

FLUJOS DE CAPITAL EN COLOMBIA

JOSE DARIO URIBE E.

I. Introducción

Los flujos de capital a Colombia han tenido cambios significativos en las dos últimas décadas. A finales de los años 70 y principios de los 80 entraron al país cantidades significativas de capital extranjero para financiar el déficit del sector público y las inversiones en el sector eléctrico. Como se aprecia en el Cuadro 1, en el sector público, la brecha de ahorro e inversión en la primera mitad de los 80 alcanzó un nivel promedio superior al 5% del PIB, desequilibrio que no fue compensado con el ahorro interno privado y necesitó un ahorro externo promedio superior al 3% del PIB. Luego, entre 1985 y 1990, el ahorro interno aumentó de manera significativa y la inversión privada disminuyó, con lo cual se dio un exceso de ahorro doméstico sobre inversión que tuvo como contrapartida una caída importante en el ahorro externo. Desde 1992, un nuevo período de fuertes entradas de capital extranjero se ha venido registrando en Colombia, con dos diferencias importantes respecto a los primeros años de la década de los 80; un fuerte aumento en el endeudamiento externo del sector privado y una participación creciente de la inversión extranjera directa. Ambos factores han permitido financiar el aumento del consumo y la inversión privada que se ha presentado en los dos últimos años.

Este trabajo describe y analiza la evolución de los flujos de capital a Colombia durante el período 1978-1994, con especial énfasis en los últimos años. Está dividido en cuatro secciones principales. La siguiente presenta un breve análisis de los flujos de capital extranjero durante los años 1978-1990. En este período, el endeudamiento externo y la inversión extranjera estuvieron sometidos a fuertes controles. La sección III presenta una síntesis de los cambios estructurales introducidos en la economía colombiana en los últimos años, describe el comportamiento reciente de los flujos de capital y analiza sus principales determinantes. La sección IV describe el manejo macroeconómico y la V resume y concluye con unas breves notas sobre las perspectivas de los flujos de capital a Colombia para el presente año.

Cuadro No 1
TASAS DE INVERSION Y AHORRO
(INVERSION Y AHORRO COMO % DEL PIB)

PERIODO	1980 - 1985	1986 - 1990	1990	1991	1992	1993	1994
Ahorro público	3.0%	7.3%	7.2%	9.7%	8.6%	8.3%	8.8%
Inversión pública	8.5%	8.1%	7.2%	7.3%	8.1%	8.1%	8.1%
– Brecha pública	-5.5%	-0.8%	0.0%	2.4%	0.5%	0.2%	0.7%
Ahorro privado	13.5%	14.2%	14.1%	12.9%	10.1%	7.2%	6.2%
Inversión privada	11.2%	11.6%	11.4%	8.7%	9.1%	12.3%	12.5%
– Brecha privada	2.3%	2.6%	2.7%	4.2%	1.0%	-5.1%	-6.3%
Ahorro externo	3.2%	-1.8%	-2.8%	-6.7%	-1.5%	4.9%	5.1%
Ahorro interno total	16.5%	21.5%	21.3%	22.6%	18.7%	15.5%	15.0%
Inversión total	19.7%	19.7%	18.6%	16.0%	17.2%	20.4%	20.6%

FUENTE: Departamento Nacional de Planeación "El salto social" 1995
Banco de la República

II. Los flujos de capital en el período 1978-1990

En Colombia, el endeudamiento externo ha estado sometido a controles cambiarios. Desde 1967 hasta 1991, el decreto 444, conocido como el Estatuto Cambiario, reglamentó el endeudamiento¹. En general, el Estatuto favoreció el endeudamiento externo de largo plazo, tanto público como privado, sobre otras modalidades de flujos internacionales como la inversión extranjera directa y el endeudamiento externo de corto plazo. En cuanto a la deuda del sector público, los giros tenían que ser autorizados por el Banco Central, previo registro en dicha institución. El sector privado podía contratar deuda de largo plazo para financiar capital de trabajo en moneda nacional o emprender proyectos de "interés económico y social" (artículo 131). En relación a la deuda de corto plazo, los importadores y los exportadores podían contratarla directamente con el proveedor extranjero o con el sistema financiero internacional. Además, los bancos y las corporaciones financieras nacionales podían contratar con sus corresponsales en el exterior para financiar a los importadores y a los exportadores nacionales. La obtención de recursos externos por parte del sector privado mediante la colocación de títulos valores en el mercado internacional estaba prohibida. Igualmente, el Estatuto Cambiario permitía imponer plazos máximos (o mínimos) de giro para las importaciones y modificar los niveles de encaje sobre las exigibilidades externas de los bancos.

Por su parte, la inversión extranjera estuvo reglamentada la mayor parte del período analizado por el Estatuto Cambiario y la Decisión 24 del Pacto Andino (1973). Con esta última se llevó a cabo una política restrictiva frente a la inversión extranjera. Se prohibió la participación extranjera en proyectos de infraestructura física, servicios públicos y saneamiento básico, así como las nuevas inversiones en la banca comercial. Se definió que las empresas extranjeras establecidas en el país después del 1 de julio de 1971 debían poner en venta parte de sus activos para convertirse en empresas mixtas,

¹Para un excelente análisis y descripción de los flujos de capital en este período, véase Steiner, R. (1994), "Los Flujos Internacionales de Capitales: Deuda externa, Inversión extranjera y Especulación cambiaria", Gran Enciclopedia de Colombia.

y los bancos extranjeros existentes en el país tuvieron que vender el 80% de su capital a nacionales de los países andinos. El Estado se reservaba el derecho de establecer el monto máximo de giro de utilidades y de remesas de capital y se estableció que las empresas extranjeras tendrían acceso únicamente al crédito de corto plazo, en los términos y condiciones fijadas por la Comisión del Acuerdo de Cartagena del Pacto Andino. Se prohibió la inversión extranjera a través de operaciones en bolsa. Además, el Departamento Nacional de Planeación tenía que aprobar o rechazar todas las intenciones de los extranjeros de invertir en el país. Sólo hasta la segunda mitad de los años 80, luego de varios años de estrechez en el mercado internacional de capitales, se efectuaron cambios importantes en la reglamentación anterior. En particular, la decisión 220 de 1987, de la Comisión del Acuerdo de Cartagena, aumentó el derecho de giro de las utilidades del inversionista extranjero, permitió la inversión extranjera en sectores productivos antes prohibidos y posibilitó que cada país miembro del Pacto Andino diseñara su propio tratamiento al capital extranjero.

Entre 1967 y 1991, el período de mayor restricción a la entrada de capitales fue el de la segunda mitad de la década del 70. La bonanza cafetera que vivió el país entre finales de 1975 y 1978 obligó a la adopción de un severo plan de estabilización para evitar que la inflación se desbordara a niveles superiores al 30% anual. Tanto las restricciones al endeudamiento externo privado, como el aumento del nivel del encaje sobre las exigibilidades externas de los bancos y la imposición de plazos máximos de giros, fueron componentes importantes del plan estabilización del Gobierno e impidieron la entrada de capitales extranjeros al país. No obstante, a finales de los años 70, el gobierno emprendió un ambicioso programa de inversión en infraestructura física, financiado en gran medida con recursos provenientes del endeudamiento externo. De igual manera, el sector privado comenzó a aumentar su nivel de endeudamiento externo, estimulados por los bajos ritmos de devaluación nominal de esos años, las expectativas de mayor apreciación cambiaria y el relajamiento de las restricciones administrativas al crédito. Por consiguiente, el saldo de la deuda externa total se elevó de US\$4060 millones en 1978 a más de US\$10000 millones en 1982.

El Cuadro 2 presenta el comportamiento de la balanza de pagos durante el período 1978-1994. Los flujos de endeudamiento externo están desglosados por prestatario, prestamista y tiempo de maduración. Como se aprecia en el Cuadro, el salto en el nivel de endeudamiento ocurre en 1979, cuando el endeudamiento neto del sector público, tanto de corto como de largo plazo, pasa de US\$130 millones en 1978 a US\$550 en 1979 y a cantidades superiores a los US\$1100 millones a partir de 1981. Similarmente, el endeudamiento neto del sector privado, incluyendo el movimiento de activos en el exterior, pasó de US\$ -23 millones en 1978 a US\$ 348 millones en 1979 y a niveles cercanos a los US\$ 600 millones en 1981 y 1982. Los principales prestamistas al sector público fueron la banca comercial internacional y los organismos multilaterales, con el primer grupo otorgando préstamos en condiciones financieras menos favorables que los segundos en cuanto a tasas de interés, períodos de gracia y amortización. Tanto la deuda de largo plazo como la de corto plazo aumentó de manera significativa, con lo cual la cuenta de capitales fue fuertemente superavitaria en esos años. No obstante, como se observa en la parte superior del cuadro, el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue rápido y de gran magnitud, en parte por el alto contenido importado de la inversión pública. En solo dos años, entre 1980 y 1982, la cuenta corriente cambió de ser superavitaria en US\$ 104 millones a deficitaria en más de US\$ 2800 millones. Así, en 1982, las reservas internacionales netas comenzaron a caer.

El resto del Cuadro 2 permite observar el comportamiento de las cuentas externas colombianas durante la etapa más crítica de la crisis internacional de la deuda. El cierre de los mercados internacionales se manifestó rápidamente en el nivel de endeudamiento del sector privado. El rubro más afectado fue el de las líneas de crédito destinadas a la financiación de las importaciones, lo cual obligó al país a acudir a las reservas internacionales como fuente de recursos externos. El financiamiento externo de mediano y largo plazo aumentó, mediante la utilización de préstamos que habían sido contratados a comienzos de los años 80, aunque no lo suficiente como para permitir cubrir en su totalidad el déficit en la cuenta corriente. De esta manera, las reservas internacionales netas disminuyeron US\$ 1812 millones en 1983 y US\$ 1283 millones en 1984, pasando

Cuadro 2

BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA 1978 - 1994
(MILLONES US\$)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
I. CUENTA CORRIENTE	330	512	104	(1,722)	(2,865)	(2,826)	(2,008)	(1,586)	464	(20)	(215)	(201)	544	2,347	923	(2,081)	(2,832)
A. BIENES	667	537	13	(1,333)	(2,076)	(1,317)	(404)	108	1,923	1,481	827	1,474	1,971	2,960	1,234	(1,657)	(2,328)
B. SERVICIOS	(410)	(127)	(74)	(631)	(978)	(1,873)	(1,863)	(2,158)	(2,244)	(2,482)	(2,007)	(2,573)	(2,455)	(2,310)	(2,046)	(1,562)	(1,347)
C. TRANSFERENCIAS	73	102	186	242	168	164	299	481	785	1,001	964	898	1,027	1,687	1,734	1,138	843
II. CUENTA DE CAPITAL	140	983	946	2,041	2,231	1,436	944	2,221	1,077	(8)	938	479	(1)	(782)	4	1,908	3,012
A. CAPITAL LARGO PLAZO	108	755	815	1,642	1,618	1,528	1,822	2,361	2,628	185	833	653	196	145	165	905	3,787
1. Inversión Directa Neta	86	103	51	228	337	514	561	1,016	562	287	158	547	484	433	740	754	1,446
Inversión Extranjera en Colombia	107	127	157	266	368	618	584	1022	594	313	203	578	501	457	790	994	1,828
Inversión Colombiana en el exterior	41	24	108	37	29	104	23	8	32	28	44	28	16	24	50	240	482
2. Endeudamiento Externo Neto	75	670	804	1,383	1,283	1,014	1,261	1,341	2,068	(102)	675	106	(207)	(268)	(575)	151	2,384
Sector Público	107	568	747	980	953	941	1,214	1,148	1,880	(43)	620	403	(31)	(278)	(618)	(654)	(190)
Organismos internacionales	82	127	187	221	279	275	428	675	453	213	320	203	(38)	8	(83)	(257)	(395)
Gobiernos extranjeros	38	18	68	32	150	228	167	311	227	(40)	26	53	(53)	(149)	(232)	(379)	(337)
Bancos comerciales	(15)	440	488	731	475	408	412	91	1,188	(283)	238	(123)	(4)	(175)	(248)	(254)	58
Bonos	(2)	(11)	(3)	(2)	(8)	(2)	(3)	(1)	31	48	0	179	(4)	81	60	338	553
Proveedores	(7)	(8)	9	(2)	55	34	212	72	(17)	18	35	91	89	(44)	(117)	(102)	(89)
Sector Privado	(32)	104	57	403	330	73	47	193	188	(58)	55	(296)	(176)	(10)	43	805	2,574
3. Aportes Org. Internacionales	(33)	(18)	(40)	31	(4)	0	0	(8)	(3)	0	0	0	(81)	0	0	0	(40)
B. CAPITAL CORTO PLAZO (1)	32	228	130	399	615	(82)	(878)	(130)	(1,551)	(194)	104	(175)	(198)	(827)	(181)	1,003	(775)
1. Sector Oficial	23	(16)	(83)	165	308	202	(198)	252	(1,025)	(130)	(5)	170	(105)	(13)	(400)	(55)	(1,189)
2. Sector privado	9	244	213	234	308	(284)	(680)	(382)	(526)	(64)	109	(345)	(82)	(913)	238	1,058	414
III. ERRORES Y OMISIONES	182	129	281	(105)	(85)	(422)	(138)	(384)	(130)	2	(363)	(221)	82	354	386	329	(47)
V. VARIACION RESERVAS NETAS	652	1,624	1,310	214	(739)	(1,812)	(1,283)	271	1,411	(28)	360	57	634	1,919	1,293	156	133
VI. SALDO RESERVAS INTERNACIONALES NETAS	2,482	4,106	5,418	5,630	4,891	3,079	1,798	2,087	3,478	3,450	3,810	3,867	4,501	6,420	7,713	7,869	8,002

(1) Incluye activos en el exterior

Fuente: Banco de la República - Balanza de Pagos

su nivel de US\$5630 millones en 1981 a US\$ 1796 millones en 1984. Con este nivel de reservas internacionales se puso en práctica un severo programa de ajuste fiscal y cambiario. La reducción en el crecimiento de gasto público y la adopción de políticas tributarias (v.gr la instauración del impuesto al valor agregado) permitieron una reducción significativa del déficit del sector público, el cual pasó del 7.4% del PIB en 1983 al 0.3% a finales de 1986. Por su parte, el aumento en el ritmo de devaluación nominal y el aumento del ahorro público permitió, en sólo 1985, una devaluación real de más de 28 puntos porcentuales. Además, se continuó apoyando las inversiones del Estado y extranjeros en la producción de carbón y ferroníquel, así como en la exploración y explotación de petróleo. Esta estrategia permitió al país honrar los compromisos externos, negociar paquetes crediticios y financiar los grandes proyectos de inversión del sector público, algunos de los cuales se convirtieron años después en fuentes importantes de recursos externos.

La segunda mitad de la década de los 80 fue un período de consolidación del ajuste del sector externo. La devaluación real del peso, la mini-bonanza cafetera de 1986 y el programa de ajuste de las finanzas públicas posibilitaron la corrección del déficit en cuenta corriente y el aumento en el nivel de reservas internacionales. La deuda externa con la banca comercial se refinanció con la contratación de 4 créditos sindicados, desembolsados en 1986, 1987, 1989 y 1990, por un valor superior a los US\$ 5000 millones. Paralelo al crédito externo de 1987 ("Concorde"), el gobierno colombiano colocó dos emisiones de bonos de deuda pública en el mercado japonés por US\$ 39 millones a finales de 1986 y US\$ 50 millones en 1987. Similarmente, en el crédito sindicado de 1989 ("Challenger") se emitieron bonos por valor de US\$ 100 millones, los cuales fueron suscritos por los bancos participantes en la sindicación, y en el de 1990 se colocaron títulos de deuda pública por valor de US\$ 200 millones. Además, en 1985 y 1986 aumentó de manera significativa la inversión extranjera directa (Cuadro 2), principalmente en el sector petrolero, contribuyendo a la generación de recursos externos y mejorando la confianza en la capacidad de pago futura del país.

III. Los flujos de capital en los noventa

La economía colombiana ha sido sujeta a una liberación profunda en los últimos años. Este cambio se ha visto reflejado en todos los ámbitos de la política económica. En el campo comercial, se eliminaron las restricciones administrativas aplicables al 99% de las posiciones arancelarias, se redujeron las tarifas nominales promedio del 43.7% en 1989 al 11.6% en 1992, y las efectivas del 90.9% al 21%. Se firmaron acuerdos comerciales con Venezuela, México y Chile y se modificó la estructura institucional del sector externo con la creación del Ministerio del Comercio y la conversión del Fondo de Promoción de Exportaciones (PROEXPO) en un banco de comercio exterior. En materia cambiaria, se flexibilizó el régimen con el fin de permitir una mayor participación del mercado en la determinación del tipo de cambio nominal, se amplió el acceso de los agentes a los flujos externos de financiamiento y se descentralizaron las operaciones y controles cambiarios, en favor de los bancos y demás intermediarios financieros. Se eliminaron la mayoría de las restricciones a la inversión extranjera y se redujo en varios puntos porcentuales la tasa de tributación. A los extranjeros se les garantiza el mismo tratamiento que los colombianos en la casi totalidad de sectores productivos, se eliminaron todas las restricciones a la remisión del capital y los dividendos y se acabó con el requisito de aprobación previa por parte del Departamento Nacional de Planeación (excepto para la producción de los servicios públicos y otros relacionados con la defensa nacional). En el mercado laboral, se liberalizó parte de las leyes laborales, permitiendo mayor flexibilidad en los contratos, eliminando las restricciones para licencias y despidos con indemnizaciones de los trabajadores y privatizando parcialmente el sistema de pensiones. Se dio autonomía al Banco Central y se promovió la privatización de ciertas compañías estatales e instituciones financieras.

En cuanto al comportamiento macroeconómico, los años 90 comenzaron con una tasa de inflación creciente y el tipo de cambio real más devaluado de la historia del país. Esto último fue el resultado de una política deliberada de protección a la producción de bienes transables y de "preparación" de la economía para la competencia en los mercados internacionales. Además, la apertura de la economía a la competencia

internacional se planteó inicialmente como un proceso gradual de liberación comercial y financiera. La respuesta del sector privado colombiano a la fuerte devaluación real del peso y a la gradualidad del proceso de apertura fue la de posponer sus decisiones de importación y comenzar a traer al país activos anteriormente mantenidos en el exterior. Como se aprecia en el Cuadro 3, las importaciones de bienes cayeron en 1991 con respecto a su nivel del año anterior. Por su parte, las exportaciones de bienes no tradicionales aumentaron en 1991 a una tasa anual en dólares cercana al 33% y la cuenta de transferencias registró un aumento sin precedentes en la historia del país. Esta última pasó de valores cercanos a los US\$ 1000 millones en el período 1987-1990, a un valor de US\$1697 millones en 1991. Con estos aumentos, y la caída de las importaciones, el superávit de la cuenta corriente de la balanza de pagos pasó de US\$ 544 millones en 1990 a más de US\$ 2300 millones en 1991.

La respuesta de las autoridades económicas frente al creciente superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y las fuertes presiones inflacionarias fue la de acelerar el proceso de apertura económica, disminuyendo de una vez los niveles arancelarios, y esterilizar los efectos de los ingresos externos mediante el uso de encajes y operaciones de mercado abierto. Además, se liberó significativamente la cuenta de capitales y se otorgó una amnistía tributaria y cambiaria para la repatriación de los mismos. Los resultados fueron los esperados. La disminución fuerte y rápida de los gravámenes arancelarios estimuló de nuevo las importaciones de bienes y servicios y redujo en 1992 el superávit comercial de la balanza de pagos; la esterilización de los ingresos externos se reflejó en una acumulación de reservas internacionales de US\$ 1919 millones en 1991 y US\$ 1293 en 1992; y la cuenta de capitales pasó de registrar un déficit de US\$782 millones en 1991, a tener una situación de equilibrio en 1992. En los años siguientes se consolidaron las anteriores tendencias, pasando la economía colombiana de registrar un superávit en cuenta corriente de casi el 5% del PIB en 1991, a un déficit de igual magnitud en 1994, y la cuenta de capitales pasó de ser deficitaria en casi 2% del PIB en 1991, a superavitaria en cerca del 5% del PIB en 1994 (Cuadro 4). Las reservas internacionales han aumentado levemente en los dos últimos años, reflejando la decisión

Cuadro 3
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS 1978 - 1994
(MILLONES US\$)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 Estim.
I. CUENTA CORRIENTE	330	512	104	(1,722)	(2,885)	(2,826)	(2,088)	(1,586)	464	(20)	(215)	(201)	544	2,347	923	(2,081)	(2,832)
A. BIENES (1-2)	687	537	13	(1,333)	(2,076)	(1,317)	(404)	109	1,823	1,481	827	1,474	1,971	2,960	1,234	(1,657)	(2,328)
1. Exportaciones	3,219	3,515	4,296	3,397	3,292	3,147	3,623	3,782	5,332	5,254	5,343	6,032	7,079	7,507	7,263	7,429	8,573
Café	1,936	2,088	2,208	1,507	1,515	1,443	1,734	1,702	2,742	1,633	1,621	1,477	1,399	1,324	1,259	1,140	2,108
Petróleo y Derivados	119	119	100	34	213	434	445	409	619	1,342	988	1,400	1,951	1,461	1,396	1,323	1,174
Carbón	10	12	10	9	14	17	38	128	201	263	304	457	545	630	555	587	543
Ferro-níquel	0	0	0	0	0	46	62	55	48	78	161	188	146	143	125	102	114
Oro	64	74	310	239	169	177	245	365	359	385	413	366	374	409	364	313	271
No tradicionales	1,090	1,224	1,668	1,606	1,371	1,030	1,099	1,125	1,363	1,558	1,856	2,145	2,684	3,541	3,565	3,994	4,363
2. Importaciones	2,552	2,978	4,283	4,730	5,358	4,464	4,027	3,673	3,409	3,793	4,515	4,557	5,108	4,548	6,029	9,086	10,901
Bienes de Consumo	459	417	570	605	675	487	387	345	380	488	515	470	520	570	820	1,666	2,010
Bienes Intermedios	1,302	1,578	2,257	2,460	2,711	2,286	2,231	2,163	1,784	1,925	2,413	2,492	2,707	2,522	3,259	3,797	4,592
Bienes de Capital	791	983	1,456	1,665	1,972	1,691	1,409	1,165	1,245	1,381	1,587	1,585	1,881	1,455	1,945	3,623	4,299
B. SERVICIOS	(410)	(127)	(74)	(631)	(979)	(1,673)	(1,963)	(2,156)	(2,244)	(2,482)	(2,007)	(2,573)	(2,455)	(2,310)	(2,046)	(1,562)	(1,347)
1. Financieros	(172)	(201)	(156)	(306)	(649)	(739)	(1,070)	(1,202)	(1,184)	(1,692)	(1,576)	(2,019)	(2,080)	(1,832)	(1,804)	(1,541)	(1,722)
Ingresos	123	249	471	631	498	272	106	91	131	193	247	279	340	376	438	552	737
Egresos	295	450	627	937	1,147	1,011	1,178	1,293	1,315	1,885	1,823	2,298	2,420	2,208	2,242	2,093	2,459
2. No Financieros	(238)	74	82	(325)	(329)	(934)	(913)	(954)	(1,060)	(791)	(431)	(555)	(374)	(478)	(242)	(21)	375
Ingresos	850	1,181	1,474	1,297	1,515	911	996	977	1,233	1,167	1,419	1,299	1,607	1,607	1,994	2,533	3,355
Egresos	1,088	1,107	1,392	1,622	1,844	1,845	1,909	1,931	2,293	1,958	1,850	1,853	1,982	2,085	2,236	2,554	2,980
C. TRANSFERENCIAS	73	102	165	242	169	184	299	481	785	1,001	964	898	1,027	1,697	1,734	1,138	843

Cuadro 4
INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS
COLOMBIA 1978 - 1994

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 Estim.
I. COMO PORCENTAJE DEL PIB:																	
A. Cuenta Corriente	1.9%	2.6%	0.4%	-6.7%	-11.3%	-10.8%	-7.6%	-4.0%	1.3%	-0.1%	-0.6%	-0.5%	1.2%	4.8%	1.8%	-3.7%	-4.6%
1. Bienes	3.8%	2.7%	0.1%	-5.2%	-8.1%	-5.1%	-1.5%	0.3%	5.5%	4.0%	2.1%	3.5%	4.2%	6.1%	2.4%	-2.9%	-3.8%
Exportaciones	18.4%	17.8%	17.8%	13.2%	12.8%	12.1%	13.2%	11.7%	15.3%	14.5%	13.7%	14.3%	15.2%	15.3%	13.9%	13.1%	13.9%
Importaciones	14.6%	15.1%	17.5%	18.4%	21.0%	17.1%	14.6%	11.4%	9.8%	10.5%	11.8%	10.8%	11.0%	9.3%	11.5%	16.0%	17.8%
2. Servicios	-2.3%	-0.6%	-0.3%	-2.6%	-3.6%	-6.4%	-7.2%	-6.7%	-6.4%	-6.6%	-5.2%	-6.1%	-5.3%	-4.7%	-3.9%	-2.7%	-2.2%
3. Transferencias Netas	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%	0.7%	0.6%	1.1%	1.4%	2.2%	2.8%	2.5%	2.1%	2.2%	3.5%	3.3%	2.0%	1.4%
B. Cuenta de Capital	0.8%	5.0%	3.9%	7.9%	8.7%	5.5%	3.4%	6.9%	3.1%	-0.0%	2.4%	1.1%	-0.0%	-1.6%	0.0%	3.4%	4.9%
1. Capital de largo plazo	0.6%	3.6%	3.3%	6.4%	6.3%	5.9%	6.6%	7.3%	7.5%	0.5%	2.1%	1.5%	0.4%	0.3%	0.3%	1.6%	6.1%
2. Capital de corto plazo (neto)	0.2%	1.2%	0.6%	1.6%	2.4%	-0.4%	-3.2%	-0.4%	-4.4%	-0.5%	0.3%	-0.4%	-0.4%	-1.9%	-0.3%	1.8%	-1.3%
II. EN MESES DE IMPORTACIONES DE BIENES :																	
A. Reservas Internacionales Netas	11.7	16.5	15.2	14.3	11.0	9.3	5.4	6.6	12.2	10.9	10.1	10.2	10.6	16.9	15.4	10.4	8.8

Fuente: Banco de la República; Balanza de Pagos

de las autoridades de disminuir el grado de esterilización cambiaria y de flexibilizar el comportamiento del tipo de cambio nominal.

En realidad, la entrada de capitales a Colombia no comenzó en 1993, como lo sugieren las cifras de la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Como veremos luego, la evidencia parece indicar que el movimiento de capitales hacia el país se comenzó a registrar en el segundo semestre de 1990, y tomó particular fuerza en 1991. Lo que ocurrió es que, inicialmente, por la existencia de impuestos y restricciones internas al movimiento internacional de capitales, parte de los movimientos de capital se "filtraron" en rubros de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Luego, con la liberación de la cuenta de capitales y la amnistía tributaria y cambiaria, las transacciones de capital propiamente dichas pasaron a ser registradas directamente en la cuenta de capitales. Esto llevó a un cambio de signo en esta cuenta de capitales de la balanza de pagos, fenómeno que se acentúa en 1994 con las entradas de capitales por concepto de inversión extranjera directa. Asimismo, al disminuir en los dos últimos años el grado de intervención esterilizada, la entrada de capitales ha financiado el incremento de la importación neta de bienes y servicios y ampliado el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

A continuación se analiza la magnitud, la composición y los determinantes principales de los distintos componentes de los flujos de capital extranjero a Colombia: los especulativos, el endeudamiento externo público, el endeudamiento externo privado, la inversión extranjera directa y la inversión en cartera. Como veremos, tanto la cantidad como la composición de los flujos de capital extranjero ha cambiado de manera significativa en los dos últimos años. En particular, el fuerte crecimiento del endeudamiento externo privado de largo plazo y de la inversión extranjera directa ha llevado a que, en el último año, la suma de estos dos rubros expliquen el 133% del resultado de la cuenta de capital.

A. Flujos especulativos

En países como Colombia, donde en buena parte de su historia han existido fuertes controles a los movimientos de capitales internacionales y la tasa de cambio nominal ha sido fijada por la autoridad económica, el análisis de los flujos de capital es particularmente complejo. Por una parte, por estar prácticamente prohibidos o existir disposiciones en materia impositiva que gravan el ingreso de capitales, las operaciones financieras especulativas tienen que presentarse a través de la alteración de registros contables de operaciones cambiarias que si están permitidas. Entre estas, las más comúnmente usadas en el país han sido la sobrefacturación de exportaciones, la subfacturación de las importaciones, las cuentas de transferencias y turismo y los adelantos y rezagos en las liquidaciones de las operaciones de comercio exterior. Por otra parte, por tratarse de un régimen cambiario con tasa de cambio intervenida por el Banco Central, los ajustes en esta variable no operan como mecanismo de corrección de los flujos. En estas condiciones es posible que ingresen capitales al país a través del mercado cambiario informal y no quede registro alguno, o pasen a hacer parte del rubro de "errores y omisiones" de la balanza de pagos.

Contrario al caso del endeudamiento externo y la inversión extranjera, no existen registros contables explícitos de los flujos de capital especulativo. El problema es aún mayor si se tiene en cuenta que no es claro qué se debe entender por especulación. Por ejemplo, una inversión extranjera directa o los ingresos por narcotráfico, de importancia en el caso colombiano, pueden también estar arbitrando diferencias entre las tasas de interés externa e interna. Varios estudios han tratado entonces de sugerir un monto aproximado de los flujos de capital especulativo, usando diferentes métodos indirectos de cuantificación. El punto de partida ha sido siempre identificar aquellos rubros de la cuenta corriente susceptibles de contener movimientos de capital. En algunos trabajos, se supone que el valor total de estos rubros y el componente especulativo implícito en ellos se mueven de manera paralela y pasan directamente al análisis de sus determinantes. Otros estudios construyen una serie con la suma de los rubros "sospechosos" de cubrir entradas de capital especulativas y emplean metodologías de series de tiempo para separar el componente permanente de esa serie de su componente transitorio. Este último

componente se usa como proxy de los flujos de capital especulativo. Todas las metodologías, por supuesto, no están libres de serios inconvenientes; los resultados que presentan deben ser considerados solamente como sugestivas de la magnitud y el comportamiento de los flujos especulativos.

En el Gráfico 1 se presenta una estimación de la entrada de capitales especulativos durante los últimos años. Para ello se utilizó la metodología estadística que descompone una serie de tiempo en sus componentes permanentes y transitorio. Como se observa en el Gráfico, los posibles flujos especulativos se comportan de acuerdo a lo esperado, siendo fuertemente positivos a partir de 1991. En este período, ha existido una brecha creciente entre las tasas internacionales y nacionales de interés, una percepción de los agentes económicos que el peso colombiano se apreciará en términos reales, y se abrió la cuenta de capitales, tanto para la entrada como para la salida de los mismos. Igualmente, diferentes estudios econométricos realizados en el Departamento de Investigaciones del Banco Central encuentran que, las diferencias entre las tasas de interés interna y externa, y las expectativas de revaluación, medida esta como la diferencia porcentual entre la tasa de cambio "negra" y la oficial, afectan de manera significativa los rubros "sospechosos" de encubrir entradas de capital especulativo². A conclusiones similares han llegado otros trabajos realizados recientemente en el país.

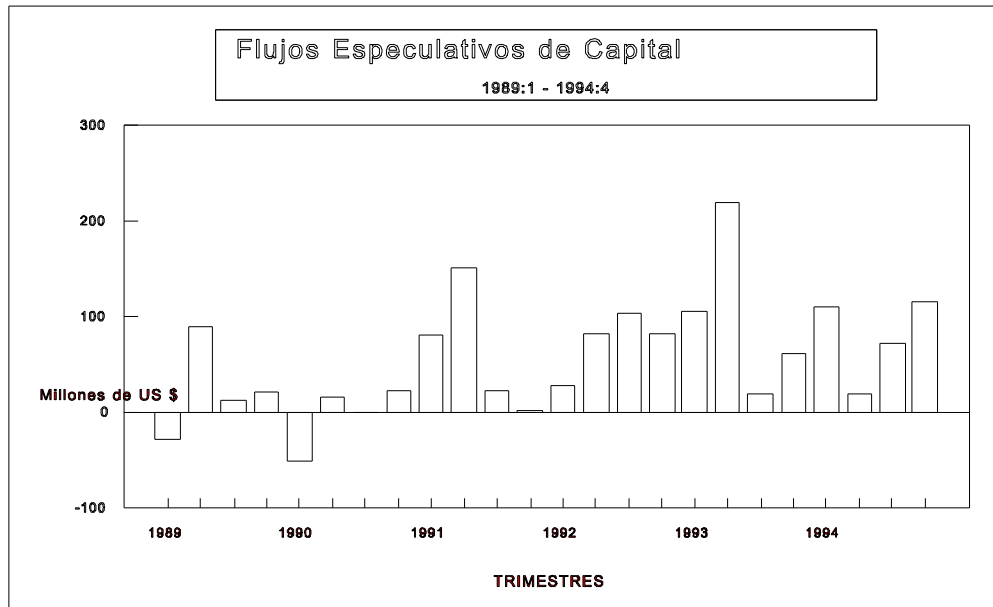
B. Endeudamiento externo público

A comienzos de los años 90 Colombia cambió su política de endeudamiento del sector público. Los nuevos lineamientos de la política de endeudamiento buscaron sustituir deuda externa por interna, mediante la colocación de bonos de deuda pública interna (Bonos Ley 55), y favorecer el uso de instrumentos alternativos, como los bonos, en detrimento de fuentes tradicionales como el crédito multilateral y los créditos

²Uribe, J.D., M. Misas y H. Oliveros (1994). "Flujos de Capital, Tasas de Interés y Expectativas de revaluación". Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República, Mimeo.

sindicados. En particular, en 1991 y 1992, el gobierno colombiano colocó en el mercado interno bonos denominados en dólares por US\$ 250 millones y US\$ 500 millones, respectivamente. En 1993, el gobierno colocó US\$ 125 millones de Eurobonos en el mercado internacional de

Gráfico 1



capitales, y en 1994 lanzó en los Estados Unidos los bonos "Yankee" por US\$375 millones, y en el mercado Japonés los bonos "Samurai" por US\$ 90 millones. Las dos últimas ediciones se realizaron con el fin de prepagar la deuda externa existente, estrategia facilitada por el aumento del ahorro público generado con dos ambiciosas reformas tributarias efectuadas en 1990 y 1992. Adicionalmente, otras entidades públicas colocaron bonos en los mercados internacionales: la Empresa Colombiana de Petróleos (ECOPETROL), US\$150 millones en 1993, y la Financiera Eléctrica Nacional (FEN), US\$150 millones en 1994. La política de endeudamiento externo seguida en los últimos años, además de disminuir los costos de los intereses, mejoró el perfil de la madurez de la deuda y permitió acceder a nuevas fuentes de financiamiento, contribuyendo a disminuir las presiones que impone la presencia de flujos de capital sobre el manejo macroeconómico.

La estrategia descrita se refleja en las cifras del saldo de la deuda externa pública. Como se aprecia en el Cuadro 5, el saldo total de la deuda de la deuda externa pública de mediano y largo plazo disminuyó de US\$14586 millones en 1990 a US\$12974 millones (estimados) a finales de 1994. Por su parte, la deuda externa pública de corto plazo, se redujo de US\$ 380 millones a US\$ 251 millones, en igual período. El desglose de la deuda externa pública de largo plazo a finales de 1994 es aproximadamente el siguiente: el Gobierno Nacional, 44%; las empresas del sector eléctrico, 18%, el sector público financiero (incluyendo el Banco Central), 12.4%, y ECOPETROL y CARBOCOL, 9.2% (Cuadro 6). En cuanto a la composición de los prestamistas, la deuda con organismos multilaterales representó el 41.9% de la deuda total; con la banca comercial, el 32.3%; con organismos bilaterales, el 11.6% y con proveedores, 4.2%. En el Cuadro 7 se puede apreciar la caída en la participación de la deuda con la banca comercial después de la crisis internacional de la deuda, y el aumento reciente de la financiación externa del sector público a través de la colocación de bonos en el exterior.

La mejora reciente en los indicadores de deuda externa pública se manifiesta en los siguientes datos: la deuda externa del sector público como proporción del PIB

Cuadro 5

**SALDO VIGENTE DE LA DEUDA EXTERNA
(MILLONES US\$)**

AÑOS	MEDIANO Y LARGO PLAZO		CORTO PLAZO		TOTAL
	PUBLICO	PRIVADO	PUBLICO	PRIVADO	
1980	4,324	514	115	1,763	6,716
1981	5,232	865	591	2,008	8,696
1982	6,078	1,196	856	2,258	10,388
1983	6,876	1,285	1,019	2,318	11,498
1984	7,849	1,451	854	2,084	12,238
1985	9,595	1,576	1,331	1,839	14,341
1986	12,463	1,607	343	1,382	15,794
1987	13,842	1,550	226	1,905	17,523
1988	13,823	1,585	311	2,241	17,960
1989	13,835	1,297	440	2,032	17,604
1990	14,586	968	380	1,914	17,848
1991	14,464	958	339	1,551	17,312
1992	13,487	1,001	368	2,006	16,862
1993	13,164	1,806	295	3,105	18,370
1994	(e) 12,974	4,381	251	3,674	21,280

(e) Estimado.

Fuente : Banco de la República, Balanza de Pagos.

disminuyó del 38.5% en 1987 al 21.2% en 1994, como consecuencia de que el PIB real aumentó a una tasa anual promedio de 4% en esos años mientras la deuda externa pública disminuyó a una tasa anual promedio de 0.9%; el servicio de la deuda externa pública como proporción del PIB ha disminuido del 6.9% en 1989 al 5.6% en 1994, como resultado de la capacidad del gobierno de generar ahorro interno y prepagar la deuda externa contratada con las mayores tasas de interés, además del crecimiento del producto. El aumento en las exportaciones ayuda a explicar la disminución en el servicio de la deuda como porcentaje de las exportaciones del 48.1% en 1989 al 40.6% en 1994 (Cuadro 8) .

C. Endeudamiento externo privado

En los tres últimos años se ha presentado un crecimiento significativo del gasto real de la economía. En efecto, la demanda interna, después de crecer a tasas inferiores a las del producto durante los dos primeros años de los 90, duplicó el crecimiento del producto en 1992 y 1993, y para 1994 se estima preliminarmente que creció al 8.7% anual, frente al 5.69% de crecimiento del PIB real. Este crecimiento del gasto real ha sido especialmente fuerte en el consumo público y en la inversión privada. Por ejemplo, la inversión privada en 1992 y 1993 aumentó a tasas 7 u 8 veces superiores a las del producto real, con lo cual alcanzó la participación real en el producto más alta en los últimos 20 años. El abaratamiento de los bienes de capital como resultado de la disminución arancelaria y la apreciación real, las buenas expectativas de los empresarios y la necesidad de modernizar el aparato productivo para competir en los mercados nacionales e internacionales son causas fundamentales del comportamiento reciente de la inversión privada. A su vez, el consumo privado ha crecido a tasas significativas durante los tres últimos años, disminuyendo de manera apreciable la tasa de ahorro privado. Las bajas tasas de interés vigentes entre 1992 y mediados de 1994, la disminución en las restricciones de liquidez, la caída de los precios relativos de algunos bienes durables (por ejemplo, automóviles) y cambios en las preferencias intertemporales de los individuos explican en gran medida dicho comportamiento.

Cuadro 6
COMPOSICION DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA DE LARGO PLAZO
SEGUN PRESTATARIO (%)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
GOBIERNO CENTRAL	37.1	36.7	37.4	43.0	42.8	44.5
SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO	42.6	41.1	39.1	31.6	33.6	33.3
Ecopetrol	6.2	5.0	4.2	3.3	3.9	3.8
Carbocol	10.9	9.9	9.8	5.4	5.9	5.4
Sector Eléctrico	21.2	21.0	20.3	18.5	19.4	18.0
Demás Entidades del Sect. Pub. No Finac.	4.4	5.1	4.8	4.4	4.5	6.1
SECTOR PUBLICO FINANCIERO	7.2	7.9	8.8	10.6	10.8	11.6
BANCO DE LA REPUBLICA	4.4	4.3	4.6	4.9	3.0	0.8
RESTO DE ENTIDADES	8.7	10.0	10.2	9.9	9.8	9.8
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Banco de la República - Balanza de Pagos.

Cuadro 7

**COMPOSICION DE LA DEUDA PUBLICA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
SEGUN PRESTAMISTA (%)**

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Organismos Multilaterales	36.4	33.1	32.1	31.1	30.5	36.0	36.9	42.0	40.8	41.0	41.3	42.7	43.6	42.8	41.9
Gobiernos	24.5	20.2	19.4	20.4	19.5	20.5	18.9	18.3	19.0	18.4	18.6	17.8	16.1	13.7	11.6
Bancos Comerciales	33.4	42.1	43.9	44.5	44.2	37.6	39.0	34.1	34.7	33.3	32.4	31.4	31.9	32.6	32.3
Proveedores	5.0	4.0	4.2	3.8	5.7	5.8	4.8	4.9	4.9	5.3	5.8	5.7	5.3	5.0	4.2
	0.7	0.8	0.4	0.3	0.2	0.2	0.4	0.8	0.8	2.0	1.9	2.5	3.1	5.9	10.1
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

(1) Se refiere a emisión de bonos por parte del sector público.

Fuente: Banco de la República - Balanza de Pagos.

Cuadro 6

INDICADORES DE DEUDA EXTERNA 1980 - 1994

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 Estim.
1. DEUDA EXTERNA TOTAL Como % del PIB	27.0	33.3	40.2	43.7	44.1	44.1	44.9	48.0	45.8	41.4	38.1	35.2	32.0	32.1	34.2
2. DEUDA EXTERNA PUBLICA Como % del PIB	17.7	22.2	26.7	29.8	31.2	33.5	36.3	38.5	36.0	33.5	31.9	30.0	26.2	23.5	21.2
3. DEUDA EXTERNA PRIVADA Como % del PIB	9.3	11.2	13.5	13.8	12.9	10.6	8.6	9.5	9.8	7.9	6.2	5.1	5.7	8.6	13.0
4. SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL Como % del PIB	3.6	5.8	6.2	6.3	7.2	6.6	7.1	7.5	8.0	8.9	8.2	7.4	7.8	6.8	8.0
5. SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA Como % del PIB	2.2	2.6	3.5	3.8	4.3	4.5	5.3	6.5	7.1	6.9	6.8	6.7	6.6	5.5	5.6
6. SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL Como % de exportaciones bienes	20.8	43.9	48.0	52.3	54.7	56.2	48.8	51.9	58.4	62.1	53.9	48.7	56.9	52.3	58.9
7. SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA Como % de exportaciones bienes	12.6	19.7	27.4	31.1	32.6	38.3	34.6	44.8	52.0	48.1	44.4	43.8	47.5	42.4	40.6
8. SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL Como % de exportaciones bienes y servicios	14.3	28.0	29.8	38.0	41.9	43.8	37.2	41.2	44.5	49.2	42.3	38.5	42.6	37.0	39.9
9. SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA PUBLICA Como % de exportaciones bienes y servicios	8.7	12.5	17.0	22.6	25.0	29.9	27.5	35.6	39.7	38.1	34.9	34.6	35.6	29.9	27.5

Fuente: Banco de la República - Balanza de Pagos

El endeudamiento externo ha permitido financiar una parte importante del exceso de gasto sobre ingreso privado. Como se aprecia en el Cuadro 9, después de varios años en los cuales el endeudamiento externo privado de corto plazo fue negativo (en términos netos), a partir de 1992 se presenta un crecimiento apreciable, entrando por este concepto al país, US\$ 456 millones en 1992, US\$ 1098 millones en 1993 y US\$ 570 millones (estimado) en 1994. El menor endeudamiento externo privado de corto plazo durante 1994 se explica en gran medida por el mecanismo de requerimiento de reserva sobre los préstamos externos, inicialmente (finales de 1993) fijado para todos aquellos préstamos con duración inferior a 18 meses, y luego ampliado a todos los préstamos externos con plazo inferior a 36 y 60 meses. Igualmente, el endeudamiento externo privado de largo plazo aumentó de manera apreciable a partir de 1992. En términos netos, las cifras de este rubro pasaron de US\$ 43 millones en 1992, a US\$ 805 millones en 1993 y se estima que superaron los US\$ 2500 millones en 1994. Esta última cifra incluye desembolsos por más de US\$ 1300 millones destinados a la financiación de la privatización de uno de los bancos más grandes del país y de los derechos para instalar los sistemas de telefonía celular. Esto indica que, de los US\$ 5546 millones de endeudamiento total acumulado por el sector privado durante el período 1992-1994, 61.7% se realizó en la forma de endeudamiento externo de largo plazo y 38.3% de corto plazo.

En síntesis, en los 3 últimos años se ha presentado un aumento apreciable en el endeudamiento externo del sector privado, lo cual permitió financiar mayores tasas de consumo e inversión. La participación de la inversión privada en el producto real se estima que creció del 8.2% en 1991 al 17.3% en 1994, mientras que la del consumo lo hizo del 67.7% al 69.8%. El endeudamiento externo ha sido facilitado por las bajas tasas de interés internacional, los bajos ritmos de devaluación nominal y la apertura de la cuenta de capitales a comienzos del proceso de apertura económica. La alta participación del endeudamiento externo de largo plazo puede estar reflejando, en parte, la existencia del requerimiento de reserva sobre los préstamos de "corto plazo".

Cuadro 9

MOVIMIENTOS DE DEUDA EXTERNA PRIVADA

(Millones US\$)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 Estim.
CORTO PLAZO (NETO)	213	234	309	-294	-680	-382	-526	194	315.4	-208.2	-118.7	-363	455.7	1098.1	569.6
LARGO PLAZO	57	403	330	73	47	193	189	-59	55	-298.3	-175.8	-10.4	43.2	805.4	2574.3
Desembolsos	70	690	428	308	300	379	441	80.8	152	155	148.8	159.1	508.3	1306.3	3624.3
Amortizaciones	13	287	98	235	253	186	252	139.8	97	451.3	322.4	169.5	465.1	500.9	1050

Fuente: Banco de la República - Balanza de Pagos. Con base en cifras del Departamento de Cambios Internacionales.

D. Inversión extranjera directa

A comienzos de los años 90 se desarrolló una estrategia dirigida a fomentar la inversión extranjera en el país. La estrategia contemplaba la adopción de un marco legal competitivo, la protección de las inversiones contra riesgos políticos y la promoción de las posibilidades de inversión. En cuanto al marco legal, se eliminó toda discriminación contra los extranjeros, en relación al tratamiento y las oportunidades de inversión, y se abolieron los procedimientos de autorización especial para el establecimiento en Colombia del inversionista extranjero. Los derechos cambiarios se liberalizaron con la eliminación de los toques máximos de giro de utilidades, de capital y de pagos por contratos de transferencia de tecnología. Para garantizar estos derechos, el inversionista extranjero sólo está obligado a registrar su inversión en el Banco Central. Además, se definió que la inversión extranjera es bienvenida en todos los sectores productivos de la economía. Como complemento, se realizaron acuerdos internacionales que permiten minimizar el riesgo político del inversionista. En particular, se definieron mecanismos de seguro contra la expropiación, la inconvertibilidad de la moneda y los daños ocasionados por la violencia. Asimismo, se ha sometido a consideración del Congreso Nacional un acuerdo multilateral por el cual se crea un Centro Internacional de Arbitraje para Conflictos Relativos a la Inversión Extranjera. En materia de promoción de la inversión extranjera se creó en 1992 una corporación para promover y facilitar los flujos de inversión extranjera³.

Este cambio regulatorio, el descubrimiento de importantes yacimientos petroleros en el oriente colombiano, y el proceso de privatización de algunas compañías estatales e instituciones financieras ha generado un aumento apreciable en el flujo de inversión extranjera directa al país. Como se aprecia en el Cuadro 10, la inversión extranjera directa aumentó de US\$ 457 millones en 1991 a un estimado de US\$ 1928 millones en 1994. En el último año, el 45% de las inversiones se dirigió al sector petrolero; el 23.8%, al sector financiero y el 17.8% al sector manufacturero. El aumento de la inversión en el sector

³Para un análisis detallado de la política de inversión extranjera en Colombia, véase Hommes, R. et al. (1994), "Una Apertura hacia el Futuro". Tercer Mundo Editores, Bogotá.

financiero se explica parcialmente por la participación de capital extranjero en la privatización de uno de los bancos mas grandes del país (Banco de Colombia). Por su parte, en el sector manufacturero se destaca el aumento en la inversión extranjera directa en la industria química y metalmeccánica. En cuanto al país de origen, en 1994, la mayor parte de la inversión extranjera, 41.9%, provino de los Estados Unidos. Otros flujos importantes de inversión llegaron de Panamá e Inglaterra. Japón contribuyó con sólo el 2.7% del total (Cuadro 11).

E. Inversión privada en portafolio

Como vimos anteriormente, la inversión extranjera a través de operaciones en bolsa estuvo prohibida en Colombia durante muchos años. Solo a partir de 1979 (Ley 79) se abrió la posibilidad de constituir fondos con recursos externos para la inversión en algunos instrumentos bursátiles. Sin embargo, se mantuvieron algunas condiciones restrictivas, como la obligación de mantener, durante cinco años, los recursos invertidos en el país. Fue así como, bajo las facultades de la ley 9 de 1991 (resoluciones 49, 51 y 53) se definió una regulación más transparente y se abrieron las puertas para la inversión extranjera en portafolio. De esta manera, se han conformado en el país 122 Fondos de Inversión extranjera (108 institucionales y 14 individuales), autorizados para invertir en acciones, bonos obligatoriamente convertibles en acciones y otros valores negociables en las bolsas de valores del país. Asimismo, se abrió la posibilidad de que los Fondos invirtieran en títulos o certificados representativos de acciones o bonos convertibles de sociedades colombianas, emitidos por entidades financieras del exterior. Esta modalidad de inversión incluye los recibos depositarios ADR (American Depositary Receipts) y los GDR (Global Depositary Receipts). Como restricciones, se prohíbe invertir en títulos del Banco Central, o cualquier otro, que tenga como propósito desarrollar operaciones en el mercado monetario, poseer una proporción igual o superior al 10% de las acciones con derecho a voto, e igual o superior al 5% en el caso de acciones del sector financiero, y tener una proporción superior al 20% del total de su inversión en valores emitidos o garantizados por instituciones financieras, diferentes a acciones o bonos.

Cuadro 10
INVERSION EXTRANJERA EN COLOMBIA
 (US\$ Millones)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Petróleo	53	48	34	196	107	670	445	228	166	360	270	264	440	557	866
Otros Sectores	104	217	332	422	477	352	149	87	37	216	231	193	350	437	1062
1. Manufactura	101	118	54	69	110	26	73	-11	28	151	118	132	70	198	343
Industria Química	27	58	19	19	88	21	11	22	9	45	9	28	29	102	190
Metalmeccánica	52	19	13	17	-14	-19	20	-54	-6	69	94	70	14	43	63
Alimentos	9	21	11	8	23	17	10	9	15	20	-1	19	6	20	41
Papel	6	9	5	12	9	2	27	5	5	4	14	8	2	5	15
Resto	7	11	6	13	4	5	5	7	5	13	2	7	19	28	34
2. Minas y Canteras	5	79	272	316	343	302	80	91	20	58	49	48	75	6	17
3. Financiero	(9)	5	2	25	18	17	-3	0	-3	3	5	4	154	159	458
4. Comercio	1	12	3	10	11	5	-0	6	10	2	12	7	19	31	51
5. Otros	6	3	1	3	-6	2	-1	1	-18	2	48	1	32	42	193
Total Inversión Extranjera Directa	157	265	368	618	584	1022	594	313	203	576	501	457	790	994	1928

Fuente: Banco de la República - Balanza de Pagos y Departamento de Cambios Internacionales.

Cuadro 11

ORIGEN DE LA INVERSION EXTRANJERA EN COLOMBIA *
Participación %

P A I S	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Estados Unidos	64.7	57.8	50.9	43.4	69.3	92.1	81.3	128.3	(52.5)	60.6	54.8	18.2	27.7	35.1	41.9
Panamá	3.0	0.3	4.2	5.2	(0.2)	(0.9)	2.2	3.7	(13.5)	4.4	1.9	11.7	13.1	10.1	13.5
Inglaterra	3.4	13.2	25.4	9.5	22.6	1.7	7.8	(30.5)	11.0	1.2	7.7	(27.4)	18.1	0.6	8.1
Islas Virgenes Británicas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	1.5	0.0	0.1	0.1	4.7	5.1	2.8	5.9
Canadá	8.9	2.8	0.9	2.4	4.8	(0.4)	(0.6)	1.2	18.4	(3.6)	(0.5)	10.1	2.0	1.0	5.5
Alemania	(0.0)	1.8	2.6	4.3	1.5	0.8	1.3	0.5	22.7	0.1	3.8	10.0	0.6	1.3	3.1
Japón	0.6	0.2	0.4	(0.1)	6.4	1.4	0.5	0.1	(8.1)	(3.4)	4.3	31.2	(0.6)	0.4	2.7
Holanda	0.2	0.7	1.0	3.6	0.3	0.9	0.8	1.1	18.6	2.7	0.9	5.8	1.8	1.5	2.4
Suiza	11.7	10.7	3.8	9.5	(4.7)	0.1	4.0	1.3	21.2	11.2	2.8	6.3	1.9	1.2	2.2
Venezuela	15.7	1.2	2.3	0.9	(0.7)	0.1	0.2	(4.7)	(17.2)	18.9	0.5	0.3	9.1	15.1	2.0
Francia	(7.0)	0.0	5.6	7.2	(1.1)	(0.8)	(0.7)	0.7	15.8	0.7	6.1	30.0	1.5	2.1	1.4
Otros	(1.2)	11.4	2.3	14.0	1.8	4.8	3.3	(3.2)	83.5	7.1	17.5	(1.0)	19.7	28.9	11.2
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

* Excluye petróleo.

Fuente: Banco de la República - Departamento de Cambios Internacionales.

El Cuadro 12 presenta la evolución de la inversión privada en portafolio desde 1992, año en el cual comienzan a entrar recursos externos por este concepto. Como se aprecia en el cuadro, la inversión privada en portafolio ascendió a US\$ 65.3 millones en 1992, US\$ 203 millones en 1993 y US\$ 423.7 millones en 1994, para un total acumulado de US\$ 692 millones. En 1992, la inversión extranjera en portafolio se realizó en su totalidad en acciones adquiridas a través del mercado bursátil colombiano, mientras en los dos últimos años se realizaron ADR y GDR por valor de US\$ 91.2 millones y US\$ 123 millones, respectivamente. De esta manera, entre 1992 y 1994, el 69% de la inversión realizada por los fondos se realizó a través de las bolsas de valores y el 31% adoptó la modalidad de los ADR y GDR. Las 7 empresas colombianas que han hecho mayor uso de esta última modalidad pertenecen al sector financiero (3), productores de cemento (2), papel (1) y el comercio (1). Según el país de origen, el 75.7% de los recursos provenientes de estos fondos provienen de los Estados Unidos, seguidos de Luxemburgo e Inglaterra.

Los cambios institucionales y legales, las perspectivas macroeconómicas favorables para Colombia en los últimos años y el alza esperada en las cotizaciones de la Bolsa de Valores han sido factores importantes para atraer este tipo de capitales.

En síntesis, a finales de 1990 comenzó un nuevo proceso de entrada de capitales extranjeros a Colombia. Inicialmente, dadas las restricciones existentes, estos se canalizaron parcialmente a través de la cuenta corriente de la balanza de pagos, utilizando mecanismos como la sobrefacturación de exportaciones y rubros como la cuenta de transferencias y servicios. Luego, con la eliminación de gran parte de estas restricciones, las entradas de capital se comenzaron a registrar en su respectiva cuenta de la balanza de pagos. Por otra parte, la naturaleza de estos capitales ha sido cambiante. En un comienzo, aunque en cantidades relativamente moderadas, una parte de ellos ingresó al país en respuesta a diferenciales de rentabilidad externa e interna. Luego, los que se incorporaron lo hicieron con un carácter más permanente, motivados por el fortalecimiento de la economía, los cambios regulatorios y las privatizaciones de empresas oficiales. En particular, recientemente se han registrado importantes montos de

Cuadro 12

INVERSION PRIVADA EN PORTAFOLIO 1992 - 1994
Según Instrumentos
(US\$ Millones)

	1992	1993	1994	Acumulado 92-94	Tasa de Crecimiento (%)		Partic. % 92-94
					1993	1994	
Colocaciones en el Exterior de ADR's y GDR's	0	91.2	123.5	214.7	---	35.4	31.0
Acciones Adquiridas en Bolsas Nacionales	65.3	111.8	300.2	477.3	71.2	168.5	69.0
TOTAL	65.3	203	423.7	692	210.9	108.7	100.0

Cuadro 12A

INVERSION PRIVADA EN PORTAFOLIO 1992 - 1994
Según País de Origen
(US\$ Millones)

		Partic. %
U.S.A.	523.8	75.7
Luxemburgo	72.7	10.5
Inglaterra	45.1	8.5
Islas Caymán	27.3	3.9
Australia	11.5	1.7
Panamá	9.8	1.4
Venezuela	1.2	0.2
Bahamas	0.6	0.1
Canadá	0.1	0.0
TOTAL	692.0	100.0

Fuente: Banco de la República - Departamento de Cambios Internacionales.

inversión extranjera directa y de crédito externo contratado por el sector privado con plazos superiores a los 3 y 5 años. De esta forma, los flujos de capital que financian el déficit de la cuenta corriente tienen un carácter de largo plazo, lo cual permite estabilidad a la balanza de pagos.

IV. Política macroeconómica y flujos de capital

Las entradas de capital extranjero al país han sido fuente de oportunidades y retos para los formuladores de la política macroeconómica. Ellas han contribuido a dinamizar la inversión productiva y el crecimiento económico, al complementar el ahorro interno y relajar la restricción de divisas y de crédito. Entre los principales retos para el diseño de la política macroeconómica se tiene: (i) evitar una presión excesiva sobre la apreciación del tipo de cambio real; (ii) controlar las presiones inflacionarias originadas en la expansión monetaria y crediticia; y (iii) disminuir al máximo posible los riesgos de burbujas especulativas y de crisis financieras. A continuación se presenta una breve descripción de la forma como las autoridades económicas colombianas han enfrentado la entrada de capitales, y una visión personal sobre los principales resultados de dicho manejo.

Para ser específicos, la política macroeconómica durante el período reciente de entradas de capital internacional se divide en cuatro fases diferentes:

(1) 1989-1991: El objetivo central es defender la tasa de cambio real mediante el aumento en el ritmo de devaluación nominal. Al mismo tiempo, se buscó controlar el crecimiento de la cantidad de dinero mediante la esterilización de los flujos de capital. Para ello se decidió aumentar el nivel promedio de reserva y el Banco Central emitió deuda en moneda nacional. Las tasas de interés de los títulos a 90 días pasan del 29% en junio de 1989 al 48% a mediados de 1991. Similarmente, la devaluación anual promedio en ese período es del 29.5%. La deuda total del Banco Central aumentó del 1.5% del PIB en 1989 a más del 7% del PIB en diciembre de 1991. El costo cuasifiscal pasa de dos puntos del PIB por año. El gasto público aumenta a tasas reales promedio del 12.3%, y los ingresos totales aumentan al 19.5% real, producto de la primera reforma tributaria de la presente década. Comienza el proceso gradual de apertura económica y

se acumulan reservas internacionales netas por valor de US\$634 millones en 1990 y US\$1919 millones en 1991. La inflación aumenta de una tasa anual de 26.1% en 1988, a más de 32% en 1990, para luego descender aproximadamente 6 puntos porcentuales en 1991.

(2) 1991-1993: Se reduce el grado de intervención esterilizada y se comienza a operar con un sistema en el cual el Banco Central emite deuda a un año en dólares a cambio de reservas internacionales (los Certificados de Cambio). En este esquema, el sector privado entrega moneda extranjera al Banco Central y recibe un bono con un año de maduración el cual puede esperar hasta su maduración y recibir la tasa de cambio vigente el día de la redención, venderlo por el 87.5% de la tasa de redención corriente o ir al mercado y recibir la tasa de cambio del mercado ⁴. La reducción del grado de esterilización permitió el aumento de la cantidad de dinero y presionó a la baja las tasas de interés, pasando estas de niveles nominales cercanos al 40% en 1991 a un poco más del 25% nominal en 1993. Al final del período, el crédito del sistema financiero al sector privado crece a tasas reales superiores al 25% anual. Además, se abandona el sistema cambiario de "crawling peg" y se permite cierto grado de flexibilidad de la tasa cambio nominal. La apertura de la economía a la competencia internacional se acelera y aumentan las importaciones a tasas anuales en dólares de 32% y 51% en 1992 y 1993, respectivamente. El gasto público sigue creciendo a tasas reales anuales superiores al 12%, financiado con ingresos de una nueva reforma tributaria en 1992 y los impuestos vinculados al comercio exterior. Se impone un requerimiento de reserva sobre todos los préstamos externos a plazos inferiores a 18 meses. La inflación, medida con el índice de precios al consumidor, disminuyó 4 puntos porcentuales, del 26.8% a finales de 1991 al 22.6% en 1993. Los precios de los activos crecen a tasas anuales cercanas al 41% en 1992 y 45% en 1993.

⁴ Este esquema funcionó similarmente a un sistema de banda cambiaria. En efecto, el límite superior correspondía la tasa de cambio que fijó diariamente el Banco Central para la redención de los certificados de cambio, y el límite inferior fue dicha tasa descontada en 12.5%. En la práctica, entre 1991 y 1993, la tasa de cambio de mercado en Colombia fluctuó dentro de estos límites.

(3) Enero-septiembre 1994: Se crea una banda cambiaria explícita y se elimina la emisión de instrumentos del Banco Central denominados en dólares (los Certificados de Cambio). La amplitud de la banda cambiaria se definió en 15%, y su devaluación como un todo fue del 11% anual. La eliminación de los Certificados de Cambio significó el retorno a la intervención esterilizada usando el mercado monetario, en lugar del cambiario. Las tasas de interés comienzan a subir a partir del mes de junio. Los medios de pago crecen por encima de los corredores monetarios definidos por la autoridad monetaria como los coherentes con el logro de la meta de inflación del 19% al finalizar 1994. El crédito del sistema financiero al sector privado disminuye su ritmo de crecimiento anual en aproximadamente cinco puntos porcentuales. El gasto del Gobierno Central crece a tasas reales superiores al 40% durante el primer semestre del año comparado con el mismo período del año anterior. Se aumenta el nivel del requerimiento de reserva sobre los préstamos externos del 47% al 93%, y se aplica a los contratos realizados a plazos inferiores a 36 meses.

(4) Septiembre-diciembre 1994: Se decide una posición más centrada en el logro de la meta monetaria y se elevan las tasas de interés de la deuda del Banco Central. El sistema financiero responde e incrementa sus tasas de interés. Las tasas de interés real de los títulos a 90 días se elevan a más de 10 puntos porcentuales. El incremento de la cantidad de dinero comienza a disminuir y se termina el año por dentro de los corredores monetarios. Se redefine el nivel y el ritmo de devaluación de la banda cambiaria para hacerla compatible con los lineamientos de la política monetaria. En particular, el centro de la banda cambiaria se disminuyó (apreció) 7% y su ritmo de devaluación se definió en 13.5% anual. Se reduce el ritmo de crecimiento del gasto público del Gobierno Central a cerca del 20% real. El requerimiento de reserva sobre los préstamos externos se comienza a aplicar a los contratos con plazos inferiores a 60 meses. La inflación, medida con el índice de precios al consumidor, termina el año en una tasa anual del 22.6%, básicamente la misma del año anterior. Los precios de los activos siguen creciendo a tasas anuales cercanas al 50%.

La anterior descripción de las principales decisiones de política económica adoptadas en los años 90 muestra una posición pragmática en torno al manejo de los movimientos de capital internacional. En general, los ajustes a la política monetaria y cambiaria, los controles a la entrada de capital y la reducción rápida de las tasas arancelarias han sido las principales opciones de política usadas en el país para regular el nivel y la naturaleza de los flujos de capital, así como sus posibles efectos sobre el tipo de cambio real y el nivel general de precios. Inicialmente, se usó con especial fuerza la intervención esterilizada y se dio poca flexibilidad a la tasa de cambio. Simultáneamente, se abrió la cuenta de capitales y se aceleró el proceso de desgravación arancelaria. Luego se redujo el grado de intervención esterilizada, se concedió cierto grado de flexibilidad a la tasa de cambio y se atacó el problema generado por la fuerte acumulación de reservas internacionales mediante la búsqueda del cierre del diferencial entre la rentabilidad externa e interna. Finalmente, se estableció un sistema de bandas cambiarias, se definió explícitamente una política de estabilización basada en un ancla monetaria y se adoptaron medidas para limitar la entrada de capitales. En todos los períodos, las finanzas del sector público han estado balanceadas o generado superávit.

En general, la experiencia colombiana sugiere que la intervención esterilizada de los flujos de capital es posible y deseable en algunos períodos, pero limitada y costosa. Ella permitió fortalecer la posición de reservas internacionales del país, contribuyó a la reducción de la inflación y evitó que se diera una apreciación abrupta de la tasa de cambio real simultáneamente con el comienzo del proceso de apertura económica. Sin embargo, fue limitada porque elevó de manera apreciable las tasas interés interna, estimulando más entradas de capitales, y costosa, porque las tasas de interés que el Banco Central tuvo que pagar a sus títulos emitidos superó por amplio margen las que recibió por la inversión de sus reservas internacionales. Como es de esperar, sus límites y costos dependieron de los instrumentos disponibles, al igual que de la escala de las operaciones y el tamaño de los diferenciales de interés externo e interno. Así, inicialmente, las operaciones de mercado abierto fueron complementadas con el uso de encajes para reducir la capacidad de prestar del sistema financiero, y luego se redujo la

escala de intervención y se permitió cierto grado de flotación en la tasa de cambio nominal.

La reducción de la escala de intervención permitió disminuir el diferencial de rentabilidad externa e interna, estimuló la inversión y el crecimiento económico, y disminuyó los costos fiscales de la intervención. No obstante, la expansión monetaria y crediticia que generó impidió reducciones mayores y más rápidas de la tasa de inflación y aceleró el proceso reciente de inflación de activos. Por su parte, la mayor flexibilidad de la tasa de cambio nominal permitió un poco de independencia de la oferta monetaria y el crédito con respecto a la entrada de capitales, directa o indirectamente presionando a la baja en la inflación. Además, es posible que la mayor flexibilidad de la tasa de cambio haya reducido la entrada de capitales motivadas por la existencia de expectativas de revaluación, dada la evidente subvaluación del peso en los primeros años de la presente década.

Por último, la combinación del requerimiento de reserva para el endeudamiento externo, el sistema de bandas cambiarias y el mayor énfasis en el control monetario, parece estar dando resultados positivos en cuanto al control de la inflación y ha generado una composición de la deuda externa dominada por créditos de mediano y largo plazo.

Los principales resultados económicos de este manejo se pueden resumir en los siguientes datos. La tasa de inflación se redujo del 32% en 1990, al 22.6% en 1993-1994. El producto pasó de crecer a tasas de 4.3% en 1990 y 2.0% en 1991, a 3.8%, 5.3% y 5.6% en los tres años siguientes. Las reservas internacionales aumentaron de US\$4501 millones en 1990 a US\$8002 millones en 1994. La cuenta corriente pasó de ser superavitaria en el período 1990-1992, a deficitaria en los dos últimos años. La tasa de cambio real, luego de alcanzar su nivel más bajo (más depreciada) en 1990, se apreció en 22.1% en los años siguientes, alcanzando niveles similares a los vigentes en la segunda mitad de la década de los años 80. El crecimiento de las exportaciones totales disminuyó de 17.4% en 1990 a -3.3% en 1992, para luego volver a crecer a tasas anuales del 2.3% y 15.4% en los dos últimos años. Las exportaciones no tradicionales han crecido a tasas anuales de 32.9%, 0.7%, 11.8% y 9.5% en los cuatro últimos años. Las

importaciones, luego de crecer a tasas muy bajas en 1990-1991 (11% , en promedio), aumentaron de manera apreciable en los tres últimos años (33.0%, 51.0% y 20.0%). La inversión total como participación del PIB aumentó 4 puntos porcentuales entre 1990 y 1994 (del 8.7% al 12.5%) y el ahorro interno disminuyó (del 20.6% al 15.0%).

V. Conclusión

En este documento hemos descrito la evolución de los flujos de capital extranjero a Colombia entre 1978 y 1994. El énfasis fue en el período reciente, pero se presenta un breve recuento de lo ocurrido entre 1978 y 1990 con el fin de resaltar las diferencias del fenómeno actual de entradas de capital y el ocurrido en la década pasada. La principal diferencia entre estos dos períodos radica en que, en los 80, las entradas de capital extranjero financiaron el exceso de inversión sobre ahorro público; mientras que en los años 90, financia excesos de inversión privada. En los últimos años, las finanzas del sector público han estado relativamente balanceadas, o en superávit. Asimismo, la entrada de capitales en los años 90 se ha dado en un ambiente económico abierto a la competencia internacional y acompañada de grandes transformaciones institucionales y legales en los campos del comercio exterior, el sector financiero y el mercado laboral, entre otros. Con todo esto, los llamados "fundamentales", tanto macroeconómicos como microeconómicos, pueden ser considerados en la actualidad como saludables con diferentes estándares. Lo mismo no podía concluirse a comienzos de los años 80. Por último, el fenómeno reciente de entradas de capital ha estado dominado por el endeudamiento de mediano y largo plazo y la inversión extranjera directa. La disponibilidad de crédito externo ha permitido que la inversión privada crezca a tasas varias veces superiores a las del producto y alcance la participación mas alta en el PIB de las dos últimas décadas.

Referencias

- Hombres, R. et al. (1994). "Una Apertura hacia el Futuro". Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- Steiner, R. (1994). "Los Flujos Internacionales de Capitales: Deuda externa, Inversión extranjera y Especulación cambiaria", Gran Enciclopedia de Colombia.
- Uribe, J.D., M. Misas y H. Oliveros (1994). "Flujos de Capital, Tasas de Interés y Expectativas de revaluación". Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República. Mimeo.