

# REPORTES DEL EMISOR

INVESTIGACIÓN E INFORMACIÓN ECONÓMICA

Bogotá, D. C., abril  
de 2004 - No. 59

EDITORA:  
Diana Margarita Mejía A.

ISSN  
0124-0625

REPORTES DEL EMISOR es una publicación del Departamento de Comunicación Institucional del Banco de la República.

Las opiniones expresadas en los artículos son las de sus autores y no necesariamente reflejan el parecer y la política del Banco o de su Junta Directiva.

REPORTES DEL EMISOR puede consultarse en la página web del Banco de la República:  
[www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)  
(Ruta de acceso:  
Información Económica/Documentos e Informes/Reportes)

Diseño:  
Asesores Culturales Ltda.



## ¿Se puede repetir la experiencia de flujos de capital de los años noventa?\*

*Es probable que dada la mejoría en el entorno doméstico y las condiciones de rentabilidad de América Latina frente a los países industrializados y los Estados Unidos, en particular, se presente una nueva oleada de flujos de capital. Sin embargo, en caso de que este fenómeno se dé, es también probable que sea menor que cuando ocurrió a comienzos de los años noventa y que su efecto sea menos perturbador que entonces.*

América Latina ha recurrido en forma importante al financiamiento de los mercados internacionales de capital durante los últimos 15 años. Las entradas totales de capital en este período alcanzaron US\$764,2 miles de millones (mm) y su flujo anual fue equivalente al 3,6% del PIB de la región. En Colombia, las entradas de capitales llegaron a US\$28,5 mm y en promedio fueron equivalentes a un 2,6% del PIB (Gráfico 1).

El ingreso de capital foráneo y la mayor integración financiera tienen efectos positivos tanto sobre las economías receptoras como sobre la economía mun-

dial. La integración financiera promueve el crecimiento, ya que lleva la inversión hacia países en los que el capital es más rentable. Pero la llegada de un gran flujo de capitales no trae sólo beneficios a las economías receptoras, sino que también, si existen condiciones adversas, puede llegar a generar presiones sobre la tasa de cambio, producir un rápido aumento de los agregados monetarios y conducir a mayores riesgos para el sector financiero. Estos efectos ambientales se ven también en el desempeño de las economías receptoras, ya que existe evidencia que resalta la relación positiva

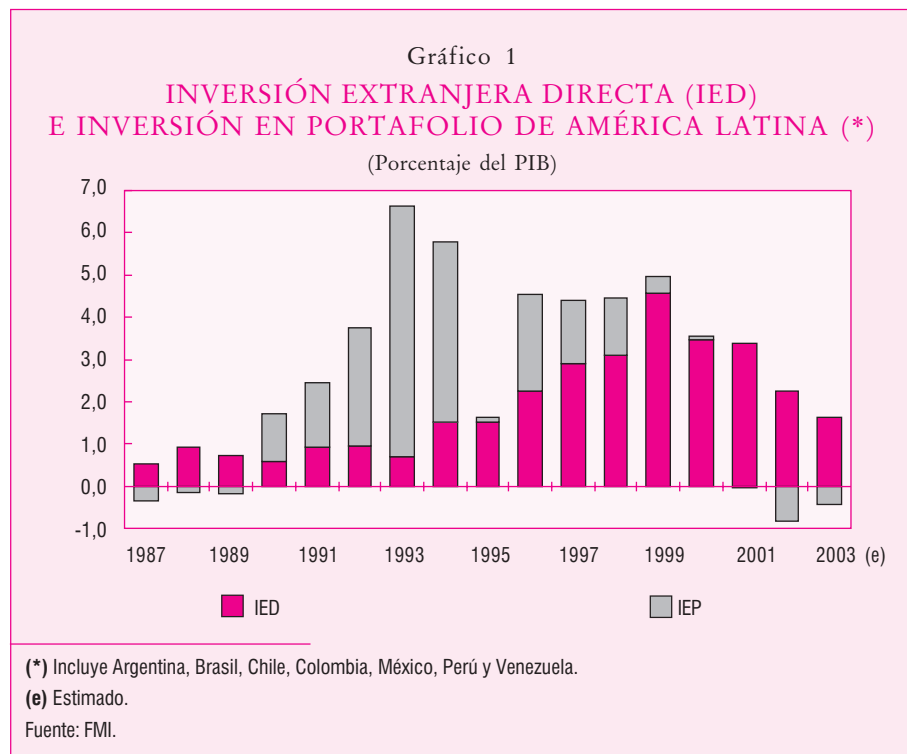
\* Este artículo aparece publicado en el Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de marzo de 2004.

entre los ciclos de flujos de capital y los ciclos de las economías de los países latinoamericanos en general y de Colombia en particular (gráficos 2 y 3). Más aún, los flujos de capital han sido volátiles, se han concentrado en algunos pocos países y los han seguido repentinas salidas masivas de recursos. Tras la crisis de México (1994-1995) y Rusia (1998), por ejemplo, las tendencias del financiamiento externo hacia América Latina mostraron un giro drástico. Los efectos macroeconómicos y la volatilidad de estos flujos son, pues, uno de los principales retos para los responsables de la política económica.

En los últimos meses se ha generado una gran expectativa en América Latina acerca de un potencial aumento en los flujos del exterior y los posibles efectos que este aumento pudiese llegar a tener sobre las economías. ¿Habrá un repunte de los flujos tan alto como el de los años noventa? ¿Se concentrarán estos flujos en capitales de corto plazo? ¿Tendrán un efecto macroeconómico adverso?

### La experiencia de los años noventa

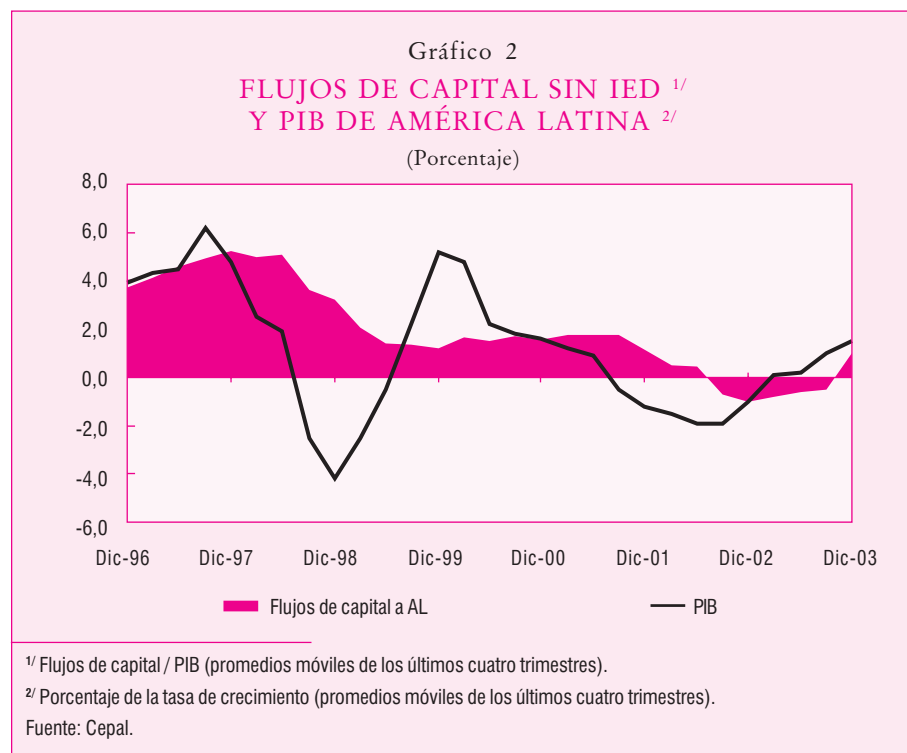
Después de la crisis de la deuda de los ochenta, se presentó un gran movimiento de capital privado hacia los países en desarrollo. América Latina y Colombia no fueron ajenos a este proceso. Las experiencias resultaron muy diversas. El tamaño



de la entrada de capitales a la región llegó a ser de hasta 6,6% del PIB anual en 1993, mientras que en Colombia fue de 5,6%

del PIB anual durante 1997 (Gráfico 1).

En cuanto a la composición de estas entradas de capital a Amé-



rica Latina durante los años noventa, la mayor parte se concentró en inversión extranjera directa y flujos de portafolio, mostrando un cambio frente a la de los setenta y ochenta donde el crédito de bancos comerciales era el origen principal de los recursos. La mayor parte de estos capitales se dirigió al sector privado, mientras que en las décadas anteriores, los recursos se orientaron mayoritariamente a financiar el endeudamiento del sector público. En los noventa, los recursos de capital privado destinados a financiar gobiernos, casi desaparecen de la escena. Los flujos de portafolio se consolidaron durante esta década, pasando de ser casi inexistentes hasta convertirse en la mayor fuente de financiamiento externo para estas economías. A finales de la década, la oleada llegaba a su fin. Los flujos de portafolio se tornaron en salidas de capital y la inversión extranjera directa descendió de los máximos registrados durante 1999.

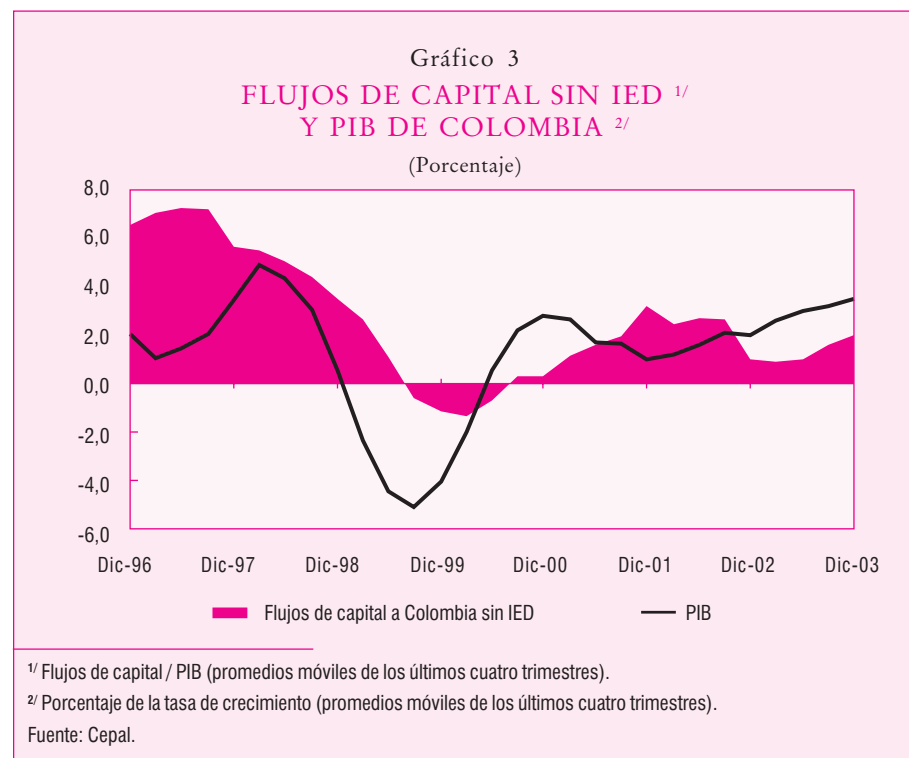
**Las razones que explicaron los flujos de los años noventa**

En general, los inversionistas extranjeros responden ante la mayor rentabilidad y frente a la posibilidad de diversificar el riesgo. Pese a las diferencias entre países, tales inversionistas respondieron a una confluencia de factores, tanto los propios de las

economías que les recibieron como los externos a ellas.

Dentro de los primeros, aquellos que «atraían» el capital, se destacan el dinamismo productivo de principios de los años noventa, las reformas estructurales y los procesos de privatización de activos estatales. La capacidad de pago de las economías latinoamericanas mejoró gracias al mayor crecimiento y la reestructuración de la deuda externa. Los procesos de reformas estructurales y la reducción de la inflación que se iniciaron a finales de los años ochenta y principios de los noventa mejoraron la confianza en las economías y abrieron la puerta a capitales foráneos en sectores en los que antes estaba restringida su entrada. Otro factor interno que atrajo los flujos de capital

en los noventa fue el desarrollo de la estructura financiera en los países importadores de capital.



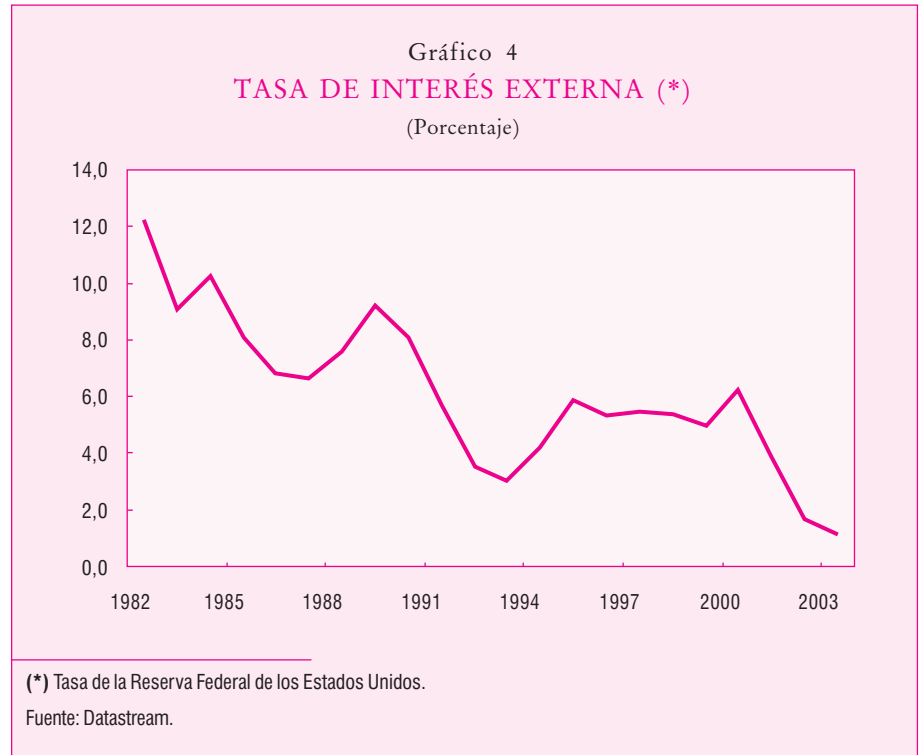
*La experiencia de los años noventa dejó en las economías receptoras lecciones aprendidas sobre la importancia de los esfuerzos que se realicen por tener una intervención cuidadosa del mercado cambiario, que ayude a las economías a asimilar los flujos de capital sin hacerlas más vulnerables cuando ellos se reversen.*

La aparición, por primera vez, de oferta de activos latinoamericanos de buena calificación permitió que inversionistas institucionales tales como fondos de pensiones y aseguradores en busca de alternativas incluyeran en sus portafolios los papeles de países emergentes.

Dentro de los factores externos, aquellos que «empujan» el capital desde los países industrializados, el ciclo natural de las economías de los países industrializados pudo ser el principal factor detrás de las entradas de capital de los noventa, pues la caída en las tasas de interés en los mercados de estos países «empujó» los capitales hacia países emergentes que en aquel momento exhibían mayores rendimientos (Gráfico 4). De igual manera, la desaceleración de las economías de los Estados Unidos, Japón y varios países europeos hizo más atractivas las inversiones en los mercados locales de los países emergentes. La misma baja de las tasas de interés mejoró la capacidad de pago de los países emergentes y redujo el riesgo de no pago.

### Los efectos de las entradas de capital extranjero

Sin considerar los efectos positivos que tiene la adición de capital productivo a la economía, si las entradas de flujos de capital son masivas y continuas, y la economía se encuentra operando cerca del pleno empleo, es posible que se genere una ex-



siva expansión de la demanda agregada, la cual se puede reflejar en presiones inflacionarias, apreciación de la tasa de cambio y ampliación del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, los efectos sobre la inflación y la tasa de cambio real dependen de manera importante de la situación en la que se encuentre la economía, del tipo de inversiones que reciba el país y del régimen de tasa de cambio.

De acuerdo con la anterior observación, durante los años noventa la cuenta corriente se deterioró en todos los países durante el período en que llegaron flujos de capitales, al tiempo que se presentó un aumento sustancial en la inversión y el consumo como proporción del PIB. Junto con el aumento en la demanda agregada y la entrada

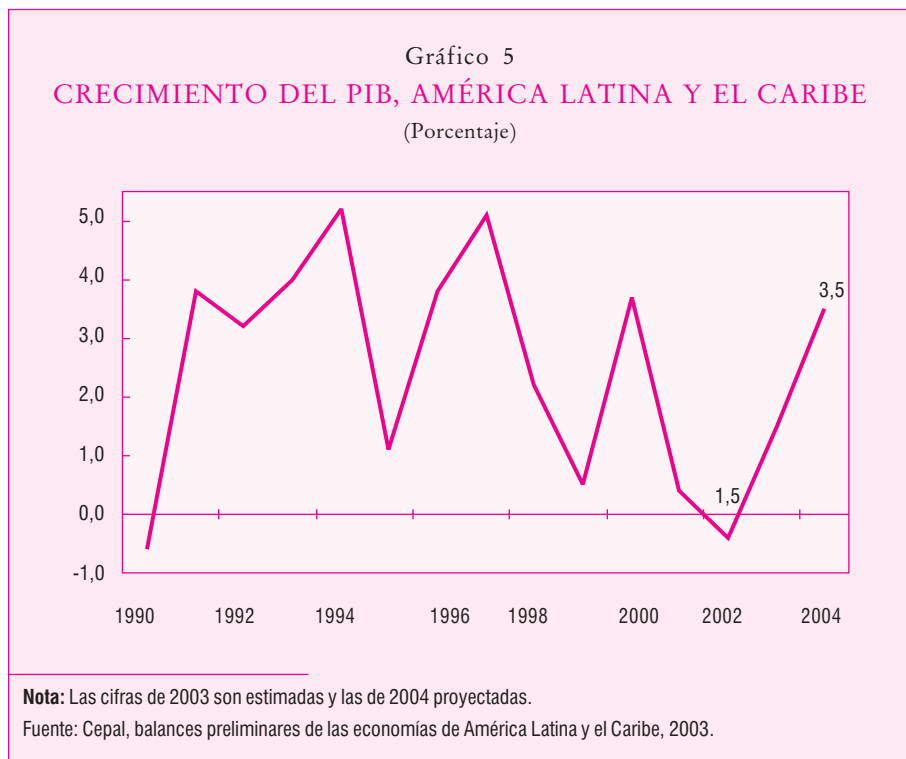
continua de capitales se presentó una apreciación de la tasa de cambio real, en muchos casos consistente con los esquemas cambiarios de entonces que privilegiaban la estabilidad de la tasa de cambio nominal como estrategia de estabilización de la economía. La apreciación a su vez, condujo a una reorientación del consumo hacia bienes importados, disponibles gracias a la liberación comercial.

Los efectos del gran flujo de capitales hacia economías como Colombia y Chile obligaron a estos países a imponer restricciones a su entrada. La restricción más usada fue un requerimiento de «reserva» o encaje sobre estos flujos de capital, de acuerdo con el plazo al que fueron contratados los préstamos externos. Los efectos que final-

mente tuvieron estos controles sobre la composición de los flujos y, en general, como herramienta de política macroeconómica han sido objeto de varios trabajos sin que haya evidencia concluyente sobre este tema.

**La situación actual**

El solo repaso de la situación de los años noventa muestra grandes diferencias con la situación actual. En primer lugar, la profundidad de la fase recesiva del ciclo económico en los países industrializados ha sido menor que la de finales de los ochenta y comienzos de los noventa. En términos de la dinámica de las economías receptoras, es claro que si bien se ha presentado un proceso reciente de recuperación de la dinámica, este dista aún de ser relevante y las economías se encuentran lejos de una situación de recalentamiento (Gráfico 5). La mejora en el precio de los productos básicos después de la caída continuada que presentaron desde la crisis asiática de 1997 puede estar contribuyendo a la mejora en el desempeño de las economías latinoamericanas (Gráfico 6). La diferencia entre la dinámica de los países industrializados y los latinoamericanos es, pues, menor que la que existió durante los años noventa, lo cual supone mejores condiciones para la recepción del capital. La carga del endeudamiento durante la anterior oleada y el servicio de las inversiones externas aún no



ha disminuido por completo, de manera que la capacidad de repago de nuevas inversiones es probablemente menor que a comienzos de los años noventa. Esto será considerado por los inversionistas externos. La pérdida del grado de inversión otorgado por las calificadoras de riesgo internacionales a ciertos países, entre ellos Colombia, dificultará el que inversionistas institucionales puedan demandar títulos emitidos por estos países. Más importante aún, algunos de los cambios que se dieron en las economías de América Latina y que atraieron el capital externo durante los años ochenta ya han sido asimilados por los inversionistas extranjeros. Los procesos de

apertura a los flujos de comercio y capital se han consolidado, de manera que la contribución de las reformas y el acceso al consumo importado ya no es un factor determinante en la atracción de los capitales.

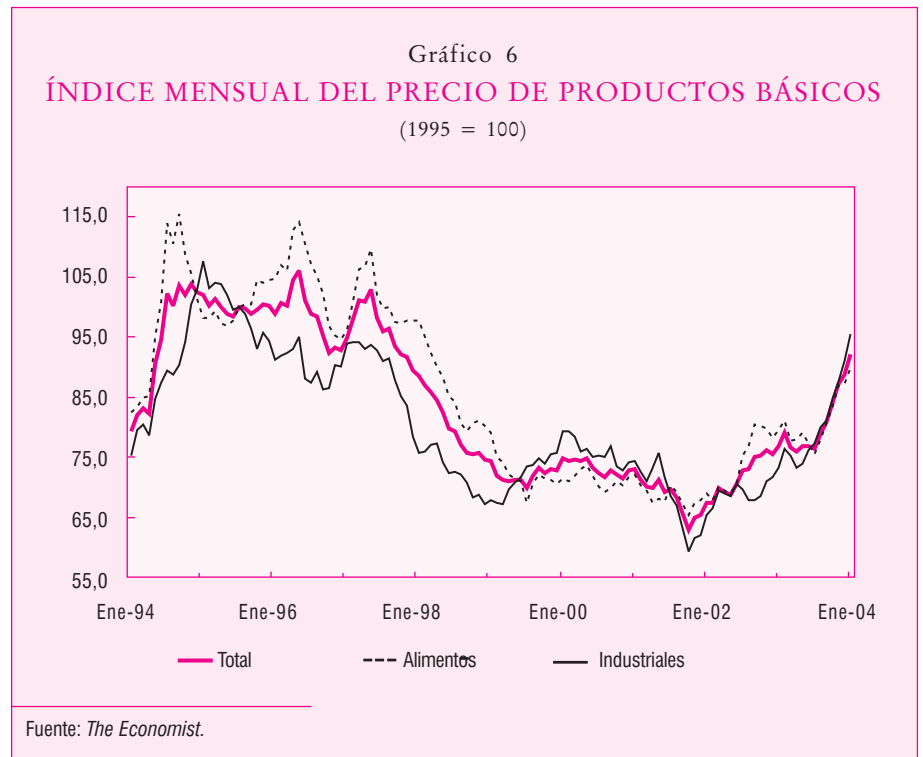
Una diferencia sustancial frente a la década de los noventa es la prevalencia de regímenes de flotación de la tasa de cambio, con la consecuente ventaja en términos de desestimular el ingreso de capitales especulativos. De hecho, la mayor volatilidad de la tasa de cambio actúa como un potente desincentivo para los inversionistas especulativos que durante los años noventa contribuyeron de manera importante en las entradas totales de capital.



En el caso de Colombia, además, el aumento de las reservas petroleras desde finales de los años ochenta fortaleció la capacidad de pago de la economía e incrementó las expectativas de revaluación induciendo flujos de endeudamiento, principalmente. En la actualidad, las perspectivas petroleras apuntan a la pérdida de la capacidad del país como autoabastecedor de crudo en un horizonte de pocos años.

Finalmente, la experiencia de los años noventa dejó en las economías receptoras lecciones aprendidas sobre la importancia de los esfuerzos que se realicen por tener una intervención cuidadosa del mercado cambiario que ayude a las economías a asimilar los flujos de capital sin hacerlas más vulnerables cuando ellos se reversen. Así mismo, mostró la conveniencia de fortalecer la disciplina fiscal y de esta forma mejorar la habilidad de las economías receptoras para enfrentar los flujos de capital y aprovecharlos para mejorar su capacidad productiva.

En síntesis, es probable que dada la mejoría en el entorno doméstico y las condiciones de rentabilidad de América Latina frente a los países industrializados y los Estados Unidos, en particular, se presente una nueva oleada de flujos de capital. Sin embargo, en caso de que este fenómeno se dé, es también probable que sea menor que cuando ocurrió a comienzos de los años noventa y que su efecto sea menos perturbador que entonces. La



existencia de un régimen de flotación de la tasa de cambio es en particular un desincentivo para la entrada de capitales especulativos.

En términos de la composición de los flujos de capital, con seguridad vendrán otro tipo de inversiones. Las grandes priva-

tizaciones que atrajeron capital en los años noventa no necesariamente se repetirán por lo que los flujos que llegarán serán de deuda y portafolio. Adicionalmente, el comportamiento de los gobiernos como emisores será determinante para atraer capital. ■



Puedo escoger entre un millón de libros  
para leer en mi casa

*Soy socio de la Red de Bibliotecas del Banco de la República*

Informes: Biblioteca Luis Ángel Arango, oficina de Socios,  
teléfonos: 343 12 94 y 343 13 61

o correo electrónico: [buzonsblaa@banrep.gov.co](mailto:buzonsblaa@banrep.gov.co)  
y 28 sucursales del Banco de la República en todo el país.

Conéctese a su biblioteca virtual [www.lablaa.org](http://www.lablaa.org)