



*I*  
*ARTÍCULOS*

---

# EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO EN COLOMBIA, 1990-2003

*El presente documento tiene por objeto mostrar cómo durante la época de la afluencia de capitales al país, la mayor entrada de recursos correspondió a capitales de inversión extranjera directa y de endeudamiento externo, principalmente de largo plazo, y que posteriormente, con el inicio de las crisis fueron estas mismas fuentes de financiamiento las que primero se suspendieron.*

*por: Gloria A. Alonso M.  
Enrique Montes U.  
Carlos Varela B.\**

Desde comienzos de los años noventa, Colombia, al igual que la mayoría de los países latinoamericanos, experimentó una creciente entrada de capitales, que de acuerdo con algunos estudios obedeció a factores tales como<sup>1</sup>: i) la caída en las tasas de interés de los Estados Unidos

desde 1990 a 1991, que estimuló a los inversionistas internacionales a buscar mejores retornos en los mercados emergentes, y ii) la reducción en la percepción del riesgo-país alimentada por las expectativas positivas del efecto de las reformas estructurales<sup>2</sup>. Adicionalmente, en el caso

---

\* Los autores son, en su orden, jefes de las secciones de Sector Financiero, Sector Externo y Director del Departamento Técnico de Información Económica, de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Las opiniones contenidas en este documento son de la responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a sus directivas. Los autores agradecen la colaboración de Jair Ojeda por su apoyo en el suministro de la información.

<sup>1</sup> Guillermo Calvo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart (1993). "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *Fondo Monetario Internacional*, Staff Papers, No. 40, marzo, pp. 108-51. Chuhan, P., S. Claessens y N. Mamingi (1993). "Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors", Banco Mundial, Departamento de Economía Internacional, Documento de trabajo, No. 1.160, Washington D. C.

<sup>2</sup> De acuerdo con los cálculos de Edwards (1999), en 1993 la entrada de capital al continente estuvo cercana a los US\$65 mil millones (mm), de los cuales Colombia se benefició con aproximadamente US\$3 mm en 1993 y cerca de US\$5mm en 1995.

---

colombiano estas expectativas fueron alimentadas por los descubrimientos de los yacimientos petrolíferos y el programa de privatizaciones.

Como consecuencia de estas entradas de capital, las economías experimentaron un significativo crecimiento de la demanda agregada, la producción y el empleo, en conjunción con crecientes déficit en cuenta corriente y una persistente apreciación real de sus monedas.

Posteriormente, con el inicio de las crisis asiática en 1997, y rusa en 1998, se produjo un cierre de los mercados de capital externo, y una crisis de los mercados emergentes, caracterizada por Calvo (1998) mediante el siguiente conjunto de regularidades empíricas<sup>3</sup>:

- Pérdida repentina del acceso al mercado internacional de capitales.
- Reversión significativa del déficit en cuenta corriente.
- Colapso de la demanda agregada, la producción doméstica y el empleo.
- Correcciones profundas en los precios de los activos domésticos y de los bienes no-transables en términos relativos frente a los bienes transables.

El presente documento tiene por objeto mostrar cómo durante la época de la afluencia de capitales al país, la mayor entrada de recursos correspondió a capitales de inversión extranjera directa y de

endeudamiento externo, principalmente de largo plazo, y que posteriormente, con el inicio de las crisis fueron estas mismas fuentes de financiamiento las que primero se suspendieron. En particular, el documento se centrará en mostrar el cambio en la estructura de financiamiento del sector privado, a partir del año 1998. Para ello, se divide en cinco partes. En la primera, se analiza la naturaleza de los flujos de capital durante la década de los años noventa y los primeros de la presente década. La segunda parte presenta el comportamiento de los flujos de capital privado diferentes a deuda externa; en la tercera, se describe la dinámica del endeudamiento externo privado, para lo cual se identificaron dos períodos, 1990 a 1997 y 1998 a 2003. En la cuarta parte se presenta el cambio, recientemente observado, en la estructura de financiamiento de las importaciones. En la última parte se presentan las conclusiones. También se anexa una nota que comenta la evolución de las operaciones de arrendamiento financiero entre 1992 y 2003.

## *I. ANTECEDENTES*

En la década de los noventa, Colombia realizó el tránsito de un régimen cambiario centralizado con control de cambios (sistema de minidevaluaciones), bajo el cual las autoridades monetarias fijaban la evolución del tipo de cambio, hacia un sistema descentralizado con tasa de cambio

---

<sup>3</sup> Calvo se ha referido a este conjunto de sucesos como una "parada súbita".

flotante y con reglas de intervención claramente definidas<sup>4</sup>. Adicionalmente, en el inicio de la década se había eliminado la mayor parte de las barreras al comercio y casi todas las restricciones a los flujos de capital, especialmente a la inversión extranjera y al endeudamiento externo<sup>5</sup>.

En particular, la modificación del régimen de inversión extranjera, permitió el acceso de la misma a casi todos los sectores productivos y le otorgó igualdad de condiciones a los inversionistas extranjeros y a los nacionales<sup>6</sup>. También se eliminaron las restricciones a la remisión de capital y dividendos. Por otra parte, además de la flexibilización en los procedimientos administrativos sobre el endeudamiento externo, se estableció un depósito no remunerado en el Banco de la República, a partir de 1993, para desestimular el endeudamiento de corto plazo. Este depósito se redujo a cero en el año 2000.

A continuación, se describe la dinámica de los flujos de capital, a partir de 1990 bajo el nuevo marco regulatorio.

## A. Comportamiento de los flujos de capital

Durante el período, se pueden identificar dos etapas: i) entre 1990 y 1997 se presentaron fuertes entradas de capital, y ii) a partir de 1998 cuando se comenzaron a registrar salidas de capitales, especialmente del sector privado.

- i) Entre 1990 y 1997, con la flexibilización de las restricciones a los flujos de capital y en particular con el relajamiento de los controles administrativos al endeudamiento externo, adoptados en los primeros años de la década de los noventa, los recursos de ahorro externo se constituyeron en la principal fuente de financiamiento del auge de demanda agregada de los años 1994 a 1997. En este período fueron muy importantes los aportes de capital de inversión extranjera directa (IED) y la utilización de recursos de endeudamiento externo, como se observa en el Gráfico 1.

Así, los ingresos anuales de capital por IED aumentaron de US\$433 mi-

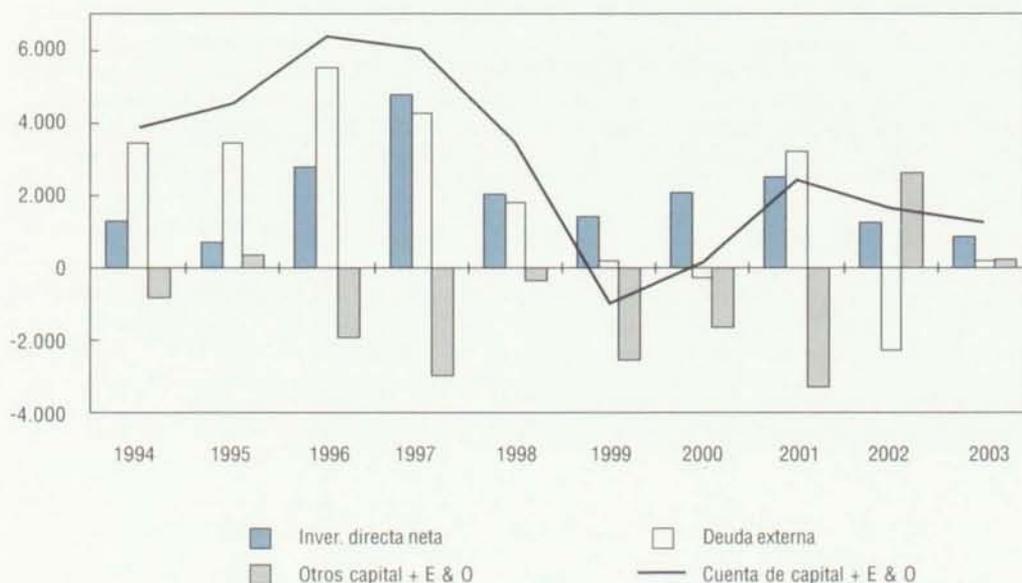
*Entre 1990 y 1997 los recursos de ahorro externo se constituyeron en la principal fuente de financiamiento del auge de demanda agregada de los años 1994 a 1997.*

<sup>4</sup> Aunque en este esquema la tasa de cambio se determina por las condiciones de oferta y demanda del mercado, el Banco de la República mantuvo unas reglas de intervención claras y bien conocidas, destinadas a evitar fluctuaciones no deseadas de la tasa de cambio y también dirigidas a acumular y desacumular reservas internacionales, de acuerdo con las circunstancias.

<sup>5</sup> De manera complementaria, se otorgó una amnistía tributaria y cambiaria para la repatriación de capitales. La reforma al régimen de inversión extranjera y de endeudamiento externo se llevó a cabo a partir de la Ley 9 de 1991 y las resoluciones 55 y 57 de la Junta Monetaria de dicho año.

<sup>6</sup> Inicialmente quedó prohibida la inversión extranjera en los sectores de defensa nacional y de procesamiento, disposición de basuras tóxicas peligrosas o radiactivas no producidas en Colombia. A partir de 1994 se prohibió la inversión extranjera en empresas inmobiliarias o de finca raíz y en documentos emitidos como resultado de un proceso de titularización inmobiliaria.

Gráfico 1  
Cuenta de capital  
(Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República, SGEE.

lones (m) en 1991 a US\$4.753 m en 1997. El endeudamiento externo privado, que había sido negativo en 1990 y 1991, alcanzó US\$3.909 m y US\$2.296 m en 1996 y 1997. Por su parte, el sector público incrementó su endeudamiento neto en US\$1.437 m, entre 1990 y 1997.

De igual forma, durante todo el período ingresaron capitales de inversión de portafolio, por un valor de US\$1.744 m. En conjunto, las entradas de capital financiaron un importante aumento del gasto privado y público, como se refleja en el comportamiento de la cuenta corriente, que pasó de un superávit de US\$2.347 m (4,9% del PIB) en 1991 a

unos déficit sucesivos entre 1993 y 1998, sobresaliendo 1997 por registrar el mayor déficit corriente (US\$5.751 m, -5,4% del PIB) (Cuadro 1).

ii) A partir de 1998 se produjo el cierre de los mercados internacionales, ocasionado por las crisis asiática y rusa, que produjo un estancamiento en el ingreso de divisas por endeudamiento externo privado. A lo anterior se sumó la salida de capitales para la constitución de inversiones en el exterior causada, en parte, por la caída de los términos de intercambio, el deterioro de la situación fiscal y la incertidumbre generada por la situación política interna.

Cuadro 1  
**Colombia: flujos de capital y financiamiento de la cuenta corriente, 1990-2002**  
(Millones de dólares)

	Sector público					Sector privado					
	Acumulación de reservas internacionales	Cuenta corriente	Cuenta financiera	Endeudamiento externo	Movimiento de activos	Subtotal	Inversión extranjera directa neta	Inversión de portafolio	Endeudamiento externo	Activos de corto plazo y errores y omisiones	Subtotal
1990	610,0	543,5	96,5	(171,6)	(45,7)	(217,3)	484,1	0,0	(294,5)	124,2	313,8
1991	1.763,0	2.347,0	(419,8)	(318,8)	27,7	(291,1)	432,6	4,7	(373,4)	(192,6)	(128,7)
1992	1.274,0	876,0	347,6	(424,0)	(368,2)	(792,2)	678,7	66,4	498,9	(104,2)	1.139,8
1993	464,0	(2.220,9)	2.198,7	(43,8)	126,0	82,2	719,8	145,0	1.799,4	(547,7)	2.116,5
1994	198,9	(3.673,5)	3.392,6	(88,8)	(1.162,1)	(1.250,9)	1.297,5 1/	478,0	3.000,4	347,5	5.123,3
1995	2,0	(4.527,6)	4.559,7	508,6	863,4	1.371,9	712,2	164,7	2.783,9	(503,0)	3.157,7
1996	1.721,3	(4.641,6)	6.683,4	1.300,7	(564,1)	736,6	2.783,7 2/	292,2	3.909,2	(1.358,8)	5.626,3
1997	277,4	(5.750,9)	6.587,5	674,5	(286,5)	388,0	4.752,9 3/	592,5	2.995,8	(2.701,0)	5.640,3
1998	(1.390,1)	(4.857,9)	3.313,9	1.658,2	(70,7)	1.587,5	2.032,8 4/	(264,9)	468,1	(355,8)	1.880,3
1999	(314,9)	670,8	(555,3)	1.485,2	(583,8)	901,4	1.392,4	(26,9)	(1.234,1)	(2.018,4)	(1.887,1)
2000	870,0	734,3	80,9	682,0	(223,1)	458,9	2.069,4 5/	17,1	(1.011,0)	(1.398,8)	(323,3)
2001	1.217,3	(1.212,0)	2.478,8	3.061,5	(1.615,0)	1.446,5	2.508,8	(40,7)	118,0	(1.603,3)	982,8
2002	138,0	(1.488,1)	1.309,5	(1.192,7)	1.562,9	370,2	1.257,7	16,1	(1.085,6)	1.067,9	1.256,1
2003	(183,8)	(1.417,5)	811,2	1.058,9	(619,4)	439,5	836,9	(19,9)	(889,5)	867,0	794,4

1/ Incluye ingresos por privatizaciones del Banco de Colombia (US\$326 m) y Banco Central Hipotecario (US\$156 m).

2/ Incluye ingresos por privatizaciones de Chivor (US\$638 m), Betania (US\$301 m), Banco Popular (US\$274 m) y EPSA (US\$132 m).

3/ Incluye ingresos por privatizaciones de la Empresa de Energía Eléctrica de Bogotá (US\$2.177 m), EPSA (US\$496 m) y Cerromatoso (US\$166 m).

4/ Incluye ingresos por la privatización de Electrificadora de la Costa (US\$511 m).

5/ Incluye ingresos por la privatización de Carbocol (US\$465 m).

Fuente: Banco de la República, SGEE.

Por su parte, el sector público continuó endeudándose en el exterior, a la vez que los recursos para inversión directa siguieron ingresando a la economía, si bien no en las magnitudes de años anteriores.

Lo anterior se reflejó en el ajuste de las cuentas externas, pasando de un déficit corriente de US\$4.858 m en 1998 a un superávit de US\$671 m

(0,8% del PIB) en 1999, al tiempo que la cuenta de capitales registró salidas netas de US\$555 m, que correspondieron a egresos de capitales privados de US\$1.457 m frente a entradas del sector público por US\$ 901 m.

Cabe destacar que en 2001 y 2002 ingresaron capitales foráneos por US\$2.429 m y US\$1.626 m, los cuales correspondieron fundamentalmente

a endeudamiento público e IED, ya que la demanda de recursos de financiamiento externo de largo plazo por parte del sector privado no ha mostrado signos de recuperación, en especial aquella destinada a financiar grandes proyectos de inversión. El único componente de los capitales privados que ha presentado dinamismo es el crédito externo de corto plazo. Este comportamiento se ha reflejado en una marcada caída en términos nominales del saldo de la deuda externa privada, que, sin embargo, no se refleja en la evolución de su indicador como proporción del PIB del sector privado, el cual se ha mantenido alrededor de 24%, debido principalmente al efecto de la devaluación del peso

sobre el cálculo del PIB nominal en dólares (Gráfico 2).

## II. DINÁMICA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO DIFERENTES A DEUDA EXTERNA

El sector privado puede recibir o invertir recursos del exterior diferentes a operaciones de endeudamiento. Estos en general se refieren a aportes de inversión directa o a flujos de capital relacionados con operaciones de corto plazo, como inversión de portafolio y movimiento de activos externos. Estos últimos ingresan a las economías en busca de una rentabilidad y liquidez inmediata y se refieren a inversio-

Gráfico 2

Deuda externa sector privado como porcentaje del PIB privado y tasa de crecimiento real del PIB privado



Fuente: Banco de la República, SGEE y DANE.

---

nes en títulos de deuda, inversiones a término y acciones preferenciales. También se consideran como capitales de corto plazo, los préstamos de muy corto plazo (*overnight*) y los créditos comerciales.

### **A. Ingresos por inversión extranjera directa en Colombia**

Los resultados del proceso de apertura de la cuenta de capital iniciado en 1991 y la política de privatizaciones y concesiones adelantada por el Gobierno entre 1994 y 1998, se evidencian en la dinámica del flujo de capitales por inversiones directas, que comenzó a presentar incrementos significativos a partir de 1992, acelerándose en 1994 y alcanzando su nivel más alto en 1997. A partir de 1999, la economía colombiana continuó recibiendo recursos para inversión directa, aunque no en las magnitudes obtenidas entre 1996 y 1998.

Entre 1990 y 1993 el flujo neto de capitales por inversión extranjera directa representó el 1,1% promedio anual del PIB (US\$660 m); durante el período de 1994 a 1998 este flujo se incrementó hasta 2,8% del PIB promedio anual (US\$2.783 m), alcanzando su máximo nivel en 1997, cuando este indicador se situó en 5,2%. Entre

1999 y 2003 por inversiones directas se recibieron aportes equivalentes al 3,0% del PIB promedio anual (US\$2.061 m) (Cuadro 2).

Los aportes de capital recibidos en el período de análisis se dirigieron principalmente a financiar el desarrollo de las actividades del sistema financiero (22%), de la industria manufacturera (21%), del sector eléctrico (16%), del sector petrolero (12%) y de las comunicaciones (10%).

*Los resultados del proceso de apertura de la cuenta de capital iniciado en 1991 y la política de privatizaciones y concesiones adelantada por el Gobierno entre 1994 y 1998, se evidencian en la dinámica del flujo de capitales por inversiones directas, que comenzó a presentar incrementos significativos a partir de 1992, acelerándose en 1994 y alcanzando su nivel más alto en 1997.*

(Gráfico 3). Estas inversiones, excluyendo la del sector petrolero, provinieron principalmente de los países del Caribe y España al contribuir con el 44% y 15% en el monto total de las inversiones directas del período, respectivamente. Entre las naciones caribeñas sobresalen los aportes realizados por Panamá, Islas Caimán, Islas Vírgenes y Bermudas. Sobre este particular, hay

que señalar que estos países se han convertido en centros financieros especializados que ofrecen ventajas tributarias, bajos costos de administración de los recursos financieros y facilitan la realización de operaciones financieras.

### **B. Ingresos de inversión de portafolio**

A partir de 1991 (resoluciones 49, 51 y 53), el nuevo régimen cambiario amplió

**Cuadro 2**  
**Inversión extranjera directa en Colombia, según actividad económica, 1990-2003**  
 (Porcentaje del PIB)

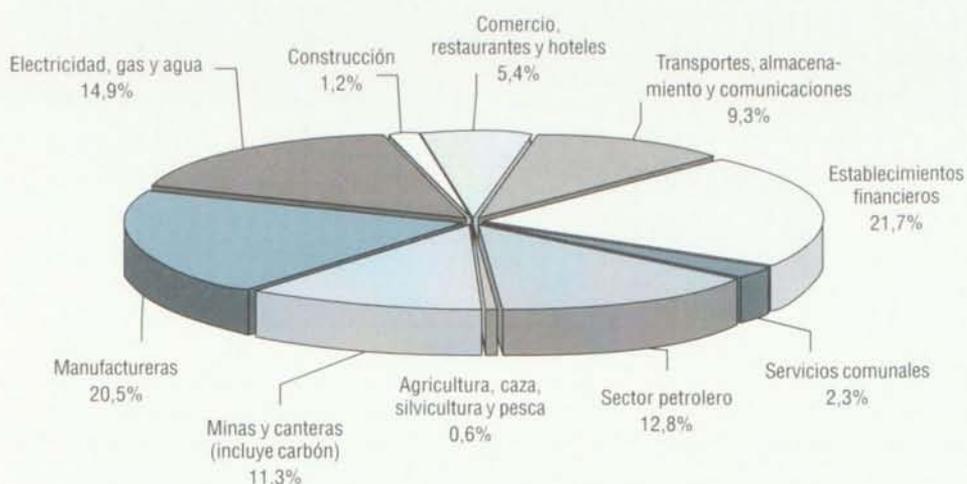
	1990-1993	1994-1998	1999-2002 (p)	1990-2003 (pr)
<b>Inversión directa en Colombia, según actividad económica</b>	1,10	2,82	2,58	2,42
<b>Sector petrolero</b>	0,63	0,32	0,03	0,38
<b>Resto de sectores</b>	0,47	2,51	2,55	2,04
Agricultura, caza, silvicultura y pesca	0,01	0,02	0,01	0,02
Minas y canteras (incluye carbón)	0,11	0,06	0,59	0,32
Manufacturero	0,22	0,65	0,47	0,49
Electricidad, gas y agua	0,00	0,80	-0,06	0,28
Construcción	0,04	0,03	0,02	0,03
Comercio, restaurantes y hoteles	0,03	0,11	0,20	0,14
Transportes, almacenamiento y comunicaciones	0,00	0,16	0,55	0,20
Establecimientos financieros	0,06	0,62	0,69	0,49
Servicios comunales	0,00	0,06	0,08	0,05

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

Fuente: Banco de la República. SGEE.

**Gráfico 3**  
**Inversión extranjera directa por sectores, 1990-2003**  
 (Participación en el total)



Fuente: Banco de la República - SGEE.

---

el acceso de los fondos de inversión extranjeros al mercado de capitales doméstico. A estos se les otorgó la posibilidad de invertir en títulos o certificados representativos de acciones o bonos convertibles en acciones emitidos por sociedades colombianas y en bonos y otros títulos de crédito emitidos por entidades del sector público<sup>7</sup>. Adicionalmente, las empresas colombianas fueron autorizadas a emitir títulos representativos de capital en mercados accionarios del exterior. Esta modalidad de inversión incluye los recibos depositarios (ADR, por su sigla en inglés, *American Depositary Receipts*) y los *Global Depositary Receipts* (GDR).

De esta manera, entre 1991 y 1997 la inversión de portafolio registró ingresos de US\$1.744 m, de los cuales US\$347 m correspondieron a inversiones en ADR y GDR, y los restantes US\$1.397 m a inversiones de los fondos extranjeros de inversión, tanto en títulos valores negociables en bolsa (US\$1.082 m) como en títulos del Gobierno Nacional (US\$315 m)<sup>8</sup>. Se destaca que las emisiones de ADR y GDR en el exterior correspondieron a empresas de alimentos y bebidas, de cementos, comercio y entidades financieras. Los capitales de inversión de portafolio que ingresaron entre 1994 y 1998 provinieron de los Estados Unidos (77,0%), Inglaterra (11,0%) y Luxemburgo (9,0%).

A partir de 1997, con el inicio de la crisis de los mercados financieros, el saldo de las inversiones de portafolio en Colombia disminuyó de US\$1.542 m en 1997 a US\$ 270 m en diciembre de 2003.

### C. Otros movimientos de capital de corto plazo

Factores como la amnistía tributaria trajeron capitales privados de colombianos en el exterior, especialmente en el año 1994, cuando ingresaron US\$347 m por este concepto<sup>9</sup>. A partir de 1995 se comenzaron a registrar salidas de capitales colombianos de corto plazo para constituir inversiones en el exterior, alcanzando US\$1.830 m en 1997 y US\$1.352 m en promedio anual entre 1998 y 2001. Las inversiones en el exterior se destinan principalmente a la adquisición de títulos valores, acciones preferenciales y CDT.

## III. DINÁMICA DE LA DEUDA EXTERNA PRIVADA

Hasta 1991, el endeudamiento externo estuvo sometido a los controles cambiarios establecidos por el Decreto 444, o Estatuto Cambiario. A partir de dicho año se introdujeron cambios regulatorios que incidieron entre otros factores, en la afluencia

---

<sup>7</sup> En ese momento se les prohibió: i) invertir en títulos del banco central, ii) poseer una proporción superior al 10% de las acciones con derecho a voto de una sociedad (5% en el caso del sistema financiero). Este límite se extendió al 40% en 1994 y se eliminó en octubre del año 2000 y, iii) tener una proporción igual o superior al 20%, en valores diferentes de acciones o bonos, emitidos por entidades financieras.

<sup>8</sup> Es importante mencionar que para marzo de 1995 se habían conformado 122 fondos de inversión extranjera en el país.

<sup>9</sup> Incluyendo errores y omisiones.

cia de recursos de crédito externo hacia Colombia.

El Estatuto Cambiario clasificó la deuda externa de acuerdo con la naturaleza de los prestamistas en pública y privada, y según el plazo de contratación, en deuda de corto plazo y de mediano y largo plazos, siendo la de corto plazo la contratada a menos de un año. La deuda externa pública se regía por los artículos 138 a 143 del Estatuto Cambiario. La deuda de largo plazo tenía obligatoriedad de registro ante la Oficina de Cambios y los giros se efectuaban, previa autorización de dicha oficina, siguiendo lo estipulado por el Art. 141. La deuda de corto plazo no se registraba y se sometía al Art. 140 o régimen normal de pago de importaciones.

El sector privado, por su parte, tenía diferentes modalidades de endeudamiento externo de largo y corto plazos. La deuda de largo plazo se diferenciaba en dos: i) la destinada a financiar capital de trabajo (Art. 128) y ii) el financiamiento de grandes proyectos de interés económico y social (Art. 131). Por otro lado, había tres modalidades de endeudamiento de corto plazo utilizadas por importadores y exportadores: i) crédito directo de proveedores, ii) crédito directo de entidades financieras del

exterior (Art. 132), y iii) utilización de líneas de crédito por parte del sistema financiero colombiano con sus bancos corresponsales en el exterior, para financiar a importadores y exportadores. Al sistema financiero no le estaba permitido otorgar créditos para capital de trabajo.

Con la Resolución 57 expedida por la Junta Monetaria en 1991, y la Resolución 7 de febrero de 1992, se introdujeron algunos cambios regulatorios al régimen de endeudamiento externo, principalmente privado, ya que sobre la deuda pública no se efectuaron cambios significativos<sup>10</sup>. En particular, se eliminó la obligatoriedad de

registro en el Banco de la República, para la financiación directa de importaciones y exportaciones, con plazo inferior a seis meses (anterior Art. 132). Por su parte, la deuda externa privada contratada a más de seis meses, se obligó a registrarse ante el Banco de la República y quedó clasificada de la siguiente manera: i) créditos para financiar gastos de inversión en el país (anterior Art. 128), ii) créditos para financiar gastos en el exterior, que comprenden financiación de importaciones y sus gastos asociados, así como inversión colombiana en el exterior (Art. 131 del Estatuto Cambiario) y, iii) créditos para financiación de exportaciones.

*Hasta 1991, el endeudamiento externo estuvo sometido a los controles cambiarios establecidos por el Decreto 444, o Estatuto Cambiario. A partir de dicho año, se introdujeron cambios regulatorios que incidieron entre otros factores, en la afluencia de recursos de crédito externo hacia Colombia.*

cada de la siguiente manera: i) créditos para financiar gastos de inversión en el país (anterior Art. 128), ii) créditos para financiar gastos en el exterior, que comprenden financiación de importaciones y sus gastos asociados, así como inversión colombiana en el exterior (Art. 131 del Estatuto Cambiario) y, iii) créditos para financiación de exportaciones.

<sup>10</sup> En general se eliminaron las autorizaciones de giro y desapareció la Oficina de Cambios.

---

Posteriormente, con la Resolución 21 de septiembre de 1993 del Banco de la República, se le permitió a las entidades financieras intermediar todo tipo de préstamos en moneda extranjera, con lo cual desaparecieron las restricciones existentes sobre el uso final de los recursos, por parte de residentes. También se autorizó al sector privado a obtener recursos mediante la emisión de títulos valores en los mercados internacionales. Esta modalidad de financiamiento había sido autorizada por el régimen anterior solamente para el sector público.

Por otra parte, con la Resolución 21, se estableció un depósito en dólares no remunera-

do, que tenía los efectos de un impuesto, y buscaba desestimular las entradas de capitales de corto plazo. Inicialmente, el monto del depósito se estableció en 47% del valor del crédito para todos los plazos inferiores a 18 meses. En los años siguientes sufrió consecutivas modificaciones tanto en la tasa como en los plazos y en mayo del año 2000 se redujo a cero por ciento, con lo cual, en la práctica, quedaron eliminadas las restricciones a este endeudamiento. En el Cuadro 3 se presenta la evolución de dicho impuesto.

A continuación, se describe en detalle el comportamiento de la deuda externa privada, diferenciando los dos períodos identificados: i) 1990-1997, y ii) 1998-2003. Es importante aclarar que las cifras que se analizan en las siguientes dos sec-

ciones no tienen en cuenta las operaciones de arrendamiento financiero, cuya operatividad se explica en el Anexo de este documento.

### **A. Período 1990-1997 o el auge del financiamiento de largo plazo**

Hasta 1992, el sector privado contrataba deuda externa de corto plazo en proporciones superiores a las contrataciones de largo plazo. En particular, entre 1990 y 1992

el crédito de largo plazo representaba cerca del 45% del saldo total de deuda privada total. Como ya se señaló, el período comprendido entre 1993 y 1997 se caracterizó por el creci-

miento acelerado del saldo de la deuda externa privada, la cual aumentó en promedio 42% anual, destacándose los incrementos de los años 1993 (62%) y 1994 (55%). Es así como en efecto, entre 1990 y 1997 los agentes privados recibieron recursos totales por valor de US\$22.144 m, y efectuaron amortizaciones de US\$9.432 m, lo cual significó una utilización neta de recursos externos, de US\$ 12.713 m, de los cuales el 76% correspondió a endeudamiento neto de largo plazo (Gráfico 4 y Cuadro 4).

Como ya se mencionó, en estos años se observó una recomposición de la deuda privada en términos de plazo, hacia créditos contratados a más de un año. Así, en términos de saldo, mientras en promedio entre 1990 y 1993 el 44% de los

*El período comprendido entre 1993 y 1997 se caracterizó por el crecimiento acelerado del saldo de la deuda externa privada, la cual aumentó en promedio 42% anual.*

**Cuadro 3**  
**Reglamentaciones, 1992-2002**

Deuda en moneda extranjera							
Resolución número 1/	Vigencia 2/	Plazo superior a (meses) 3/	Reestructuración Plan de Amortiz 40% en los primeros 4/	Prepagos (meses) 5/	Prórrogas (meses) 6/	Depósito	
						Plazo (meses) 7/	Porcentaje 8/
07 de 1992	920206 - 930902	12	No previsto	No permitido		S/N	
21 de 1993	930903 - 940315	18	No previsto	18	18	12	47,0
07 de 1994	940316 - 940815	36	36	36	36	12	93,0
						18	64,0
						24	50,0
22 de 1994	940816 - 960220	60	60	60	60	Según tabla	Según tabla
03 de 1996	960221 - 960318	48	48	48	48	Según tabla	Según tabla
05 de 1996	960319 - 970312	36	36	36	36	18	50,0
04 de 1997	970313 - 970520	60	60	60	60	18	50,0
05 de 1997	970521 - 970622	Eliminó plazo	Eliminó	Autoriz. previa	Con depósito	18	30,0
07 de 1997	970623 - 980129	Eliminó plazo	Eliminó	Autoriz. previa	Por una vez sin Depós.	18	30,0
01 de 1998	980130 - 980917					12	25,0
10 de 1998	980918 - 000503					6	10,0
06 y 08 de 2000	000504 - Vigente						

**Créditos por financiación de importaciones**

Resolución número 1/	Vigencia 2/	Plazo superior a (meses) 9/
57 de 1991	911001 - 930930	12
21 de 1993	931001 - 940815	6
22 de 1994	940816 - 950817	4
21 de 1995	950818 - 970520	6
05 de 1997	970521 - 980917	6
10 de 1998	980918 -	Eliminó Depós.

1/ Número y año de la resolución de la Junta Directiva del Banco de la República, que reglamentó sobre deuda en moneda extranjera.

2/ Período de tiempo en que estuvo vigente la reglamentación.

3/ Los créditos con plazo superior al señalado en esta columna estaban exentos de la constitución del depósito.

4/ Podían reestructurar el plan de amortización de los créditos, siempre y cuando no amortizaran más del 40% en el plazo señalado en esta columna.

5/ Se podían realizar prepagos a los créditos después del plazo señalado en esta columna.

6/ Se autorizaban prórrogas al vencimiento final de los créditos sin la constitución de depósito, siempre y cuando el plazo de la prórroga fuera superior al señalado en esta columna.

7/ Período de tiempo por el cual debía constituirse el depósito.

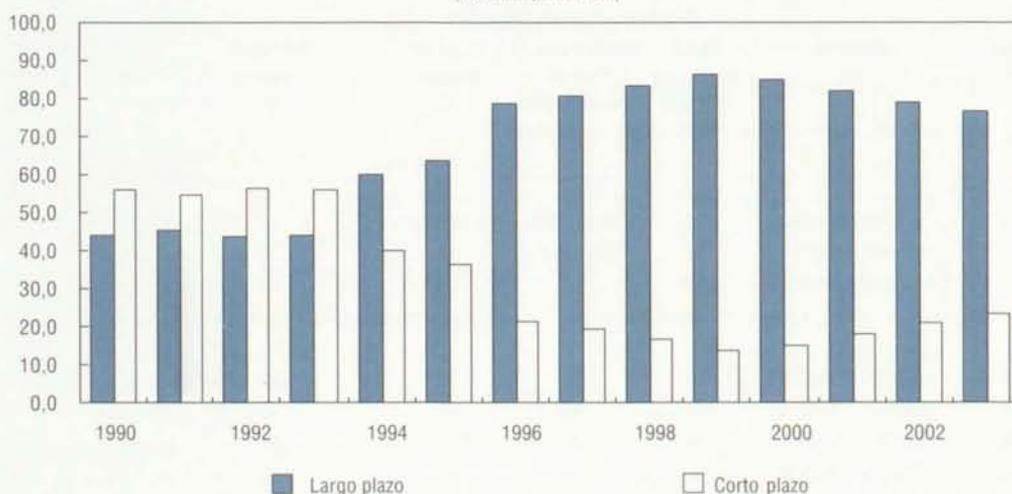
8/ Porcentaje sobre el monto del crédito con base en el cual debía constituirse el depósito.

9/ La financiación de importaciones con plazo superior al indicado en esta columna constituía endeudamiento externo.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Cambios Internacionales (DCIN).

Gráfico 4  
SalDOS de deuda externa del sector privado, 1990-2003  
Composición, según plazos de contratación

(Porcentaje del total)



Fuente: Banco de la República, Boletín de Deuda Externa.

Cuadro 4  
Endeudamiento externo privado sin arrendamiento financiero

(Millones de dólares)

Año / Trimestre	Flujos de endeudamiento										Endeudamiento neto total		
	Financiero 1/				Total	No financiero						Total	
	Corto plazo neto	Largo plazo				Corto plazo			Largo plazo				
Desemb.		Amort.	Neto	Desemb.	Amort.	Neto	Desemb.	Amort.	Neto	Total			
1990	59	n.d.	n.d.	n.d.	59	n.d.	n.d.	(142)	147	322	(176)	(318)	(259)
1991	(197)	n.d.	n.d.	n.d.	(197)	n.d.	n.d.	(29)	159	170	(10)	(39)	(236)
1992	447	n.d.	n.d.	n.d.	447	n.d.	n.d.	(18)	508	465	43	25	471
1993	729	n.d.	n.d.	n.d.	729	n.d.	n.d.	247	1.297	501	796	1.043	1.772
1994	582	n.d.	n.d.	n.d.	582	225	281	(56)	2.300	366	1.935	1.878	2.460
1995	353	n.d.	n.d.	n.d.	353	1.103	749	355	2.704	1.085	1.619	1.973	2.326
1996	363	n.d.	n.d.	316	679	705	441	264	4.152	1.448	2.705	2.969	3.648
1997	272	1.373	816	556	829	1.159	1.146	13	2.944	1.256	1.688	1.701	2.530
1998	(500)	618	772	(154)	(654)	1.002	936	66	1.908	1.456	452	518	(136)
1999	(672)	538	1.059	(521)	(1.193)	1.204	1.266	(62)	1.441	1.634	(193)	(255)	(1.448)
2000	72	257	778	(520)	(448)	1.626	1.601	25	2.150	2.629	(479)	(454)	(902)
2001 (p)	190	202	485	(284)	(94)	6.209	5.912	297	1.939	1.813	126	423	329
2002 (p)	(16)	345	562	(217)	(233)	8.575	8.298	277	1.375	2.345	(970)	(692)	(926)
2003 (pr)	(242)	165	215	(51)	(293)	4.857	4.468	390	1.281	1.956	(675)	(285)	(578)

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

n.d. Información no disponible.

Fuente: Banco de la República, DCIN y SGEE.

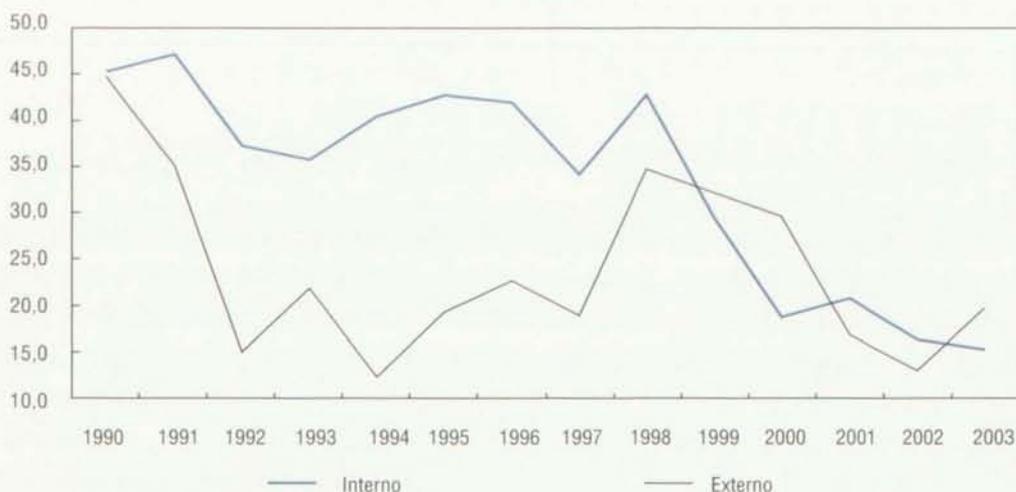
créditos se contrató a plazos largos, entre 1994 y 1997 dicho porcentaje alcanzó el 67%, llegando a 78% en 1997<sup>11</sup> (Gráfico 4 y Cuadro 5). La contratación de recursos externos de largo plazo estuvo asociada, en parte, con los controles a las entradas de capital de corto plazo, adoptados por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) en 1993, y se dirigió a financiar el gasto privado. En particular este se caracterizó por la mayor demanda de importaciones, incentivada por el proceso de apertura de la economía y el mayor ritmo de actividad económica, y también por la compra de activos en venta del sector público. Para ello, los agen-

tes económicos recurrieron, además del crédito tradicional, a nuevas modalidades de financiamiento como el arrendamiento financiero y la emisión de bonos en los mercados externos.

Así mismo, la motivación a financiarse con recursos externos se originó no sólo en el fácil acceso a los mercados internacionales, sino también en un diferencial de rentabilidad externa *vs.* interna que, como se aprecia en el Gráfico 5, favorecía la contratación externa.

Por otra parte, el análisis por sectores refleja que durante este período los recur-

Gráfico 5  
Costo del endeudamiento Interno 1/ vs. Externo 2/  
(Tasa anual)



1/ Tasa promedio de colocación del sistema financiero.

2/  $(1 + \text{Libor } 3m + \text{Spread}) * (1 + \text{Devaluación nominal}) - 1$ .

Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos del Banco de la República, SGEE.

<sup>11</sup> Es importante destacar que si bien a partir de 1994, al sector privado financiero se le autorizó otorgar préstamos de largo plazo a residentes del país, la información desagregada por plazos solo se encuentra disponible a partir de 1997.

**Cuadro 5**  
**Saldo de la deuda externa privada sin arrendamiento financiero**  
(Millones de dólares)

Año / Trimestre	Financiero			No financiero			Total		Saldo total
	Corto plazo	Largo plazo	Subtotal	Corto plazo	Largo plazo	Subtotal	Corto plazo	Largo plazo	
1990	640	n.d.	640	768	1.113	1.881	1.408	1.113	2.521
1991	443	n.d.	443	741	981	1.722	1.184	981	2.165
1992	890	n.d.	890	721	1.250	1.971	1.611	1.250	2.861
1993	1.619	n.d.	1.619	968	2.046	3.015	2.587	2.046	4.634
1994	2.301	n.d.	2.301	912	3.981	4.893	3.213	3.981	7.194
1995	2.654	n.d.	2.654	1.266	5.598	6.864	3.920	5.598	9.519
1996	1.620	1.725	3.346	1.530	8.304	9.834	3.151	10.029	13.180
1997	1.893	2.190	4.083	1.543	9.992	11.535	3.436	12.182	15.618
1998	1.393	1.835	3.228	1.609	10.443	12.053	3.002	12.278	15.281
1999	720	1.189	1.909	1.547	10.251	11.798	2.267	11.440	13.707
2000	743	717	1.460	1.572	9.772	11.344	2.315	10.489	12.804
2001 (p)	933	433	1.366	1.869	9.898	11.767	2.802	10.331	13.133
2002 (p)	917	217	1.134	2.146	8.928	11.074	3.062	9.145	12.208
2003 (pr)	674	166	841	2.536	8.254	10.790	3.210	8.420	11.630

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

n.d. Información no disponible.

Fuente: Banco de la República, DCIN y SGEE.

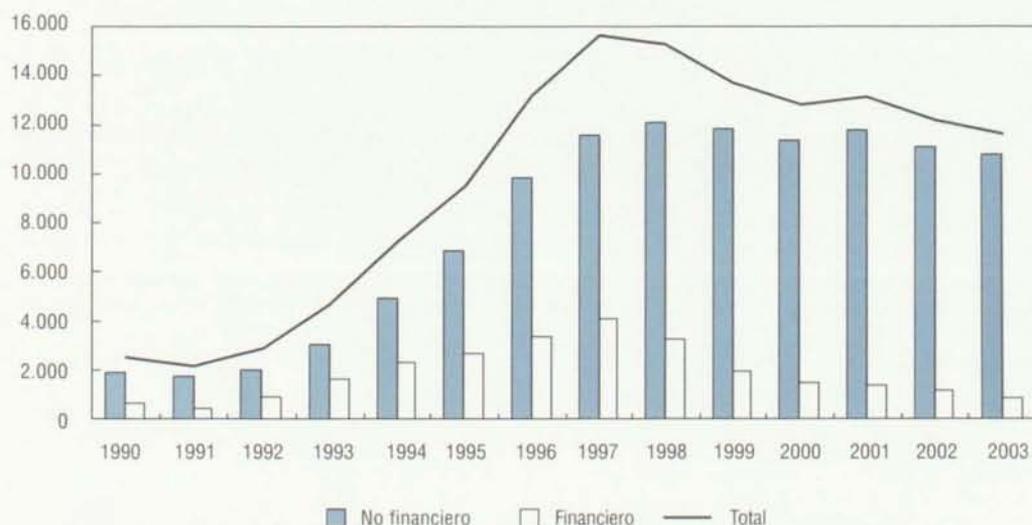
Los externos contratados por el sector privado no financiero (SPNF), representaron cerca del 72% del saldo total de la deuda privada, con crecimientos promedio cercanos a 50% anual entre 1993 y 1996. Si bien el sector financiero privado (SFP) intermedió montos importantes de recursos de financiamiento externo mediante la contratación de líneas de crédito con bancos corresponsales en el exterior, en promedio durante estos años representó el 28% del saldo total de la deuda externa privada<sup>12</sup> (Gráfico 6).

### 1. Sector privado no financiero

El cambio en el perfil de la deuda externa privada hacia plazos más largos fue especialmente notorio para el SPNF, ya que, mientras entre 1991 y 1993 su deuda representó en promedio el 62% del total, entre 1994 y 1997 su participación fue cercana al 86% también en promedio. La modificación de la estructura de plazos, originada en gran parte en las restricciones al endeudamiento de corto plazo, se corrobora al observar que, entre 1994 y

<sup>12</sup> En Colombia las entidades del sistema financiero están autorizadas para endeudarse en el exterior, y con base en dichos recursos otorgar crédito en moneda extranjera a residentes en el país y realizar operaciones de cobertura.

Gráfico 6  
**Saldo de la deuda externa privada financiera y no financiera**  
 (Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República, Boletín de deuda externa

1997, en promedio más del 70% de los créditos nuevos se contrató a plazos superiores a tres años<sup>13</sup> (Cuadro 6).

Con base en la información de los registros, también se puede observar que el SPNF destinó los recursos provenientes del exterior a financiar capital de trabajo, importaciones y exportaciones. Por sectores, entre 1994 y 1996, la financiación se canalizó principalmente al sector de transporte y comunicaciones (40% del total registrado) y al de manufacturas (25,0%) (Cuadro 7). Los mayores recursos orientados a proyectos de infraestructura, se explican por la política de privatizaciones y concesiones adoptada por el Go-

bierno a partir de 1994. Se estima que de los US\$4.480 m que el sector privado pagó entre 1994 y 1997 por la adquisición de activos del sector público, el 54% (US\$2.435 m) se financiaron con recursos de crédito externo (Cuadro 8).

Por otra parte, en términos de las condiciones financieras de los créditos contratados por el SPNF, en promedio entre 1994 y 1997, el 69% de los mismos se pactó a tasa *libor* más un margen financiero o *spread* promedio de 2,3%. El 20,0% se contrató a tasa fija más un *spread* de 10,9% en promedio, y 8,0% de los mismos a tasa *prime* más 2,5% de margen (Cuadro 9).

<sup>13</sup> Datos calculados con base en lo reportado por los agentes al Banco de la República.

**Cuadro 6**  
**Registros de deuda externa privada no financiera sin arrendamiento financiero**  
**Plazos en meses de los nuevos préstamos contratados**  
 (% de participación en el monto total contratado)

Periodo	Plazos en meses			Total
	1 a 6 (*)	19 a 24	37 a 60	
1994	5,9	33,2	60,8	100,0
1995	14,8	2,6	82,6	100,0
1996	9,5	2,9	87,6	100,0
1997	25,2	6,8	68,0	100,0
1998	38,7	12,0	49,3	100,0
1999	52,3	16,2	31,5	100,0
2000	50,2	9,3	40,5	100,0
2001 (p)	55,7	13,5	30,9	100,0
2002 (p)	66,6	9,7	23,6	100,0
2003 (pr)	58,2	12,9	28,9	100,0

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

(\*) No incluye los créditos con plazo de un mes o menos porque presentan una rotación muy alta.

Fuente: Banco de la República, DCIN y SGEE.

## 2. Sector privado financiero

El sistema financiero se endeuda en el exterior por medio de líneas de crédito con sus bancos corresponsales. Las líneas de crédito de largo plazo se destinan en su mayoría a financiar el capital de trabajo de las empresas y las actividades propias del sistema financiero, tales como las operaciones de cobertura y las inherentes a su funcionamiento. Por su parte, el endeudamiento externo de corto plazo del sistema financiero se destina principalmente a la financiación de importaciones de la economía a través de las cartas de crédito.

En el período de análisis, el saldo de las líneas de crédito contratadas por el SPF con entidades financieras del exterior, presentó un marcado ascenso al pasar de US\$640 m en 1990 a US\$4.083 m en 1997. Sobresalen los recursos de largo plazo recibidos entre 1996 y 1997<sup>14</sup>.

## 3. Innovaciones en las fuentes de financiamiento

Durante este período, el sector privado recurrió a fuentes alternas de financiamiento, como mecanismo para adquirir recursos frescos y condiciones menos onerosas, aprovechando la apertura de

<sup>14</sup> El saldo de la deuda del SPF se obtiene a partir de una encuesta semanal realizada por la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República a los diferentes intermediarios financieros. Para el período de 1990 a 1996 no se cuenta con información discriminada por plazos.

**Cuadro 7**  
**Registros de deuda externa privada no financiera de largo plazo (\*)**  
**sin arrendamiento financiero**  
**Actividad económica de las empresas que contrataron nuevos créditos externos**  
(Millones de dólares)

Período	Total	Agricultura	Minas	Manufactura	Electricidad, gas y agua
1994	3.046	30	75	782	0
1995	3.340	17	5	679	150
1996	4.794	20	45	1.281	882
1997	2.701	3	74	567	666
1998	1.706	2	64	386	77
1999	1.612	9	148	345	47
2000	2.284	13	336	628	9
2001 (p)	2.185	6	303	798	337
2002 (p)	1.695	10	4	572	50
2003 (pr)	1.406	8	149	816	26

Período	Construcción	Comercio hoteles	Transporte y comunicaciones	Auxiliares financieros	Servicios
1994	72	220	1.077	779	10
1995	38	137	2.028	266	20
1996	268	232	1.509	530	26
1997	163	95	375	715	41
1998	61	140	671	134	172
1999	91	337	231	328	77
2000	67	231	852	112	36
2001 (p)	10	222	298	200	11
2002 (p)	50	306	479	190	34
2003 (pr)	5	169	143	55	36

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

(\*) Incluye créditos con un plazo de contratación mayor de 12 meses.

Fuente: Banco de la República, DCIN y SGEE.

los mercados internacionales. Es así como los agentes, tanto del sector público como del privado, lograron entrar de manera exitosa en los mercados internacionales a través de la emisión de bonos, a la vez que profundizaron el esquema de finan-

ciación de importaciones mediante el mecanismo de *leasing*. El saldo de la deuda financiada por el sector privado mediante ambos mecanismos pasó de US\$186 m en 1992 a US\$3.659 m en 1997 (Cuadro 10).

**Cuadro 8**  
**Ingresos por privatizaciones y concesiones 1/**  
(Millones de dólares)

Entidad	1994	1995	1996	1997 2/
<b>Total</b>	1.778,8	235,1	1.477,6	984,4
<b>Gobierno Nacional</b>	1.663,3	6,5	1.381,4	795,9
Sector financiero	482,1	0,0	274,0	0,0
Banco de Colombia	325,9	0,0	0,0	0,0
Banco Central Hipotecario	156,2	0,0	0,0	0,0
Banco Popular	0,0	0,0	274,0	0,0
Sector eléctrico y minero	4,2	6,5	1.107,4	665,9
Betania	0,0	0,0	301,0	0,0
Chivor	0,0	0,0	638,0	0,0
Termocartagena	0,0	0,0	15,0	0,0
Termotasajero	0,0	0,0	17,1	0,0
Barrancas	4,2	6,5	0,0	0,0
Cerromatoso	0,0	0,0	4,0	168,0
EPSA	0,0	0,0	132,3	497,9
EEEB	0,0	0,0	0,0	0,0
Concesión telefonía celular	1.177,0	0,0	0,0	130,0
<b>Resto sector público</b>	115,5	228,6	96,2	188,5
<b>Financiamiento 3/</b>				
Recursos externos	1.602,0	212,0	1.394,0	698,4
Inversión extranjera	220,0	21,0	584,0	646,9
Crédito externo	1.382,0	191,0	810,0	51,5
Recursos internos	176,0	23,0	84,0	286,0

1/ Según metodología de balanza de pagos.  
2/ Cifras a junio.  
3/ Estimación.  
Fuente: Banco de la República. DCIN y SGEE y Confis.

Entre 1990 y 1997 el sector privado emitió títulos en los mercados externos por valor de US\$1.356 m (13,0% de los desembolsos de largo plazo del período), y los recursos se destinaron a financiar proyectos de infraestructura (64%), comuni-

caciones (18,5%) y al sector financiero (18,2%)<sup>15</sup> (Cuadro 11).

Por otro lado, las cifras revelan que la financiación de importaciones contratada por el sector privado, mediante el meca-

<sup>15</sup> En el mismo período se registraron ante el Banco de la República emisiones de bonos del sector privado por valor total de US\$1.871 m. En los mismos años el sector público emitió bonos en los mercados externos por un valor total de US\$4.670 m.

Cuadro 9

## Monto registrado y tasa de interés de los nuevos préstamos contratados a largo plazo

## Registros de deuda externa privada no financiera 1/

(Sin arrendamiento financiero)

Período	Prime Rate		Libor 2/		Fija		Sin interés 3/	Monto total
	Millones de dólares	Spread %	Millones de dólares	Spread %	Millones de dólares	Tasa %		
1994	424,7	2,5	1.763,0	2,1	692,0	9,2	28,0	2.907,7
1995	207,4	3,5	1.998,6	2,6	978,7	11,3	89,9	3.274,6
1996	350,7	1,4	3.749,0	2,0	523,1	11,0	92,3	4.715,1
1997	57,7	2,4	1.579,3	2,4	419,5	11,9	177,6	2.234,1
1998	12,2	1,5	1.235,3	3,1	152,4	7,4	257,5	1.657,5
1999	24,2	2,3	813,2	2,4	179,4	9,8	309,4	1.326,2
2000	352,6	2,8	1.433,8	2,9	154,3	11,9	253,1	2.193,7
2001 (p)	18,4	2,1	1.648,1	2,6	233,1	7,8	236,7	2.136,3
2002 (p)	18,4	2,7	1.169,9	2,1	201,7	6,2	244,2	1.634,3
2003 (pr)	8,0	1,4	383,6	3,6	592,5	8,5	364,4	1.348,5

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

1/ Excluye los créditos con plazo de un mes o menos, ya que presentan una rotación muy alta. Excluye los registros cuya moneda original no son dólares de los Estados Unidos.

2/ Corresponde a la tasa *libor* a tres meses.

3/ Incluye operaciones de crédito comercial, en las cuales no se pacta una tasa de interés explícita.

Fuente: Banco de la República, SGEE y DCIN.

Cuadro 10

Flujos de endeudamiento externo privado  
Emisiones de bonos y arrendamiento financiero

(Millones de dólares)

Año	Arrendamiento financiero				Bonos			
	Desemb.	Amort.	Neto	Saldo	Desemb.	Amort.	Neto	Saldo
1990	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
1991	0,0	0,0	0,0	0,0	50,0	0,0	50,0	50,0
1992	86,0	0,0	86,0	86,0	50,0	0,0	50,0	100,0
1993	354,0	27,0	327,0	413,0	0,0	0,0	0,0	100,0
1994	587,3	46,2	541,1	824,5	636,8	75,6	561,2	661,2
1995	533,1	76,3	456,9	1.281,4	603,4	126,5	477,0	1.038,2
1996	382,5	121,0	261,5	1.542,9	384,7	84,4	300,3	1.549,7
1997	631,0	165,2	465,8	2.008,7	121,8	43,5	78,3	1.650,0
1998	796,0	192,0	604,0	2.612,7	44,3	248,3	(204,0)	1.510,0
1999	464,0	250,2	213,8	2.826,5	52,5	219,8	(167,3)	1.048,7
2000	85,1	194,2	(109,1)	2.717,4	53,0	57,8	(4,8)	1.043,9
2001 (p)	46,2	257,1	(210,9)	2.506,5	25,8	48,2	(22,4)	1.021,5
2002 (p)	135,2	294,9	(159,7)	2.346,8	4,3	534,7	(530,4)	491,2
2003 (pr)	280,2	591,7	(311,5)	2.035,4	500,0	129,5	370,5	861,7

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

Fuente: Banco de la República, SGEE y DCIN.

Cuadro 11  
Emisión de bonos de deuda externa privada  
(1990-1997) 1/

Prestatario	Tipo de título	Monto en millones de dólares	Plazo en meses	Fecha de emisión	Tasa de interés %
Banco de Colombia 2/	Euronotas - I	50,0	60	Oct.-04-91	Lb 6 + 1,5
Banco de Colombia 2/	Euronotas - II	50,0	60	Sep.-25-92	Lb 6 + 1,5
Banco Ganadero	Euronotas	125,0	60	Ago.-26-94	9,75
Centragas S.A. 3/	Bonos	172,0	192	Dic.-94	10,65
Ocensa S.A. 3/	Bonos rule 144a	150,0	120	Jun.-95	9,35
Ocensa S.A. 4/	Bonos rule 144a	60,0	150	Jul.-07-95	9,66
Trangas S.A.	Bonos	240,0	180	Nov.-95	9,79
Comcel S.A. 5/	Senior <i>discount notes</i>	150,0	96	Nov.-28-95	13,125
Ocensa S.A. 4/	Bonos rule 144a	40,0	150	Abr.-29-96	9,37
Codad S.A.	Bonos	116,0	180	May.-31-96	10,19
Occel S.A. 6/	Senior <i>discount notes</i>	100,0	94	Jun.-07-96	14,0
Banco Andino	Boceas	5,0	60	Jun.-30-96	Prime + 1,5
Patrimonio autónomo IMPSA-FWA	Bonos senior garantizados	55,6	92	Ago.-15-96	9,53
Banco Andino	Boceas	5,0	60	Sep.-30-96	Prime + 1,5
Ocensa S.A. 4/	Bonos rule 144a	25,0	150	Oct.-15-96	9,34
Banco Andino	Boceas	12,0	60	Dic.-22-96	Prime + 1,5
<b>Total colocación</b>		<b>1.355,6</b>			

1/ Cifras a junio.

2/ A partir de 1994, el Banco de Colombia se privatizó.

3/ Respaldados por Ecopetrol.

4/ Respaldados por Triton.

5/ Cupón cero hasta noviembre de 2001.

6/ Cupón cero hasta marzo de 2001.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

nismo de *leasing*, pasó de un saldo estimado de US\$824 m en 1994 a US\$2.043 m en 1997. Este es un instrumento comúnmente utilizado para financiar la adquisición de bienes de capital, y en especial se orientó al arrendamiento de aeronaves, máquinas, aparatos y material eléctrico, turbinas y compresores e instrumentos de óptica y fotografía. En el Anexo se presenta un análisis más detallado de las operaciones de arrendamiento financiero.

## B. Período de 1998 a 2003, caída del endeudamiento externo y cambios en la estructura de financiamiento

Durante este lapso, los flujos netos de endeudamiento privado se redujeron ostensiblemente por efecto, como ya se mencionó, del cierre de los mercados internacionales y del deterioro de la situación interna. El saldo de la deuda externa privada disminuyó en cerca de 24%, al pasar de

US\$15.281 m en 1998 a US\$11.630 m, en diciembre de 2003. Se destaca en este período la caída de 31% (US\$ 3.858 m) en el endeudamiento privado de largo plazo, la cual fue parcialmente compensada por el incremento en la financiación de corto plazo de 7,0% (US\$208 m), favorecido en parte, por el relajamiento de los controles al endeudamiento externo de corto plazo, tal y como se aprecia en el Gráfico 4.

De esta manera, la estructura de plazos de financiamiento se ha orientando hacia vencimientos más cortos.

En efecto, de acuerdo con la información de nuevos créditos contratados y registrados en el BR, entre 1998 y 2003, el 54% del total correspondió a plazos inferiores a 18 meses, llegando a 58% en 2003.

Como se mencionó anteriormente, en 1997 el 75% de los créditos se contrató a plazos superiores a 18 meses (Cuadro 6).

Por su parte, la información por sectores refleja que durante este período se registró un proceso de desintermediación financiera en la contratación de crédito externo. Así, fue notorio el descenso en la participación del SPF en el saldo total de la deuda, al pasar de 25% en promedio entre 1990 y 1997 a 12,6% en promedio entre 1998 y 2003, con lo cual, el

87,4% de la deuda externa privada estuvo en cabeza del SPNF (Gráfico 6).

A continuación se detalla la evolución de la deuda externa privada, de acuerdo con los plazos de contratación.

### *1. Operaciones de largo plazo*

Los recursos de crédito externo contratados por el sector privado a plazos superiores a un año, presentaron un descenso generalizado durante todo el período, al pasar de US\$12.278 m a US\$8.420 m, con

una disminución de 31,4% en el período (Cuadro 5). Este comportamiento se explica tanto por la reducción en los créditos contratados por las entidades financieras, que tuvieron una reducción en el saldo, de US\$1.669 m

(91%), como por las menores contrataciones directas del SPNF, US\$2.189 m (21% de disminución en el saldo).

#### *a. Sector privado financiero*

La caída de la financiación externa de largo plazo del SPF, se originó en el cierre de los mercados internacionales de crédito como consecuencia de la crisis financiera asiática y del atraso en el cumplimiento de las obligaciones externas por parte de algunos países latinoamericanos<sup>16</sup>. La menor oferta de recursos de financiación exter-

*En el período de 1998 a 2003 los flujos netos de endeudamiento privado se redujeron ostensiblemente por efecto del cierre de los mercados internacionales y del deterioro de la situación interna.*

<sup>16</sup> En particular Brasil y Ecuador (este último se atrasó en los pagos de un crédito Brady y sufrió una fuerte devaluación entre finales de 1998 y comienzos de 1999).

nos se manifestó en un aumento en el margen financiero o *spread* ligado a la percepción de un mayor riesgo-país<sup>17</sup>. Las cifras muestran que solo a partir del último trimestre de 2002 se registró un descenso en el indicador de riesgo país para Colombia (Gráfico 7).

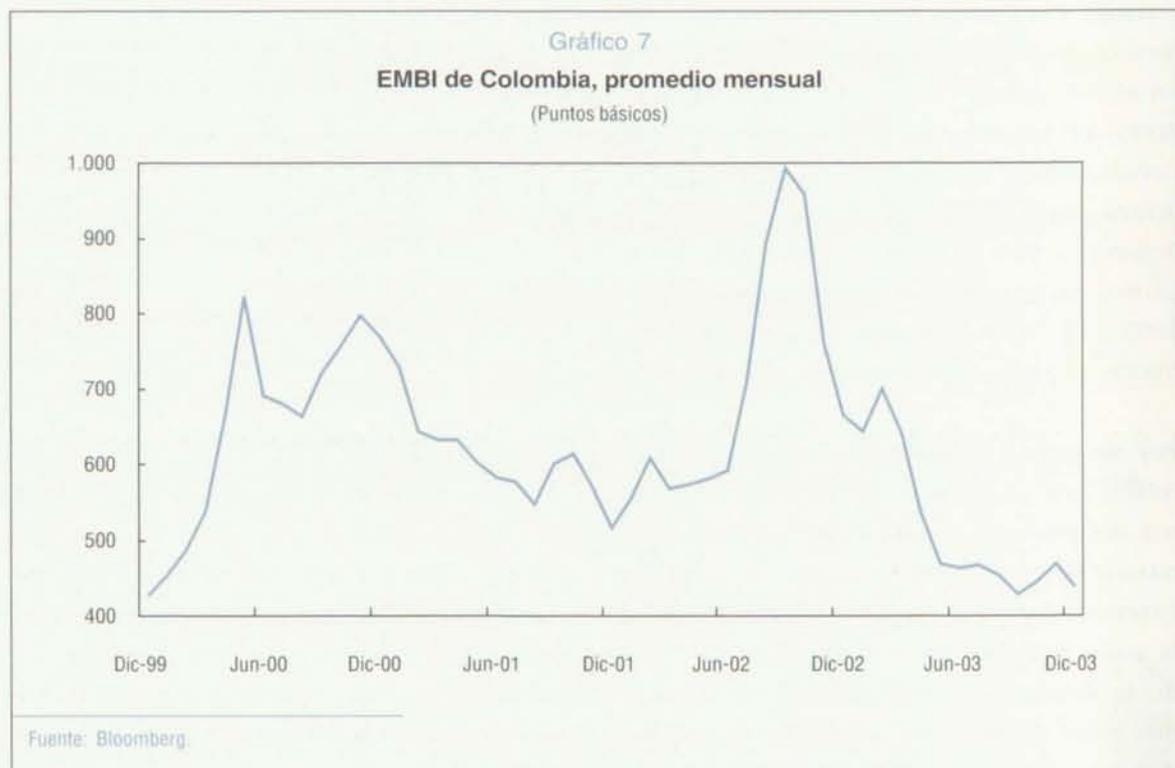
Dado lo anterior, la banca colombiana modificó la estructura de plazos de su deuda, cancelando créditos externos de largo plazo utilizados por el mismo sistema, cuyos pagos sumaron US\$414 m entre enero y junio de 1999. El resto de la caída en la deuda externa de largo plazo se explica por la menor demanda de cré-

dito para capital de trabajo y otros, a través del SPF.

Como se detalla a continuación, la caída en el saldo de la deuda externa contratada por el SPF también obedeció al cambio en la estrategia de financiación de los agentes, que prefirieron contratar créditos directamente con entidades financieras del exterior y no utilizar la intermediación del sistema financiero nacional.

#### b. Sector privado no financiero

El cierre de los mercados internacionales y la crisis interna, así como el bajo crecimiento de la economía, también repercu-



<sup>17</sup> En particular, algunas entidades del sistema financiero mencionaron que en el año 2000 el margen financiero relacionado con el riesgo-país para créditos de 90 días era de 300 puntos básicos (pb), para créditos de 180 días ascendía a 400 pb y para financiaciones de un año se incrementaba a 500 pb.

tieron sobre el desempeño de la deuda de largo plazo de las entidades privadas no financieras. En efecto, durante este período se suspendieron las colocaciones de bonos en el exterior, a la vez que se redujeron los desembolsos por arrendamiento financiero.

Es interesante anotar que durante este período el SPNF además de hacer *roll-over* sobre su deuda, efectuó pagos netos por \$1.738 m, ya que recibió recursos frescos por US\$10.094 m, al tiempo que efectuó amortizaciones por valor de US\$11.833 m, en parte, por la realización de una serie de prepagos de deuda externa (Cuadro 4). Si bien los desembolsos no alcanzaron las magnitudes del período anterior, sus condiciones financieras fueron mejores, dado el descenso en las tasas de interés internacionales, lo cual implicó un mejoramiento en el perfil de la deuda externa privada<sup>18</sup>. En el Cuadro 9 se aprecia que entre 1998 y 2003, en promedio, el 65% de los nuevos créditos contratados se pactó a la tasa *libor*, con un *spread* similar al observado entre 1994 y 1997, excepto en 2000 y 2003.

Por otra parte, del Cuadro 12 se deduce que durante este período las empresas privadas prepagaron deuda por valor de US\$3.574 m, equivalente al 30% del total de las amortizaciones, sobresaliendo los pagos efectuados en 2000 y 2003. Las mayores cancelaciones las realizaron empresas dedicadas a las actividades de co-

municaciones, bebidas y alimentos, sector eléctrico y minero. Como resultado de lo anterior, el servicio de la deuda externa del SPNF, como proporción del PIB privado, se elevó de 2,9% (US\$2.268 m) entre 1994 y 1997, a 5,8% (US\$3.784 m) en promedio entre 1998 y 2002.

## 2. Operaciones de corto plazo

El endeudamiento externo de corto plazo, aumentó US\$208 m (7,0%) durante este período, compensado por la caída en la deuda de largo plazo. Este aumento en la financiación a plazos cortos, se asocia con la necesidad de los agentes de reducir e incluso evitar altos costos financieros.

Adicionalmente, en los últimos años, la utilización de los recursos de corto plazo ha estado muy vinculada con la financiación de importaciones. El Gráfico 8 muestra la evolución del valor FOB de las importaciones de bienes efectuadas por el sector privado y de los mecanismos de pago de las mismas. Se aprecia que el descenso de las importaciones, de cerca de US\$4.500 m entre 1997 y 1999, coincidió con la reducción de la deuda de corto plazo, US\$1.170 m (34%). Paralelamente, entre 2000 y 2003, a la vez que la demanda de importaciones aumentó US\$2.642 m, la financiación de corto plazo se incrementó, aunque en menor proporción (US\$896 m, 39%).

<sup>18</sup> La tasa *libor* se redujo de 5,9% en 1997 a 1,3% en promedio a junio de 2003.

Cuadro 12  
Deuda externa de largo plazo del sector privado no financiero

Año	Prepagos (Millones de dólares)	Amortizaciones totales (Porcentaje)
1997	523,1	23,4
1998	268,1	11,1
1999	530,4	18,0
2000	1.024,0	28,4
2001	326,0	12,8
2002	607,0	19,0
2003	819,0	29,6

Fuente: Banco de la República, SGEE con información de DCIN.

Es importante destacar que los recursos adquiridos a plazos inferiores a un año, para financiar las importaciones, se han originado principalmente en contrataciones directas de los agentes con entidades financieras del exterior<sup>19</sup>. Esto refleja un cambio en la estrategia de financiación del sector privado y explica la importante disminución en el saldo de la deuda externa de las entidades financieras, 52% (US\$719 m), y el aumento de la misma en cabeza del SPNE, US\$927 m, 58%.

A continuación se analizan en mayor detalle los cambios registrados en las fuentes de financiación de importaciones y en la estructura de costos de los créditos contratados.

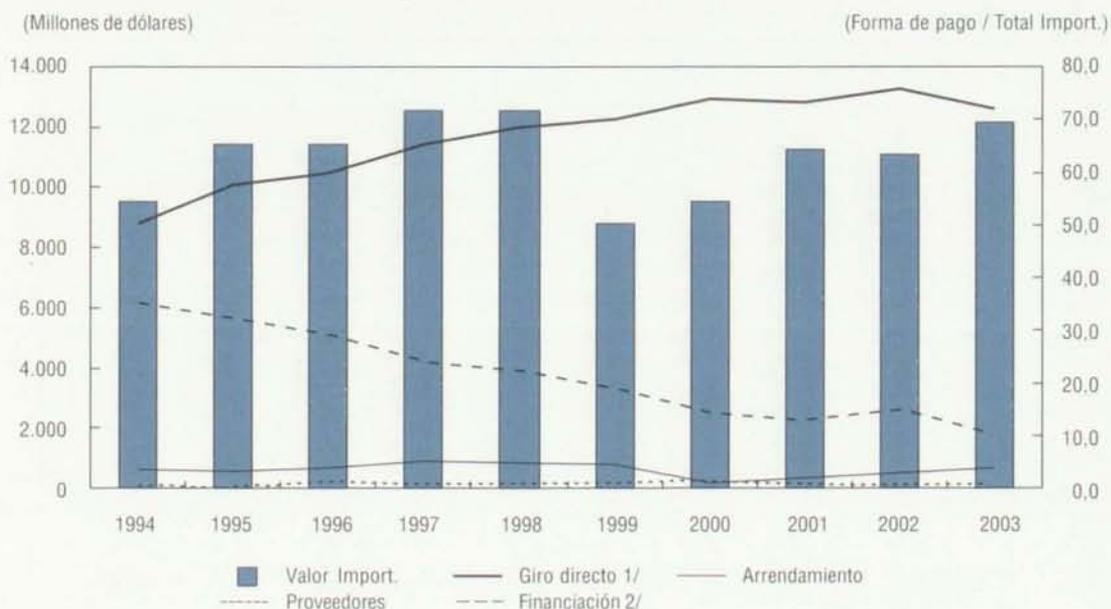
#### **IV. FUENTES DE FINANCIACIÓN DE LAS IMPORTACIONES Y COSTOS**

##### **A. Cambios en las fuentes de financiación**

Los agentes colombianos pueden financiar la adquisición de bienes producidos en el exterior a través de diferentes modalidades: i) pueden contratar la forma de pago directamente con el proveedor del bien. Esta modalidad se halla exenta de registro ante el Banco de la República, siempre que el plazo de pago no sea superior a seis meses ni mayor a US\$10.000; ii) acceder a financiación directamente con entidades del exterior, y iii) obtener financiación a través de una carta de crédito respaldada

<sup>19</sup> En el período de análisis, el flujo de crédito de proveedores se ha mantenido estable en niveles cercanos a US\$100 m por año. A su vez, las importaciones adquiridas mediante el mecanismo de arrendamiento financiero, pasaron de US\$635 m en 1997 a US\$482 m en diciembre de 2003.

Gráfico 8  
**Importaciones y forma de pago**



1/ Divisas + Cuentas de compensación y pagos anticipados.

2/ Cartas de crédito.

Fuente: DIAN.

por un intermediario del mercado cambiario, autorizado para tal fin.

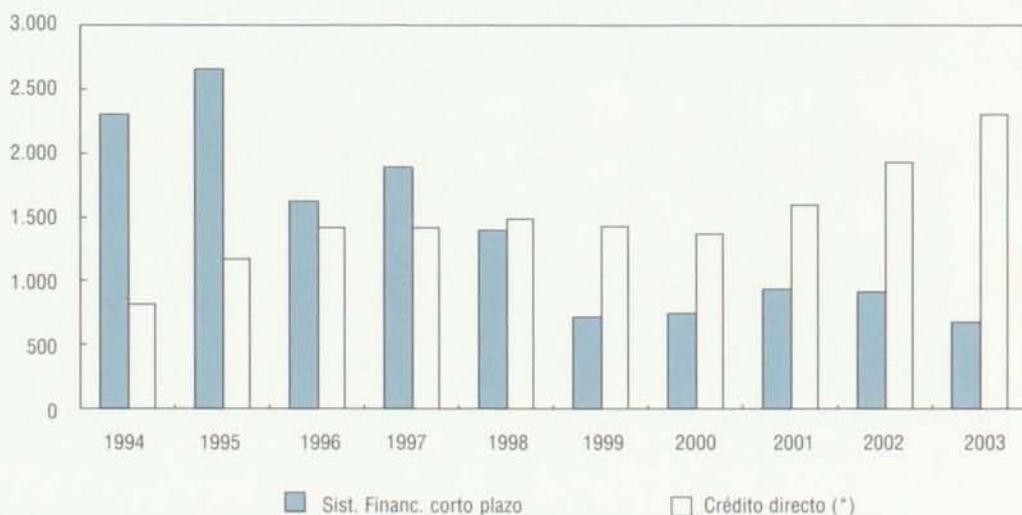
El Gráfico 9 y el Cuadro 13 presentan la evolución de las fuentes de financiación de las importaciones privadas, a partir del año 1994<sup>20</sup>. En particular, es posible afirmar que hasta 1997 las líneas de crédito del sistema financiero colombiano eran la principal fuente de financiación de las importaciones, destacándose el

año 1994, cuando representaban el 74% de la financiación total de las mismas. A partir de 1998 la utilización de la financiación directa de las importaciones ha compensado la reducción en el financiamiento a través del crédito otorgado por el sistema financiero<sup>21</sup>. En efecto, el crédito directo aumentó su participación en la financiación total de importaciones de 43% en 1997 a 77% en diciembre de 2003.

<sup>20</sup> La información concerniente a los créditos directos se obtuvo de la base de deuda externa del Departamento de Cambios Internacionales (DCIN). Esta información se complementa con una estimación que se realiza para los créditos contratados inferiores a US\$10.000 y a un plazo no mayor a seis meses. La utilización de las líneas de crédito del sistema financiero con la banca corresponsal es suministrada semanalmente a la SGEE por parte de los IMC.

<sup>21</sup> El pago directo se define como la suma de las operaciones de giro directo, los pagos a través de cuentas de compensación y los pagos anticipados.

**Gráfico 9**  
**Financiación de importaciones**  
**y saldo de la deuda externa del sistema financiero**  
(Millones de dólares)



(\*) Crédito comercial + Préstamos de corto plazo.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

**Cuadro 13**  
**Estructura de financiación de importaciones**

Año	Saldo (Millones de dólares)			Participación %	
	Total	Financiamiento directo 1/	Endeudamiento sistema financiero corto plazo 2/	Financiamiento directo 1/	Endeudamiento sistema financiero corto plazo 2/
1994	3.121,6	820,2	2.301,4	26,3	73,7
1995	3.823,8	1.169,6	2.654,3	30,6	69,4
1996	3.037,9	1.417,4	1.620,5	46,7	53,3
1997	3.308,9	1.416,1	1.892,9	42,8	57,2
1998	2.873,0	1.480,4	1.392,6	51,5	48,5
1999	2.151,3	1.431,0	720,4	66,5	33,5
2000	2.109,7	1.366,4	743,4	64,8	35,2
2001	2.528,5	1.595,5	933,0	63,1	36,9
2002	2.841,6	1.924,9	916,7	67,7	32,3
2003	2.972,8	2.298,3	674,5	77,3	22,7

1/ Crédito comercial y préstamos de corto plazo.

2/ Deuda del sistema financiero a través de bancos corresponsales.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

La mayor utilización del mecanismo de financiación directa se refleja en el aumento de los giros directos como forma de pago de las importaciones. Así, como se aprecia en el Gráfico 8, en 1994 los giros directos representaban el 50,0% del pago total de importaciones, mientras que a diciembre de 2002, este se elevó a 76,0%. En tal sentido se encontró que, al cierre de 2002, el 87% de la contratación directa de créditos externos de corto plazo estaba concentrada en las empresas importadoras más grandes, cuya característica común es tener un componente importante de capital extranjero que les facilita el acceso al crédito externo directo<sup>22</sup>.

## B. Costos de financiación de los créditos directos con el exterior<sup>23</sup>

En el Cuadro 14 se presenta la información correspondiente a las tasas de interés y *spread* promedio, negociadas por las empresas importadoras entre 1994 y diciembre de 2003, por el SPNF<sup>24</sup>. Así mismo, se muestra la distribución de los créditos contratados de acuerdo con las diferentes tasas de interés pactadas.

De acuerdo con esta información, es posible afirmar lo siguiente:

El conjunto de tasa de interés y de márgenes financieros presenta un comportamiento descendente, especialmente a partir de 2001.

- El 78% de los créditos contratados de manera directa por las empresas importadoras entre enero de 1994 y diciembre de 2003, se pactaron a la tasa *libor* a tres meses. Estos créditos corresponden principalmente a financiación otorgada por entidades financieras del exterior. Los créditos adquiridos a tasa *fija*, en su mayoría con proveedores, fueron la segunda fuente de crédito más utilizada por los importadores privados, con el 18% del total, y la financiación establecida a tasa *prime* abarca el 4% restante de la deuda contratada en el período.
- Los créditos contratados a tasa *libor* presentan los costos más bajos del período, excepto entre 1999 y el año 2001, cuando la financiación menos costosa correspondió a los préstamos pactados a tasa *fija*, en particular a los créditos otorgados por las casas matrices a sus firmas vinculadas en Colombia.

## V. CONCLUSIONES

Factores como la afluencia de capitales externos hacia América Latina, el descubrimiento de nuevos yacimientos petrolíferos, la liberación de la cuenta corriente y la de capitales, así como el programa de privatizaciones de empresas del sector público, explicaron en parte la dinámica de los flujos de capital hacia Colombia, entre 1990 y 1997. Los capitales que ingresaron

<sup>22</sup> Dicho cálculo se efectuó a partir de cruces de información entre la base estadística de importaciones de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y la de deuda externa del DCIN del Banco de la República.

<sup>23</sup> No se dispone de información histórica de costos financieros para años anteriores a 1994.

<sup>24</sup> Se excluyen los créditos contratados para realizar operaciones de arbitraje e inversiones en el exterior.

Cuadro 14

**Deuda externa sector privado no financiero - Corto plazo**  
**Préstamos y crédito comercial de empresas importadoras**

(Tasa de interés promedio de contratación ponderada por monto - Efectivo anual)

	Tasa <i>Prime</i>			Tasa <i>libor</i>			Tasa Fija			
	Monto	Prime (a)	Spread (b)	Tasa (c)	Monto	Prime (a)	Spread (b)	Tasa (c)	Monto	Tasa
1994	5,8	7,1	1,7	8,9	107,1	5,1	3,6	8,6	2,4	5,7
1995	21,6	8,8	0,7	9,5	269,8	6,1	1,6	7,7	1,8	7,2
1996	5,9	8,3	1,5	9,8	21,3	5,6	1,7	7,3	0,4	9,0
1997	0,5	8,4	1,7	10,2	33,8	5,9	0,8	6,7	0,1	10,7
1998	2,6	8,4	0,9	9,2	125,3	5,6	2,7	8,3	4,9	9,4
1999	9,3	8,0	1,4	9,4	192,7	5,5	2,4	8,0	16,7	7,1
2000	69,0	9,2	0,4	9,7	397,2	6,6	1,8	8,5	42,9	8,3
2001	5,0	6,9	1,2	8,1	457,1	3,7	1,3	5,1	146,4	4,9
2002	3,8	4,7	1,6	6,3	730,1	1,9	1,5	3,4	240,9	4,2
2003	5,6	4,1	2,1	6,3	389,2	1,2	1,3	2,5	155,9	4,4
<b>Total</b>	<b>129,1</b>				<b>2.723,8</b>				<b>612,3</b>	

Deuda por tasas	Monto (Millones de US\$)	Particip. (%)
<i>Prime</i>	129,1	3,7
<i>Libor</i>	2.723,8	78,6
Fija	612,3	17,7
<b>Total</b>	<b>3.465,2</b>	<b>100,0</b>

(c) = (a) + (b).  
Fuente: Banco de la República, SGEE con información de DCIN.

contribuyeron a financiar el crecimiento económico colombiano en la primera mitad de los noventa y correspondieron principalmente a los aportes de inversión extranjera directa y a endeudamiento externo. Fue especialmente notorio el crecimiento del saldo de la deuda externa del sector privado, que aumentó 44% en promedio anual, entre 1990 y 1997.

Posteriormente, las crisis financieras internacionales que se desarrollaron desde finales del año 1997 ocasionaron el

cierre de los mercados internacionales, lo cual, aunado a la caída en los términos de intercambio, al deterioro de la situación fiscal y a la incertidumbre generada por la situación política interna, se manifestó en una reducción en las entradas de capital, especialmente de endeudamiento externo privado. De esta forma, a partir de 1998 el saldo de la deuda externa privada disminuyó en cerca de 20%.

En los últimos 14 años se observó una recomposición en la estructura de pla-

---

zos de la deuda externa privada. Así, mientras que entre 1990 y 1997 la deuda contratada a plazos superiores a un año llegó a representar más del 70% de la deuda externa privada total, a partir de 1998 las contrataciones se orientaron hacia vencimientos más cortos. De esta forma, entre 1998 y 2003, el 54% del total de la deuda privada correspondió a plazos inferiores a 18 meses, llegando a 67% durante 2002 según registros de deuda externa. Se mencionó en este documento, que las mayores contrataciones a largo plazo observadas en la primera mitad de la década de los noventa estuvieron asociadas tanto con los controles a las entradas de capital de corto plazo, adoptados por la JDBR en 1993, como con las necesidades de financiación del sector privado para adquirir los activos en venta del sector público.

Se destacó en este análisis que con la liberación de los flujos de capital el sector privado recurrió a fuentes alternas de financiamiento, como mecanismo para adquirir recursos frescos y condiciones menos onerosas, aprovechando la apertura de los mercados internacionales. Así, tanto el sector público como el privado, lograron entrar de manera exitosa en los mercados internacio-

nales a través de la emisión de bonos, a la vez que profundizaron el esquema de financiación de importaciones mediante el mecanismo de arrendamiento financiero. El saldo de la deuda financiada por el sector privado mediante ambos mecanismos pasó de US\$186 m en 1992 a US\$3.659 m en 1997, aunque posteriormente se redujo a US\$2.838 m en 2002.

Por su parte, la información por sectores muestra que a partir de 1998 se comenzó a presentar un proceso de desintermediación financiera en la contratación del crédito externo privado. Así, los créditos contratados por el sector financiero privado mostraron un marcado descenso en su participación en el saldo total de la deuda externa privada, al pasar de 25% en promedio entre 1990 y 1997 a 12% en promedio entre 1998 y 2003. En particular, en los últimos años el 88% de la deuda externa privada

ha estado en cabeza del sector privado no financiero. Lo anterior obedece en parte, al cambio en la financiación de importaciones por parte del sector privado, la cual se ha realizado sobre todo a través de contrataciones directas con entidades financieras del exterior, principalmente de recursos de corto plazo.

*En los últimos 14 años se observó una recomposición en la estructura de plazos de la deuda externa privada. Así, mientras que entre 1990 y 1997 la deuda contratada a plazos superiores a un año llegó a representar más del 70% de la deuda externa privada total, a partir de 1998 las contrataciones se orientaron hacia vencimientos más cortos.*

---

## ANEXO

# DEUDA EXTERNA, POR ARRENDAMIENTO FINANCIERO

### *I. ASPECTOS CONCEPTUALES Y TRATAMIENTO ESTADÍSTICO*

La operación de arrendamiento financiero es un contrato en el que el arrendador cede el uso de un activo productivo al arrendatario a cambio del pago periódico de un canon de arrendamiento. Al vencimiento de dicho contrato el activo puede ser restituido a su propietario o también puede ser adquirido por el arrendatario según lo pactado en el contrato<sup>1</sup>. No obstante, en este tipo de operaciones generalmente se paga renta por toda (o casi toda) la vida útil del bien y, por lo tanto, el valor de la renta permite al arrendador recuperar todo (o casi todo) el valor del bien<sup>2</sup>.

Por su naturaleza, cuando el arrendador es una entidad no residente en Colombia los contratos de arrendamiento financiero se asimilan a operaciones de endeudamiento externo por medio de las cuales se financia la importación de bienes y ser-

vicios<sup>3</sup>. Por esta razón, su tratamiento estadístico en la balanza de pagos es similar al de los préstamos. Los pagos efectuados por el arrendatario se dividen en intereses y reembolso de principal y reducen gradualmente el valor del activo del arrendador y el pasivo del arrendatario. En Colombia, las importaciones de bienes y servicios efectuadas mediante la modalidad de arrendamiento financiero fueron reglamentadas en 1993<sup>4</sup>. Por asimilarse a una operación de financiamiento externo, los arrendatarios están obligados a registrar este tipo de contratos ante el Banco de la República. Mediante este procedimiento, el usuario adquiere el derecho a girar las divisas relacionadas con el contrato de arrendamiento hasta por un monto igual al registrado.

Para el tratamiento estadístico, el desembolso de una operación de arrendamiento financiero se contabiliza cuando se efectúa el traspaso de los bienes del

---

<sup>1</sup> La devolución del bien es frecuente en los contratos pactados por empresas de transporte aéreo. Sin embargo, en los sectores eléctrico y de telecomunicaciones, dada la naturaleza de estas actividades, generalmente no se efectúa la devolución.

<sup>2</sup> Es necesario diferenciar el arrendamiento financiero de los contratos de arrendamiento operativo, ya que en estos últimos el plazo del contrato es menor que la vida útil del activo y los pagos se hacen en forma de servicios.

<sup>3</sup> Este tratamiento se realiza en concordancia con el *Manual de Balanza de Pagos*, V ed., del Fondo Monetario Internacional; la *Guía para compiladores y usuarios de estadísticas de deuda externa*, 2003, con participación del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico.

<sup>4</sup> Operaciones autorizadas en el Decreto 913 de 1993, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

arrendador al arrendatario. Su cálculo se realiza a partir de las estadísticas aduaneras de la DIAN y el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE). Por otra parte, las amortizaciones se estiman a partir de los contratos reportados por los agentes al Banco de la República, en los cuales se informa el valor del contrato, las condiciones financieras, el plan de amortización y las características del prestatario y del prestamista. Cuando en algunos contratos no se ejerce la opción de compra y/o se retornan los bienes al arrendador antes del vencimiento de los mismos, se disminuye el saldo de las obligaciones externas del país registradas ante el Banco de la República y se registra la devolución como una reexportación de un bien.

## II. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA POR ARRENDAMIENTO FINANCIERO

Desde 1993, la economía colombiana ha utilizado el arrendamiento financiero para financiar actividades relacionadas con el transporte aéreo y las infraestructuras de telecomunicaciones y la eléctrica. En el Cuadro A1, se aprecia la evolución del saldo de deuda externa por arrendamiento financiero en el período de 1994 a junio de 2003. Entre 1994 y el año 2002, el saldo se elevó de US\$824 m (1,0% del PIB) a US\$2.441 m (3,0% del PIB), con un incremento acumulado de US\$1.617 m. Durante 2003, dicho saldo se redujo en US\$330 m, con lo que estas obligaciones

Cuadro A1  
Saldos de deuda externa de Colombia, por arrendamiento financiero

	Millones de dólares			Como porcentaje del PIB		
	Privada	Pública	Total	Privada	Pública	Total
1994	824	0	824	1,0	0,0	1,0
1995	1.281	0	1.281	1,4	0,0	1,4
1996	1.543	19	1.562	1,6	0,0	1,6
1997	2.009	35	2.043	1,9	0,0	1,9
1998	2.613	63	2.676	2,7	0,1	2,7
1999	2.827	89	2.916	3,3	0,1	3,4
2000	2.717	106	2.823	3,2	0,1	3,4
2001 (p)	2.507	97	2.604	3,1	0,1	3,2
2002 (p)	2.347	94	2.441	2,9	0,1	3,0
2003 (pr)	2.035	76	2.111	2,6	0,1	2,7

(p) Provisional.  
(pr) Preliminar.  
Fuente: Banco de la República. SGEE.

se sitúan en US\$2.111 m (2,7% del PIB), que equivalen al 6,1% del volumen total de la deuda externa colombiana y 15,4% de los ingresos anuales por exportaciones de bienes y servicios.

Por sectores, el saldo de la deuda externa por arrendamiento financiero presentó variaciones en su composición. Los agentes privados redujeron su participación en el saldo total de 100,0% en 1993 a 96,3% en 2000, desde entonces esta participación se ha mantenido en niveles similares. Por plazos de contratación se ha observado una disminución; en efecto, en tanto que entre 1994 y 2000 los contratos se pactaron a un promedio de 10 años en los años recientes, 2001 a 2003, el plazo promedio cayó a seis años (Cuadro A2). Por costos financieros, según lo informado al Banco de la República, del monto total contratado, el 11,5% se pactó a tasa de interés fija y el 88,5% bajo tasa de interés variable (86% a *libor* y 2,5% a *prime*).

Los recursos obtenidos han financiado importaciones de bienes de capital tales como equipos de navegación aérea, calderas de vapor, turbinas y compresores, aparatos de óptica y fotografía, y máquinas, aparatos y material eléctrico (Cuadro A3).

En el Gráfico A1 se observa para diciembre de 2003 la composición del saldo de la deuda externa por arrendamiento financiero según actividad económica. Del saldo total (US\$2,111 m), el 37% (US\$788 m) corresponde a obligaciones de compañías relacionadas con el transporte aéreo, el 23% (US\$482 m) a empresas que suministran electricidad, gas y agua, y el 15% (US\$309 m) a entidades de servicios de telecomunicaciones, entre otros.

Durante el período de 1994 a 2003, Colombia recibió un flujo neto de US\$1.828 m por concepto de arrendamiento financiero, resultado de desembolsos por US\$4.098 m y amortizaciones por US\$2.270 m (Cuadro A4).

**Cuadro A2**  
**Deuda externa, por arrendamiento financiero**  
(Plazos promedio de contratación - Ponderación por monto)

Año de registro	Meses	Años
1997	110	9
1998	99	8
1999	94	8
2000	166	14
2001	53	4
2002	89	7
2003	80	7
<b>Total período</b>	107	9

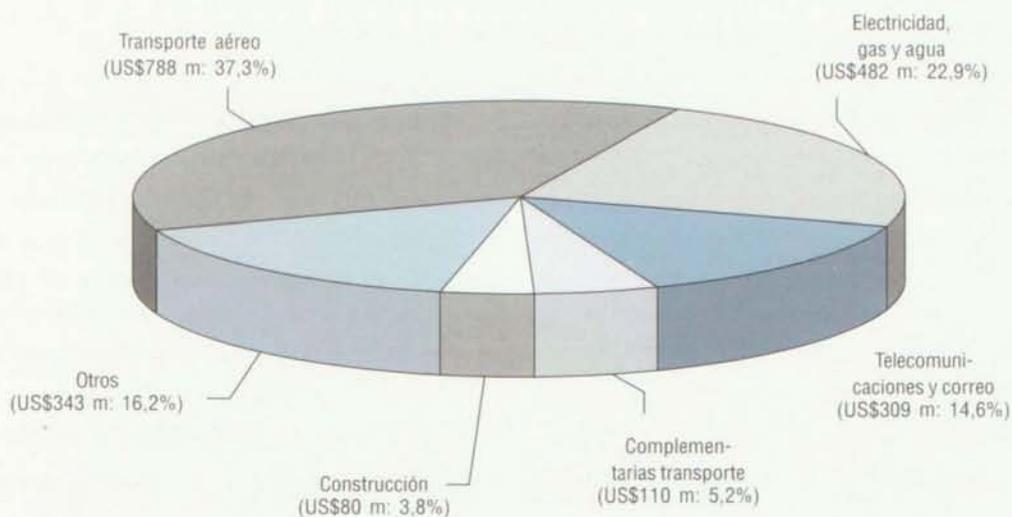
Fuente: Banco de la República, SGEE con información del DCIN.

**Cuadro A3**  
**Deuda externa, por arrendamiento financiero**  
**Desembolsos, según código arancelario**  
(Millones de dólares)

Capítulo / Año	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Navegación aérea o espacial	469	129	120	192	365	359	103	39	128	231
Turbinas, motores y compresores	46	200	137	219	138	55	13	5	8	51
Máquinas, aparatos y material eléctrico	54	156	122	200	272	74	4	1	4	9
Instrumentos de óptica y fotografía	15	31	18	28	44	7	0	0	0	1
Navegación marítima y fluvial	3	13	0	9	3	0	0	1	0	0
Otros	0	4	4	2	8	2	1	0	0	0
<b>Total</b>	<b>587</b>	<b>533</b>	<b>401</b>	<b>649</b>	<b>830</b>	<b>497</b>	<b>120</b>	<b>46</b>	<b>142</b>	<b>291</b>

Fuente: Banco de la República, SGEE con información de la DIAN.

**Gráfico A1**  
**Participación del saldo por arrendamiento financiero,**  
**según actividad económica, 2003**



Fuente: Banco de la República, SGEE.

**Cuadro A4**  
**Flujo de la deuda externa de Colombia, por arrendamiento financiero**  
(Millones de dólares)

	Sector público			Sector privado			Total		
	Desemb.	Amortiz.	Neto	Desemb.	Amortiz.	Neto	Desemb.	Amortiz.	Neto
1994	0	0	0	587	46	541	587	46	541
1995	0	0	0	533	76	457	533	76	457
1996	19	0	19	383	121	262	401	121	280
1997	18	3	16	631	165	466	649	168	482
1998	34	5	28	796	192	604	830	197	632
1999	33	6	26	464	250	214	497	257	240
2000	35	19	16	85	194	(109)	120	213	(93)
2001 (p)	0	8	(8)	46	257	(211)	46	266	(219)
2002 (p)	7	9	(3)	135	295	(160)	142	304	(162)
2003 (pr)	11	30	(19)	280	592	(311)	291	622	(330)

(p) Provisional.

(pr) Preliminar.

Fuente: Banco de la República, SGEE.

Los mayores desembolsos se registraron entre 1994 y 1998, cuando su promedio anual fue de US\$600 m. Cabe anotar que esta dinámica<sup>5</sup> está asociada con las importantes tasas de crecimiento que presentaron los flujos de importaciones e inversiones extranjeras directas recibidas por los sectores eléctrico, de telecomunicaciones y manufacturero (Cuadro A3). Por su parte, los mayores montos por amortizaciones se realizaron en el período de 1999 a 2003, cuando se pagaron US\$332 m anuales en promedio.

Entre 1994 y 1999 ingresaron US\$3.498 m por desembolsos, absorbidos en un 97,0% por los agentes del sector privado y 3,0%

por las entidades públicas. Esta dinámica cambió de manera significativa entre 2000 y 2003, cuando sólo se recibieron US\$600 m, de los cuales 93,8% se dirigieron al sector privado (Cuadro A4).

Durante el período de análisis, las amortizaciones correspondientes a obligaciones por arrendamiento financiero se han incrementado de manera sostenida. Como proporción de las exportaciones de bienes y servicios, dichos pagos se elevaron de 0,44% (US\$46 m) en 1994 a 1,8% (US\$266 m) en 2001 y a 2,1% (US\$304 m) en 2002. Las amortizaciones por arrendamiento financiero totalizaron US\$2.053 m entre 1994 y 2003, las cuales fueron efec-

<sup>5</sup> La tasa de crecimiento promedio anual entre 1994 y 1998 es de 34,8%, en tanto que la tasa de crecimiento para el período de 1999 y 2003 es de -2,9%. Las inversiones se elevaron de US\$1.446 m en 1994 a US\$2.828 m en 1998 y las importaciones crecieron 23% durante el mismo período, destacándose el aumento en las compras externas de los bienes intermedios.

---

---

tuadas en un 97,3% por las entidades del sector privado y el restante 2,7% por las empresas del sector público (Cuadro A4). Durante 2003 se observaron amortizaciones por US\$622 m, entre las cuales se destacan las devoluciones de bienes efectuadas por empresas de transporte aéreo por un monto de US\$272 m.

### *III. CONSIDERACIONES FINALES*

- Desde su reglamentación en 1993, en Colombia se vienen realizando operaciones de endeudamiento externo bajo la modalidad de arrendamiento financiero. En estos contratos el arrendador cede el uso de un activo productivo al arrendatario a cambio del pago periódico de un canon de arrendamiento durante toda la vida útil del bien. Al final de este contrato, se establece una opción de compra por un valor residual pactado.
- El cálculo del saldo, desembolsos y amortizaciones de deuda externa asociadas a operaciones de arrendamiento financiero en Colombia es realizado por la SGEE del Banco de la República. En el período de 1994 a 2003 se han observado desembolsos por US\$4.098 m y amortizaciones por US\$2.270 m, que dan lugar a un saldo de obligaciones externas por este concepto de US\$2.111 m a diciembre de 2003.
- Los bienes de capital que han sido importados bajo esta modalidad en Colombia son, principalmente, en aviones, turbinas, motores, máquinas y aparatos eléctricos. El plazo de contratación ha variado al disminuir de 10 años en el período de 1994 a 2000, a seis años entre 2001 y 2003.