.<sup>2</sup>

**Gráfico 7 – Crecimiento económico del PIB real (datos en porcentaje)**



Nota: elaboración propia con datos del Banco de la República.

Un primer procedimiento para realizar cuando se hace uso de series de tiempo es verificar estacionariedad. Por tanto, antes de realizar las estimaciones de los modelos fue realizado el test de estacionariedad Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin (KPSS) prestado en la tabla

<sup>2</sup> La serie está disponible en: <https://www.banrep.gov.co/es/catalogo-estadisticas-disponibles#pib2015>

A.1 (apéndice). Con base en los resultados de los tests, las variables a utilizar en la ecuación [1], [2] y [3] son todas integradas de orden cero y no necesitan ser utilizadas en primeras diferencias. En la tabla 2 son presentados los resultados de las estimaciones del modelo.

**Tabla 2 - Estimación modelos 1, 2 y 3**

| Variable dep.<br>$\Delta y_t$<br>Regresores | Estimaciones OLS                           |   |  |
|---|--|---|--|
|   | Modelo 1                                   | Modelo 2                                  | Modelo 3                                   |
| <i>C</i>                                    | 4.0979545***<br>(0.3070070)<br>[13.348080] | 4.1184171***<br>(0.2915704)<br>[14.12494] | 4.0769879***<br>(0.2985186)<br>[13.657401] |
| <i>X</i> <sub>1</sub>                       | 4.15E-05<br>(0.0001793)<br>[0.2313466]     |   |  |
| <i>X</i> <sub>2</sub>                       |  | 3.376347<br>(5.7657696)<br>[0.5855848]    |  |
| <i>X</i> <sub>3</sub>                       |  |   | 4.982814<br>(62.06536)<br>[0.0802833]      |
| <b>R<sup>2</sup>adj</b>                     | -0.0163035                                 | -0.0112626                                | -0.017128                                  |
| <b>F-statistic</b>                          | 0.0535212                                  | 0.34290957                                | 0.0064454                                  |
| <b>P(F-stat)</b>                            | 0.8178597                                  | 0.560426261                               | 0.9362883                                  |

**Nota:** Nivel de significancia: (\*\*\*) denota significancia a 0.01. Error estándar entre paréntesis y estadística-t entre corchetes. P (F-stat) reporta el valor p del test F de significancia de la regresión.

#### 4.1. Análisis de resultados

El objetivo de los modelos propuesto fue verificar si existía algún impacto de los mayores flujos de inversión en cartera en el crecimiento económico. Los resultados de las estimaciones fueron los siguientes. En el primer modelo en donde la variable independiente

es saldo neto de inversión de cartera, se encontró que el parámetro asociado a dicha variable no es significativo ni al 10%. Es decir, el parámetro del saldo de cartera puede tomar valores de cero, e individualmente no es significativo. La regresión tampoco es importante, ya que conforme puede ser observado, el  $R^2$  ajustado fue negativo, -0.0163, y de esta forma el porcentaje de variación del crecimiento económico no explicado por la variable  $X_1$ .

En el modelo 2 donde la variable independiente  $X_2$  representa la proporción del saldo de cartera con respecto a las reservas internacionales, el parámetro asociado a dicha variable tampoco es significativo. Además de esto, la regresión en sí tampoco es estadísticamente significativa y  $R^2$  ajustado es negativo, -0.01126, lo cual permite inferir que el crecimiento del PIB no está relacionado como en la proporción del saldo neto de cartera con respecto al PIB.

Finalmente, para el tercer modelo, los resultados tampoco fueron significativos en términos estadísticos. Es decir, el coeficiente asociado a  $X_3$ , la proporción del saldo de cartera con respecto al PIB no es significativo y estadísticamente toma valores de cero.

En suma, los resultados econométricos permiten afirmar que el crecimiento económico de la economía colombiana, durante el período 2005-2019, no tiene relación estadística con las variables asociadas a los flujos financieros de la cuenta de capital. Es decir, la evidencia empírica parece indicar que los flujos de capital de corto plazo no han significado un aporte de capital importante para la inversión y las empresas y tienen más un carácter especulativo.

## CONCLUSIONES

La evidencia empírica de los últimos 50 años ha mostrado que en los países con poco nivel de desarrollo financiero e institucional, la integración financiera puede traer riesgos al crecimiento económico ocasionado por la liberalización de la cuenta de capitales, sin embargo la regulación de capitales puede ser una vía para evitar problemas económicos causados por la liberación de los flujos de capital en países donde la integración financiera puede afectar al crecimiento económico, evidenciándose en mayor escala a partir del 2007 en los países emergentes sobretodo la implementación de las restricciones al ingreso de capitales, sobre todo los flujos de corto plazo por su naturaleza especulativa. Las políticas macroeconómicas regulatorias se dividen entre medidas de administración de flujos de capital y medidas Macro – Prudenciales en la mayoría de los casos se puede traslapar y son necesarias según el contexto del país, estas sirven para limitar el flujo de entradas y salidas para reducir la volatilidad del sector financiero siendo más predecible su comportamiento.

En Colombia el análisis de los flujos de corto plazo en el periodo 2005 – 2019 muestra que el saldo de la cuenta de Inversión en cartera fue de US\$-707.13 millones (mayores entradas (pasivos) que salidas (activos) de capital), con un máximo de US\$2167 millones en junio de 2006 y un mínimo de -US\$5160 millones en octubre de 2015, el principal resultado es la inversión de cartera en Colombia por sí sola no resulta significativa para explicar el crecimiento del PIB en el periodo 2005 -2019 por la razón principal de que los flujos de corto plazo no inciden directamente en la economía de corto plazo si esta no tiene una estructura productiva creciente o por lo menos estable porque también los aspectos conyunturales son importantes, es más probable que el crecimiento del PIB esté explicado por otras variables no relacionadas con la variabilidad de los flujos de capital corto plazo.



## BIBLIOGRAFÍA

- Arora, V., Habermeier, K, Ostry, J.D, & Weeks-Brown, R. (2013). La liberalización y el manejo de los flujos de capital: una visión institucional. *Revista de Economía Institucional*, Vol.15, N° 20.
- Banco de la República (2018). *Balanza de pagos*. Recuperado de <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/balanza-pagos>
- Bastourre, D., & Zeolla, N. (2017, enero), *Regulación de la cuenta capital en un mundo financiero complejos: Evolución reciente y perspectivas en América Latina*. Santiago: Publicación de las Naciones Unidas.
- Brockmeijer, J., M. Moretti & J. Osinski. (2011, Marzo 11), *Macro prudential policy: An organizing framework*. IMF.
- Cárdenas, M. y Caray L. J (1993), *Macroeconomía de los Flujos de Capital en Colombia y América Latina*. Bogotá. D.C: Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo.
- Cardenas. M, & Barrera. F. (1996). Sobre la efectividad de los controles a los flujos de capital en Colombia. Recuperado de: <https://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/2185>
- Castro Torres. H.J. (2019, septiembre 9). Aspectos de política Monetaria en Colombia: Un debate entre las reglas y la discrecionalidad. *Journal of Economics, Finance and International Business*, 3(1), 13-44.
- Dell’Araccia, G., Di Giovanni, J., Faria, A., Kose, A., Mauro, P., Ostry, J., Schindler, M. & Terrones, M. (2008), *Reaping the benefits of financial globalization*. IMF Occasional Paper No. 264.
- Diaz, A.C. (1985). Good-bye financial, repression hello financial crash. *Journal of development Applied Economic*, pp. 1-24.

- Eichengreen, B., Rose, A., y Wyplosz, C. (1997), Contagious Currency Crises. *Scandinavian Economic Review*, 98, 463-84.
- Ghosh, R. Amish, Kim, J., Mahvash, S. Qureshi, & Zaldueño, J. (2012, enero). IMF Working Paper. Recuperado de:  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1222.pdf>
- Gutiérrez, J. P. (s. f.). Integración financiera - Expansion.com". Recuperado de:  
<https://www.expansion.com/diccionario-economico/integracion-financiera.html>
- Henry, P.B. (2007). Capital account liberalization: Theory evidence, and speculation. *Journal of Economic Literature* XLV, pp. 887 – 935.
- Hoggarth, G., & Sterne, G. (2002), *Flujos de capital: causas, consecuencias y respuestas de políticas*. México, D.F: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- IMF (2013). *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)*.
- IMF. (2010, noviembre 15). The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>
- IMF. (2011, enero 18). Philippines: Staff Report for the 2010 Article IV Consultation. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr1159.pdf>
- IMF. (2011, Mayo). "IMF Committee on Balance of Payments Statistics Annual Report", Recuperado de:  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2011/ar/bopcom11.pdf>
- IMF. (2014, noviembre 14). The liberalization and management of capital flows: An institutional view. Recuperado de:  
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>

- Jácome, L.I (2013, junio), *Política macro prudencial: en qué consiste y cómo ponerla en práctica*. Boletín del CEMLA. Recuperado de:  
[https://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB\\_BOL\\_LIX02-03.pdf](https://www.cemla.org/PDF/boletin/PUB_BOL_LIX02-03.pdf)
- Korinek, A. (2011). The new economics of prudential capital controls. *IMF Economic Review* 59, 3, pp. 523-561.
- Kose, M.A., Prasad, E.S., Rogoff, K., & Wei, S.J. (2006, Agosto 1), *Financial Globalization: A Reappraisal*. IMF Working Paper. Recuperado de:  
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Financial-Globalization-A-Reappraisal-19435>
- Krugman, P. (1996), Are Currency Crises Self-Fulfilling? *NBER Chapters: National Bureau of Economic Research*, (pp.345-407)
- Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A. Saiyid, M. Wezel. T., & Wu, X. (2011, Octubre), *Macroprudential Policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences*. Washington, D.C: IMF Working Paper. Recuperado de: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11238.pdf>
- Minsky, H.P. (1992), *The financial Instability Hypothesis*. Connecticut: The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No.74
- Mora, T. A., García, A. J., Gómez, J. E., & Villamizar, M. (2015). *Una Historia Exhaustiva de la Regulación Financiera en Colombia*. Bogotá, D.C: Banco de la Republica. Recuperado de:  
[https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/be\\_887.pdf](https://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/be_887.pdf)
- Mueller, P. M. (2015, abril 5). Que son los Controles de Capital, Recuperado de:  
<https://www.oroynfinanzas.com/2013/04/que-controles-capital/>

- Obstfeld, M. (2009), *International finance and growth in developing countries: what have we learned*. IMF Paper, 56, pp. 63-111. Recuperado de:  
<https://www.nber.org/papers/w14691.pdf>
- Obstfeld, M., Krugman, P. (2006), *Economía Internacional: teoría y política*. Editorial Pearson, Madrid. 768pp.
- Ocampo, José Antonio y Camilo Tovar (1997), *Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia, 1990-1996", Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*. Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Centro de Desarrollo, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Ostry, D. Jhonathan, & Ghosh, R. Atish. Et al. (2012) SciELO - Scientific Electronic Library Online. Recuperado de: [http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci\\_arttext](http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext)
- Ostry, J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S. & Reinhardt, D.B.S. (2010, Abril 10), *Capital inflows: The role of controls", IMF Staff position*.
- Ostry, J. D., Ghosh A. R., Habermeier K., Chamon M., Qureshi M. S, Laeven. L & Kokenyne, A. (2011), *Managing capital inflows: What tools to use?* IMF Staff.
- Ostry, J. D., Ghosh, A.R & Chamon, M (2013, Enero), Two targets, two instruments: Monetary and exchange rate policies in emerging market economies. *IMF Staff discussion note*.
- Rocha.R, & Mesa. F. (1998, Julio 3). Flujos internacionales de capital en Colombia: un enfoque de portafolio. Recuperado de:  
[https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/RevistaPD/1998/pd\\_vXXIX\\_n3\\_1998\\_art.1.pdf](https://colaboracion.dnp.gov.co/CDT/RevistaPD/1998/pd_vXXIX_n3_1998_art.1.pdf)
- Rodrik, D. (1998). Who need capital-account convertibility? *Essays in international finance*, pp. 55-65.

- Stiglitz, J. E., y Ocampo, J. A. (2008), *Capital market liberalization and development*. Oxford University Press.
- Stiglitz, J.E. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability”. *World Development*, 28(6), pp. 1075 – 1086. Recuperado de: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.588.1706&rep=rep1&type=pdf>
- Tobin, James (1996), "Prologue", *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*. Mahbub ul Haq, Inge Kaul y Isabelle Grunberg (comps.), Nueva York, Oxford University Press. (1978). A proposal for international economic reform. *Eastern Economic Journal*, N° 4.

## ANEXOS

**Tabla A.1 – Test de estacionariedad**

| Series     | KPSS |      |      |           |
|------------|------|------|------|-----------|
|            | Band | Esp. | Test | V. C (5%) |
| $\Delta y$ | 5    | C, T | 0.05 | 0.14      |
| $X_1$      | 5    | C    | 0.33 | 0.46      |
| $X_2$      | 5    | C    | 0.37 | 0.46      |
| $X_3$      | 6    | C    | 0.32 | 0.46      |

Nota: Elaboración propia. El criterio de banda fue Barlett-Kernel. Esp=especificación, C=Constante, T=tendencia. V.C.=Valor crítico.