DEBATES DE COYUNTURA ECONÓMICA

ISSN 0120-8969
Diciembre de 2007
No. 70

FEDESARROLLO

"Controles de capitales en colombia: ¿funcionan o no?"

Julio Torres G.
Arturo Galindo A.
Camila Péres M.
Felipe Gómez B.
Mauricio Cárdenas S.

Konrad Adenauer Stiftung

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

DICIEMBRE DE 2007 No. 70

DEBATES DE COYUNTURA ECONÓMICA

Controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?

Julio Torres G.
Arturo Galindo A.
Camila Pérez M.
Felipe Gómez B.
Mauricio Cárdenas S.

FEDESARROLLO
Calle 78 No. 9-91
Tels.: 312 53 00 - 530 37 17
Fax: 212 60 73
A.A.: 75074
E-mail: administrator@fedesarrollo.org.co
http: //www.fedesarrollo.org.co
Bogotá, Colombia

Tarifa Postal Reducida
Resolución No. 0078 del 1 de febrero de 1995
Permiso No. 705

Edición
Camila Pérez M.

Diseño Carátula
Myriam Consuelo Lozano G.
Fedesarrollo

Artes
Myriam Consuelo Lozano G.
Fedesarrollo

Impresión
La Imprenta Editores Ltda.
Calle 77 No. 28-39
Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia
Printed and made in Colombia

Presentación

Los controles de capitales han sido ampliamente debatidos en la literatura económica colombiana e internacional. Pese a que su efectividad para controlar la revaluación ha sido muy cuestionada, el gobierno colombiano los ha adoptado en varias ocasiones, la más reciente, en mayo de 2007, luego de que en los primeros meses del año se registrara un incremento de los flujos financieros de corto plazo que coincidió con una marcada apreciación del tipo de cambio.

La fuerte revaluación del peso colombiano en los últimos años ha sido causada en gran medida por la gran entrada de capitales externos a la economía, en particular de inversión extranjera directa (IED), que el año pasado alcanzó una cifra récord de 5% del PIB. Por su parte, los flujos privados de corto plazo son muy pequeños en comparación con las cifras de IED.

A finales de 2007, el Fondo Monetario Internacional dedicó un capítulo del *World Economic Outlook* (WEO), a evaluar el impacto y los costos que los controles de capitales han tenido sobre diferentes variables económicas y financieras, con base en la experiencia de varios países. De la revisión de la literatura empírica, el estudio concluye que los controles de capitales tienen un efecto sobre la composición de los flujos entre corto y largo plazo, pero no sirven para blindar a los países ante eventos como una parada en seco o una crisis financiera. Adicionalmente, en términos del impacto de los controles de capitales sobre algunas variables macroeconómicas, el resultado indica que no tienen efecto sobre la tasa de cambio real, pero si pueden reducir los flujos privados, y en particular, la inversión extranjera directa.

Según el FMI, los controles de capitales no solo son inefectivos, sino que además tienen costos microeconómicos que afectan y distorsionan el desarrollo de los mercados de capitales y limitan el adecuado financiamiento de las empresas.

En el caso particular de Colombia, los analistas coinciden en afirmar que a partir de la imposición de los controles de capitales, la liquidez de los mercados secundarios de renta fija y renta variable ha disminuido, mientras que la valorización de los activos financieros ha estado rezagada frente a lo observado en otros países de la región.

Con el fin de contribuir a la discusión, Fedesarrollo y la Fundación Konrad Adenauer organizaron el Debate de Coyuntura Económica: "Controles de Capitales en Colombia: ¿funcionan o no?". El panel estuvo integrado por Julio Andrés Torres, Director General de Crédito Público, Arturo Galindo, asesor económico de la presidencia de Asobancaria, Camila Pérez, Gerente de Investigaciones Económicas de Valores Bancolombia, Felipe Gómez, administrador para Colombia del Fondo Compass Group y Mauricio Cárdenas, Director Ejecutivo de Fedesarrollo.

Mauricio Cárdenas S.
Director Ejecutivo de Fedesarrollo

Controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?

Julio Andrés Torres G.[1]

En primer lugar quisiera empezar por agradecer a Fedesarrollo y a la Fundación Konrad Adenauer por la invitación a este foro. Como soy el único miembro de gobierno entre los demás invitados voy a hablar en nombre de la oficina de Crédito Público del Tesoro Nacional del Ministerio de Hacienda. En ese sentido no es equivocado tener una doble personalidad en la medida en que se es miembro de un equipo y como tal se tienen que soportar las decisiones que de este equipo provienen, pero también existe un interés particular por el tipo de negocios y por el tipo de responsabilidades que se tienen al interior de dicho equipo. De esta forma, al estar encargado del mercado de capitales del gobierno, como individuo se vive y se deriva el éxito de la gestión (que en otras palabras es el éxito de la gestión de financiamiento del País), del buen funcionamiento de los mercados de capitales. En esencia la misma definición de la discusión que estamos teniendo hoy, que es control de capitales, suena como a una limitante para ese proceso de libre fluidez de los capitales a través del mercado.

En esta medida mi intervención tiene una doble finalidad; por un lado la de soportar las decisiones que se hicieron como equipo al interior del gobierno, pero al mismo tiempo se es consciente de que esas decisiones tienen ciertas implicaciones negativas para actividad del mercado de capitales.

I. ¿PARA QUÉ FUNCIONAN LOS CONTROLES?

Para abordar el tema de la funcionalidad de los controles de capitales en Colombia vale la pena preguntarse para qué funcionan. De esta forma, es válido enmarcar dicha discusión en el contexto de por qué se toman decisiones de este tipo. De esta manera, el asunto de controlar capitales incluso contradice la base estratégica del Gobierno Colombiano, puesto que cuando se sale a vender deuda soberana en el exterior o en el interior (a los fondos de pensiones o los diversos inversionistas institucionales), se presenta una estrategia de gobierno fundamentada en tres pilares: seguridad democrática, confianza inversionista e inversión para desarrollo social. Claramente un control de capitales entra en contradicción con esa confianza inversionista (el segundo pilar de la estrategia de financiamiento público) puesto que

[1] Ex-Director General de Crédito Público.

un inversionista quiere tener la máxima fluidez en asuntos de remitir, entrar o manipular los capitales de inversión al interior del País. Entonces no tiene sentido implementar una estrategia fundamentada en incentivar la confianza inversionista y que al mismo tiempo se incluya en dicha estrategia un componente de control de capitales. En efecto, el control de capitales no está orientado a limitar los flujos, el objetivo último es controlar la tasa de cambio. En ese sentido persisten elementos contradictorios; esta no es una solución amigable para el mercado puesto que no es una estrategia consistente con la promoción de la inversión.

II. ¿POR QUÉ SE IMPLANTARON?

Esta contradicción existe porque precisamente parte de la estrategia también es de vocación exportadora y el comportamiento de la tasa de cambio presentaba ciertos retos para algunos sectores, que son no solamente poco competitivos si no particularmente vulnerables (precisamente por esa falta de competitividad) a un elemento externo como lo es la volatilidad de la tasa de cambio. Entonces en el proceso de decisión del equipo económico no solamente se tuvo en cuenta la visión particular que la Oficina de Crédito Público podía traer si no que también se tuvieron en cuenta otros factores que deben tenerse en consideración cuando se definen políticas públicas. En esta medida, el tema del control de capitales fue simplemente un elemento más, que a la hora de tomar la decisión y ponderar los diferentes factores no fue crítico, como sí lo fue, el hecho de, como se menciono anteriormente, tratar de controlar la tasa de cambio.

De esta forma, la discusión debe reorientarse hacia la efectividad de los controles de capitales para controlar la revaluación de la tasa de cambio. En efecto, la imposición del control de capitales no fue efectiva para frenar dicho comportamiento, de hecho cuando el Banco Central decidió establecer el depósito obligatorio sobre endeudamiento externo, la tasa de cambio cayó casi cien pesos en los siguientes tres días. Lo mismo sucedió cuando el Ministerio de Hacienda decidió establecer los controles a las inversiones de portafolio. Entonces, claramente los controles impuestos fueron muy efectivos para controlar los flujos de capitales, el endeudamiento externo del sector privado prácticamente desapareció mientras que simultáneamente el flujo de capitales para inversión en portafolio también disminuyó a raíz de la medida, pero no fueron efectivos a la hora de frenar el proceso de revaluación y eventualmente generar un proceso de devaluación que generara (artificialmente) una mayor competitividad en ciertos sectores.

Lo anterior implica preguntarse si se puede con la implementación de controles de capitales frenar o incidir directamente en un fenómeno global como lo es el debilitamiento del dólar. Este problema no es cuestión específica de Colombia; el problema del dólar es un problema mucho más amplio que el del diferencial de tasas de interés entre Colombia y Estados Unidos.

III. DEPOSITO DE ENDEUDAMIENTO: ¿HA FRENADO EL ENDEUDAMIENTO PRIVADO EXTERNO?

El depósito de endeudamiento ha frenado el endeudamiento privado externo pero quien ha tenido que cubrir dicho costo es el Gobierno Nacional Central (GNC). El GNC se ha visto en la necesidad de constituir más de 1,5 billones de pesos en depósitos por este tipo de restricción de control de capitales, mientras que el sector privado no se ha visto en la obligación de constituir dichos depósitos. De esta forma, el que realmente ha sido afectado por el control de capitales, específicamente con el depósito de deuda, ha sido el GNC que ha mantenido una gran cantidad de dinero

en estos depósitos a cero interés. Esto no es muy preocupante en la medida en que el Estado recibe los dividendos del Banco Central y recupera lo perdido por tener que constituir dicho depósito. Aun así, independiente de que se recuperen dichos intereses a través de dividendos, esto genera un problema de manejo de tesorería masivo. Claramente el GNC es el *"frequent issuer"* más importante de Colombia, y de esta forma quien está constituyendo la mayor parte de esos depósitos mientras que los emisores privados tienen la forma de evadir dicho requerimiento.

Adicionalmente, estas medidas son muy viejas, es decir ya se han inventado y ya se han aplicado en otras décadas y otros lugares, ante lo cual el sector privado ha aprendido cómo evadirlas. Entonces, los emisores privados crean diferentes vehículos legales en el exterior (Islas Caimán, Islas Vírgenes Británicas, etc.) a través de la creación de sociedades por parte de la empresa operativa colombiana. Al tener estos vehículos la garantía legal (a través de leyes nacionales o extranjeras) de la operativa en Colombia adquieren por *proxy* la calidad crediticia de esta última. De esta forma es a través de dicho vehículo que se emite el bono o contrata el crédito sindicado y se lleva a cabo una inversión (que se clasifica como Inversión Extranjera Directa (IED)) en la operativa, con lo cual se elimina la necesidad de constituir el depósito obligatorio no remunerado.

Ahora valdría la pena analizar cuánto del incremento de la IED que ha habido este año (en el cual se llegará a una cifra cercana a los ocho billones de dólares), corresponde a endeudamiento disfrazado como IED. Probablemente no existen los mecanismos expeditos para obtener dicha información, ante lo cual tocaría hacer como una muestra con empresas del sector privado para ver que tanto se utiliza ese vehículo.

Adicionalmente, anteriormente no se hacían operaciones de liability management (operaciones de manejo de pasivos) porque no había un mercado de manejo de capitales tan desarrollado como en la actualidad. Por ejemplo en junio de 2007 se llevó a cabo una transacción en la cual se emitieron Global TES por un billón de dólares y con ese Global TES se recompraron bonos de la parte corta de la curva soberana colombiana dólar a dólar. Es decir, se emitió un billón de dólares en un instrumento con un cupón más bajo y con eso se recompraron bonos de deuda externa colombiana de corto plazo, de cupones altos y denominados en dólares. Con esta estrategia se logró modificar el perfil de la curva de vencimientos de la deuda soberana con un efecto neto de endeudamiento nulo. La imposición de un depósito al endeudamiento es una medida obsoleta en la medida en que fue necesario constituir el depósito sobre ese billón de dólares, incluso aunque no entraran capitales al país. Entonces el punto es que, una vez implementada dicha medida ésta no logra acomodarse a las realidades actuales del mercado de capitales.

Algo similar sucedió por el lado de los portafolios con los ADR. Anteriormente tocaba pagar un depósito en Colombia por comprar un ADR de una Compañía colombiana en Nueva York. Entonces en ese sentido la estructura de ese tipo de control de capitales es una estructura limitada y muy anticuada para la realidad de los mercados actuales. Anticuada en la medida en que se puede evadir y también porque no tiene en cuenta el nuevo estado de desarrollo de los mercados de capitales.

IV. ¿POR QUÉ SE UTILIZÓ ESTE INSTRUMENTO?

Probablemente se utilizó dicho instrumento porque, como se ha mencionado con anterioridad, la decisión no era controlar el capital si no tener un efecto sobre la tasa de cambio. El control de capitales que se estableció, no solamente hay que comprenderlo desde la perspectiva de la mecánica, sino también

desde la perspectiva de señalamiento de intención. Sin embargo en este aspecto también fue pobre dicho instrumento puesto que se quería señalar una intención de redefinir la tendencia de un precio y lo que efectivamente se observó fue que la tasa de cambio mantuvo su tendencia revaluacionista.

Claramente la tasa de cambio no se devaluó, la tasa de cambio se ha mantenido alrededor de los 2000 pesos por dólar, pero ¿qué hubiera pasado si no se hubieran impuesto los controles a los capitales? Para contestar esta pregunta es necesario observar las diferentes señales del comportamiento de la tasa de cambio, el precio de las acciones y el precio de los TES.

Una de las principales señales que se buscaba para tratar de eliminar las necesidades de controles de capital fue la colocación de acciones de Ecopetrol. En principio no se pensaba que dicha colocación fuera a ser tan exitosa como efectivamente lo fue, en efecto el escenario esperado por la mayor parte de los analistas y el mercado en general era un escenario en el cual el 10% de acciones ofrecido iba a satisfacer toda la demanda del mercado local. Es decir, se partía de la base de que la demanda local iba a ser inferior al 10% ofrecido, lo cual habría significado una caída del precio de las acciones de Ecopetrol en el momento en el que ésta empezara a flotar en el mercado puesto que no habría compradores residuales en el mercado local. Como esta señal no se materializó porque, además de tener una colocación exitosa con una demanda insatisfecha significativa, el precio del petróleo alcanzó los 100 dólares, hecho que generó aumentos en los precios de las acciones. Entonces no se pudo utilizar el argumento de desmontar los controles antes de que se fuera a caer la acción de Ecopetrol.

Otras señales que se buscaron fueron una caída significativa en el precio de los TES o una caída significativa de la Bolsa de Valores de Colombia. Por ejemplo, hace un año cuando en Tailandia se impusieron controles de capitales (similares a los recientemente impuestos en Colombia) la bolsa cayó en un día casi 15% y al día siguiente un 10% adicional. En Colombia, la reacción de la bolsa fue material, esta registró una caída, pero no fue significativa, por lo que dicho argumento no funcionó para eliminar los controles de capitales.

En el mercado de deuda pública se pasó por una situación particular en que la demanda externa se encontraba en un proceso de expansión; de hecho hace un año menos del 1% del stock de TES se encontraba en manos de inversionistas extranjeros documentados a través de fondos de inversión, mientras que antes de la imposición del control de capitales esta cifra correspondía al 3% (aproximadamente 1,5 billones de pesos). En cuestión de 12 meses se triplicó la tenencia de TES por los inversionistas extranjeros registrados[2] (sin tener en cuenta que existe una cantidad significativa de inversiones que se hacen a través de vehículos locales y por lo tanto no clasifican como inversión extranjera).

Sin embargo, la señal que se buscaba era que una vez impuesto el control de capitales se frenara el flujo de inversión extranjera (como efectivamente sucedió puesto que se estabilizó en el 3%) y que esto afectara el nivel de precios de los títulos, hecho que no sucedió, ante lo cual el argumento de desmontar los controles perdió fuerza.

[2] Lo que se esperaba en Crédito Público era poder crear un mercado de deuda pública similar al mexicano, en donde el M Bono (equivalente al TES local) es fuertemente demandado por inversionistas extranjeros. En efecto, al encontrarse más de la mitad de los M Bonos en manos de inversionistas extranjeros, la experiencia mexicana muestra como la inversión extranjera ha sido un soporte importante para mantener los precios, pero más importante aun ha ayudado a disminuir la volatilidad en el mercado de deuda pública de manera significativa.

De esta forma la imposición de los controles de capitales no logro su objetivo principal, la tasa de cambio continuó con su tendencia revaluacionista, pero tampoco se vieron significativamente afectados el mercado de los TES ni la bolsa de Colombia. La evidencia apunta a que los controles de capitales no han afectado significativamente los precios de los TES y en el caso particular de las emisiones públicas iníciales ISAGEN, Ecopetrol e ISA, la alta demanda local que evitó que el precio de las acciones cayera por la ausencia de demanda extranjera.

Adicionalmente, vale la pena aclarar que los controles de capitales explícitos y significativos son los dos que se establecieron este año, pero controles de capitales en Colombia ha habido de manera permanente. Por ejemplo el peso colombiano no es *euroclear*. Si el Banco de la República firmara un formato que permitiera que el peso fuera una moneda de pago en los sistemas de *clearing* a nivel mundial, se podría alcanzar una situación en el cual los inversionistas extranjeros pueden comprar TES más libremente porque saben que pueden denominar sus pagos en pesos en otros mercados y en otras bolsas. Adicionalmente, la forma de manejar el *withholding tax* también es otro tipo de control de capitales; el tratamiento asimétrico de los inversionistas en la legislación internacional y la nacional por no poder balancear su impuesto de retención en la fuente, también es otra forma de limitar el libre flujo de capitales. De esta forma, el punto central es que siempre ha existido una predisposición a tener cierto tipo o nivel de control sobre los capitales.

V. CONCLUSIONES

A manera de conclusión vale la pena mencionar varios temas. En cuanto a la mecánica de control de capitales las medidas funcionaron, efectivamente controlaron el flujo de capitales, pero la medida última que era controlar la tasa de cambio no se logró. De esta forma, se debe promover la eliminación de estos controles de capitales porque no funcionan en la medida en que no tuvieron el efecto que se buscaba que era controlar la tasa de cambio.

Adicionalmente, es importante resaltar que, dado el carácter gradualista de las instituciones colombianas, el proceso de desmonte de dichos controles debe ser gradual. De hecho ya se dio el primer paso en esta dirección. El Banco Central tomó la decisión de bajar el nivel de depósito sobre el endeudamiento externo. Vale la pena insistir en que dicha gradualidad se diera rápidamente puesto que, ante la falta de evidencia de que los controles hayan funcionado, asumir que la situación de la tasa de cambio sería peor si no se hubieran impuesto dichos controles, no es un argumento suficiente para absorber el costo de no tener un flujo de inversión extranjera más significativo en el mercado de *equities* y en el mercado deuda pública.

Finalmente, como el privado, el gobierno tiene una opción para evitar los controles. A través de los Global TES se puede emitir deuda en pesos en Nueva York sin la necesidad de que el inversionista tenga que constituir dicho depósito por tomar una decisión de adquirir riesgo colombiano. A Crédito Público le toca hacer el depósito, pero finalmente ese dinero se recupera a través de los dividendos del Banco Central. En esta medida vale la pena preguntarse si la segmentación de la base inversionista es deseable. En teoría no es deseable puesto que entre más consolidada esté la base de inversionistas mejor es la situación desde la perspectiva de liquidez y profundidad de los títulos. Sin embargo ante la realidad del mercado colombiano (con controles de capitales que evitan que el inversionista extranjero pueda comprar TES localmente) la segmentación de base de inversionistas ha permitido generar una señal de asimetría de precios en el sentido en que, en la actualidad se puede colocar deuda soberana co-

lombiana a 15 años en pesos a una tasa del 10% en Colombia pero también se puede hacer exactamente la misma colocación con el mismo perfil de riesgo y las mismas características financieras en Nueva York con una tasa del 9,5%. Entonces la segmentación en este caso particular generada por este control de capitales ha tenido un efecto positivo en la medida en que se puede se puede capturar valor a través de colocaciones más baratas en un mercado segmentado en vez de en un mercado consolidado.

Los controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?

Arturo Galindo A.[1]

En primer lugar muchas gracias por la invitación a participar en este debate. Como van a ver al final de mi presentación y transcurrido el 40% del evento, no creo que vaya a haber debate, porque finalmente lo que voy a presentar va muy en línea con lo que dijo Julio Torres. Esto es parte de un trabajo que venimos adelantando con Alvaro Concha y Camila Quevedo en la Asociación Bancaria, donde se hace un análisis econométrico para tratar de evaluar el impacto de los controles de capital.

Esta presentación se divide en tres secciones. En la primera parte se hace una breve caracterización de la historia reciente de los controles de capitales en Colombia, en la segunda sección, que representa el grueso del trabajo, se presentan los resultados de la evaluación de impacto de los controles de capitales en el caso colombiano. Finalmente, en la tercera sección se da paso a la discusión de política pública.

I. LOS CONTROLES DE CAPITALES EN LOS ÚLTIMOS DIEZ AÑOS

El tema de los controles de capitales no es nada nuevo en Colombia. En los últimos diez años ha habido diferentes tipos y modalidades de controles. De hecho entre 1998 el año 2000 hubo depósitos al endeudamiento, del 2004 al 2006 se implantó un plazo mínimo para las entradas de capitales en forma de inversiones de portafolio y recientemente en mayo de 2007 se implantó el depósito al endeudamiento y a la inversión.

La principal motivación para tomar estas medidas era la de tratar de contener la apreciación del peso. En el proceso para lograr dicho objetivo se buscaba castigar el endeudamiento y otros flujos de corto plazo y de esta forma propiciar una recomposición hacia flujos de más largo plazo. Otro aspecto que se tuvo en cuenta al imponer controles de capitales fue tratar de reducir la volatilidad, bien sea la volatilidad de la tasa de cambio o también la volatilidad del precio de otros activos financieros.

Para entrar en contexto es necesario tener en cuenta que muchos de los factores que determinan tanto los precios como la volatilidad de los activos en los países emergentes corresponden a los factores externos.

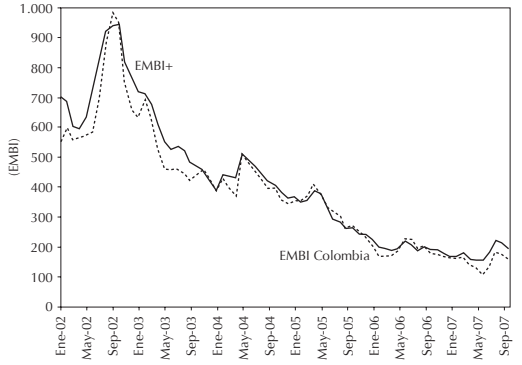
---

[1] Asesor Económico de presidencia, Asobancaria.

Estos no son factores que se pueden controlar con políticas tomadas al interior del país sino que son una consecuencia de estar inmerso en un mundo de capitales global. Al observar el EMBI global y el colombiano lo que se tiene es que este periodo de fortalecimiento del peso coincide también con un cambio en las percepciones internacionales con respecto al riesgo de los países emergentes (Gráfico 1). Es decir, existe un gran apetito por riesgo de los países emergentes, hecho que se ha reflejado en una gran valoración de sus activos, y en particular en la apreciación de las monedas de los países en desarrollo.

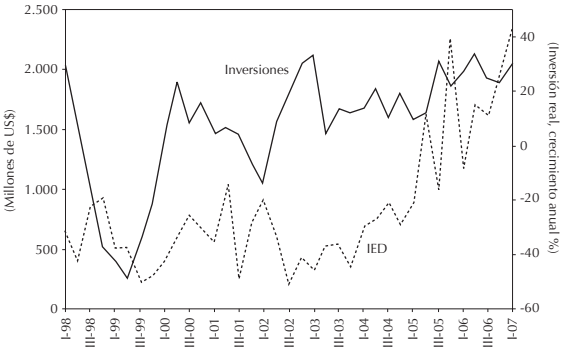
Esto tuvo como contraparte la entrada de capitales a dichas economías. La entrada de Inversión Extranjera Directa (IED) ha traído consecuencias importantes sobre el funcionamiento de estas economías. En el caso colombiano la inversión ha seguido de cerca el proceso de entrada de capitales (Gráfico 2), ante lo cual se puede afirmar que la dinámica económica reciente del país depende en cierta medida del hecho de estar inmerso en un mercado de capitales global. Ahora bien, en el 2007 se registró una entrada bastante grande en la inversión de portafolio, lo cual si bien es positivo para el desarrollo del mercado de valores, se convirtió es una fuente importante de nerviosismo para las autoridades (Gráfico 3). A raíz

Gráfico 1. EMBI



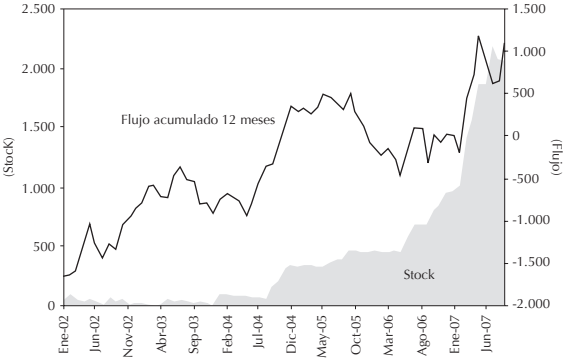
Fuente: Banco de la República.

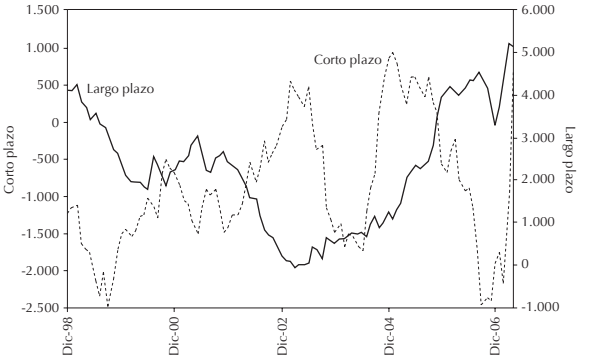
Gráfico 2. INVERSIÓN REAL VERSUS IED



Nota: el cuarto trimestre de 2005 excluye el ingreso de divisas por concepto de la venta de Bavaria a SABMiller, calculada en US$4.512.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 3. INVERSIÓN DE PORTAFOLIO



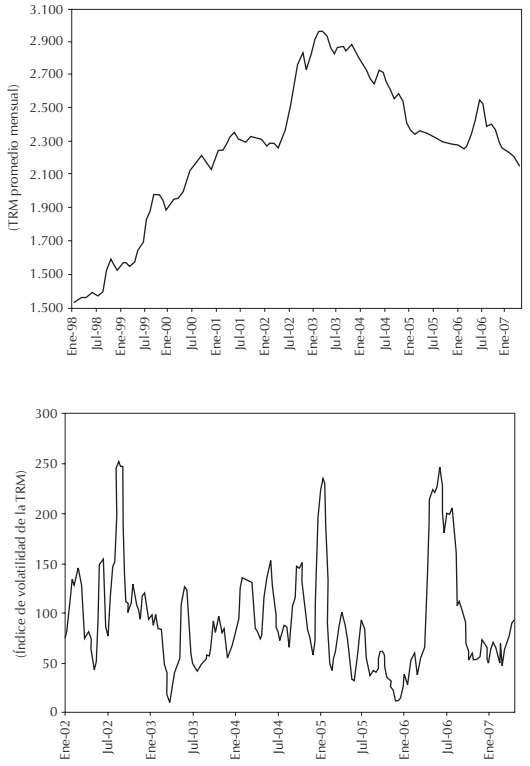


Nota: todas las cifras están en millones de dólares. Los datos de flujos de corto y largo plazo son acumulados a 12 meses.
Fuente: Banco de la República.

de este nerviosismo y la simultánea apreciación del peso surge la necesidad de imponer estas medidas. La apreciación del peso ha sido fuerte, pero más importante aun que la magnitud de dicha apreciación es el incremento en la volatilidad de la tasa de cambio (Gráfico 4).

De esta forma, una de las primeras medidas que surgieron para tratar de contener la apreciación fue a través de la intervención del Banco Central en el mercado cambiario. De hecho entre enero y abril del 2007 el monto de las intervenciones superó los 4.500 millones de dólares, cifra significativamente superior a la registrada durante todo el 2006 (1.200 millones de dólares). Sin embargo, como estas medidas fueron infructuosas para controlar la apreciación del peso se implantaron los controles de capitales. Aparentemente, los controles tuvieron un impacto transitorio sobre los flujos de corto plazo pero no tuvieron ningún efecto sobre los capitales de largo plazo. Sin embargo la imposición de controles coincide con otros elementos que pueden afectar los flujos de capitales como el aumento en la volatilidad financiera internacional, asociada a la crisis financiera que se viene desarrollando en EEUU. Como se verá en la siguiente sección, cuando se hace un análisis econométrico formal en el que se controla por variables externas, que son un factor fundamental dentro de este contexto, se encuentra que el impacto de los controles de capital es bajo o nulo sobre una serie de variables relevantes.

Gráfico 4. COMPORTAMIENTO Y VOLATILIDAD DE LA TRM



Nota: último dato octubre: $2.003,26. Volatilidad: (desviación estándar anual/desviación estándar mensual)*100.
Fuente: Banco de la República.

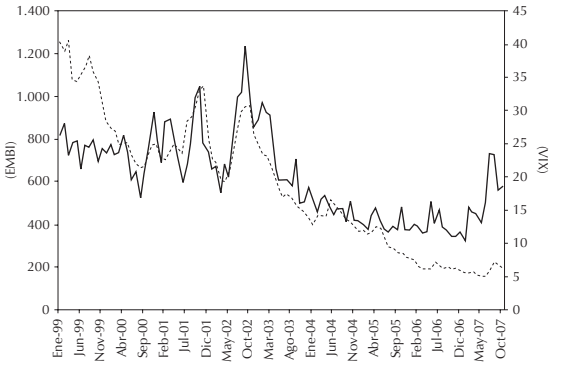
Adicionalmente, el aumento de la volatilidad de la TRM está también asociado a factores externos. De hecho, al analizar el comportamiento del índice VIX[2] y el del EMBI global, se tiene que la mayor volatilidad en la tasa de cambio nominal está relacionada con el incremento del índice VIX (que a su vez está directamente asociado con los eventos financieros internacionales en particular la crisis del subprime) (Gráfico 5). De esta forma, el tema de la apreciación va siguiendo muy de cerca el comportamiento del EMBI global y los factores externos más que a las variables de intervención locales como pueden llegar a ser los controles de capitales.

II. EVALUACIÓN DE LOS CONTROLES DE CAPITALES

A través de diferentes técnicas econométricas y estadísticas se puede evaluar cuál ha sido el impacto

[2] Índice que mide la volatilidad del mercado accionario estadounidense.

Gráfico 5. EMBI GLOBAL Y VIX



Fuente: Yahoo Finance, JP Morgan.

de los controles de capital sobre diferentes variables de interés como lo son la composición y el nivel de los flujos de capitales, la tasa de cambio real, la volatilidad de la tasa de cambio y la volatilidad de otros activos financieros.

En este trabajo continuamos y ampliamos una serie de estudios que se han realizado tanto en Colombia como en otros países para evaluar el impacto de los controles de capitales. Se actualizaron los datos y se utilizaron técnicas más modernas para tratar de evaluar los impactos de estas políticas sobre algunas variables de interés. Como elemento novedoso, se utilizaron modelos de vectores autorregresivos con restricciones de largo plazo (VEC), los cuales tienen en cuenta que las variables económicas tienen relaciones de largo plazo pero también tienen admiten relaciones diferentes con respecto a sus dinámicas de corto plazo. Adicionalmente, se observa cómo los controles pueden afectar no solo las variables en niveles sino también cómo los controles pueden afectar la volatilidad de dichas variables. En el desarrollo de estos modelos se controló por factores externos (condiciones de los mercados financieros internacionales) puesto que estos pueden ser el principal motor detrás de la dinámica de los precios de los activos colombianos.

Antes de realizar la estimación es supremamente importante construir un indicador o una medida de la intensidad de los controles de capitales. La idea detrás de esta medida es aproximar cuánto valen los controles de capital a través de una relación de equivalencia entre las tasas de interés doméstica y extranjera. Existen diferentes maneras de aproximar los costos de los controles de esta forma. En este estudio se crearon las medidas para los dos tipos de controles que ha habido en Colombia. Para el caso del encaje lo que se hizo fue mirar cuánto sería el spread que se tendría que pagar sobre las tasas internacionales para atraer capitales al país en presencia de los controles. Finalmente el *spread* va a depender de cuánto es el encaje (μ) (que en la actualidad es de 40%), de cuánto dura el encaje *(h)* y cuanto dura la inversión *(k)*[3]. Con base en esto se calcula cuánto es la prima que se tendría que pagar sobre la tasa de interés internacional para atraer capitales en presencia de estas restricciones

$$tx = i^* \frac{\mu}{1 - \mu} \frac{h}{k}$$

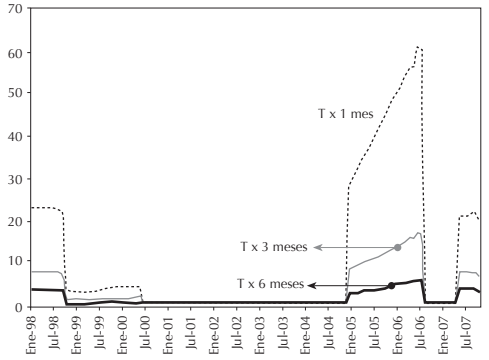
Para el caso del otro tipo de restricción (equivalente a la establecida en Colombia entre 2004 y 2006) en donde se limita el tiempo mínimo que debe durar la inversión dentro del país el sobrecosto que habría que pagar sobre la tasa de interés depende de cuánto va durar la inversión *(k)* y de cuánto dura la restricción *(h)*. Así para poder traer capitales por k meses, teniendo en cuenta que existe una prohibición por entrar por *h* meses (que en este caso era doce meses), el *premium* sobre la tasa de interés que habría que pagar por traer capitales al país en presencia de de las distorsiones sería:

$$tx = i^* \frac{h - k}{k}$$

[3] Donde *h* es mayor *k*. Por ejemplo *k = 3* en una inversión a tres meses y *h = 6* la duración del encaje es a seis meses.

Adicionalmente vale la pena aclarar que esta medida depende de cuál es la duración de la inversión. Claramente se observa que el diferencial de tasas de interés cambia dependiendo de la duración de la inversión en los diferentes momentos del tiempo (Gráfico 6).

Gráfico 6. EQUIVALENCIAS EN TASAS DE INTERÉS DE LOS CONTROLES DE CAPITAL



Fuente: cálculos del autor.

Una vez construida esta medida se incluye dentro del modelo VEC[4] que como se mencionó anteriormente tiene en cuenta cómo se relacionan las variables en el largo y en el corto plazo. En primer lugar se estima el modelo incluyendo cinco variables[5] y posteriormente se estima incluyendo una variable adicional[6]. El modelo también incluye restricciones sobre los coeficientes, de manera que se garantice que las variables externas y la variable de política (los controles de capitales) sean exógenas, es decir que dependan solo de si mismas y no dependan de las otras variables del modelo. Esto garantiza que el EMBI global, un indicador que se determina en el resto del mundo, no sea explicado al interior del modelo por variables colombianas.

Las variables que se incluyeron fueron la producción industrial, la tasa de cambio real, los flujos totales de capital, la medida de controles de capital y finalmente se incluye alguna medida que refleje las condiciones de los mercados financieros internacionales, que en este caso es el EMBI global[7]. En la segunda estimación, en vez de incluir los flujos de capital totales, se separaron en flujos de corto y de largo plazo para poder observar si hay impactos diferenciados o por qué canal viene el posible impacto de los controles.

Después de estimar los modelos se puede hacer un ejercicio de los impulso respuesta que consiste en generar un shock en alguna variable y observar qué pasa con el resto de variables del modelo. Este ejercicio sugiere que cuando aumentan los flujos de capitales, la tasa de cambio real se aprecia. Cuando entran flujos de capitales el peso se aprecia sin importar la naturaleza de los flujos (de corto y de largo plazo) están entrando (Gráfico 7).

Adicionalmente se analiza qué sucede con la tasa de cambio real y las demás variables del modelo si aumentan los controles de capitales. El efecto de los controles de capital sobre la tasa de cambio real no es significativo. Es decir se pueden incluir controles de capital pero estos no tienen un impacto significativo sobre el nivel de la tasa de cambio real (Gráfico 8).

El impacto de los controles de capital sobre los flujos de capitales también es nulo. Al desagregar los flujos en largo y corto plazo se observa que el

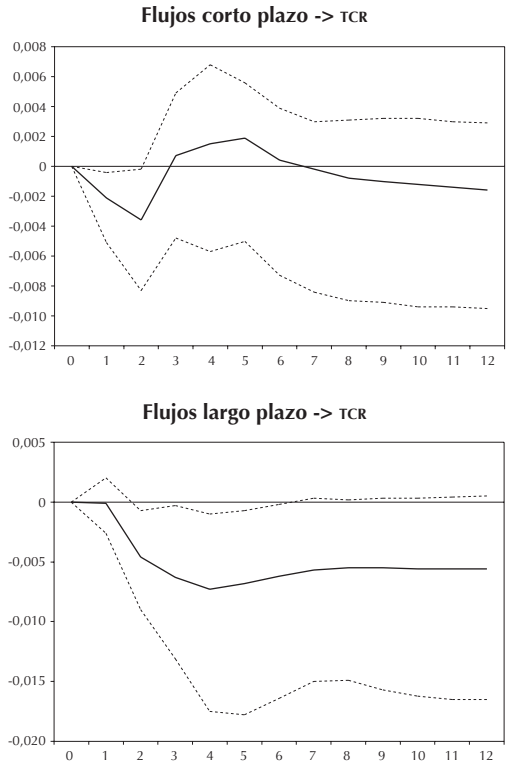
[4] $\Delta x_t = c + \alpha\beta^1 x_{t-1} + \Gamma_p \Delta x_{t-p} + \varepsilon_t$

[5] x_t = *[log(IPI), log(ITCR), Flujos de capital, Tx, Log (EMBI)].*

[6] x_t = *[log(IPI), log(ITCR), Flujos de capital CP, Flujos de capital LP, Tx, Log (EMBI)].*

[7] Los ejercicios de robustez no se presentan en este documento, pero se desarrollaron incluyendo el índice VIX en lugar del EMBI.

Gráfico 7. CHOQUE EN LOS FLUJOS DE CAPITAL Y SU EFECTO SOBRE LA TASA DE CAMBIO REAL

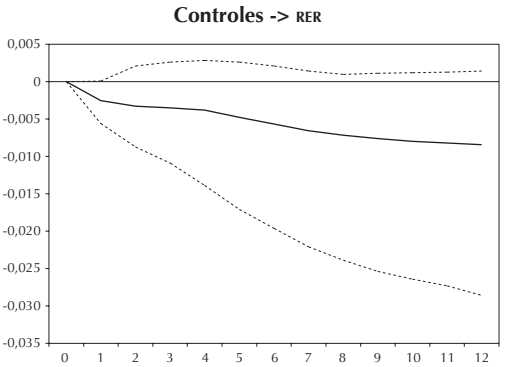


Nota: las líneas punteadas representan el intervalo de confianza. Si el cero está por fuera de dicho intervalo el efecto sobre la variable es significativo.
Fuente: cálculos del autor.

efecto sobre los flujos de largo plazo no es significativo mientras que en los flujos de corto plazo se observa un impacto cercano a significativo en el largo plazo. Aun así se observa un impacto, relativo, más o menos permanente, pero de poca magnitud sobre los flujos de corto plazo (endeudamiento de corto plazo y flujos de portafolio) (Gráfico 9).

Finalmente, se observa el efecto que tienen las variables externas (EMBI global) sobre las demás variables del modelo (Gráfico 10). El EMBI tiene un impacto importante, que básicamente está recogiendo un efecto similar al de la crisis de 1998. Altos niveles de

Gráfico 8. EFECTO DE LOS CONTROLES DE CAPITAL SOBRE LA TASA DE CAMBIO REAL



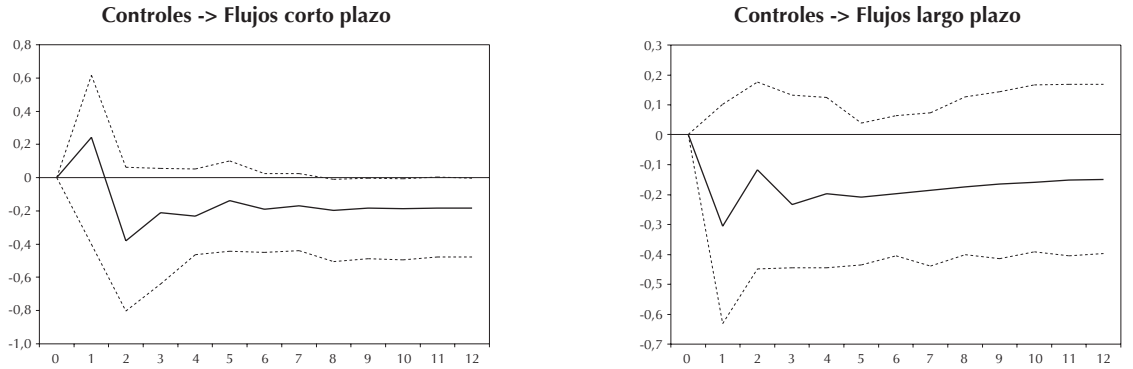
Nota: las líneas punteadas representan el intervalo de confianza. Si el cero está por fuera de dicho intervalo el efecto sobre la variable es significativo.
Fuente: cálculos del autor.

EMBI pues afectan significativamente a la economía; generan una contracción económica bastante fuerte que se evidencia en el comportamiento del Índice de Producción Industrial (IPI) y la devaluación de la tasa de cambio real. El aumento en las condiciones de riesgo internacional también afecta de manera negativa y significativa los flujos de capital, tanto los de corto como los de largo plazo.

Las conclusiones preliminares de esta parte del estudio son las siguientes: las condiciones externas son el factor que afecta de manera más importante tanto los flujos como la tasa de cambio real, los controles de capital tienen efectos moderados sobre los flujos de corto plazo y no existe suficiente evidencia para concluir que esos controles han tenido algún impacto sobre la tasa de cambio real.

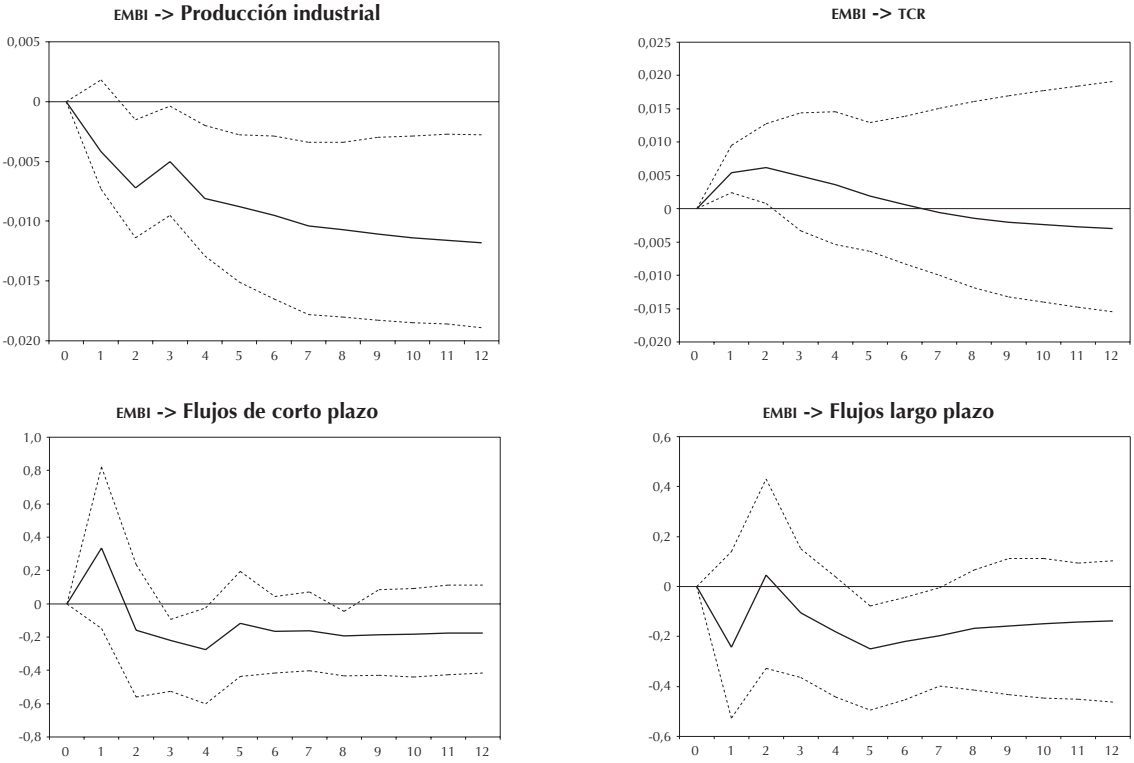
Adicionalmente se utilizaron modelos GARCH que permiten identificar el comportamiento de la varianza de las variables para de esta forma analizar si los controles de capital afectan también la volatilidad de la tasa de cambio y el precio de otros activos. Estos modelos están compuestos por dos partes, en

Gráfico 9. EFECTO DE LOS CONTROLES DE CAPITAL SOBRE LOS FLUJOS DE CORTO Y LARGO PLAZO



Nota: las líneas punteadas representan el intervalo de confianza. Si el cero está por fuera de dicho intervalo el efecto sobre la variable es significativo.
Fuente: cálculos del autor.

Gráfico 10. EFECTO DEL EMBI SOBRE LAS VARIABLES DEL MODELO



Nota: las líneas punteadas representan el intervalo de confianza. Si el cero está por fuera de dicho intervalo el efecto sobre la variable es significativo.
Fuente: cálculos del autor.

primer lugar una ecuación para la media[8] que se utiliza para estimar el impacto sobre la tasa de cambio en niveles y en segundo lugar una ecuación de la varianza[9] que se utiliza para estimar el impacto de los controles sobre la varianza o la volatilidad de la variable de interés. Estos modelos se corrieron para la tasa de cambio y el Índice de Deuda Pública (IDP) que construye Corficolombiana.

Es importante mencionar que se utilizó información semanal desde el 2002 hasta el 2007 (lo cual permite capturar dos de los tres tipos de controles recientemente impuestos) y se incluyeron dos medidas diferentes para capturar el impacto de los controles de capital sobre la tasa de cambio y el IDP. De esta forma se utilizó la medida construida para el ejercicio anterior y adicionalmente se incluyó una variable dummy que toma el valor de uno si hay control y cero de lo contrario.

Al analizar si los controles de capital afectan la tasa de cambio nominal (Cuadro 1) se observa que

Cuadro 1. RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN GARCH PARA LA TRM

Variable dependiente: $\Delta \log(\text{TRM})$	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Ecuación de la media					
Constante	-2,9E-04	-3,9E-04	-3,5E-04	-5,3E-04	-5,1E-04
	4,4E-04	4,1E-04	4,2E-04	4,2E-04	4,2E-04
$\Delta \log(\text{TRM})_{t-1}$	0,346	0,344	0,342	0,336	0,326
	0,043 ***	0,043 ***	0,043 ***	0,044 ***	0,044 ***
$\Delta \log(\text{TRM})_{t-3}$	0,054	0,054	0,056	0,075	0,056
	0,037	0,036	0,037	0,036 **	0,037
Ecuación de la varianza					
Constante	4,0E-06	8,0E-06	5,4E-06	8,7E-06	6,1E-06
	1,7E-06 **	3,1E-06 **	2,3E-06 **	2,8E-06 ***	1,8E-06 ***
ε^2_{t-1}	0,403	0,429	0,401	0,421	0,363
	0,089 ***	0,096 ***	0,085 ***	0,097 ***	0,068 ***
σ^2_{t-1}	0,665	0,620	0,670	0,609	0,654
	0,055 ***	0,064 ***	0,050 ***	0,063 ***	0,048 ***
tx		-1,4E-06		-9,0E-07	
		6,3E-07 **		5,1E-07 *	
DUM_Control			-3,5E-06		-2,4E-06
			2,1E-06 *		1,4E-06 *
$\Delta \log(\text{EMBI})$				1,3E-04	1,1E-04
				3,8E-05 ***	2,7E-05 ***
Obs	545	545	545	545	545
Q(1)	0,12	0,13	0,14	0,18	0,27
Q(6)	0,29	0,29	0,31	0,40	0,36
Q(12)	0,41	0,42	0,43	0,51	0,48
Q(24)	0,34	0,35	0,35	0,39	0,38
Muestra	semanal: septiembre 1998 - julio 2008				

*** Significativo al 1%; ** Significativo al 5%; * Significativo al 10%.

[8] $x_t = f(x_t) + \gamma_1 Tx_t + \gamma_2 Ext_t + \varepsilon_t$

[9] $\sigma^2 = \varphi + \alpha_1 \varepsilon^2_{t-1} + \alpha_2 \sigma^2_{t-1} + \alpha_3 Tx_t + \alpha_4 Ext_t + \eta t$ con $x_t = [\Delta log(\text{TRM}), \Delta log(\text{IDP})]$

si tienen cierto impacto sobre la varianza de esta variable. El coeficiente que acompaña los controles es negativo y significativo. Sin embargo su impacto es bastante pequeño. Un incremento de una desviación estándar en los controles de capitales reduce la varianza de la tasa de cambio en menos de 2%. Adicionalmente se observa que las variables externas (en este caso el EMBI) son significativas de manera sistemática y son económicamente importantes para explicar la volatilidad de la tasa de cambio nominal. Un incremento de una desviación estándar en el EMBI aumenta la volatilidad de la tasa de cambio en más del 50%.

Siguiendo el mismo procedimiento se estima el modelo para Índice de Deuda Pública (IDP) (Cuadro 2). En primer lugar no se encuentra un efecto significativo de los controles de capital tanto sobre el nivel de esta variable como sobre su varianza. En segundo lugar se encuentra que las condiciones externas son sumamente importantes para determinar el comportamiento de estas variables. En esencia, los precios de los activos de un mercado emergente que se encuentra inmerso en los mercados internacionales de capitales van a depender de las condiciones externas aumentos del EMBI (VIX), disminuyen el precio de la deuda y aumentan la volatilidad de sus precios.

Las conclusiones preliminares de esta parte del estudio muestran que las posiciones externas tienen un impacto notorio sobre el comportamiento de los

Cuadro 2. RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN GARCH PARA EL IDP

Variable dependiente: $\Delta \log(IDP)$	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Ecuación de la media					
Constante	0,003	0,003	0,002	0,002	0,002
	0,000 ***	0,000 ***	0,001 ***	0,001 ***	0,000 ***
$\Delta \log(IDP)_{t-1}$	0,172	0,172	0,172	0,165	0,172
	0,061 ***	0,061 ***	0,065 ***	0,064 **	0,062 ***
$\Delta \log(IDP)_{t-3}$	0,104	0,104	0,135	0,125	0,100
	0,055 *	0,055 *	0,052 **	0,050 **	0,053 *
Ecuación de la Varianza					
Constante	4,5E-06	4,5E-06	7,4E-06	3,7E-06	6,7E-06
	2,2E-06 **	3,1E-06	2,9E-06 **	1,8E-06 **	3,8E-06 ***
ε^2_{t-1}	0,423	0,422	0,385	0,402	0,423
	0,124 ***	0,124 ***	0,076 ***	0,070 ***	0,118 ***
σ^2_{t-1}	0,607	0,608	0,592	0,624	0,585
	0,078 ***	0,080 ***	0,063 ***	0,049 ***	0,082 ***
tx		1,1E-08		-1,9E-08	
		8,1E-07		4,6E-07	
DUM_Control			-3,2E-06		-2,6E-06
			2,2E-06		3,1E-06
$\Delta \log(EMBI)$				1,1E-04	8,9E-05
				3,4E-05 ***	5,4E-05 *
Obs	336	336	336	336	336
Q(1)	0,92	0,92	0,94	0,97	0,91
Q(6)	0,95	0,95	0,96	0,96	0,94
Q(12)	0,45	0,45	0,54	0,52	0,43
Q(24)	0,10	0,09	0,13	0,12	0,09
Muestra	semanal: enero 2002 - julio 2008				

*** Significativo al 1%; ** Significativo al 5%; * Significativo al 10%.

precios de los activos domésticos, el deterioro en las condiciones externas aumenta la volatilidad financiera y los controles de capital no tienen impacto sobre los niveles de esas variables pero si existe evidencia que muestra que tienen algún impacto, aunque pequeño, sobre su volatilidad.

III. DISCUSIÓN DE POLÍTICA Y CONCLUSIONES GENERALES

Los controles capitales han tenido un impacto sobre las inversiones de corto plazo, muy posiblemente sobre las de portafolio. La evidencia apunta a que estos tienen un impacto negativo sobre los flujos de corto plazo.

Tanto los flujos de portafolio como los flujos de largo plazo tienen un impacto sobre la tasa de cambio real. Pero vale la pena aclarar que esto no es necesariamente indeseable, sino que es una consecuencia de la mayor credibilidad del mundo en los activos domésticos de Colombia. Cuando el precio de los activos se empieza a valorizar no hay mucho que se pueda hacer.

Adicionalmente los controles de capital limitan el desarrollo de mercados de capitales y las posibilidades de financiarse de algunas firmas. En un país como Colombia, que es un país que tiene un mercado de capital bastante incipiente en particular en lo concerniente al mercado de capitales privado, se debe ser muy cuidadoso con estas medidas. Cualquier cosa que afecte el desarrollo, mas aun en una fase tan incipiente del desarrollo del mercado, es supremamente costoso para el país como un todo Adicionalmente, existen varios estudios de los cuales el más reciente fue realizado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), que muestran que el desarrollo del mercado de capital es necesario para el desarrollo de los países en la medida en que este se presenta como una importante fuente de financiamiento para el sector privado. De esta forma cualquier medida que afecte la profundización del mercado de capital es supremamente nociva para el desarrollo del país. Por otro lado no existe suficiente evidencia para afirmar que la imposición de controles de capital desincentiva la Inversión Extrajera Directa (IED).

Finalmente, dada la coyuntura internacional de turbulencia financiera no se deben mantener estos controles a la entrada. Los controles a la entrada claramente no han demostrado ser efectivos para controlar la revaluación del tipo de cambio. Aun así, en momentos de turbulencia se podría hablar de controles a la salida de los capitales, pero la evidencia empírica de este tipo de controles es realmente pobre. Edwards (1999) hace un resumen sobre los controles a la salida del capital en un estudio que fue publicado en el *Journal of Economic Prespectives*, pero finalmente concluye que estos resultaron ser inefectivos. Como en Colombia los controles no se diseñaron para evitar la salida de capitales sino que más bien fueron diseñados para controlar la entrada de estos para defender el comportamiento del tipo de cambio real no se deberían mantener. En definitiva los controles son negativos en la medida en que afectan el desarrollo de los mercados de capitales y por lo tanto, independientemente de la coyuntura actual, no es pertinente mantenerlos vigentes.

Controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?

Camila Pérez M.[1]

Gracias a Fedesarrollo y a la Fundación Konrad Adenauer por la invitación a este interesante debate. Recientemente se publicó un documento del Fondo Monetario Internacional (FMI) en el cual se critica fuertemente la implementación de controles de capitales, precisamente por los costos microeconómicos que tienen. En particular se mencionan dos cosas en dicho estudio: en primer lugar, los decretos de control de capitales normalmente son una medida que no ataca los problemas reales que causan la revaluación o la volatilidad de los mercados (a veces hacen que por ejemplo no se ataquen problemas como el tema fiscal que tanto se ha discutido también en Colombia como causa de la revaluación) y en segundo lugar, la implementación de estos controles tiene un impacto muy negativo sobre los mercados de capitales por dos vías. Por un lado, estos llevan a que el mercado, que normalmente es más eficiente que el gobierno a la hora imponer regulaciones, pierda tiempo al buscar la manera de evadir los controles y por otro lado, limitan el acceso y el financiamiento de las firmas vía el mercado a capitales. Entonces, a raíz de ese informe del FMI, en Valores Bancolombia se ha estudiado el tema de los controles de capitales desde dos perspectivas: primero el efecto que estos han tenido sobre la bolsa colombiana y segundo cómo su implementación puede frenar el desarrollo del mercado a capitales a futuro. De esta forma, Colombia se encuentra en desventaja con otros países del mundo que no han implementado estas medidas y que han avanzado mucho en este sentido.

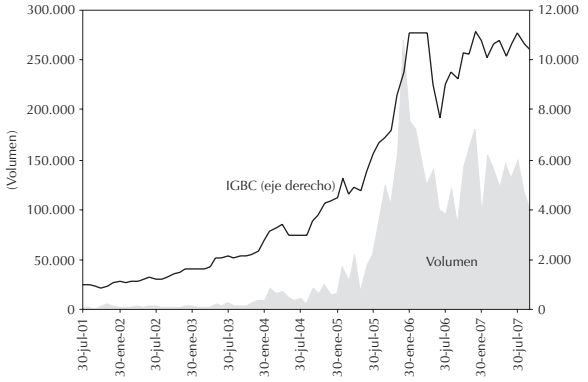
Esta presentación está centrada en indagar cuál es el efecto que tienen los controles sobre el mercado de capitales, particularmente sobre el mercado bursátil.

I. CONTEXTO ACTUAL DEL MERCADO ACCIONARIO

La bolsa Colombiana ha tenido un desarrollo muy importante en términos de valorización, de tamaño y de liquidez desde el año 2001 (Gráfico 1). Adicionalmente se observa que el tamaño del mercado accionario Colombiano, medido por capitalización bursátil, es hoy en día seis veces mayor a lo que

[1] Gerente Investigaciones Económicas, Valores Bancolombia.

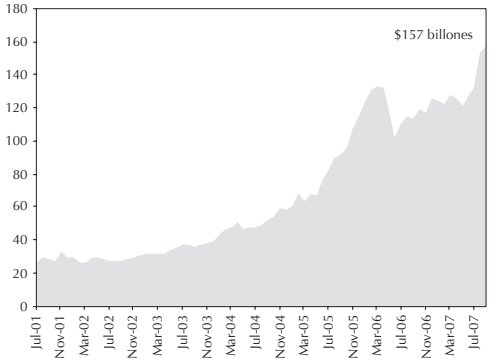
Gráfico 1. EVOLUCIÓN IGBC Y VOLUMEN (cifras en millones de pesos)



Fuente: BVC.

era en el año 2001 (Gráfico 2). Esto coincide con muchos factores, con un periodo de estabilidad y crecimiento económico, con un periodo de mayor confianza de los inversionistas, con una mejora en las condiciones de seguridad y finalmente con un periodo de flujo fuerte de Inversión Extranjera Directa (IED) al País. Vale la pena aclarar que este último factor, además de ser un fenómeno mundial, es una de las causas más importantes de la revaluación en Colombia. La revaluación de la tasa de cambio ha tenido un componente local muy importante

Gráfico 2. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL (cifras en billones de pesos)



Fuente: BVC.

como lo es la recuperación de las condiciones de seguridad y la recuperación de la confianza, lo cual a su vez ha incentivado la entrada de IED. La mayor entrada de IED ha tenido un efecto negativo sobre la tasa de cambio, problema que no se ha solucionado a través de la imposición de controles de capital puesto que estos no tienen un impacto significativo sobre los flujos de largo plazo.

Adicionalmente, el mercado accionario colombiano es hoy en día más importante en el contexto internacional; la bolsa colombiana es la cuarta bolsa más grande de América Latina después de Brasil, México y Chile (Cuadro 1). Al analizar la evolución reciente del mercado accionario colombiano se tiene que este ha presentado un crecimiento acelerado en los últimos cinco años, pero vale la pena aclarar que a partir de la entrada de Ecopetrol, su tamaño va a aumentar de manera aún más considerable. En efecto, el tamaño de la bolsa colombiana es de aproximadamente 75 billones de dólares, pero si se toma como referencia el precio actual de la acción de Ecopetrol y el número de acciones que la compañía emitió, dicho tamaño aumenta en aproximadamente 32 billones de dólares. Lo anterior quiere decir que con la entrada de Ecopetrol el tamaño actual de la bolsa Colombiana ha aumentado entre un 40% y un 50%, con lo cual el mercado bursátil colombiano continúa ganando importancia.

Cuadro 1. CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL

Millones de US$	Octubre 2007
Brasil	1.402.585
México	426.788
Chile	232.087
Colombia	74.490
Perú	68.179
Argentina	61.154
Venezuela	10.045
Ecuador	4.366

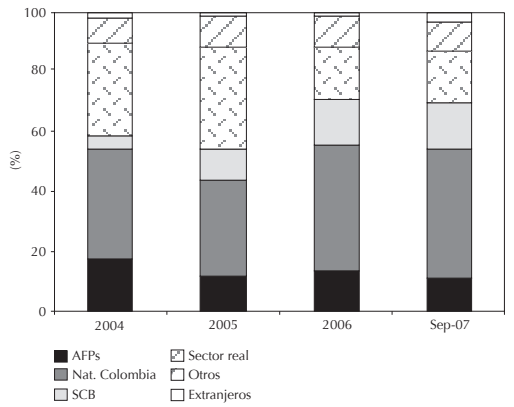
Fuente BVC.

Por el lado del volumen de transacciones mensual también se ha registrado un crecimiento significativo en los últimos años. A principios de la década, se transaban entre uno y dos millones de dólares diarios (hecho característico de un mercado pequeño y poco líquido) mientras que actualmente se transan 50 o 60 millones de dólares diarios. En esta medida, a lo largo de la década ha habido un proceso de profundización importante y una ganancia de liquidez significativa en el mercado.

II. RIESGOS O PROBLEMAS DEL MERCADO BURSÁTIL COLOMBIANO

Existe un grave problema en la bolsa colombiana el cual vale la pena mencionar. El mercado colombiano tiene una concentración muy grande de inversionistas locales y en particular de las personas naturales. Adicionalmente, a diferencia de lo que sucede en el mercado de deuda pública, donde la participación de inversionistas extranjeros ha sido importante, en el mercado bursátil dicha participación ha sido poco significativa (Gráfico 3). En efecto, las personas naturales han participado con 43% de las transacciones diarias de compra y venta de acciones en la bolsa colombiana durante 2007.

Gráfico 3. PARTICIPACIÓN COMPRADORES



Fuente: BVC.

Es decir, en contraposición a lo que se esperaría, quienes realmente afectan de manera directa el proceso de valoración de las acciones en bolsa son las personas naturales. Los inversionistas institucionales (fondos de pensiones), las compañías de sector real y los inversionistas extranjeros, han tenido un apetito moderado por este tipo de activos. La participación de los inversionistas extranjeros, que oscila entre 1% y 3% como máximo, ha sido la menos significativa, lo cual implica que los inversionistas extranjeros han sido sistemáticamente los grandes ausentes del mercado accionario local.

Lo anterior sucede por varias razones. No solamente ha sido la imposición de controles de capitales lo que ha causado la ausencia de inversionistas extranjeros en la bolsa, sino que también factores como la falta de liquidez del mercado, la falta de una base amplia de emisores y la concentración de la oferta, han incentivado su poca participación. Sin embargo, los controles de capitales se presentan como un factor que impide solucionar este problema. Ustedes preguntarán, ¿por qué es un problema?, ¿por qué uno no quiere tener un mercado en un 98 en un 97% con jugadores locales?

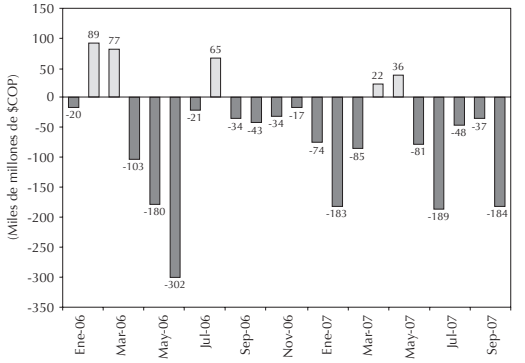
En el Gráfico 4 lo que se ve es que las personas naturales en Colombia han tenido un comportamiento que ha tendido a empeorar los periodos de crisis de la bolsa. Este gráfico lo que muestra es mes a mes cuál ha sido la posición de las personas, o sea, si en el neto las personas han salido a vender acciones o a comprar acciones. La bolsa envía mensualmente sus registros y uno puede ver cuáles son los flujos que se mueven al interior del mercado. Este gráfico lo que muestra son dos periodos, uno de una crisis fuerte y otro de un comportamiento muy pobre de la bolsa que fueron los años 2006 y 2007, el año pasado entre marzo y mayo de 2006 las personas naturales salieron a vender más de 600 mil millones de pesos en acciones. Si ustedes se acuerdan pues, digamos

que Colombia venía de todo este *boom*, de toda una valorización bastante importante de la bolsa, que despertó un interés muy grande de las personas naturales por invertir. Muchas de las personas compraron acciones, algunas de ellas las compraron con deuda, y hubo, cierta euforia en el mercado. A partir de marzo del año pasado (eso también coincidió con el deterioro de las condiciones internacionales, y ahí volvemos un poco al punto que se mencionaba de cuál es la causa realmente de estas situaciones de crisis) los precios de las acciones empezaron a caer, había mucha gente apalancada en bolsa y la reacción fue salir a vender en masa.

En un mercado que no tiene realmente compradores finales, porque no hay un jugador suficientemente importante que pueda entrar a ponerle el pecho, la caída se profundiza. Y así es como en mayo del año pasado tuvimos un índice en un nivel mínimo, el índice llegó hasta casi en seis mil puntos viniendo de un nivel casi de once mil. Eso provocó unos efectos muy negativos sobre las personas naturales en particular, que eran los grandes tenedores de las acciones y cuyos patrimonios pues se vieron bastante deteriorados por estas ventas. En particular, lo que vemos en el año 2007 es que después de esa crisis realmente en la bolsa no se ha visto que las personas naturales hayan vuelto a tener un apetito comprador. Casi durante todo el año 2007, fíjense que las barritas son negativas, o sea que en el neto, todos los meses las personas naturales han liquidado posiciones en acciones (Gráfico 4).

Aquí lo que vemos es que del análisis que nosotros hemos hecho, los únicos compradores finales que tiene el mercado son los Fondos de Pensiones. Los fondos de pensiones en los últimos dos años, -salvo algunos meses puntuales-, todos los meses han incrementado en el neto su posición en acciones. Los fondos de pensiones hoy en día, ya con Ecopetrol, calculamos nosotros que tienen casi un 20% del total

Gráfico 4. BALANCE NETO (COMPRAS-VENTAS) DE PERSONAS NATURALES

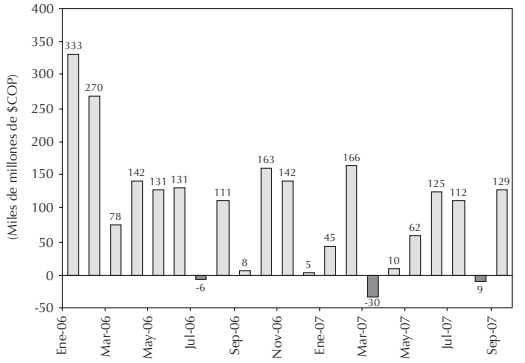


Fuente: BVC.

de activos que administran invertidos en acciones colombianas. Cuando en el año 2003 apenas un 2% del total de todas nuestras pensiones estaba invertida en la bolsa colombiana, hoy en día tenemos casi un 20%, porque realmente los fondos si han tenido un apetito, son jugadores de largo plazo, no son jugadores especuladores.

El el Gráfico 5 se ve que los Fondos de Pensiones son quienes en los momentos de crisis han salido a ponerle el pecho al mercado. Entre marzo y mayo

Gráfico 5. BALANCE NETO (COMPRAS-VENTAS) DE FONDOS DE PENSIONES



Fuente: BVC.

del año pasado los fondos salieron a tener compras en promedio de 140 ó 130 mil millones de pesos mensuales y de alguna manera, a absorber esa fuerte oferta que venía de toda la gente en manada vendiendo sus acciones a precios muy bajitos. Y lo mismo ha pasado durante el año 2007, tal vez los fondos de pensiones son los únicos que han salido a comprar todos los meses acciones en Colombia.

III. COMPORTAMIENTO EN EL AÑO 2007

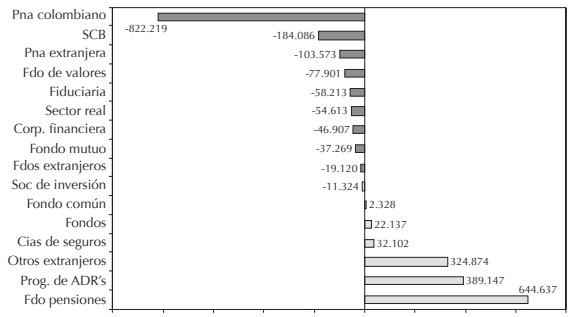
El Gráfico 6 muestra lo que ha sido el comportamiento del año 2007. El año 2006 fue el año de ventas netas por parte de personas naturales, pero el año 2007, por lo menos hasta el mes de octubre, también lo ha sido. El Gráfico 6 lo que muestra es quiénes han sido los compradores y quiénes han sido los vendedores y fíjense que muy rápidamente uno se da cuenta que las ventas de las personas naturales casi en su totalidad coinciden con las compras netas de los Fondos de Pensiones y ahí aparece en segundo lugar los programas de ADR.

Los programas de ADR son hoy en día la única manera a través de la cual los inversionistas extranjeros se están exponiendo al Mercado Accionario Colombiano. Los ADR son acciones de empresas colombianas emitidas en la bolsa de Nueva York que no tienen como mencionaba Julio esa restricción de los controles de capitales. Es la manera en la cual un inversionista de un fondo en Nueva York puede comprar acciones en Colombia, sin tener que pagar esa multa. Sin embargo, no todas las empresas Colombianas, tienen ADR. De hecho, el único ADR que se negocia libremente en la bolsa de Nueva York es el ADR de BANCOLOMBIA. Hay otras empresas que tienen algunos ADR de niveles diferentes que no cumplen con todos los requisitos para transarse libremente, entonces realmente son muy pocas las empresas que se están pudiendo beneficiar de inversionistas extranjeros y del interés que podría haber por empresas colombianas, por la restricción que se está causando. Aquí se ve que en el neto, las compras a través de ADR sí se han aumentado después de las medidas de control de capitales (Gráfico 7).

Eso no solamente es por esta situación en particular, en julio también se ve un incremento porque hubo nuevas emisiones: la emisión de ADR de BANCOLOMBIA y de otras empresas, que han hecho este tipo de transacciones. Hoy en día, la participación de extranjeros está limitada a este mecanismo en la bolsa.

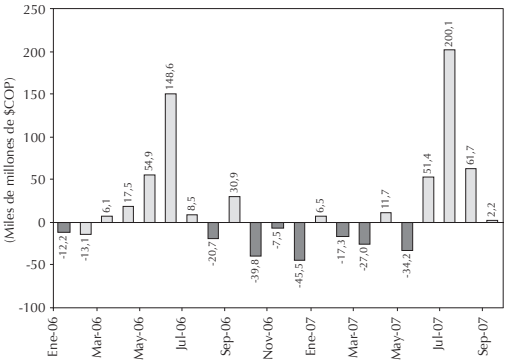
Si uno argumentara que los inversionistas extranjeros podrían causar volatilidad, de pronto es mejor que

Gráfico 6. COMPRAS Y VENTAS NETAS 2007



Fuente: BVC.

Gráfico 7. COMPRAS Y VENTAS NETAS DE ADR



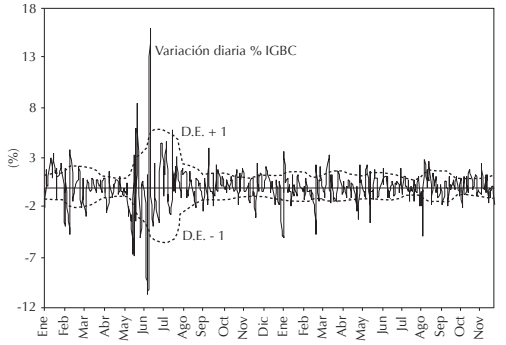
Fuente: BVC.

no haya tantos extranjeros, porque los extranjeros en periodos de crisis causan volatilidad. Y la respuesta creo que es no. El Gráfico 8 lo que muestra es que la volatilidad del mercado accionario colombiano está causado por el comportamiento de los inversionistas locales. Este es un cálculo de la volatilidad mensual de la bolsa en los últimos dos años, y lo que se ve es que uno de los periodos de mayor volatilidad, fue el del año pasado.

El el Gráfico 8 vemos algo en particular para el año 2007. La volatilidad ha sido causada en presencia del decreto de control de capitales y por un comportamiento explicado completamente por los inversionistas locales. Aquí lo que se ve es que analizando mes a mes cuáles son los periodos de volatilidad (aquí lo que estamos midiendo son los meses en los cuales la variación diaria del índice ha estado por encima de una desviación estándar hacia arriba o hacia abajo su promedio histórico), hay meses en los cuales más de la mitad de los días se ha presentado esta situación. Obviamente ahí se resalta mayo del año 2006, que ha sido el mes de los últimos dos años de mayor volatilidad. Pero este año también vemos algunos meses como agosto y probablemente octubre, y ahí volvemos al argumento de que es una causa completamente internacional. La mayor volatilidad fue causada en agosto de este año por un periodo de un deterioro en la crisis mundial de los inversionistas, por el tema del mercado hipotecario en Estados Unidos, el aumento de índice de la aversión al riesgo que nos mostraban en la presentación anterior, etc., etc., entonces pues digamos que tampoco los controles de capitales han logrado hacer inmune a la volatilidad internacional al mercado accionario local. Eso desde el punto de vista de la demanda (Gráfico 9).

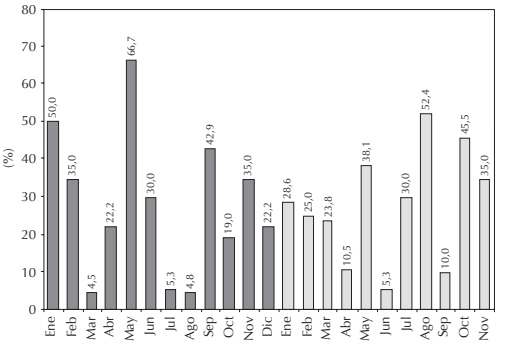
Desde el punto de vista de la oferta lo que uno ve es que la bolsa colombiana tiene un problema y es que carece o que hay muy pocos emisores. En el Gráfico 10 se presentan las acciones de alta, media, baja y mínima bursatilidad. En la bolsa colombiana hay más de cien empresas inscritas pero muchas tienen ninguna bursatilidad. O sea, 42 compañías de las que cotizan en bolsa no tienen bursatilidad o en realidad no se transan, y son muy pocas las que tienen alta bursatilidad, o sea las que son realmente muy líquidas. Del total de emisores, las acciones clasificadas de alta bursatilidad no superan las 18 especies, 18 compañías que además de todo tienen una característica que ustedes conocen y es que muchas son del mismo dueño o del mismo emisor en últimas. Eso crea una concentración desde el

Gráfico 8. VOLATILIDAD MENSUAL DEL IGBC



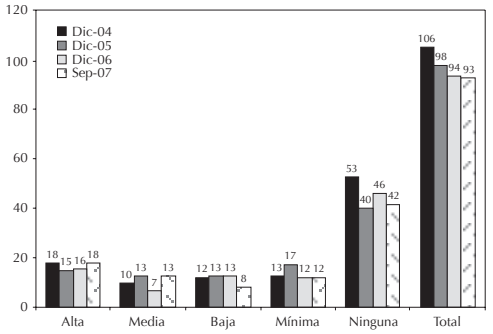
Fuente: BVC.

Gráfico 9. VOLATILIDAD MENSUAL DEL IGBC



Fuente: BVC.

Gráfico 10. EMISORES SEGÚN BURSATILIDAD



Fuente: BVC.

punto de vista de la oferta del mercado que tampoco es muy deseable.

Yo creo que de ahí es de donde viene que las nuevas emisiones o los nuevos emisores que han salido a bolsa este año han sido completamente sobre demandas, o sea, el apetito por nuevos nombres en la bolsa es todo. Eso fue el fenómeno de ECOPETROL, pero por empresas incluso más chiquitas, lo que pasó esta semana por ejemplo con el BANCO DE CRÉDITO, es exactamente lo mismo, las empresas salen a ofrecer sus acciones en bolsa y todo el mundo quiere algo nuevo para comprar al igual que paso con ISAGEN este año.

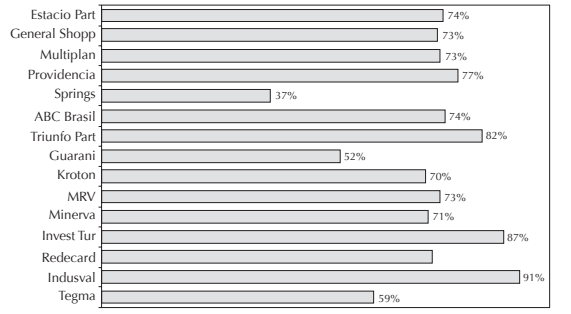
IV. EL CASO DE BRASIL Y CHILE

Contrasta la situación de Colombia con lo que pasa en otros países como Brasil. ¿Qué ve uno en estos países? Brasil era un país que tenía una bolsa con problemas similares a la Bolsa Colombiana hace unos años, y que ha tenido realmente un avance muy importante en los últimos tres o cuatro años. No solo porque la Bolsa se ha valorizado mucho, sino sobre todo, porque ha experimentado una llegada masiva de nuevas compañías a Bolsa. Colombia dentro de todos los procesos de salidas iniciales a Bolsa de compañías en los últimos años, tiene una participación del 0,8% del total de nuevas emisiones que ha habido en la región, mientras que Brasil tiene el 83%.

Entonces digamos que estamos mal en el contexto latinoamericano en términos de nuevas emisiones en el país. Si analizamos cuál ha sido la evolución de la inscripción de nuevas compañías en Bolsa en Brasil, en el año 2004 Brasil tenía un poco la misma situación que Colombia: hubo siete nuevas salidas a Bolsa de Compañías, o sea siete nuevos emisores que se inscribieron en la Bolsa. Sin embargo en el año 2006 hubo 26 nuevas compañías y este año cerca de 60. En Brasil casi dos veces a la semana hay un nuevo emisor con negocios que valen cerca de 350 millones de dólares, si hiciéramos este gráfico para Colombia este año creo que ha habido cuatro o cinco emisiones nuevas, no hay más. Entonces realmente este ha sido una de las causas fundamentales del desarrollo del mercado brasilero, de la profundización, de la liquidez, etc., y es algo que claramente no se puede lograr en presencia de un decreto de control de capitales. ¿Por qué?, Porque en el Gráfico 11 lo que se ve es que cerca del 70% de estas nuevas emisiones en Brasil son adquiridas por inversionistas extranjeros. O sea, de cada una de estas nuevas emisiones que se hacen, los inversionistas extranjeros se quedan con una tajada bastante importante.

Uno diría, ¿para qué uno quiere inversionistas extranjeros si, como lo mencionaba Julio Torres, la

Gráfico 11. PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSIONISTAS EXTRANJEROS EN LOS IPO's DE BRASIL



Fuente: Bovespa.

emisión de ECOPETROL (que es la emisión más grande que se ha hecho en el país que vale 5,7 billones de pesos), lo que demostró es que la demanda fue insatisfecha? O sea realmente aquí lo que se ve es que hay una capacidad de absorción muy grande en el mercado local, entonces ¿para qué quiere uno los extranjeros? Eso puede ser cierto porque por ahora el número de emisiones es muy pequeño, y realmente el mercado todavía tiene mucha capacidad de absorción, pero en la medida en que el mercado se vaya profundizando y en la medida en que uno necesite que más compañías salgan a Bolsa y que uno quiera lograr un fenómeno como el que se está dando en Brasil, probablemente el mercado colombiano no va a tener la capacidad de absorber todo eso. Y con otro componente que yo creo que también es importante y es que tampoco es tan bueno tener la base de inversionistas tan concentrada solamente en inversionistas locales.

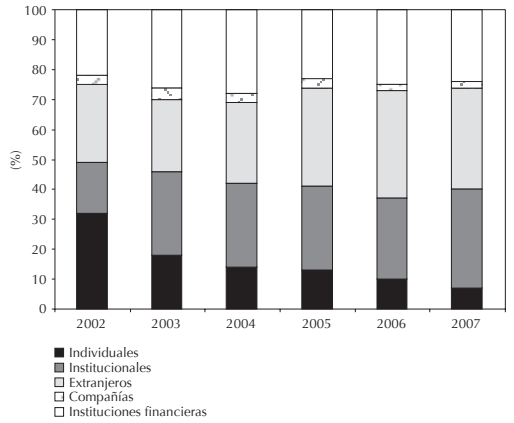
Para ponerles un ejemplo, el año pasado cuando la Bolsa cayó a niveles de 6.000 puntos, coincidió con un período en que la tasa de cambio se disparó, y fue cuando llegó casi otra vez a 2.500, 2.600 pesos. Ese hubiera sido el momento perfecto para que los inversionistas extranjeros entraran, les convenía por tipo de cambio y les convenía por precio del activo. Como en su momento estaba la medida de control de capitales, realmente no hubo un flujo importante. El punto es que obviamente en este momento para ECOPETROL puede no verse como una necesidad la presencia de inversionistas extranjeros, porque no sucedió el fenómeno que en un principio le preocupaba al gobierno. De hecho, a nosotros nos llamaron en algunas de las discusiones de ECOPETROL para ver cómo podíamos hacer algún estudio para argumentar que había que quitar el decreto de control de capitales por el efecto que iba a tener ECOPETROL en la Bolsa. Obviamente después con la evolución que hubo y con la sobredemanda, nuestros argumentos quedaron completamente desbaratados y finalmente no hicimos nada. Pero el punto es que nadie garantiza cuánto se va a tener la acción de ECOPETROL valorizándose como se está valorizando hoy en día, y qué va a pasar en el momento en que el precio del petróleo por ejemplo baje, y todos los 485 mil colombianos o la mitad de ellos salgan a vender en manada y no haya nadie que entre a comprar esas acciones. Los fondos de pensiones tampoco pueden comprar todas las acciones, porque además ya tienen dentro de sus portafolios una posición muy grande de ECOPETROL. Entonces obviamente cuando las cosas van bien, la necesidad de inversionistas extranjeros puede no verse tan inminente, pero yo si creo que realmente hacia futuro la Bolsa Colombiana necesita de inversionistas extranjeros para desarrollarse y las empresas colombianas podrían aprovechar estas oportunidades de financiamiento.

Si uno ve lo que pasó en Brasil, el fenómeno probablemente inició, como probablemente va a ser el caso de Colombia, con la llegada de Petrobrás. Petrobrás que es hoy en día la acción que más pesa dentro del índice de la Bolsa de Sao Pablo, fue como la puerta de entrada para muchas otras compañías del sector privado a emitir sus acciones. Pero en los últimos dos años lo que se han visto son empresas de todos los sectores y de todos los tamaños llegando a Bolsa no solamente las grandes. El año pasado en Brasil hay empresas, que ofrecen planes de salud dental, por ejemplo, cotizando en Bolsa o empresas pequeñas agrícolas. En fin, lo ha habido es realmente una diversificación desde el punto de vista de la oferta y eso se ha dado también gracias a que hay mucho interés por parte de los extranjeros en comprar estas emisiones y participar activamente en el mercado.

En el Gráfico 12 se ve la importancia de los extranjeros en un mercado que mueve más de 2.000 millones dedólares diarios. Los inversionistas extranjeros en las transacciones diarias de la Bolsa son muy

importantes, y más o menos el 34% de esos 2.500 millones de dólares que se mueven diariamente corresponde a la participación de inversionistas extranjeros (Gráfico 12).

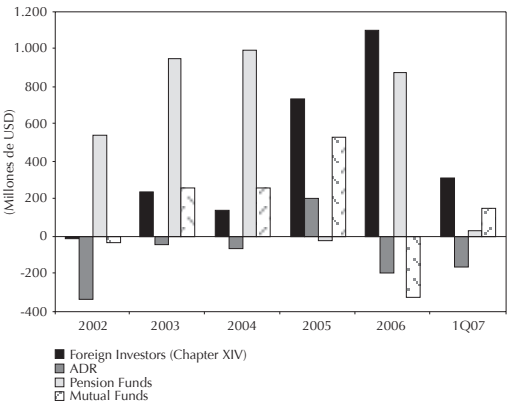
Gráfico 12. MERCADOR SECUNDARIO BRASIL



Fuente: Bovespa.

Algo similar sucede en el caso chileno, que también es un país que tuvo controles de capitales durante muchos años. En el Gráfico 13 lo que se ve es que en los últimos años los inversionistas extranjeros han sido compradores netos del mercado y bien importantes, incluso más que los fondos de pensiones chilenos, incluso más que los fondos mutuos de inversión en Chile. De acuerdo con estas cifras, más de 1 billón de dólares fue lo que compraron los inversionistas extranjeros en la Bolsa Chilena el año pasado y pues también participan como tenedores de las compañías chilenas que cotizan en Bolsa.

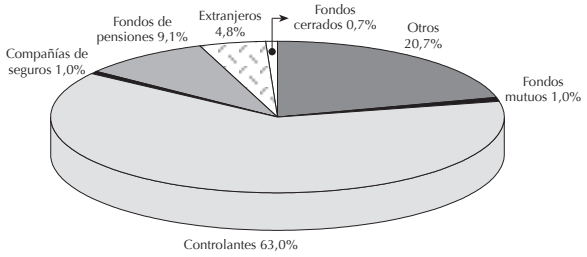
Gráfico 13. COMPRAS Y VENTAS NETAS CHILE



Fuente: Bolsa de Santiago.

En el Gráfico 14 lo que se ve es que más o menos el 5% de la propiedad accionaria de las empresas chilenas está en manos de inversionistas extranjeros. Los controlantes tienen el 63%, los fondos de pensiones más o menos un 10% y el siguiente jugador en importancia son los fondos extranjeros. Entonces también en otros países se ve que los inversionistas extranjeros son participantes muy activos del mercado.

Gráfico 14. COMPOSICIÓN ACCIONARIA CHILE



Fuente: Bolsa de Santiago.

V. REFLEXIONES FINALES

Yo aquí quería dejar unas reflexiones finales para no extenderme más. Básicamente los controles de capitales creemos nosotros que tienen un efecto negativo sobre el mercado accionario, tanto desde el punto de vista de la oferta, como desde el punto de vista de la demanda. Desde el punto de vista de la oferta, limita la posibilidad de financiamiento de las compañías vía el mercado accionario y la llegada de las compañías a la bolsa. Lo que creemos nosotros es que envían una pésima señal al mercado en términos de reglas de juego.

Por la experiencia que tenemos nosotros de los inversionistas extranjeros que manejamos, más allá de la multa que tiene que pagar un inversionista y del tema que estaba mencionando de pronto en la presentación anterior y es cuánto me tendrían que dar a mí de retorno para que yo pudiera pagar la multa y además de todo tener un retorno importante, lo que a la gente no le gusta es la señal. O sea, lo que a los inversionistas internacionales no les gusta es que les cambien las reglas del juego. No tiene ninguna presentación ni ninguna seriedad que el gobierno colombiano tuviera un decreto de control de capitales, lo quitara en junio del año pasado y lo volviera a poner en mayo de este año. Si yo soy un inversionista internacional ¿qué puedo pensar de ese gobierno que me dice me va a quitar las medidas de control de capitales y al año siguiente vuelve y me las pone? Lo único que yo puedo pensar es que eso tiende a empeorar, y que en cualquier momento me congela mi plata aquí y que yo no la puedo volver a sacar o cualquier cosa absurda que va en contravía de lo que está pasando en los mercados de capitales mundiales. Entonces es una señal muy negativa para el mercado, que es en últimas lo que le disgusta a los inversionistas internacionales. Y sobre todo, aumenta la volatilidad por la ausencia de compradores en períodos de crisis que es lo que se ha visto en los últimos dos años en la Bolsa Colombiana.

Pero sobre todo, no ataca el origen real de la revaluación que además de ser un fenómeno mundial, creo que en el caso colombiano está muy asociado al tema de inversión extranjera directa que tampoco se va a solucionar. De los estimativos que tenemos nosotros, más o menos en los próximos tres años van a llegar a Colombia entre 20 y 23 mil millones de dólares por inversión extranjera directa, de acuerdo con la información que tenemos. Luego eso es realmente es lo que va a seguir causando tener un peso fuerte en Colombia.

La siguiente era un poco la reflexión desde el punto de vista de ECOPETROL, creemos que sería recomendable por lo menos flexibilizar los controles de capitales, probablemente hacer lo mismo que se hizo para el endeudamiento externo e ir dando señales en la dirección correcta, para volver a traer a estos inversionistas extranjeros a la Bolsa Colombiana. Muchas gracias.

Controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?

Felipe Gómez B.[1]

Para ponerlos un poquito en contexto y después de agradecer a Mauricio Cárdenas y a FEDESARROLLO por la invitación, quería controles qué es COMPASS GROUP. COMPASS GROUP es un inversionista extranjero que está en Colombia y que padece el tema de los controles de capitales en este momento. Entonces, aunque puede que noten algo de sesgo en la presentación, es un sesgo que hasta en la misma presentación del doctor Torres vimos.

Lo que voy hacer en la presentación es darles primero un diagnóstico donde hablaré de un par de ideas precisamente de lo que está pasando con esta inversión de portafolio y con estas reflexiones de los controles de capitales y después voy a pasar a dar unas soluciones para que todos estos problemas que hemos visto que está teniendo la inversión por cuenta de los controles de capitales, sean superados.

I. DIAGNÓSTICO

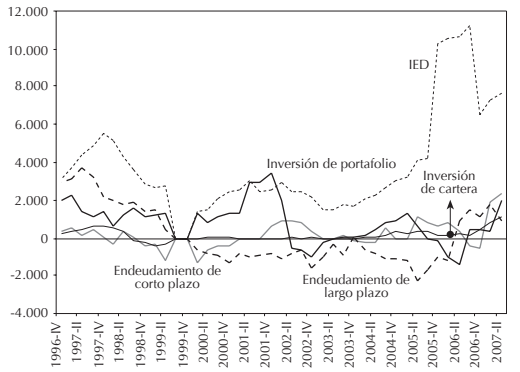
La primera idea que voy a darles en el tema de diagnósticos es que la revaluación no ha sido causada por la invesrión de portafolio. Incluso dentro de las funciones de impulso repuesta que mostró el doctor Galindo había algo bastante interesante y es que él mostraba cómo el impacto sobre el índice de tasa de cambio real era mucho más fuerte por la inversión directa que por la inversión de portafolio, como lo vamos a ver en los gráficos. Miremos el primero: sabemos que la cuenta corriente en Colombia es deficitaria, es la cuenta de capital la que es superavitaria y por eso, es la cuenta de capital la que ha generado la revaluación. En el Gráfico 1 vemos que incluso en los últimos años la inversión de portafolio ha sido negativa, es la inversión extranjera directa la que ha generado la revaluación.

Vimos una caída acelerada en el tipo de cambio en el primer trimestre del año y creo que se dio por el endeudamiento de corto plazo, ya que encontramos unos flujos muy fuertes en este primer trimestre del año, que alertaron a las autoridades y por la rapidez con la que entraron estos flujos fue que se generó la revaluación.

Pero hay flujos mucho más fuertes como la inversión extranjera directa. En términos de cantidad, la

[1] Administrador de Portafolio Compass Group Colombia Ltda.

Gráfico 1. BALANZA DE PAGOS



Fuente: Banco de la República.

inversión de cartera no es tan grande, la inversión de Portafolio es pequeña en comparación con la Inversión Extranjera Directa. Entonces una de nuestras posiciones es que la medida de control de capitales fue una medida de alarma, una medida de corto plazo que quería generar una señal de que se estaba buscando hacer las cosas. Pero generó una señal contraria, porque al tomar el Banco de la República medidas de emergencia, lo que le contaron a todo el mercado es que estaban asustadísimos con la entrada de capitales. Entonces ¿qué hace el mercado?, lee la señal de lado contrario y tenemos una revaluación más acelerada en los meses después del control de capitales.

Como ya lo mencionaron los expositores anteriores, entonces fue un *signaling* mal echado. ¿Qué ha pasado desde mayo? El peso se ha devaluado un 4,45%, no tanto por el tema de portafolio, porque los flujos han seguido llegando, sino por algo que también se mostraba en la presentación del doctor Galindo y es la alta incidencia de las variables externas en la tasa de cambio. Tuvimos todo el tema de la crisis de subprime en Estados Unidos, y eso es básicamente lo que ha generado la devaluación. No han sido los flujos, porque los flujos han seguido llegando, han llegado después de que se puso el control de capitales 3.200 millones de dólares por inversión directa, 74% por petróleo. Creemos que va a seguir llegando mucho más por petróleo? Pues si. Camila acaba de decir que tienen estimado 23 mil millones de dólares extras que van a llegar en los próximos años por la cuenta de capital. Entonces esto no se va a frenar por ese lado, han llegado solo 253 millones de dólares por inversión de portafolio, entre enero y mayo si había llegado mucho más y eso si se logro frenar con los controles de capitales.

Claro que la pregunta es si las cifras nos dicen lo que son, porque por ejemplo, acaba de salir una información eventual donde COLINVERSIONES, la compañía que cotiza en bolsa acaba de comprar una termoeléctrica, y la termoeléctrica la compró con una filial en el exterior, porque esta filial en el exterior era la que podría tener créditos en dólares sin el control de capitales. Entonces la figura es crear una compañía afuera, esa compañía afuera, que a su vez compra la termoeléctrica, recibe el crédito, y no hay que poner nada de control de capitales. Esta es otra señal de alerta para el Banco de la República que nos dice: ¿será que las cuentas de la balanza de pagos que nos van a seguir llegando de aquí en adelante si muestran lo que son?, ¿será que cuando miremos la posición de cuentas de extranjeros dentro de las cuentas del Banco de la República si vamos a poder tomar medidas de políticas adecuadas? Quién sabe. Porque no vamos a trabajar con la misma serie de datos, porque esta medida de control de capitales está distorsionando las cifras y por ende va a distorsionar todos los análisis econométricos que siga haciendo el doctor Galindo, y siga haciendo el Banco de la República, con los cuales se van a tomar las decisiones. Tal vez no vamos a poder reflejar bien las cosas.

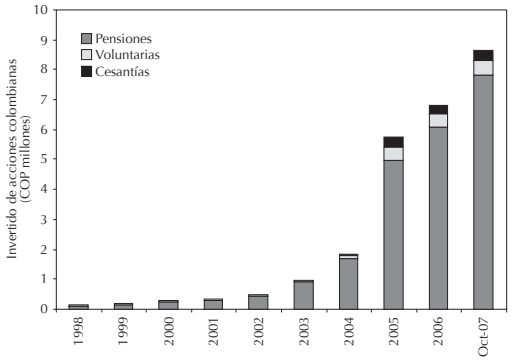
El sector oficial si ha seguido trayendo recursos, y ya la exposición ha sido bastante buena por parte del doctor Torres, y el sector privado ha seguido

recibiendo créditos y estos son los que ha recibido adentro, sin hablar de los que han recibido afuera compañías filiales ISA por ejemplo va a recibir créditos grandes en sus filiales en Perú y en Brasil para seguir creciendo, etc, etc.

Otra idea: los fondos extranjeros no son importantes en el mercado de acciones locales, en el mercado su salida no debería generar vulnerabilidades. Ya CAMILA mostró las cifras, pero el tema que vaya a generar una caída en la bolsa o una devaluación abrupta por una salida, no lo veo. La participación de los fondos extranjeros en la bolsa sólo es el 4,5% del volumen transado, son los fondos de pensiones los que han crecido, pero son las personas naturales las más importantes.

Miremos el Gráfico 2: los fondos de pensiones han venido incrementando su participación en acciones y lo van a seguir haciendo, se están duplicando cada tres años. Entonces en el mercado de capitales ellos van a seguir teniendo una participación muy importante, el problema de los fondos de pensiones es que son actores de *buy and hold*, compran para guardar. Entonces la liquidez del mercado se puede perder, porque si no hay emisiones, y si no hay alguien que dinamice o genere unos adecuados costos de capital

Gráfico 2. INVERSIÓN EN ACCIONES COLOMBIANAS AFPs

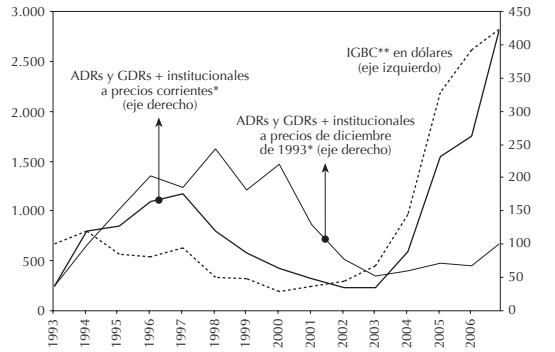


Fuente: Superintendencia Financiera.

para el mercado de acciones que haga más eficiente las empresas, tenemos un problema.

El Gráfico 3 es interesante, porque muestra que si bien la Bolsa que es el IGBC tiene un incremento importante con la entrada de fondos extranjeros en los noventa, la subida que ha tenido la Bolsa cuando tratamos de depreciar las posiciones de los fondos extranjeros a precios de diciembre del 93 no ha sido generada por los fondos extranjeros. Entonces aquí hay dos cosas: primero, si los dejamos entrar, pues antes lo que generarían son más valorizaciones, pero no genera la vulnerabilidad de salida como anteriormente lo hicieron, porque ya tenemos un actor muy importante que son los fondos de pensiones, que son más grandes que lo que históricamente han sido los fondos extranjeros.

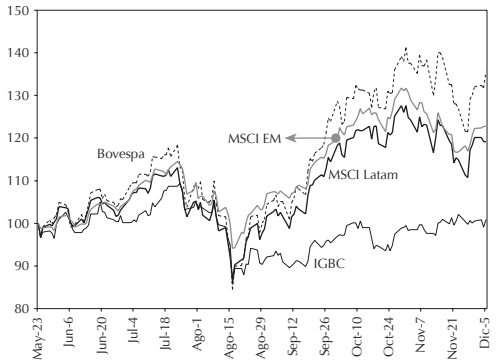
Gráfico 3. PORTAFOLIO FONDOS EXTRANJEROS VERSUS IGBC



* Millones de dólares.
** Base 100 diciembre de 1993.
Fuente: Superintendencia Financiera.

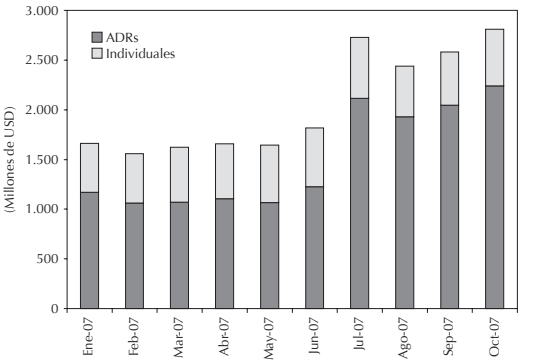
Digamos que ese es un punto a favor, Colombia dejó de recibir flujos de inversión que llegaron a toda la región, ya Camila lo mostró. Más del 90% de los 38 billones de dólares que llegaron a países emergentes en 2007 lo hicieron después de mayo. Colombia, por el control de capitales no los recibió y básicamente eso se puede ver en el Gráfico 4, donde vemos que la Bolsa en dólares ha estado quieta frente

Gráfico 4. COLOMBIA VERSUS OTRAS BOLSAS



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 5. INVERSIÓN INDIVIDUAL VS ADR



Fuente: Superintendencia Financiera. Estimaciones: Compass Colombia.

a mercados como Brasil, Latinoamérica o mercados emergentes en general, que se han venido siguiendo después del 23 de mayo hasta la fecha.

Algo que ya se ha mencionado es el tema del arbitraje, que mostraba el doctor Torres: los bonos globales son colocados en Estados Unidos a una tasa mucho más barata de la que se colocan acá. También pasa con la única alternativa que tienen los extranjeros para entrar en acciones colombianas que es el ADR de Bancolombia. El GAP entre la acción ordinaria de Bancolombia y la preferencial (que es la que se transa en Nueva York) se ha venido ampliando después del decreto de control de capitales. En el Gráfico 5 lo podemos ver y es exactamente el mismo fenómeno que tenemos en los TES globales. También vemos cómo precisamente después del control de capitales la columna gris oscura, que son los ADR han venido creciendo, mientras que la columna gris clara, que son los flujos que entran al resto de especies se ha mantenido quieta.

Entonces se ve apetito por Colombia y se ve básicamente en ADRs de Bancolombia, pero los controles de capitales no los han dejado entrar. ¿Cuál es el problema de que no entren los extranjeros? Además de los que ya se mencionaron, yo creo que los extranjeros ayudarían a dinamizar el flotante de ECOPETROL. Las personas naturales compraron 4,3 billones de pesos y los fondos de pensiones 2,5 billones que son cifras extremadamente grandes. En los años donde los fondos de pensiones más habían comprado, como en 2006, que fueron 1,5 billones y en los años donde las personas naturales más habían comprado han sido 990 mil millones pesos. Estas son cifras que muestran que los flujos normales del mercado de acciones colombianos son extremadamente pequeños para los flujos que vienen de ECOPETROL. Entonces, absorber un flujo tan grande necesitaría pues de otros inversionistas, que nos dejen entrar a los extranjeros de una forma más importante, para dinamizar. O hacerlo a través un ADR para ECOPETROL, en donde los flujos pues se queden afuera.

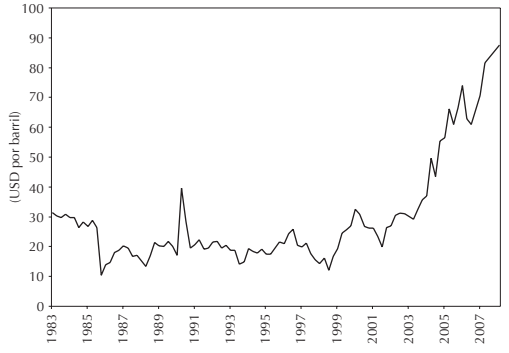
Ahora, ¿qué queremos para la Bolsa de Colombia?, Queremos que las compañías se queden en Colombia y se que transen en Colombia. De esa forma, los mercados de capitales se pueden desarrollar en Colombia y con una Bolsa de Colombia más fuerte se pueden sacar adelante algunas medidas como las que vamos a ver más adelante. Un tema que nos preocupa es que después de que salió ECOPETROL a bolsa, el volumen de del resto de compañías ha venido bajando. Estaban transándose en el resto de compañías alrededor de

100 millones de dólares, por la antesala de la salida de ECOPETROL esto se bajo a 50 millones y es porque entró una oferta muy grande, pero la demanda sigue siendo la misma. Entonces hay un desbalance que hay que buscar cómo solucionar.

Una propuesta interesante es que los extranjeros entren a mediar en este tema y si lo que nos preocupa para dejar entrar a los extranjeros es la vulnerabilidad, hay otras vulnerabilidades. Por ejemplo, el precio del petróleo (Gráfico 6). Colombia es una economía altamente dependiente del petróleo: el 21% de las exportaciones dependen del petróleo ECOPETROL las finanzas públicas vemos como precisamente entre regalías, impuestos y dividendos pues ECOPETROL se espera que en el largo plazo aporte a la Nación un poco más de $4,2 billones al año. Entre todo esto, si se cae el precio del petróleo, ¿será que ECOPETROL si le puede seguir contribuyendo a la Nación esta cantidad?

Otro punto interesante es que 482.941 colombianos compraron ECOPETROL. Yo quiero ver cómo va a ser el índice de confianza del consumidor de FEDESARROLLO en diciembre, después de que toda esta gente vio que sus ahorros se le valorizaron un 50%. Yo quiero ver cómo van a ser los balances de compañías como ÉXITO o compañías de consumo masivo en diciembre, porque el hecho de que el ahorro de la gente se valorice, genera un efecto de riqueza, que hace que la gente consuma más. Entonces, una caída del precio del petróleo generaría una caída en el precio de la acción de ECOPETROL y el ahorro de los colombianos se iría el traste y el índice de confianza del consumidor de FEDESARROLLO se caería, el consumo se caería y son vulnerabilidades extras que tenemos ahora.

Gráfico 6. PRECIO DEL PETROLÉO



Fuente: DANE, Ecopetrol, Bolsa y Renta.

Por el lado de cuenta de capitales, ya las cifras las dieron, pero entre el 96 y el 97 cuando también tuvimos un *boom* de apetito por riesgo, entraron 13 billones de dólares por la cuenta de capital y en los tres años siguientes, hubo una parada y solamente entraron 3 billones de dólares. Esto se reflejó en un crecimiento del PIB negativo en el 99, además de una baja de calificación por parte de *Standard and Poors*. Entonces estas no son cifras de verdad mayores frente a volúmenes demasiados pequeños que se manejan en el mercado de acciones.

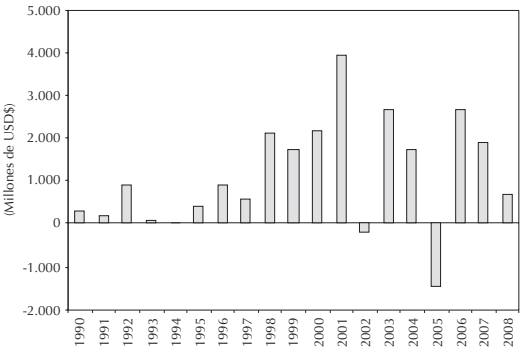
Si de hablar de vulnerabilidades se trata, yo creo que el ojo no hay que ponerlo en la inversión de Portafolio, hay que ponerlo en otras cosas. La Bolsa de Valores tiene diferentes proyectos que necesitan de no solo el volumen, sino del *know how* de los extranjeros para que puedan salir adelante, y de verdad podamos tener un mercado de capitales desarrollado que haga que el costo de capital de las empresas sea mucho más favorable. Quieren tener índices nuevos de renta fija, un apoyo al mercado para la creación del índice, venta de un corto para acciones, nueva plataforma de negociación de acciones, puntos muy importantes en mercados derivados. El mercado de derivados definitivamente ayuda a que las empresas tengan menores costos de capital, porque les permite a las empresas aminorar sus riesgos. La pregunta es: ¿qué tantas firmas de bolsa saben escribir una opción y cubrirla fuera del delta? No sé, de pronto habrá alguna. La pregunta es ¿qué tantos clientes

de esa bolsa saben comprar esas acciones y saben manejarlas bien? O futuros del dólar, se ha hecho un avance importante, pero la verdad es que el camino ha sido largo. Entonces para que funcione necesitamos el *know how* y el flujo de los extranjeros. Está el programa de Colombia Capital, que ya lo mencionó Camila ECOPETROL logró ser colocada internamente, ayer Banco de Crédito fue demanda tres veces, vamos a ver cómo cierra el libro de ISA hoy, pero si vamos a seguir con un *boom* de IPO's, y se quiere replicar el tema de Brasi,l aquí la verdad es que no alcanza toda la plata interna para todas las iniciativas que tiene el programa de Colombia Capital.

Hoy ya existen medidas de control excesivo y esto va muy de acuerdo con lo que decía el doctor Torres y es que el control de capitales no es algo nuevo. Para el caso de los fondos extranjeros, hay tres medidas bastantes fuertes que hacen que la vulnerabilidad de Colombia ante una salida de flujos extranjeros no sea grande. Miremos tres ejemplos: primero, los fondos extranjeros tenemos un apalancamiento restringido, si queremos entrar a Colombia y queremos apalancarnos y endeudarnos y magnificar nuestra posición, solamente lo podemos hacer por cinco días, es decir, prácticamente no nos podemos apalancar; segundo, no podemos invertir sino en títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, que son títulos líquidos que tiene alta bursatilidad, y tercero, no podemos dar los títulos en garantía para derivados. Entonces ya de hecho estamos bastantes restringidos como para tener restricciones extras como los controles de capitales. Y aprovecho para hacer la cuña de que estas restricciones también deberían revisarse, para que estos proyectos de la Bolsa de Valores que vimos anteriormente tengan éxito. Si no, no van a funcionar.

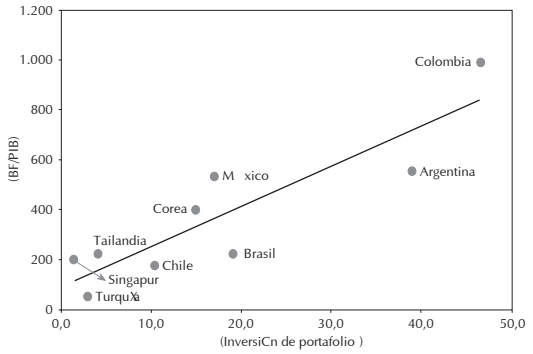
Ahora quiero hacer un punto que ya se ha mencionado varias veces y es que el gobierno de verdad debería también seguir fuerte en el tema de saneamiento de las finanzas públicas para arreglar todos estos problemas. El Gráfico 7 muestra que el endeudamiento externo por el déficit fiscal sigue, y el gobierno sigue entrando dólares, y básicamente si el gobierno va a seguir entrando dólares pues definitivamente es un causante de revaluación importante. Y quiero centrarme en la tesis de una persona de la Escuela de Ingeniería de Antioquia, que trató de medir de qué dependía la volatilidad de la inversión de Portafolio. La primera conclusión que sacó es que definitivamente países con menor volatilidad de la inversión de portafolio crecían más. Estas medidas de control de capitales generan volatilidad en la inversión de portafolio, pero lo más interesante esta en el Gráfico 8, que muestra que uno de los principales determinantes para la volatilidad de la inversión de portafolio es el balance fiscal del gobierno. Mientras más volátil sea el balance fiscal del gobierno, más volátil va a ser la inversión de Portafolio, y menos crecimiento económico vamos a tener. Entonces, como ya se ha dicho cuando se han hecho estudios de por qué la revaluación, siempre se llega a la misma conclusión: hay que tener unas finanzas públicas mucho más sanas, que es la última forma de tener un tipo de cambio menos volátil y sin tanta necesidad de acceder a capitales externos.

Gráfico 7. CREDITO EXTERNO NETO GOBIERNO CENTRAL



Fuente: Banco de la República, CONFIS, Ministerio de Hacienda.

Gráfico 8. VOLATILIDAD DE INVERSIÓN DE PORTAFOLIO VS. VOLATILIDAD DEL BALANCE FISCAL



Fuente: Mejía Jaramillo, María Clara. Análisis de volatilidad de los flujos de capital en mercados emergentes y su relación con variables macroeconómicas, Enfoque y recomendaciones para la economía colombiana, Escuela de Ingeniería de Antioquia, 2005.

II. SOLUCIONES

Para hablar de soluciones, quiero empezar refiriéndome a un estudio de ANIF que salió hace dos semanas, donde decía que los controles de capitales son una solución de "segundo mejor". ANIF decía que la adopción de los controles de capitales debe ser temporal, estamos de acuerdo, pero ellos decían que por ahora no se deberían levantar por dos razones: primero, el sector productivo tendría mayores daños por la revaluación de la moneda y segundo, el Banco de la República tendría el problema de afrontar las presiones del gobierno para que no lo dejaran, para que interviniera la tasa de cambio y no generaran revaluación, y entrar con su discrepancia o pelea por la revaluación o por la inflación. Entonces ANIF decía que existe una "trinidad imposible", que para el gobierno es imposible mantener alineado un control de la inflación, una tasa de cambio alta y un mercado de capitales fuerte, con una libre movilidad. Y por eso, ellos decían que de todas esas tres cosas la mejor para sacrificar, era tener unos controles de capitales eficientes. Por eso decían que este control monetario era una solución de segundo mejor. Vamos a suponer que es verdad, que es segundo mejor, yo digo independientemente de que ANIF tenga o no la razón, hay medidas que pueden hacer que esta solución de "segundo mejor" sea "un tanto mejor", o "casi la mejor".

Algunas propuestas son: no incluyamos a las acciones dentro del control de capitales, porque es muy pequeño el flujo. Así permitimos que lleguen flujos con los que se pueda profundizar la labor que ya empezó ECOPETROL, permitimos también que los mercados de capitales tengan mayor liquidez. No impongamos depósitos de capitales a inversiones que permanezcan por lo menos un año, que era una forma de suavizar la cosa, como lo que teníamos hace un año. Así igualamos las reglas con la inversión extranjera directa. No nos digamos mentiras, hay compañías que traen inversión de portafolio como inversión directa. Hay bancos muy famosos en el extranjero que traen capital de 100 pesos como inversión directa y esos 100 pesos los apalancan internamente y se convierten en inversión de portafolio. Ellos deciden cómo manejan el balance. Entonces, la propuesta es igualar un poquito las reglas de juego y sincerar las cuentas de la balanza de pagos, y establecer fondos de estabilización si lo que nos preocupa son las vulnerabilidades que se pueden generar. Si de verdad están entrando muchos flujos de portafolio, pues generemos algunos flujos de estabilización, así como hace el país con el precio del petróleo. Estos flujos y estos fondos de estabilización para protegernos ante una salida abrupta, son una forma de que el gobierno financie un desarrollo de mercado de capitales y que esta solución de "segundo mejor" sea "un tanto mejor". Y definitivamente, hay que mantener el esfuerzo en sanear las cuentas fiscales.

Controles de capitales en Colombia: ¿funcionan o no?

Mauricio Cárdenas S.[1]

En primer lugar, quiero destacar unos elementos que me parecieron bien interesantes y tal vez innovadores de la presentación de Felipe Gómez, y es que si vamos a estar en el mundo de los controles de capitales, hay fórmulas para minimizar sus costos. Si alguien cree que hay beneficios, por ejemplo, sobre la necesidad de controlar los agregados monetarios, entonces tener algún impacto sobre tasa de cambio solo se da si uno sacrifica la libre movilidad de capitales. Si se cree que eso es posible, hay que por lo menos reducir o moderar un poco el impacto negativo de los controles de capitales. Una de las fórmulas es haciendo que los controles no apliquen a las inversiones en acciones, ese sería un posible mecanismo; otra idea es la de poner el requisito de la temporalidad de un año de las inversiones (solo en el caso de inversiones que sean distintas a las bursátiles). De manera que hay formas de ajustar o moderar el impacto de la medida, para tratar de reducir sus costos.

Dicho eso, y agradeciéndole nuevamente a todos los panelistas, vamos a hacer unas reflexiones. Yo creo que ya casi todo está dicho, francamente hablando creo que es poco lo que se puede añadir, y me parece que ha habido un cierto consenso. Hubiéramos tenido algo de disenso si probablemente algún representante del Banco de la República hubiera participado en este debate, fueron invitados, pero desafortunadamente ninguno de ellos pudo aceptar la invitación. Seguramente habríamos tenido una opinión diferente, pero por lo menos, entre los que hemos estado presentes, me parece que hay unas ideas que están teniendo cierto respaldo.

Esta presentación gira alrededor de algunos puntos que ya se mencionaron, pero entrando en detalle un poco más en lo que creo que puede ser más novedoso.

I. TEORÍA E IMPLICACIONES DE LOS CONTROLES DE CAPITAL

La literatura es bastante rica en la discusión de los posibles efectos de los controles de capitales. Desde el punto de vista teórico, uno de los elementos que se mencionan es que reducen o pueden reducir la volatilidad. Esto es como echarle arena a las ruedas de un carro, con lo cual el carro va andar más lenta-

[1] Director Ejecutivo de Fedesarrollo.

mente. También se argumenta que podrían tener un efecto sobre el cambio de la tasa real. Existen formas de llegar a ese tipo de conclusiones. Una que es muy aceptada en la literatura, y que tiene más respaldo empírico que las anteriores, es que permiten hacer una recomposición de capitales hacia plazos más largos. Este es uno de los verdaderos efectos que realmente se observa en muchos países que adoptan controles de capitales. Otros argumentos apuntan hacia el hecho de que la existencia de controles de capitales podría ayudar a evitar paradas en seco. En otras palabras, si la entrada de capitales al país es moderada, se espera que en un episodio de salidas éstas también sean moderadas. El argumento de reducir los efectos de las paradas súbitas o las paradas en seco se verá más en detalle en un instante. Adicionalmente, el tema de la trinidad imposible lleva a plantear este tipo de restricciones. Mantener una política monetaria independiente es imposible en un esquema de tasa de cambio libre y con libre movilidad de capitales.

Sin embargo, la literatura también plantea costos de los controles de capitales, o sea, los controles de capitales pueden tener efectos negativos sobre el bienestar a través del canal de comercio. Pueden reducir los flujos de comercio, en la medida en que hay una parte del crédito, y del mercado de capitales, que apoya o respalda operaciones de comercio. El argumento que se ha planteado hoy repetidamente es el de que frena el desarrollo de mercado de capitales, y éstos particularmente se ven en un país con un mercado tan incipiente como el nuestro. Hay quienes han argumentado, y hay literatura muy interesante sobre esto, que algunos países adoptan los controles de capitales - y Colombia no fue la excepción en los años 90- como un sustituto a una política fiscal más prudente. Una de las herramientas con las que se cuenta para tratar de controlar entradas de capitales o tratar tener un impacto sobre la tasa de cambio real es la política fiscal, y si la política fiscal está totalmente desalineada, algunos países optan por buscar en los controles de capital un sustituto.

El Fondo Monetario Internacional en el *Word Economic Outlook* (WEO) que acaba de publicar en octubre, hizo un repaso sobre la literatura empírica en cuanto a los efectos de los controles de capitales, para tratar de llegar a un balance de cuáles son las grandes conclusiones de esta literatura. En primer lugar, sí existe alguna evidencia que los controles permiten recomponer los flujos hacia largo plazo: la evidencia de Chile apunta en esa dirección, y la de Colombia también. También está muy documentado que la efectividad de estos controles tiende a ser muy pasajera, tiende a ser muy temporal, porque rápidamente los agentes saben o aprenden cómo evadir o eludir estos controles. O sea que uno no puede considerar que los controles de capitales vayan a tener un efecto permanente. Algo que me parece muy interesante de esta conclusión del ejercicio que hace el fondo, es que es incorrecto pensar que quien adopta un control de capitales se está protegiendo frente a una parada en seco. No hay ninguna evidencia de que a los países que hayan tenido control de capitales los hayan afectado menos los choques en cuanto a paradas súbitas de entradas de capital, y tampoco existe evidencia de que las crisis financieras hayan sido menores en países donde hay controles de capitales.

Tal vez tenemos el mejor ejemplo de todos en Colombia, en donde tuvimos una crisis financiera muy severa, justamente cuando estábamos saliendo de una etapa donde había controles de capital. Y en el caso de implicaciones micro, esto es bien importante, porque aunque hoy casi no hemos hablado de esto, realmente cuando se adoptan controles de capitales se busca segmentar el mercado doméstico del internacional. Eso crea una diferencia entre los costos de endeudamiento doméstico versus el endeudamiento internacional, y esa segmentación acaba afectando

más a las firmas pequeñas, que no tienen acceso a ese financiamiento externo. Entonces aquí hay diferentes formas de explicar los efectos de estas distorsiones en los mercados de capitales, pero esencialmente se traducen en que las empresas no invierten un monto óptimo, o no se financian de la manera más eficiente, o tienen unos costos más altos para llevar a cabos sus proyectos de inversión.

Siguiendo un poco con esta línea de este informe en la parte empírica, ellos lo que hacen es tratar de comparar los casos de países que han adoptado controles de capitales fuertes con países que han adoptado controles de capitales bajos o no han tenido controles de capitales, para ver si en unos casos hay diferencias frente a los otros casos en una serie variables (Cuadro 1). En primer lugar, el crecimiento de los países no depende realmente de si hay controles o no hay controles, o sea que esta es una variable que no tiene ningún impacto sobre el crecimiento de la economía.

Sobre la inflación, es curioso que los países que tienen controles altos de capitales tienen más inflación que los países que no tienen controles de capital, y esto es interesante porque querría decir que una de las consecuencias de tener controles de capitales es ganar grados de libertad en el manejo de la política monetaria, es tener una política monetaria que puede ser un poco más expansionista, esto es lo que nos estaría diciendo esta conclusión. En términos del déficit de cuenta corriente, los países que tienen altos controles de capitales tienen un menor déficit en la cuenta corriente, la tasa de cambio real no es distinta entre unos y otros y los países que tienen altos controles de capitales sí tienen unas menores entradas de capitales privados y tienen un menor nivel de inversión extranjera. Todo parece indicar que no hay un efecto sobre la tasa de cambio real, que es la motivación central con la que se introducen estos controles. El discurso oficial cuando se introduce un control de capitales es: con esto vamos a frenar la revaluación, y esto no parece ser cierto, por la evidencia empírica del análisis de muchos países. Tampoco hay efectos sobre el crecimiento económico, pero hay un costo: que entran menos capitales y particularmente, entra menos inversión extranjera directa.

Cuadro 1. EFECTOS DE LOS CONTROLES DE CAPITAL SOBRE ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS

	Controles de capital altos versus controles de capital bajos*
Crecimiento PIB después de los controles	=
Inflación (IPC)	+
Déficit en cuenta corriente	-
Apreciación del tipo de cambio	=
Promedio de flujos netos de capital privado	-
Promedio IED neta	-

* Medidos con un índice de control de capital, este es más alto (bajo) cuanto más (menos) estricta es la regulación a los flujos.

Fuente: FMI, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions; FMI, Balance of Payments Statistics.

Otra implicación interesante de este análisis del sector monetario es ver si los países que tienen más controles de capitales antes de una parada en seco tuvieron un final abrupto, o un final más moderado de las entradas de capital. Lo que esto nos está mostrando es que mientras más alto el control de capitales, más fuerte el final. Es decir, el final es abrupto tanto cuando los controles existen antes, como cuando existen durante y después de estas paradas en seco.

La literatura colombiana -ya Arturo Galindo mencionó algo de esto- es consistente en decir que los controles de capitales logran una recomposición a largo plazo. Casi todos los analistas en Colombia estarían de acuerdo, pero hay discrepancias en cuanto al volumen total de entradas de capitales. En nuestro trabajo, nosotros no encontramos que esto tuviera ningún impacto sobre la entrada total de capitales. Hay

un impacto de composición, pero no de nivel; pero Rincón (1999) y Ocampo y Tovar (2003) encuentran que existe un efecto negativo sobre el nivel total de entrada de capitales y Rincón y Villar (2000) consideran que esta es una herramienta que además sirve para hacer política monetaria. Es decir, el Banco Central puede utilizar esto para hacer una política monetaria en contra del ciclo económico (Cuadro 2).

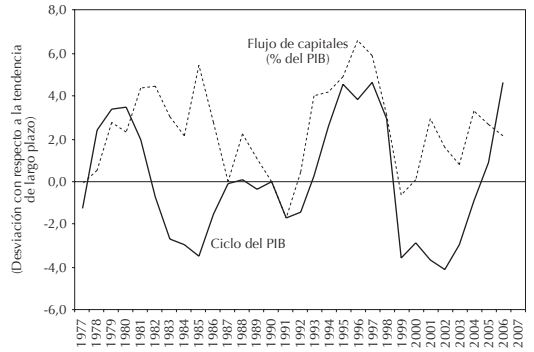
II. IMPORTANCIA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PARA LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Este es un tema importante para el país, pero a pesar de ser fundamental, no se ha discutido suficientemente. La importancia del tema de los controles de capitales reside en el hecho de que los flujos de capitales se presentan como uno de los principales aspectos que determina el comportamiento cíclico de la economía colombiana, es decir, los flujos de capitales están estrechamente relacionados con el comportamiento del ciclo económico colombiano (Gráfico 1). En esta medida, vale la pena mencionar que los controles de capitales estarían afectando las fluctuaciones económicas del país, y los *policy makers* no han sido del todo concientes al respecto.

III. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN COLOMBIA

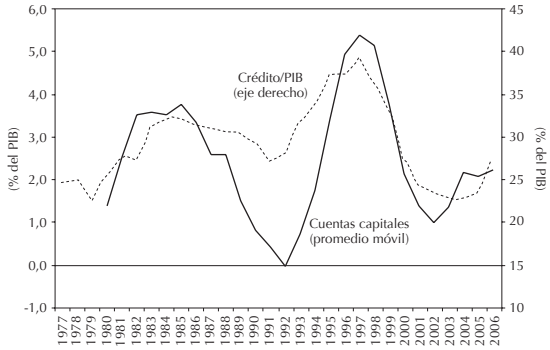
A mediados de 2007 (mayo) se alcanzó un nivel históricamente alto de entrada de capitales, hecho que generó una reacción rápida por parte del Banco de la República reencaminada a imponer controles

Gráfico 1. FLUJOS DE CAPITALES COMO DETERMINANTES DEL CICLO



Fuente: DANE. Cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 2. FLUJOS DE CAPITALES COMO DETERMINANTES DEL CICLO



Fuente: Banco de la República. Cálculos de Fedesarrollo.

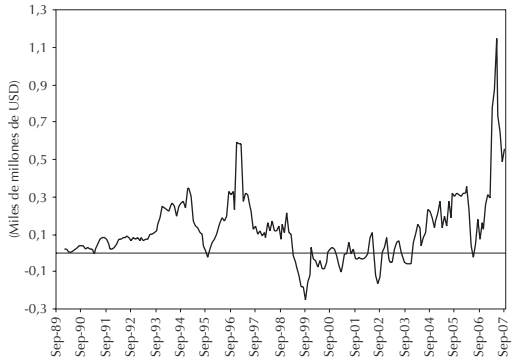
Cuadro 2. EFECTOS DE LOS CONTROLES DE CAPITAL SOBRE ALGUNAS VARIABLES MACROECONÓMICAS

	Reducen el volumen de los flujos de capital	Permiten recomponer los pasivos hacia largo plazo	Son un instrumento de política mometaria anticíclica	Son un sustituto de la política fiscal austera
Cárdenas y Barrera (1997)	x	✓		
Rincón (1999)	✓			
Rincón y Villar (2000)		✓	✓	x
Ocampo y Tovar (2003)	✓	✓		x

de capitales (Gráfico 3). Pero al observar las cosas más pausadamente, y afortunadamente la balanza de pagos[2] permite hacer eso, lo que se tiene es que realmente sí ha habido un incremento en los flujos, especialmente durante el segundo trimestre de 2007, incremento que ha estado principalmente determinado por el aumento en los flujos financieros de largo plazo. De esta forma, como *policy maker* se tiene que responder a esto, no tanto a la balanza cambiaria. Así, hay una senda ascendente, nada que se esté saliendo de lo que es predecible, y son capitales de largo plazo los que están entrando. Es más, los capitales de corto plazo son muy bajos, prácticamente en el neto son negativos. Eso quiere decir que estos capitales que están llegando al país ya de entrada son de largo plazo (Gráfico 4).

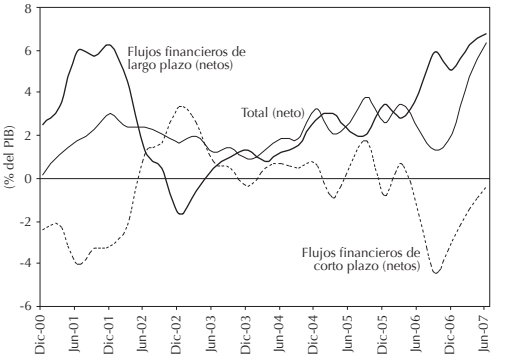
Ahora, de la inversión extranjera, casi la totalidad es de carácter directo, o sea no es una inversión de Portafolio (Gráfico 5). Entonces tenemos niveles his-

Gráfico 3. FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO (Balanza cambiaria)



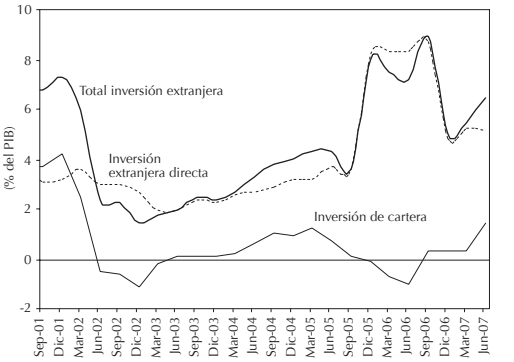
Los datos corresponden al promedio móvil de tres meses.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 4. FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO (Balanza cambiaria)



Los datos corresponden al promedio de los últimos cuatro trimestres.
Fuente: Balanza de pagos - Banco de la República.

Gráfico 5. LA INVERSIÓN EXTRANJERA HA SIDO EN SU GRAN MAYORÍA IED



Los datos corresponden al promedio de los últimos cuatro trimestres.
Fuente: Balanza de pagos - Banco de la República.

tóricos muy bajos, de menos del 1% del PIB. Entonces tampoco pasó nada con la inversión de cartera o la inversión de portafolio que amerite una reacción por parte del Banco Central. Es claro que uno no quiere introducir medidas que frenen la inversión extranjera indirecta, como el cambio de los aviones de Aerorepública, ni quiere introducir medidas que le frenen la construcción de infraestructura, ni la adquisición de empresas nacionales por parte de empresas ex-

[2] La balanza de pagos primero es mucho más confiable que la balanza cambiaria, segundo incluye datos trimestrales y tercero tiene la ventaja de mostrar los movimientos totales de capitales no solo los que puede registrar contablemente el Banco de la República digamos como operaciones de caja en la balanza cambiaria.

tranjerasEesto lo que va hacer es aumentar nuestro crecimiento, básicamente a través del aumento del stock de capital o de la productividad.

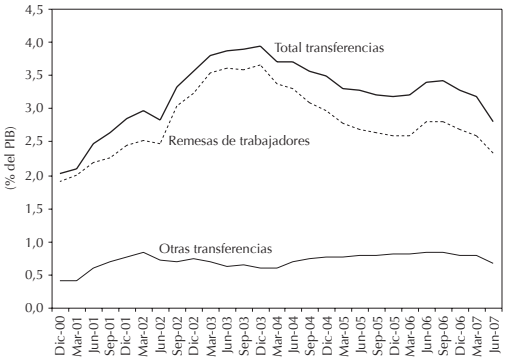
Otros argumentan que aquí hay muchos capitales. Yo creo que cuando hacíamos estos *papers* en los años 80 o en los años 90, la mitad del esfuerzo se lo teníamos que dedicar a tratar de ver en la cuenta corriente cuáles eran los movimientos de capitales que se escondían en la cuenta corriente. Eso no es lo que está pasando ahora, la verdad es que los movimientos de capitales están bien registrados en las cuenta de capitales, no es que estén escondidos en la cuenta corriente. En la cuenta corriente hay unas entradas grandes que son las transferencias, que son esencialmente las remesas de trabajadores colombianos que están en el exterior y esas remesas, con el resultado del PIB han ido disminuido un poco (Gráfico 6). De esta forma, este no es otro factor de alarma, puesto que en la cuenta corriente no se nos están metiendo cosas que queremos frenar.

IV. EFECTO DE LOS CONTROLES DE CAPITAL DE MAYO DE 2007

Entonces, dicho lo anterior, parecería que no hay tantos argumentos para decir que hay un problema porque tenemos unos capitales de corto plazo, o tenemos unas inversiones de Portafolio que son gigantescas y que están distorsionando los mercados, y en particular, la tasa de cambio real. El ejercicio que nos presentó Arturo Galindo es un excelente ejemplo de cómo se deben hacer estos análisis, de cómo se deben medir impactos, muy sólidamente hecho, muy robusto, nosotros vamos hacer algo más o menos en esa línea.

Empecemos por tratar de convertir estos depósitos en un impuesto, o sea el depósito es un impuesto. Si a mí me obligan a tener congelado el 40% de lo que estoy trayendo durante seis meses, eso me está

Gráfico 6. LAS TRANSFERENCIAS HAN CRECIDO CONTINUAMENTE



Los datos corresponden al promedio de los últimos cuatro trimestres.
Fuente: Balanza de pagos - Banco de la República.

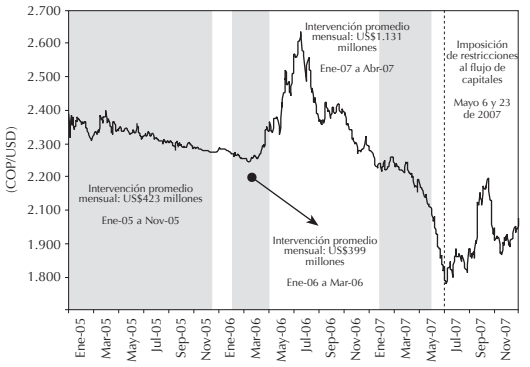
encareciendo la operación y yo lo puedo traducir en una tarifa impositiva equivalente. Esa es la metodología estándar de tratar de medir impactos, ya no hay espacio para ser muy creativos. Aquí básicamente lo que hacemos es reproducir lo que fueron las medidas del 40% del encaje, con un término de restitución en seis meses. Hay un cambio en las medidas el 23 de noviembre pasado, donde primero se le autoriza a las personas a hacer el depósito en pesos y segundo le redujeron a la gente la penalidad para retirar ese depósito. Básicamente es bajar el impuesto equivalente y eso implica una reducción en la tasa de descuento. Anteriormente, si yo quería retirar el depósito tenía un descuento del 9,4%, a partir del 23 de noviembre el descuento va a ser del 5,72%, esto quiere decir que se hace menos gravoso ese encaje, porque es más fácil retirarlo.

Miremos los efectos. La visión muy superficial de tasa de cambio -es mi lectura de lo que pasa con tasa de cambios antes de entrar en la econometría, antes de mirar los efectos más de manera más robusta- es, lo que realmente cambió el comportamiento del mercado cambiario en Colombia, fue el día que el Banco de la República decidió dejar de intervenir.

El día que el Banco de la República decidió dejar de intervenir, el mercado encontró su equilibrio, como es natural. Si no hay jugador que artificialmente esté tratando de entrar al mercado a demandar, entonces se van a encontrar la oferta y la demanda en su punto de equilibrio, que ha estado alrededor de 2.000 pesos. Ese nivel de tasa de cambio pues obviamente responde a fluctuaciones, a choques, como por ejemplo, los causados por la crisis del mercado hipotecario (del mercado *subprime*) en los Estados Unidos. De esta forma, se devalúo la tasa de cambio hasta llegar a casi 2.200 pesos, después los mercados han estado otra vez tranquilos, más recientemente volvieron a subir los *spreads*, o sea, aumentó la percepción de riesgo soberano, entonces aumenta la tasa de cambio. Finalmente, esto es simplemente reflejo de que tenemos un equilibrio entre oferta y demanda, sujeto a unos choques dependiendo de ciertas noticias, buena parte de ellas de carácter internacional (Gráfico 7).

Adicionalmente, hay que mirar estos efectos econométricamente. Se desarrolló un ejercicio donde básicamente tratamos de ver qué explica el comportamiento de los flujos de capital y particularmente, los flujos privados con datos mensuales.

Gráfico 7. LAS TRANSFERENCIAS HAN CRECIDO CONTINUAMENTE



Fuente: Banco de la República.

Utilizando como variables explicativas el diferencial de rentabilidades (simplemente la tasa de interés en Colombia de los depósitos a término fijo menos la tasa de interés internacional más las expectativas de devaluación), la paridad descubierta de intereses, vamos a medir el efecto aparte de los controles de capital, a ver si el encarecimiento de los empréstitos en dólares ha tenido un efecto directo a las entradas de capitales. Una variable de control sobre entradas de capitales es el nivel de inversión en el país. Para esa inversión utilizamos una *proxy* que son las importaciones de bienes de capital, que tienen una relación con la inversión, y que tiene la ventaja de que están disponibles mensualmente. Finalmente, se introdujo una *dummy* del periodo marzo-mayo, que es precisamente la que capta ese pico, porque aquí estamos trabajando con los datos de la balanza cambiaria que les mostré hace un momento que tuvieron ese pico del mes de marzo (Cuadro 3).

Los resultados muestran que el efecto del impuesto directo, separado del diferencial de intereses, no resulta significativo. Lo que realmente explica estas entradas de capitales es el diferencial, el nivel de inversiones,

Cuadro 3. VARIABLES

Variable dependiente: flujos privados de capital (millones de dólares)
Ejercicio realizado para inversiones de un año de duración

Variable	
Paridad descubierta de tasas de interés	i-(i*+ e^e) i: tasa de interés DTF 90 días i*: tasa de interés Prime e^e: expectativas de devaluación
Controles de capital	O,4i* (Depósito al endeudamiento no remunerado: 40%)
Ln(Importaciones de bienes de capital)	Variable de control (logaritmo natural de las importaciones de bienes de capital)
Dummy marzo - mayo 2007	Variable de control (toma el valor de 1 entre marzo y mayo de 2007)

las importaciones de bienes de capital y la *dummy* obviamente es bastante significativa, pero que el efecto directo de controles de capitales sobre flujos no es estadísticamente significativo (Cuadro 4).

Cuadro 4. RESULTADOS ECONOMÉTRICOS

Variable dependiente: flujos privados de capital (millones de dólares)
Ejercicio realizado para inversiones de un año de duración

Período de estimación	**Ene-00: sep-07**
Paridad descubierta de tasas de interés	4.35 **
	(1.35)
Controles de capital	-36.85
	(28.31)
Ln(Importaciones de bienes de capital)	205.65 ***
	(55.54)
Dummy marzo - mayo 2007	810.81 ***
	(226.66)
Constante	-1169.34 ***
	(334.53)
	R^2=0.6850

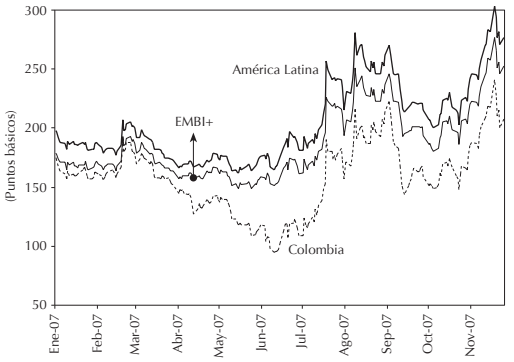
** Significativo al 5%.
*** Significativo al 1%.
Fuente: Estimaciones de Fedesarrollo.

De esta forma, la pregunta es si se deben mantener estos controles. En este debate se han dado muchos argumentos, yo diría que casi ha habido un consenso en decir que no han tenido un impacto muy directo sobre la tasa de cambio, en el mejor de los casos se han reducido capitales de corto plazo, lo que sería un efecto de composición, pero ciertamente no corresponde a un efecto real.

Por otro lado, existe una hipótesis que todavía no ha sido probada, pero que sería seguramente fácil de probar y es que los controles de capitales han ayudado a frenar el crecimiento relativo de los rendimientos de algunos activos, particularmente la Bolsa, con respecto a lo que ha pasado en otros países. Sabemos que esto no ha sido muy efectivo, pero la pregunta es: ¿puede pasar de no ser efectiva a ser dañina?. Para contestar esa pregunta uno lo que tiene que ver es si puede llegar un momento en el cual los controles de capitales tengan un efecto contraproducente, porque refuercen una tendencia de los mercados financieros internacionales de tener un menor apetito por mercados emergentes como el nuestro. Es decir, si en los mercados financieros internacionales hay una sensación de que es más riesgoso invertir en mercados emergentes, pero si a eso le reforzamos controles de capitales específicos en Colombia, entonces lo que podemos estar haciendo es que en Colombia vamos a tener menos entradas de capitales, y eso nos va afectar la inversión y nos va afectar el crecimiento.

La verdad es que es difícil anticipar y decir qué va a pasar con los flujos de capitales hacia mercados emergentes. Brasil está recibiendo más capitales ahora que antes. Se habla mucho de la posibilidad de que nuestros países, o por lo menos Brasil, pasa por un proceso de *decoupling* o desligue de lo que ocurre con los mercados internacionales. O sea que Brasil sea un país que pueda crecer, que sea dinámico, independientemente de lo que pasa con Estados Unidos. Pero si uno mira simplemente los *spreads* de la deuda colombiana, pues uno ve que definitivamente desde mediados de este año hay una tendencia al alza. De hecho, una mayor per-

Gráfico 8. LAS TRANSFERENCIAS HAN CRECIDO CONTINUAMENTE



Fuente: Cbonds.

cepción de riesgo en los mercados emergentes y de igual manera en Colombia, indica que los mercados financieros internacionales están dando una señal y es que probablemente no va a haber tanta liquidez y no va a haber tanta disponibilidad de capitales hacia nuestros países.

V. REFLEXIONES FINALES

Finalmente, nuestro estudio indica que los controles de capitales no han cumplido su propósito, no han sido efectivos y, a lo mejor, podemos estar entrando en una etapa en la que además de ser inefectivos pueden empezar a hacer daño, si lo que necesitamos es poder ser un país competitivo, un país atractivo a la inversión extranjera. En conclusión: el apetito por invertir en países emergentes ha disminuido, a los controles no les hemos visto ningún efecto sobre el nivel, pero puede que haya un efecto sobre composición, aunque nosotros no tenemos datos de corto o largo plazo en este ejercicio. Sabemos que los países que tienen controles de capitales son países en donde las paradas en seco son más fuertes y una parada en seco es algo que le hace muchísimo daño al sistema financiero, como ya lo vivimos en Colombia. Es por eso, que es prudente que el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda inicien una fase de desmonte de los controles de capitales. Creo que el Banco de la República ya oyó ese mensaje, porque realmente lo que hicieron el 23 de noviembre va en esa dirección. Yo creo que estamos empezando a reconocer que muy probablemente esto tiene que irse desmontando y probablemente, se va a hacer de manera gradual.

FEDESARROLLO

Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo

Fedesarrollo es una fundación privada, independiente, sin ánimo de lucro, dedicada a la investigación no partidista en los campos de economía, ciencia política, historia, sociología, administración pública y derecho. Sus principales propósitos son contribuir al desarrollo de políticas acertadas en los campos económico y social, promover la discusión y comprensión de problemas de importancia nacional, y publicar y difundir análisis originales sobre fenómenos económicos y sociopolíticos, nacionales y latinoamericanos que sirvan para mejorar la calidad de la educación superior.

• • •

El Consejo Directivo es responsable de vigilar por la adecuada marcha de la administración de la institución y de trazar y revisar los objetivos generales de la fundación. La administración de los programas, del personal y de las publicaciones corre por cuenta del Director Ejecutivo, quien es el representante legal de la fundación. El Director y el Editor de Coyuntura asesorados por un comité interno de publicaciones tienen la responsabilidad de determinar qué trabajos se publican en Coyuntura Económica y en Coyuntura Social o en forma de libros o folletos de la institución. La publicación de un trabajo por Fedesarrollo implica que éste se considera un tratamiento competente de un problema y por lo tanto un elemento de juicio útil para el público, pero no implica que la fundación apoye sus conclusiones o recomendaciones.

• • •

Fedesarrollo mantiene una posición de neutralidad para garantizar la libertad intelectual de sus investigadores. Por lo tanto, las interpretaciones y las conclusiones de las publicaciones de Fedesarrollo deben considerarse exclusivamente como de sus autores y no deben atribuirse a la institución, los miembros de su Consejo Directivo, sus Directivos, o las Entidades que apoyan las investigaciones. Cuando en una publicación de ***Fedesarrollo*** *aparece una opinión sin firma, como es el caso del Análisis Coyuntural en las Revistas de la Institución, se debe considerar que ésta refleja el punto de vista del conjunto de Investigadores que están colaborando en la Institución en el momento de la publicación.*