

NOTA EDITORIAL

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN COLOMBIA

El ingreso de capitales a Colombia en 2009 y 2010 estuvo enmarcado en un contexto de fuerte afluencia hacia las economías emergentes latinoamericanas; sin embargo, a diferencia de años anteriores, recientemente se ha observado una mayor salida de capitales del país para constituir inversiones en el exterior. Este fenómeno revela una creciente estrategia de internacionalización de las empresas locales, aunque una parte también se explica por decisiones de casas matrices que afectan el flujo de caja de sus filiales ubicadas en economías emergentes.

Los resultados reportados en la balanza de pagos de Colombia requieren de un análisis detallado de la composición e impacto de los flujos de capital. Como veremos, no todos estos flujos han sido fuente de financiamiento del déficit corriente de la economía. Así mismo, no todas las transacciones de capital registradas en la balanza de pagos han generado una oferta o demanda de divisas en el mercado cambiario local.

El propósito de esta Nota es describir las principales características de los flujos de capital, identificando aquellas transacciones que no financiaron el

gasto corriente y estimando su impacto sobre el mercado cambiario local. En una primera sección se describen los flujos de capital de acuerdo con su origen, plazo, modalidad y sector institucional al que se dirigieron. En la segunda parte se presenta la estimación de su impacto cambiario. En la tercera se expone la estimación de los flujos de capital que financiaron el déficit corriente de la balanza de pagos. Finalmente se presentan conclusiones.

I. EVOLUCIÓN, ORIGEN, SECTOR INSTITUCIONAL Y MODALIDAD DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

De acuerdo con los registros de la balanza de pagos, en los últimos años Colombia ha venido experimentando incrementos en las entradas de capitales externos que han sido parcialmente compensadas por salidas crecientes de capitales colombianos hacia el exterior. En particular, en 2010 las entradas de capitales externos alcanzaron USD19.906 m, superando el nivel alcanzado en 2009 (USD13.860 m). Estas entradas fueron compensadas, en parte, por las salidas de capitales colombianos, que en 2010 totalizaron USD8.102 m, ligeramente más altas a las de 2009 (Cuadro 1).

Como resultado de lo anterior, en 2010 la cuenta financiera registró un superávit de USD11.804 m, equivalente a 4,1% del PIB, superior a los USD6.254 m de 2009 (2,6% del PIB). Como se observa en el Gráfico 1,

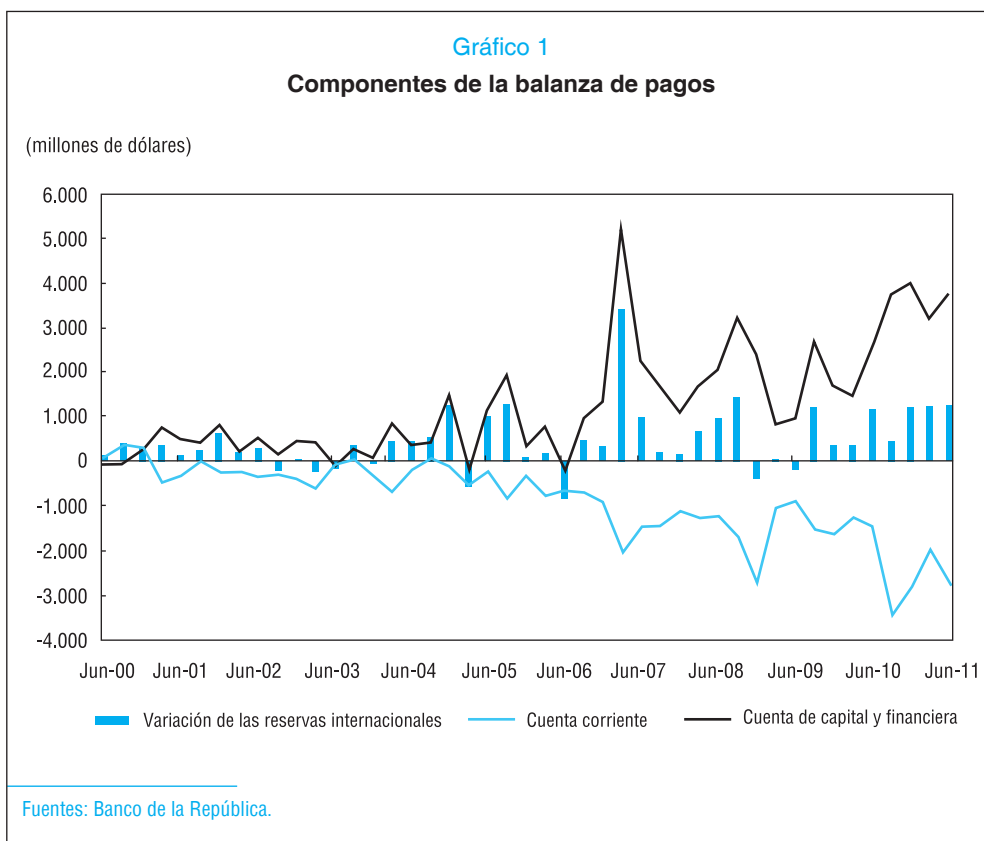
Cuadro 1			
Colombia: flujos netos de capital de la balanza de pagos según origen			
(millones de dólares)			
	2009	2010	Variación anual
1. Cuenta financiera total (2 + 3)	6.254	11.804	5.549
2. Flujos de capital extranjero	13.860	19.906	6.046
3. Flujos de capital colombiano	(7.605)	(8.102)	(497)

(+) entradas de capital; (-) salidas de capital.

1. Comprende los ingresos netos por concepto de inversiones extranjeras directas y de portafolio en el país, así como los préstamos y otros flujos de capital que los residentes adquieren del exterior.

2. Comprende las salidas netas por concepto inversiones extranjeras directas y de portafolio de Colombia en el exterior, así como los préstamos y otros flujos de capital que residentes colombianos otorgan al resto del mundo.

Fuente: Banco de la República (Balanza de pagos).



el superávit financiero fue utilizado para financiar el déficit de la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales.

En el Cuadro 2 se clasifican las entradas de capital extranjero en tres modalidades: i) inversión externa directa (IED), ii) inversión extranjera de portafolio (IEP) y iii) crédito externo neto (CEN).

En 2009 y 2010 los recursos por IED fueron la principal modalidad de ingreso de capital del exterior, con una participación del 51% en 2009 y 35% en 2010. En dichos años aumentó la participación de los créditos externos otorgados por los no residentes de 15% a 49%, respectivamente, mientras que la IEP participó con 34% en 2009 y con 16% en 2010.

Por otra parte, la salida de capital colombiano hacia el exterior se ha destinado principalmente a la inversión directa y de portafolio y, en menor medida, a otorgar de préstamos a no residentes. De acuerdo con el Cuadro 2, en el último año el 81% de las salidas de capitales colombianos se

Cuadro 2
Flujos de capital de la balanza de pagos por modalidad, origen y sector institucional

	2009		2010	
	Millones de dólares	Participación (porcentaje)	Millones de dólares	Participación (porcentaje)
1. Flujos de capital extranjero	13.860	100	19.906	100
Inversión extranjera directa ^{a/}	7.137	51	6.915	35
Inversión extranjera de portafolio	4.668	34	3.263	16
Largo plazo ^{b/}	4.822		913	
Corto plazo	(154)		2.349	
Crédito neto otorgados por no residentes a	2.054	15	9.729	49
Sector privado	(303)		8.029	
Largo plazo	1.156		4.430	
Corto plazo	(1.460)		3.599	
Sector público	2.358		1.700	
Largo plazo	2.570		1.044	
Corto plazo	(213)		656	
2. Flujos de capital colombiano	(7.605)	100	(8.102)	100
Inversión directa de Colombia en el exterior	(3.088)	41	(6.529)	81
Inversión colombiana de portafolio	(2.802)	37	(2.066)	26
Préstamos y otros flujos de capital ^{c/}	(1.716)	23	492	(6)
3. Cuenta financiera total (a + b)	6.254		11.804	

(+) entradas de capital; (-) salidas de capital.
a/ Ingresos brutos de IED menos reembolsos.
b/ El largo plazo corresponde a la colocación de bonos de Colombia en el exterior.
c/ Otros flujos de capital se refiere principalmente a los movimientos de depósitos en el exterior.
Fuente: Banco de la República (Balanza de pagos).

utilizaron en la adquisición de derechos accionarios sobre empresas en el exterior (inversión directa colombiana en el exterior, ICE).

II. EFECTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL DE LA BALANZA DE PAGOS SOBRE EL MERCADO CAMBIARIO EN 2010

Las transacciones financieras de la balanza de pagos impactan la economía colombiana de diversas maneras, dependiendo de su modalidad. En el caso

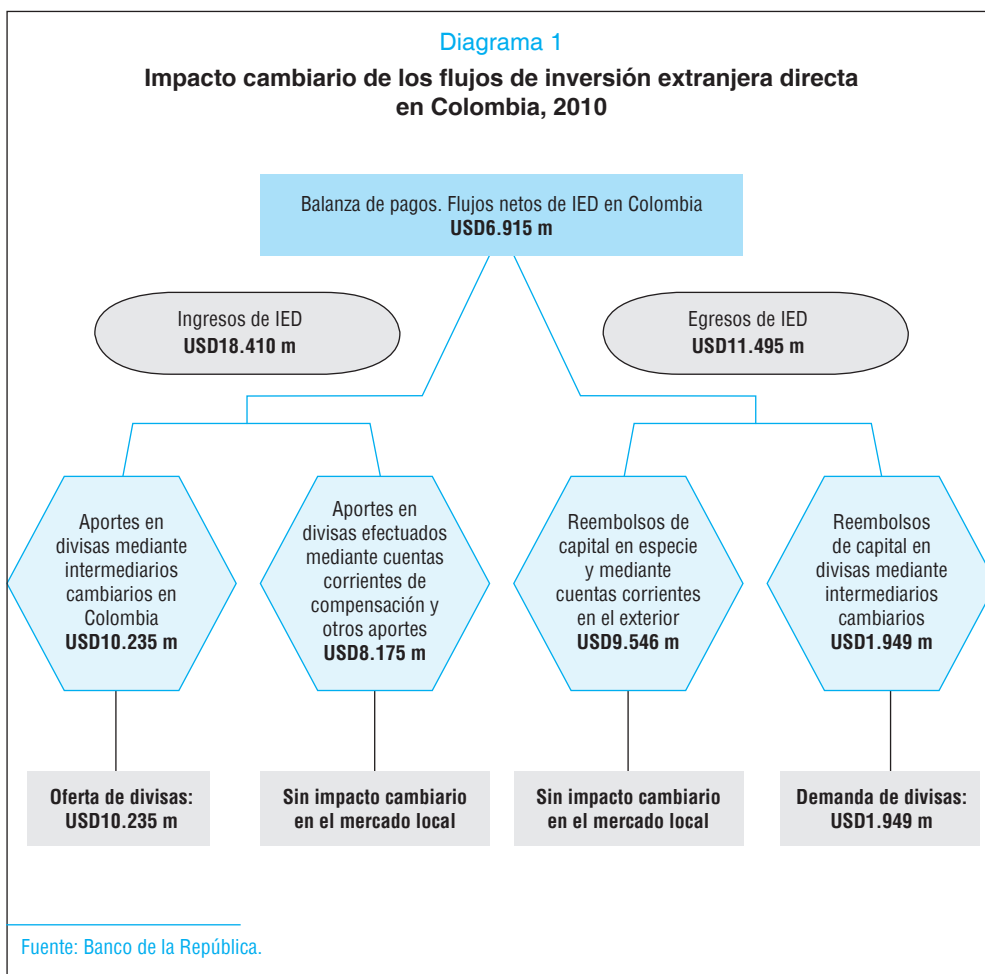
de las entradas de capital, estas solo afectan de manera directa la oferta de divisas en el mercado cambiario cuando son canalizadas mediante los intermediarios cambiarios (IMC), como ocurre con los aportes de capital en divisas de la IED o con las compras de activos financieros en el mercado local por parte de inversionistas extranjeros. En otros casos las entradas de capital no afectan el mercado cambiario porque las transacciones de la balanza de pagos se realizan mediante la entrada de un bien o la recepción de un servicio no financiero, como es el caso de los aportes de capital realizados con la modalidad de importación de bienes o de tecnología.

A su vez, los egresos de capital pueden o no traducirse en una demanda de divisas. Un ejemplo de egreso de capital que no implica una demanda de divisas ante los intermediarios cambiarios es el reembolso de capital en especie de las empresas receptoras de IED en Colombia a sus casas matrices en el exterior. Este es el caso de empresas extranjeras que producen y exportan productos minero-energéticos. La demanda de divisas se ve afectada cuando los agentes acuden a los IMC para efectuar giros al exterior relacionados con pagos de deuda externa, inversiones en el exterior, remisión de utilidades y otras transacciones de capital.

A continuación se presenta para 2010 el impacto directo sobre el mercado cambiario local de los principales flujos de capital de la balanza de pagos, según su modalidad.

A. Impacto directo sobre el mercado cambiario local de los flujos de inversiones directas reportados en la balanza de pagos

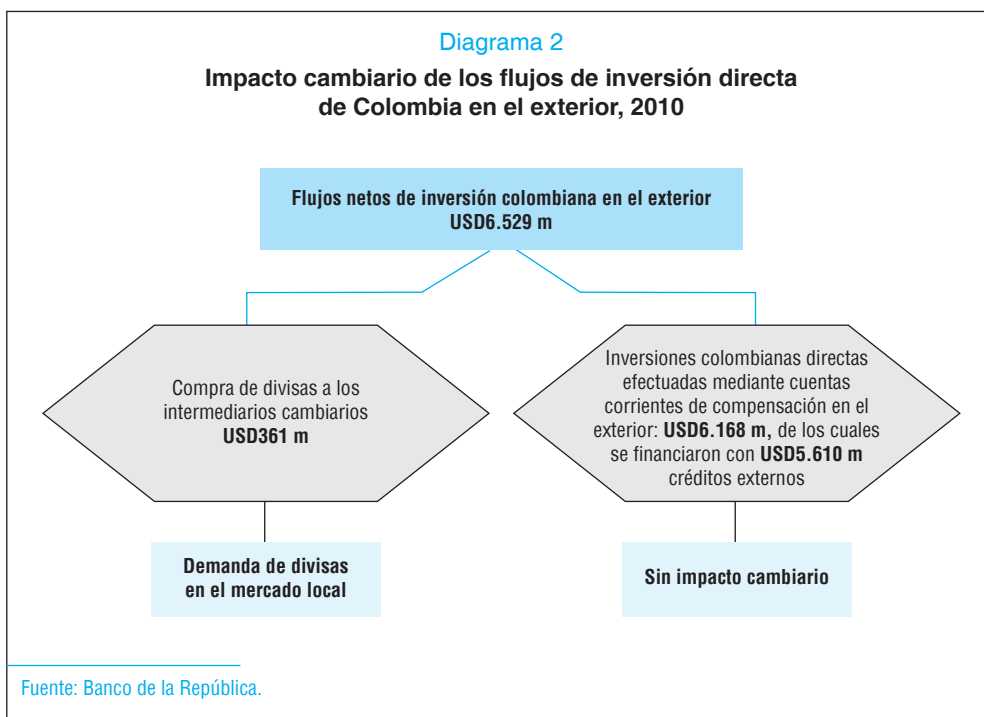
En el Diagrama 1 se observa que el flujo neto de IED reportado en la balanza de pagos fue el resultado de ingresos por USD18.410 m y de egresos por USD11.495 m. Del total de ingresos, USD10.235 m (56%) se recibieron en divisas, constituyéndose en oferta de dólares en el mercado colombiano, y el resto (USD8.175 m) en la forma de reinversión de utilidades y aportes en bienes y servicios. Estos últimos no fueron fuente de oferta de moneda extranjera en el mercado cambiario local. Los aportes en divisas son recibidos principalmente por empresas del sector petrolero y minero que los emplean en sus gastos locales. En el caso de los reembolsos de capital, que en 2010 ascendieron a USD11.495 m, la mayor parte (USD9.546 m) tuvo lugar en la forma de reembolsos en especie (compañías petroleras y carboneras) a través de cuentas corrientes de compensación en el



exterior. El valor restante (USD1.949 m), se giró por intermedio de los IMC, por lo que se tradujo en una demanda de divisas.

De lo anterior se concluye que los ingresos de divisas monetizados por IED fueron inferiores a los montos registrados en la balanza de pagos y que en el caso de los egresos el impacto cambiario fue aun menor.

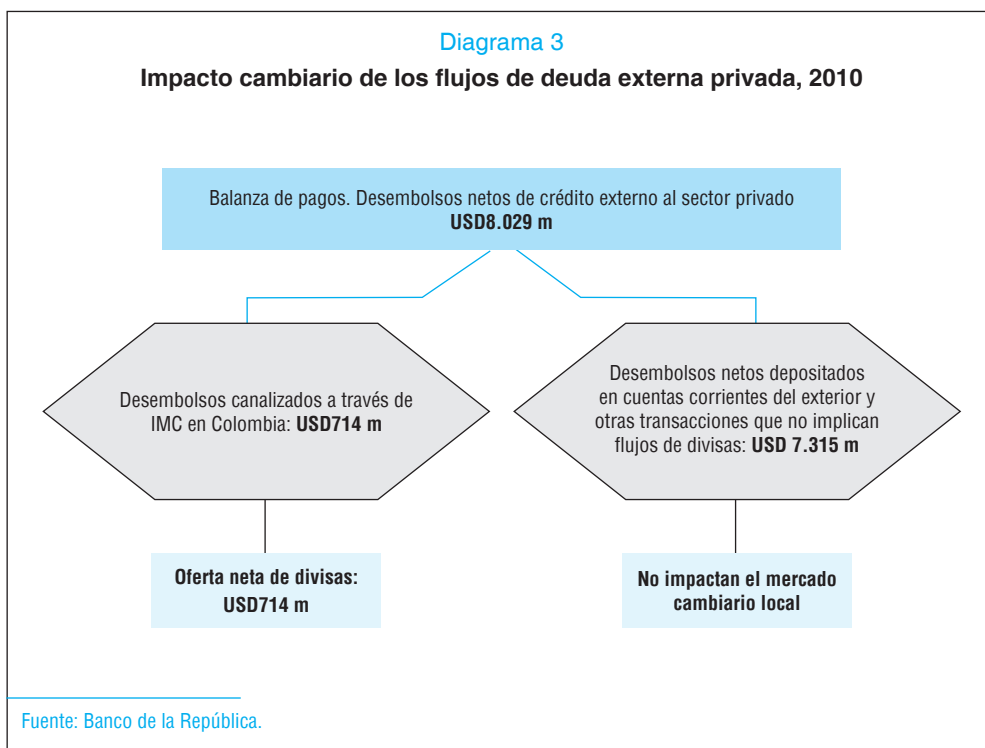
De manera similar se puede describir el impacto cambiario de los flujos de capital originados en la inversión directa de Colombia en el exterior (Diagrama 2). Del monto total de estas inversiones estimadas en el balanza de pagos en 2010 (USD6.529 m), solo USD361 m se observaron como una demanda de divisas al mercado cambiario. La diferencia correspondió principalmente a inversiones realizadas mediante cuentas corrientes de compensación (USD6.168 m).



Cabe destacar que en el último año una proporción importante de los flujos de inversión colombiana en el exterior fue financiada con créditos externos por USD5.610 m, lo cual contribuyó a explicar el bajo impacto de estos flujos de endeudamiento privado sobre el mercado cambiario local. Estas inversiones fueron realizadas, principalmente, por empresas de los sectores minero y financiero.

B. Impacto directo sobre el mercado cambiario local de los flujos de deuda externa contratados por el sector privado, reportados en la balanza de pagos

Como se ilustra en el Diagrama 3, los ingresos de capital originados en el desembolso neto de deuda externa privada totalizaron, de acuerdo con la balanza de pagos, USD8.029 m, de los cuales solo tuvieron impacto cambiario directo USD714 m. Esto se explica porque la mayor parte de los flujos de deuda se canalizaron mediante cuentas corrientes en el exterior y financiaron la compra de derechos accionarios sobre activos productivos externos. Adicionalmente, también se recibieron créditos de proveedores del exterior y, por tanto, la economía no recibió un flujo de divisas, sino de bienes importados.



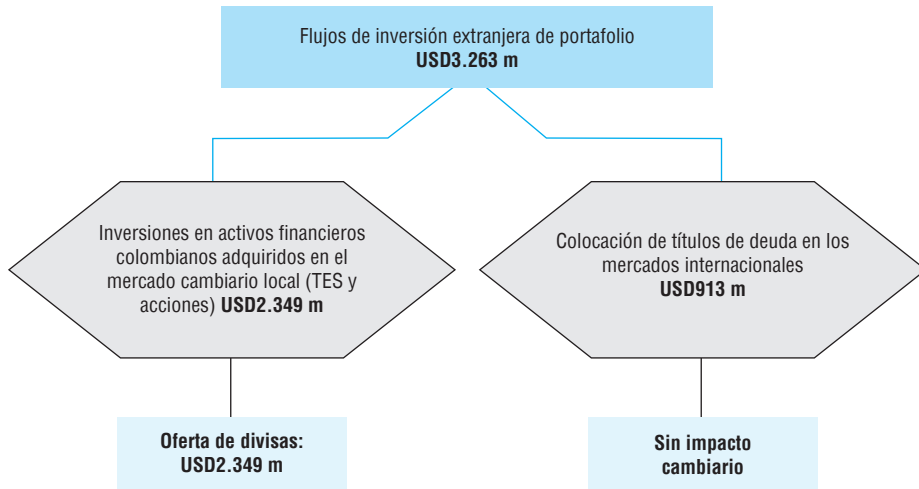
C. Impacto directo sobre el mercado cambiario local de los flujos de inversiones de portafolio, reportados en la balanza de pagos

En el caso de inversiones extranjeras de portafolio, que en 2010 se estimaron en USD3.263 m, debe anotarse que mientras la inversión extranjera adquirida en el mercado local (TES y títulos de participación) generó una oferta de divisas de USD2.349 m, los recursos obtenidos por la colocación de títulos de deuda de largo plazo en los mercados internacionales no fueron fuente de oferta de divisas porque ellos se depositaron en cuentas del exterior y no tuvieron impacto sobre el mercado cambiario local (Diagrama 4A).

Por otra parte, las inversiones de portafolio de Colombia en el exterior generaron una demanda de divisas ante los IMC de USD2.221 m, lo que excedió lo reportado en la balanza de pagos (USD2.066 m) dado que la compra de activos financieros con divisas adquiridas a los IMC fue parcialmente compensada por las ventas de estos activos efectuadas mediante cuentas corrientes del exterior (Diagrama 4B).

Diagrama 4A

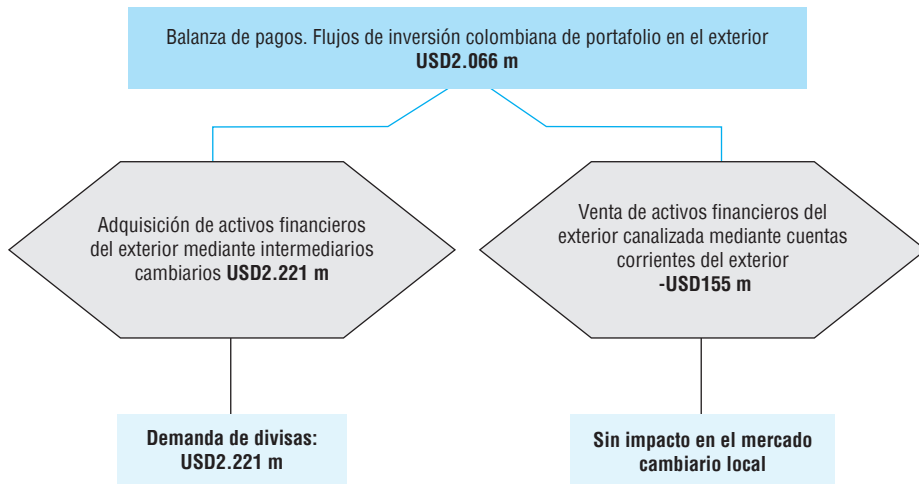
Impacto cambiario de los flujos de inversión extranjera de portafolio en Colombia, 2010



Fuente: Banco de la República.

Diagrama 4B

Impacto cambiario de los flujos de inversión colombiana de portafolio en el exterior, 2010

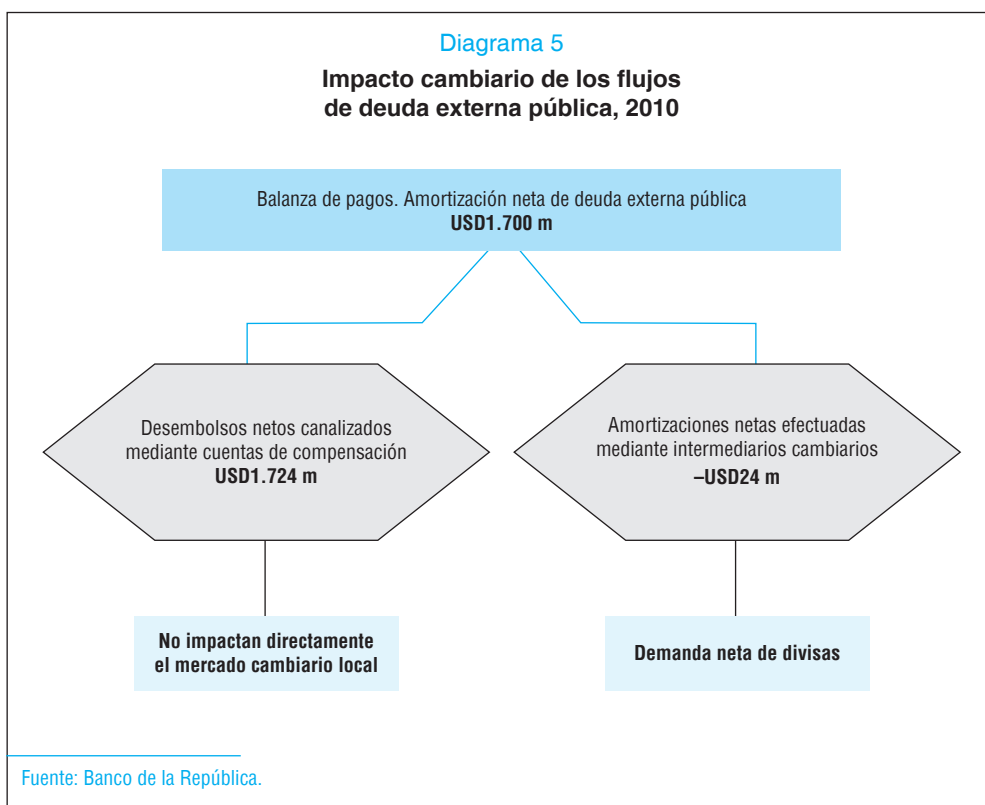


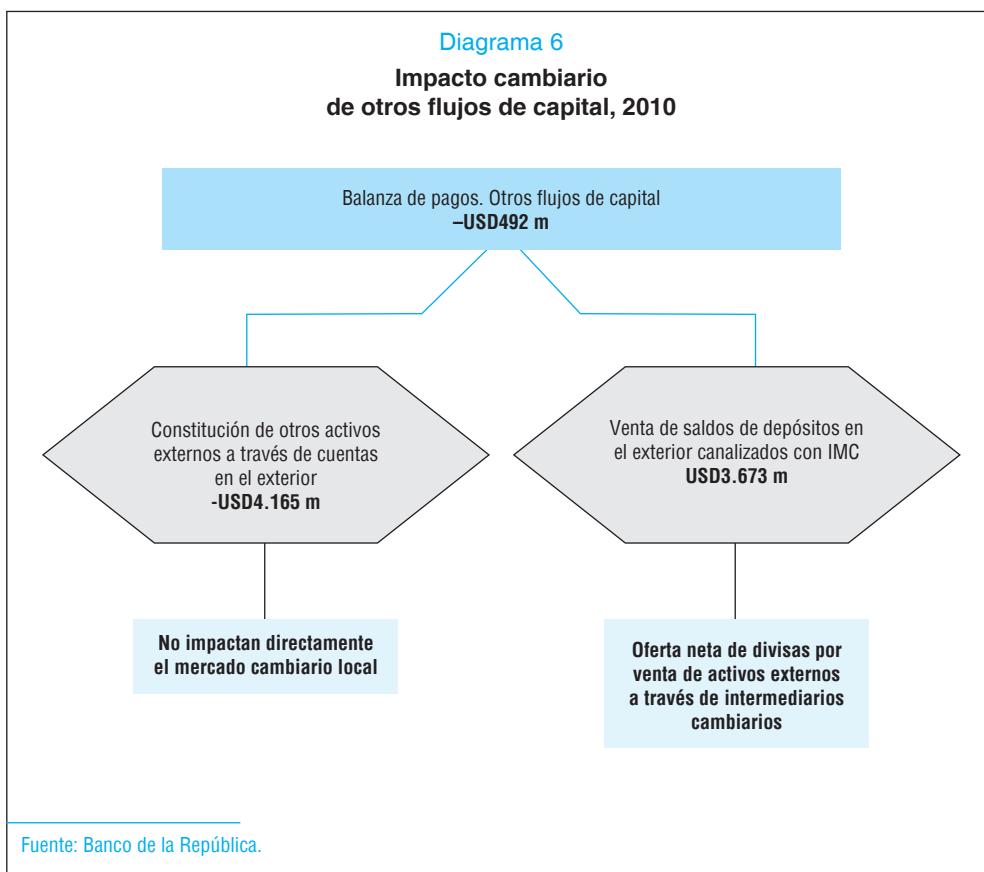
Fuente: Banco de la República.

D. Impacto directo sobre el mercado cambiario local de los flujos de deuda externa pública y otras operaciones de capital, reportados en la balanza de pagos

Como se muestra en el Diagrama 5, por concepto de operaciones de deuda externa del sector público la balanza de pagos registró desembolsos netos por USD1.700 m, de los cuales USD1.724 m se canalizaron por cuentas corrientes de compensación en el exterior, por lo que no implicaron una oferta de divisas ante los IMC. Los desembolsos fueron parcialmente compensados por las amortizaciones netas de deuda externa del sector público realizadas mediante los IMC, lo que se tradujo en una demanda local de divisas de USD24 m.

Como se aprecia en el Diagrama 6, por concepto de otras operaciones de capital la balanza de pagos reportó mayores depósitos en cuentas del exterior y otorgamiento de créditos a no residentes por USD492 m. Esta salida neta es el resultado de la constitución de activos externos por USD4.165 m, que no tuvieron impacto cambiario en el mercado local al haber sido realizados mediante cuentas del exterior, lo cual fue parcialmente compensado





por las ventas de divisas a los IMC originadas en la liquidación de saldos de cuentas corrientes en el exterior por USD3.673 m.

E. Resultados consolidados para 2010

La estimación de los diferentes impactos de los flujos de capital en el mercado cambiario local en 2010 se resumen en el Cuadro 3. Las operaciones de capital por concepto de IED, IEP, los desembolsos netos de deuda externa del sector público y la liquidación de activos en el exterior fueron las fuentes principales de oferta de divisas en el mercado cambiario. Cabe resaltar que, aunque en la balanza de pagos de 2010 la deuda externa contratada por el sector privado fue uno de los componentes más importantes de la entrada de capitales externos a la economía colombiana, su impacto cambiario es reducido, dado que sus recursos fueron utilizados en la adquisición de activos productivos externos, con operaciones que se canalizaron en cuentas en el exterior.

Cuadro 3
Flujos de capital de la balanza de pagos y su impacto cambiario en 2010
(millones de dólares)

	Balanza de pagos			Balanza cambiaria
	Ingresos	Egresos	Flujo neto	Flujo neto
1. Flujos netos de IED	18.410	(11.495)	6.915	8.285
Ingresos	18.410		18.410	10.235
Divisas	10.235		10.235	10.235
Reinversión de utilidades y otros aportes	8.175		8.175	
Egresos (reembolso de capital)		(11.495)	(11.495)	(1.949)
2. Inversión colombiana en el exterior		(6.529)	(6.562)	(361)
3. Inversión de portafolio	3.263	(2.066)	1.495	87
Extranjera en Colombia	3.263		3.263	2.308
Corto plazo ^{a/}	2.349			
Largo plazo ^{b/}	913			
Colombiana en el exterior		(2.066)	(1.768)	(2.221)
4. Deuda externa del sector privado	8.029		8.059	714
5. Deuda externa del sector público	1.700		1.700	(24)
6. Otros flujos de capital ^{c/}	492		492	3.673
7. Total flujos de capital	31.893	(20.089)	11.804	12.374

^{a/} Compras de activos financieros en el mercado local.
^{b/} Compras de activos financieros en el mercado internacional.
^{c/} Incluye créditos activos y movimientos de cuentas en el exterior.
Fuente: cálculos Sector Externo con base en la balanza de pagos y la balanza cambiaria. DTIE, Banco de la República.

III. UTILIZACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PARA LA FINANCIACIÓN DEL GASTO CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

En la sección anterior se explicó que buena parte de los flujos de capital de la balanza de pagos no monetizados ha sido utilizada para la adquisición de activos externos y, por tanto, no financiaron el déficit corriente de la balanza de pagos en 2010.

En el Cuadro 4 se muestra el uso dado a los ingresos por flujos de capital extranjero reportado en la balanza de pagos del país para 2010. La

Cuadro 4
Entradas de capital extranjero en 2010
(millones de dólares)

	Entradas de capitales extranjeros	Utilidades de capitales extranjeros	
	A Flujos netos	B Compra de activos en el exterior y giro de reembolsos de capital	C Susceptibles de financiar la cuenta corriente y otras transacciones de capital
Total pasivos externos (1 + 2 + 3)	19.906	5.610	14.296
1. Inversión extranjera de portafolio	3.263	0	3.263
2. Endeudamiento externo	9.729	5.610	4.119
Corto plazo	4.255	236	4.019
Largo plazo	5.474	5.374	100
3. Inversión extranjera directa	6.915	0	6.915

Fuente: estimaciones del Sector Externo con base en la balanza de pagos, Banco de la República.

columna A presenta el monto total y la discriminación por modalidad de los ingresos de capital extranjero. Se nota que el principal componente fue el endeudamiento externo, superando las entradas por inversiones extranjeras directas y de portafolio.

La columna B detalla la proporción identificada del monto total del endeudamiento externo que fue utilizada en la compra de activos en el exterior y en el giro de reembolsos de capital. Según las fuentes y usos identificados del ingreso de capital extranjero, los resultados muestran que más de la mitad de los recursos obtenidos por endeudamiento externo se utilizaron en transacciones de inversiones directas de Colombia en el exterior, en la financiación de reembolsos de capital por IED y en la acumulación de otros activos externos.

Del monto total contratado en 2010 por el sector privado por concepto de deuda externa (USD9.729 m), se detectó que USD5.610 m (58%) se destinaron a la constitución de inversión directa de Colombia en el exterior (50%) y al reembolso de capitales (8%).

La columna C muestra el monto total de los ingresos de capitales extranjeros que financiaron el gasto corriente y algunas transacciones de capital.

Esta proporción se obtiene excluyendo del total de entradas de capital foráneo el valor de las transacciones por inversiones directas en el exterior, giro de reembolsos de capital y otros activos externos que se financiaron con recursos de deuda externa. En general los resultados muestran que en el período de análisis cerca del 72% del monto total del flujo de capital extranjero recibido en 2010 se dirigió a financiar el déficit corriente y algunas transacciones de capital. También se observa que después de las depuraciones el endeudamiento externo pierde participación como fuente de financiamiento del gasto corriente.

Tomando en cuenta lo anterior, de los USD19.906 m de pasivos externos, USD14.296 m (72%) financiaron el déficit en cuenta corriente, la acumulación de reservas internacionales y la constitución de otros activos externos durante el último año. El resto de las entradas de capitales extranjeros (USD5.610 m, es decir, 28%) se utilizó en la compra de activos productivos externos y en el reembolso de capital a inversionistas extranjeros.

IV. CONCLUSIONES

En 2010 las entradas de capital estimadas en la balanza de pagos totalizaron USD11.804 m, mayores en USD5.549 m a las observadas en 2009. El análisis detallado de las operaciones financieras de acuerdo con su modalidad y origen permite observar que las entradas de capital a la economía colombiana estuvieron constituidas principalmente por flujos de capital extranjero (USD19.906 m), las que fueron parcialmente compensadas por salidas de capital colombiano (USD8.102 m). Las modalidades más importantes de esta financiación externa fueron, en su orden, los flujos de inversión directa, los desembolsos netos de deuda externa y la inversión extranjera de portafolio.

Por otra parte, en 2010 las empresas colombianas efectuaron adquisiciones de activos productivos externos que fueron financiadas mediante créditos externos. Por tanto, aunque el endeudamiento externo del sector privado presentó un crecimiento muy significativo en el último año, las salidas de estos recursos, con el fin de realizar inversiones en el exterior, contribuyó a que su efecto neto cambiario se atenuara. Esta es una de las razones que explican el bajo impacto que los flujos netos de deuda externa privada tuvieron sobre el mercado cambiario y la pérdida de relevancia de este flujo como fuente de financiamiento del gasto corriente.

No todas las operaciones reportadas en la balanza de pagos afectan directamente el mercado cambiario, ya que gran parte de ellas se efectúan por medio de cuentas corrientes en el exterior o se realizan con modalidades distintas a divisas. Este último es el caso de los reembolsos de capital en especie por inversión extranjera directa, que no son registrados en la balanza cambiaria como una demanda de divisas y sí son contabilizados en la balanza de pagos.

Al considerar el análisis detallado de los diferentes flujos de capital, los ingresos por IED continúan siendo la principal fuente de oferta neta de divisas en el mercado cambiario, seguidos en su orden por las transacciones del sector público relacionadas con la monetización de sus depósitos en el exterior.

*José Darío Uribe Escobar**
Gerente general

* Esta Nota Editorial ha sido elaborada con la colaboración de Enrique Montes, jefe de la Sección de Sector Externo; Carlos Varela, director del Departamento Técnico y de Información Económica, y María Mercedes Collazos, profesional especializada de la Sección de Sector Externo. Las opiniones expresadas no comprometen a la Junta Directiva del Banco de la República, pues son de exclusiva responsabilidad del Gerente General.