

Flujos de capital privado en Colombia 1970-2004

Leonardo Villar G.¹

I. INTRODUCCIÓN

El acceso de Colombia al financiamiento privado externo fue muy bajo a lo largo de su historia hasta bien entrada la década de 1970. Durante un corto período, en los años previos a la gran recesión de 1929, los inversionistas y banqueros extranjeros contribuyeron a la famosa danza de los millones, en la que el financiamiento abundante se combinó con el ingreso de divisas correspondiente a la indemnización por la pérdida de Panamá y con un gran auge en las exportaciones cafeteras. Sin embargo, las moratorias consecutivas de la deuda pública declaradas entre 1931 y 1935 (Avella, 2003) hicieron que se cerraran las puertas para nuevo financiamiento privado a Colombia durante cerca de cuatro décadas, tal como sucedió en la mayor parte de los países de América Latina.

Con posterioridad a la segunda guerra mundial, los flujos de capital privado retornaron en magnitudes moderadas bajo la forma de inversión extranjera directa. En los años sesenta, además, el gobierno volvió a acceder a financiamiento a través de algunos recursos oficiales del exterior, tales como los asociados a los programas de la Alianza para el Progreso y los créditos del Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, tanto el suministro de financiamiento para el gobierno por parte de agentes privados como el endeudamiento externo del sector privado colombiano se mantuvieron en niveles bajos en esos años.

El propósito de este ensayo es ilustrar el comportamiento de los flujos privados de capital diferentes a la inversión extranjera directa en el período posterior a 1970. El espacio no nos permite comentar sobre la evolución de la inversión extranjera directa ni sobre la del endeudamiento externo del gobierno. Esos elementos han sido fundamentales para el financiamiento de la balanza de pagos y para entender la historia económica del país, pero su comportamiento responde a factores muy diferentes a los del endeudamiento y los flujos de portafolio.

¹ Miembro de la Junta Directiva del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son estrictamente personales y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Estuvo vinculado a Fedesarrollo como Investigador entre 1983-1985 y como Investigador y Editor de Coyuntura Económica entre 1987-1989.

lio del sector privado colombiano, en los cuales se concentra este artículo. En adelante utilizaremos el término *flujos de capital* para referirnos a estos últimos conceptos.

El artículo consta de tres secciones, incluida esta introducción. En la segunda se describen los ciclos de los flujos de capital entre 1970 y la actualidad y en la tercera se discute brevemente la política adoptada por las autoridades para regular esos flujos.

II. DOS GRANDES CICLOS EN LOS FLUJOS DE CAPITALES

Existen múltiples aproximaciones a la medición de los flujos de capital. El Gráfico 1 presenta dos estimaciones. La primera es simplemente el cambio anual en el saldo de la deuda externa neta del sector privado. La segunda se basa en las cifras de balanza de pagos y en ella se pretende medir no sólo el endeudamiento privado sino el movimiento de inversión de portafolio. Específicamente, los flujos de capital se aproximan allí por la porción del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos que no es financiada por endeudamiento externo público, in-

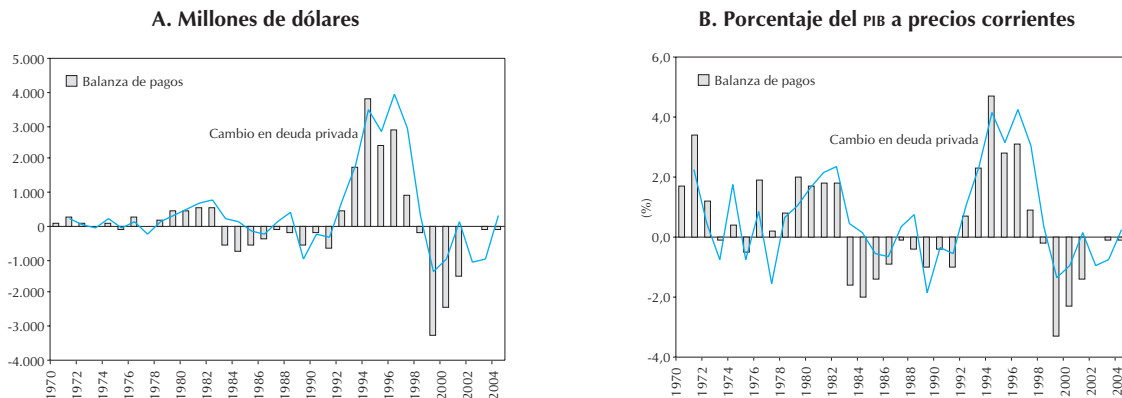
versión extranjera directa ni variación en las reservas internacionales. Esta estimación de los flujos de capital incluye el rubro de errores y omisiones de la balanza de pagos, en el cual se presume que quedan incorporados los movimientos de portafolio no registrados oficialmente.

Las cifras del Gráfico 1 permiten identificar dos grandes ciclos en los flujos de capital. El primero se inicia en los años setenta y termina en medio de la crisis de la deuda latinoamericana de los ochenta. El segundo, mucho más pronunciado, abarca el auge de los noventa y culmina con la grave recesión de finales del siglo y el virtual estancamiento económico de los primeros años del siglo XXI.

A. Primer ciclo: del ingreso de capitales de los setenta a la crisis de la deuda latinoamericana en los ochenta

Tras cuatro décadas de virtual ausencia, el financiamiento externo para América Latina volvió a surgir a comienzos de los años setenta, coincidiendo con los excesos de liquidez que se observaron a nivel mundial, asociados con los últimos años de la gue-

Gráfico 1
ESTIMACIONES DE LOS FLUJOS DE CAPITAL AL SECTOR PRIVADO COLOMBIANO



Fuente: cálculos propios. Datos Banco de la República.

ra de Vietnam y con el gran incremento en los precios del petróleo.

En este período, la regulación estatal sobre el endeudamiento externo privado era muy estricta en el caso colombiano. Los créditos internacionales sólo podían ser contratados previo permiso del Banco de la República y para propósitos específicos, normalmente asociados con inversiones que requirieran financiamiento de largo plazo inexistente en el país. Esas regulaciones se hicieron aún más restrictivas durante la gran bonanza cafetera que se inició a mediados de la década, la cual implicó dificultades para el manejo monetario por el incremento sin precedentes en los ingresos de divisas al país.

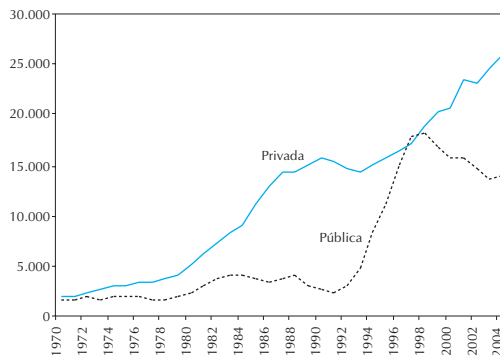
En este contexto, los flujos de capital, aunque tuvieron oscilaciones significativas, se mantuvieron en un nivel promedio muy bajo (Gráfico 1). El saldo de la deuda externa privada, expresado como porcentaje del PIB, se redujo de manera importante a lo largo de esos años, pasando de niveles superiores al 16% en 1970 al 5,5% en 1979 (Gráfico 2).

En los años subsiguientes, durante el gobierno de Turbay Ayala, se relajaron las restricciones al endeudamiento externo privado en un ambiente de revaluación de la tasa de cambio real, liberalización de las importaciones e incremento en el endeudamiento externo público. El resultado fue un flujo de capitales positivo.

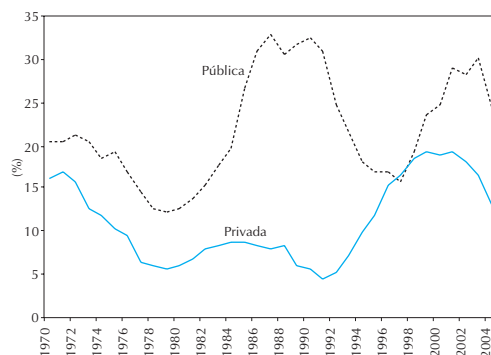
De acuerdo con nuestra estimación basada en la balanza de pagos, dicho flujo se ubicó alrededor del 1,3% del PIB por año entre 1979 y 1982. Esto implicó un aumento no despreciable de la deuda externa privada, la cual, sin embargo, se mantuvo en niveles mucho más bajos que en otros países de América Latina. En el momento en que estalló la crisis latinoamericana de la deuda, con la cesación de pa-

Gráfico 2. SALDOS DE DEUDA EXTERNA PÚBLICA Y PRIVADA DE COLOMBIA

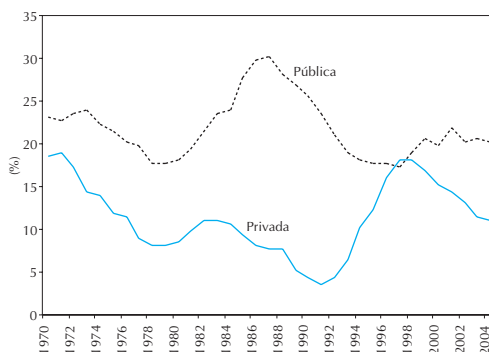
A. Millones de dólares



B. Porcentaje del PIB a precios corrientes



C. Porcentaje del PIB ajustado por PPA



Fuente: cálculos propios. Datos Banco de la República.

gos que hizo México en 1982, su nivel ascendía apenas al 8% del PIB, muy inferior al que había tenido el país a comienzos de la década de los setenta.

A partir de 1983, el flujo de financiamiento externo se volvió fuertemente negativo, no sólo por la renuencia de los prestamistas extranjeros a suministrarlo, sino por el interés de los deudores colombianos de reducir sus obligaciones en moneda extranjera en un ambiente de crecientes expectativas de depreciación del peso. No obstante, la magnitud de la reversión en los flujos de capital fue mucho menor en Colombia que en otros países de América Latina. Esto obedeció en parte a las políticas adoptadas para el manejo de la crisis pero en buena medida, también, a que Colombia había acumulado grandes cantidades de reservas internacionales durante la bonanza cafetera y el nivel de endeudamiento externo privado era muy inferior al promedio regional.

La menor reversión en los flujos de capital constituye un elemento importante para entender que la economía colombiana haya sido la mejor librada durante la crisis de la deuda latinoamericana. En contraste con prácticamente todos los vecinos, Colombia pudo mantener tasas positivas de crecimiento económico durante la década de los ochenta y evitó caer en situaciones de aceleración explosiva de las tasas de inflación. La segunda mitad de esa década, además, se caracterizó por un crecimiento económico relativamente alto en un entorno de equilibrio en la balanza de pagos y de bajos niveles de endeudamiento externo público y privado.

B. Segundo ciclo: del auge de los noventa a la recesión de fin del siglo

La afluencia de capital financiero privado hacia Colombia sólo volvió a cobrar importancia después de 1992. Durante los años iniciales de la década de

los noventa, cuando ya se observaba un retorno acelerado de los flujos de capital hacia otros países de la región, los flujos netos hacia Colombia fueron negativos, manifestación tal vez de la existencia de controles directos, que se revelaron más efectivos para desalentar la entrada de capitales que para restringir la salida de estos.

Los flujos de capital privado hacia Colombia volvieron a ser positivos a partir de 1992 y fueron particularmente grandes entre 1993 y 1996, años en los cuales promediaron más del 3% del PIB (Gráfico 1). Como resultado, la deuda externa privada de Colombia aumentó rápidamente, de 2,1 miles de millones de dólares en 1991 a 17,9 miles de millones al final de 1997 (Gráfico 2).

A partir de 1998, coincidiendo con la nueva reversión de los flujos de capitales hacia América Latina, el proceso de endeudamiento externo privado cesó. Se debe observar, sin embargo, que en dicho año los pagos netos de deuda externa del sector privado no fueron masivos. Los flujos de capital, tal como los medimos en el Gráfico 1, fueron cercanos a cero, reflejando probablemente el hecho de que el plazo promedio de la deuda externa privada era relativamente alto debido a las regulaciones impuestas por las autoridades colombianas y en particular al encaje sobre el endeudamiento externo, al cual nos referiremos más adelante.

Los flujos de capital se hicieron fuertemente negativos a partir de 1999. De acuerdo con nuestra medición basada en la balanza de pagos, su magnitud fue equivalente a 7,2 miles de millones de dólares entre 1999 y 2001² y se volvió cercana a cero entre

² Específicamente, 3,3 miles de millones de dólares en 1999, 2,4 en 2000 y 1,5 en 2001.

2002 y 2004. Las cifras sobre variaciones en la deuda externa privada son algo menores en magnitud pero sugieren que el flujo continuó siendo negativo en los años posteriores a 2001. El saldo de la deuda externa privada, que había llegado a representar un 16,5% del PIB en 1997, descendió a 13,7% del PIB a finales del 2004. Esta reducción se produjo a pesar del efecto contable que tuvo el fuerte aumento de la tasa de cambio real en esos años. Si se ajustan las cifras por paridad de poder adquisitivo -para aislar ese efecto-, la reducción es mucho más fuerte. A precios de paridad de 1994, el saldo de la deuda externa privada se redujo de niveles cercanos al 18% del PIB en 1997 a 10,7% en 2004 (Gráfico 2).

III. POLÍTICA DE REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

La fuerte reversión en los flujos de capital que se observó en los últimos años del siglo xx estuvo íntimamente vinculada con la crisis que tuvo la economía colombiana en 1999 y con el lento crecimiento de los años subsiguientes. Esa experiencia pone de presente el costo que pueden tener unos flujos de capitales no regulados.

La disponibilidad de capitales internacionales para complementar el ahorro doméstico y para aumentar la eficiencia en la financiación de las actividades productivas es sin duda benéfica para cualquier economía. Sin embargo, la evidencia que existe sobre el carácter procíclico que tienen los flujos de capital a las economías en desarrollo implica que ellos pueden aumentar la volatilidad macroeconómica. Por esta razón, la política de regulación de esos flujos tiene una clara justificación. Cosa distinta son los debates sobre la efectividad que pueda tener esa política y sobre los costos laterales que puedan conllevar los controles requeridos para incrementar su eficacia.

El gran ciclo de flujos de capital que se inició en los años noventa se presentó a pesar de la existencia de regulaciones importantes, entre las cuales se destacó el famoso encaje sobre el endeudamiento externo establecido por las autoridades colombianas desde 1993, inspirado en la experiencia que ya había iniciado Chile con ese tipo de instrumento³.

La coincidencia en el tiempo entre el encaje al endeudamiento externo y los grandes flujos de capital ha conducido a varios analistas a cuestionar la eficacia de dicho encaje. Por ejemplo, Steiner (1996) plantea la no efectividad del encaje utilizando como argumento la ausencia de una correlación negativa entre la introducción del encaje en 1993 y los volúmenes de flujos de capital en el período subsiguiente. Por su parte, Cárdenas y Barrera (1997) realizaron un cuidadoso trabajo econométrico con cifras desde 1985 hasta 1995 para concluir que la introducción del encaje sobre el endeudamiento externo en 1993 no fue efectiva para reducir la entrada de capitales.

La conclusión de los autores mencionados, sin embargo, no sólo es contraria a la que obtienen Ocampo y Tovar (2003) con información más reciente, sino que se encuentra sesgada por no considerar el hecho de que Colombia mantuvo hasta 1993 fuertes controles administrativos sobre la entrada de capitales. En la práctica, la introducción del encaje fue parte de una estrategia de liberalización de la cuenta de capitales, eliminando los controles tradicionales y sustituyéndolos por instrumentos como los encajes, más orientados al mercado. Adicionalmente, el uso del encaje se hizo más intenso en los períodos en que las autoridades observaron una

³ La historia detallada de esas regulaciones se puede consultar en Ocampo y Tovar (2003).

oferta de recursos de capital más cuantiosa, lo cual sugiere que las correlaciones estadísticas entre ese instrumento y los flujos de capital pueden reflejar una función de reacción de las autoridades, más que la respuesta de dichos flujos al uso del encaje⁴. En esas condiciones, el debate sobre la eficacia de ese encaje como instrumento para regular la magnitud de los flujos de capital resulta muy difícil de dilucidar empíricamente.

En términos generales, puede afirmarse que los trabajos empíricos que se han realizado permiten concluir que el encaje sobre el endeudamiento externo fue una herramienta exitosa en el caso colombiano para reducir la participación de los capitales de corto plazo dentro del total de flujos de capital. En esto coinciden Cárdenas y Barrera (1997), Rocha y Mesa (1998), Rincón (2000) y Ocampo y Tovar (2003), entre otros.

Adicionalmente, en Villar y Rincón (2001) se muestra que el encaje al endeudamiento externo hizo posible que la política monetaria incrementara las tasas de interés internas *vis-a-vis* las externas, sin generar presiones adicionales a favor de la apreciación de la moneda local. Ello constituyó un resultado deseable en el período de auge de los flujos de capital, en la medida en que facilitó la ejecución de una política monetaria contracíclica.

A pesar de lo anterior, resulta evidente que las regulaciones sobre los flujos de capital que se utilizaron en Colombia en la década de los noventa fueron insuficientes para evitar una gran volatilidad de esos flujos, con grandes ingresos hasta 1997 y una fuerte reversión en los años subsiguientes. La experiencia colombiana mostró que incluso con una

baja exposición a la deuda de corto plazo, la emigración de capitales puede ser muy voluminosa cuando los residentes están en condiciones de invertir en el exterior y los deudores disponen de la alternativa de prepagar sus pasivos. Muy probablemente, restringir esas libertades generaría más costos que beneficios. Ello, además, es particularmente cierto en el contexto actual de rápido desarrollo de instrumentos financieros sofisticados -que facilitan la recomposición de portafolios entre diferentes monedas- y de acelerado crecimiento de inversionistas institucionales, como los fondos privados de pensiones.

Así, el tipo de regulación sobre los flujos de capitales que Colombia tuvo en la década de los noventa sería probablemente menos efectivo en las circunstancias actuales de lo que fue en ese período. Sin embargo, la volatilidad de esos flujos puede ser mitigada sin costos excesivos imponiendo controles sobre las posiciones netas en moneda extranjera que tienen los agentes económicos (Ocampo, 2003, French-Davis y Villar, 2004). En particular, no sólo resulta fundamental mantener el control sobre el riesgo cambiario que asumen los intermediarios financieros -control que existe en Colombia y que es común también en los países desarrollados- sino que ese control debería extenderse a los hogares y las empresas. La regulación prudencial del sector financiero debería exigir a los bancos que den cuenta de los riesgos implícitos en el otorgamiento de préstamos a empresas u hogares con descalces cambiarios importantes entre sus activos y pasivos. Asimismo, tal como lo ha sugerido un expresidente del Banco Central Chileno para el caso de su país (Zahler, 2004), deberían buscarse mecanismos para evitar que inversionistas institucionales tan importantes como los fondos de pensiones, cuyo comportamiento tiene fácilmente implicaciones macroeconómicas, refuercen los ciclos en los flujos de capi-

⁴ Cardoso y Goldfajn (1998) sometieron exitosamente este argumento a prueba en el caso de Brasil.

tal inducidos por cambios en las condiciones financieras internacionales.

En los períodos de abundancia de recursos financieros internacionales, la moneda local tiende a revaluarse y suele prevalecer la percepción de que el ingreso de capitales externos es una fuente de re-

curso barato a la cual se debe permitir el acceso sin ningún tipo de sobrecosto. La historia ha mostrado, sin embargo, que esos recursos terminan siendo tremendamente costosos en el momento en que cambian las condiciones externas. Las autoridades, por lo tanto, enfrentan un dilema complejo, cuya solución no es en lo absoluto fácil ni evidente.

BIBLIOGRAFÍA

- Avella, Mauricio (2003), "Antecedentes históricos de la deuda Colombiana. El proceso de Moratoria Formal sobre la deuda externa entre 1931 y 1935", *Borradores de Economía* No. 271, Banco de la República, diciembre.
- Cárdenas, Mauricio y Felipe Barrera (1997), "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54.
- Cardoso, Eliana e Ilan Goldfajn (1998), "Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls", *IMF Staff Papers*, No. 45, September.
- Ffrench-Davis, Ricardo y Leonardo Villar (2005), "Estabilidad macroeconómica real y la cuenta de capitales en Chile y Colombia", en Ricardo Ffrench-Davis (ed.), *Crecimiento Esquivo y Volatilidad Financiera*, Ediciones Mayol y CEPAL, Bogotá.
- Ocampo, José Antonio (2003), "Capital Account and Counter Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries", en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought*, Palgrave/WIDER/ECLAC, London.
- Ocampo, José Antonio y Camilo Tovar (2003), "La experiencia Colombiana con los encajes a los flujos de capital", *Revista de la CEPAL*, No. 81, Santiago de Chile, diciembre.
- Rincón, Hernán (2000), "Efectividad del control a los flujos de capital: un re-examen empírico de la experiencia reciente en Colombia", *Revista de Economía del Rosario*, Vol. 3, No. 1, Universidad del Rosario, Bogotá.
- Rocha, Ricardo y Fernando Mesa (1998), "Flujos internacionales de capital en Colombia: un enfoque de portafolio", *Archivos de Macroeconomía*, Departamento Nacional de Planeación, No. 78, Bogotá, marzo.
- Steiner, Roberto (1996), "La reciente afluencia de capital extranjero a Colombia", *Coyuntura Económica*, Vol. xxvi, No. 2, Fedesarrollo, Bogotá, junio.
- Villar, Leonardo y Hernán Rincón (2001), "Flujos de capital y regímenes cambiarios en la década de los noventa", *Ensayos sobre Política Económica*, No.39, Banco de la República, junio. Publicado en inglés en A. Berry (ed.), *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*, New Brunswick, N. J., Transaction Publishers, 2003.
- Zahler, Roberto (2004), "Estabilidad macroeconómica e inversiones de los Fondos de Pensiones: El Caso de Chile", en Ricardo Ffrench-Davis (ed.), *Crecimiento Esquivo y Volatilidad Financiera*, Ediciones Mayol y CEPAL, Bogotá.