

Por: Adrian Martinez-Orsorio
Deicy J. Cristiano-Botia
Celina Gaitan-Maldonado
Diego A. Sandoval-Herrera

Núm. 1068
2019



á - Colombia - Bogotá - Colombia - Bogotá - Colombia - Bogotá - Colombia - Bogotá - Colombia - Bogotá - Colombia - Bogotá - Colombia

La Inversión Directa de Colombia en el Exterior (IDCE) y su renta: determinantes y dinámica reciente*

Adrian Martinez-Osorio
amartios@banrep.gov.co

Celina Gaitan-Maldonado
cgaitama@banrep.gov.co

Deicy J. Cristiano-Botia
dcristbo@banrep.gov.co

Diego A. Sandoval-Herrera
dsandohe@banrep.gov.co

Banco de la República

Las opiniones contenidas en el presente documento son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Resumen

Este estudio tiene como objetivo analizar la evolución reciente de la inversión directa de colombianos en el exterior y los ingresos derivados de la rentabilidad de la misma como fuente de ingresos externos, haciendo énfasis en los principales determinantes de dicha inversión y la selección de los mercados destino. Así, en este artículo se estimaron dos modelos: primero, un *panel-probit* con el que se determinó las principales características de las empresas que realizan inversión directa en el exterior y, segundo, un modelo *panel* que caracterizó el perfil de los países que reciben dicha inversión. Los resultados de estas estimaciones indican que es más probable que una firma colombiana haga inversión directa si el tamaño de la empresa es mediano o grande frente a una pequeña, ha realizado operaciones de comercio exterior y/o tiene inversión extranjera directa. Por otra parte, si una firma no pertenece al sector financiero, la probabilidad de hacer inversión en el exterior es menor. Adicionalmente, se pudo establecer que, en promedio, una economía recibe más inversión directa desde Colombia si ha firmado un acuerdo comercial, reporta un mayor índice de libertad económica, se encuentra más cercana a la economía colombiana y tiene un mayor tamaño.

Palabras clave: Inversión directa de Colombia en el exterior y su renta, Balanza de pagos, Cuenta Corriente, Cuenta Financiera, Economía internacional.

Clasificación JEL: F21, F23, F41

* Economistas de la Subgerencia de Política Monetaria e Información Económica del Banco de la República - Colombia. Se agradecen los comentarios y sugerencias de María Teresa Ramírez Giraldo y Fernando Arias Rodríguez que ayudaron en la elaboración del documento.

Colombian Direct Investment Abroad and its Income Return: determinants and recent dynamics*

Adrian Martinez-Osorio
amartios@banrep.gov.co

Celina Gaitan-Maldonado
cgaitama@banrep.gov.co

Deicy J. Cristiano-Botia
dcristbo@banrep.gov.co

Diego A. Sandoval-Herrera
dsandohe@banrep.gov.co

Banco de la República

The opinions contained in this document are the sole responsibility of the authors and do not commit Banco de la República or its Board of Directors

Abstract

This study seeks to analyse the recent evolution of direct investment of Colombian enterprises abroad and the income derived from its profitability as a source of external income. This paper highlights the main determinants of such investment and the selection of target markets. Thus, in this article two models were estimated: first, a *panel-probit* was used to determine the main characteristics of the companies that make direct investment abroad; second, a *panel* model was used to characterize the profile of the countries that receive Colombian direct investment. Estimations made indicate that a Colombian firm is more likely to make direct investment if it is larger, has carried out foreign trade operations or has direct foreign investment. On the other hand, if a firm does not belong to the financial sector, the probability of making investment abroad is lower. Additionally, it was established that, on average, an economy receives more direct investment from Colombia if it has trade agreement, reports a higher rate of economic freedom, is closer to the Colombian economy and has a larger size.

Keywords: Colombian direct investment abroad and its income return, Balance of Payments, Current Account, Financial Account, International Economics.

JEL Codes: F21, F23, F41

* Economists of the Submanagement of Monetary Policy and Economics Information, Banco de la República - Colombia. Authors thank María Teresa Ramírez Giraldo and Fernando Arias Rodríguez for their helpful comments and suggestions.

1. Introducción

En años recientes, uno de los principales fenómenos económicos de interés es el incremento sustancial de los flujos de inversión directa en el exterior originado en las economías latinoamericanas. De acuerdo con la Cepal (2018), mientras toda la región invirtió en el exterior US\$ 33.235 millones (m) entre 2005 y 2009, el flujo acumulado de estas inversiones se calculó en US\$ 381.689 m para el periodo 2010 – 2017.

Colombia no ha sido la excepción a esta tendencia. El saldo¹ de la inversión directa de Colombia en el exterior (IDCE) pasó de US\$ 2.800 m en el año 2000 a US\$ 55.000 m en el año 2017 (como proporción del PIB pasó del 5% a principios de la década pasada a 18% en los últimos años). Este incremento ha convertido a la IDCE en el principal activo externo del país, representando alrededor de la tercera parte de los activos que el país posee en el exterior. Al mismo tiempo, la renta de estas inversiones también se ha incrementado, al pasar de US\$ 31 m en el año 2000 a US\$ 3.935 m en el año 2017. Esta renta abarca el monto de las utilidades y ganancias que los inversionistas colombianos han recibido por sus inversiones en el exterior, y se han convertido así en una fuente de mayores ingresos externos para el país.

Dadas las características de la economía colombiana, su histórica dependencia de las exportaciones de materias primas como fuente principal de ingresos externos, y ante los fenómenos de volatilidad que dichos ingresos reflejan, el estudio de nuevas fuentes de divisas, con el potencial de disminuir dicha dependencia, gana importancia dentro del contexto nacional. Adicionalmente, el estudio de los fenómenos de inversión directa asociados a economías pequeñas y abiertas como la colombiana, se ha enfocado al análisis de aquella inversión que llega al país y no la que sale como activo generador de ingresos, dado el hecho de que este tipo de economías mantienen como característica general una posición de inversión neta que es acreedora. No obstante, la profundización de los mercados financieros de la región, la globalización de las empresas locales y el acceso a canales de financiación externos, han hecho de la inversión directa un camino de doble vía en la región.

Tomando este hecho en consideración, el presente documento analiza la evolución reciente de los flujos de la IDCE y su renta, haciendo énfasis en los principales determinantes de este tipo de inversión, las características de los mercados destino y los factores más importantes en el comportamiento de la renta de estos activos, aportando así a la literatura existente sobre inversión directa desde una perspectiva de la generación de ingresos externos mediante la dinámica de la constitución de activos en el exterior. En línea con lo anterior esta investigación se divide en las siguientes cuatro secciones:

En la primera sección se detallan los conceptos básicos de la inversión directa, dentro de las cuales se encuentra la IDCE, su interpretación y principales definiciones asociadas. Posteriormente, se describen y caracterizan los principales aspectos de la IDCE entre el 2000 y el 2017, entre los que se encuentra su evolución agregada y por actividad económica, la

¹ El saldo de la inversión directa se estima acumulando los flujos anuales de la IDCE desde 1967 hasta 1994, y los flujos trimestrales de la IDCE desde 1994 hasta el trimestre más reciente.

comparación internacional con los países latinoamericanos que más invierten en el exterior (Brasil, México y Chile) y el comportamiento de su renta y rentabilidad².

En la tercera parte se expone el marco teórico y la revisión de literatura, principalmente en las razones que motivan a los inversionistas a expandirse internacionalmente, así como las características que tienen las economías receptoras a la hora de recibir este tipo de financiamiento externo. En la cuarta sección se presentan las especificaciones econométricas dos preguntas relevantes para el análisis de la IDCE y que definen el enfoque de este estudio: primero, ¿qué características tiene la empresa típica colombiana que realiza inversión directa en el exterior? Y, segundo, ¿por qué las empresas colombianas deciden invertir en unos países más que en otros? Por último, se presentan las conclusiones.

2. Hechos estilizados

a. Conceptos básicos de la Inversión Directa (ID) y su renta

La inversión directa (ID) se define como una inversión transfronteriza que realiza un inversionista en una empresa (la empresa reside en un país distinto al del inversionista), en donde se establece una relación de largo plazo entre el inversionista y la empresa receptora. Se considera que un inversionista empieza a tener una relación de largo plazo y a tener una influencia en una empresa cuando este tiene la propiedad del 10% o más del capital en la empresa receptora de la inversión. Esta participación le permite al inversionista conseguir un puesto en la junta directiva de la filial y el derecho a tener voz y voto en la toma de decisiones de esa compañía.

En particular, una economía puede ser tanto receptora como fuente de ID. En el caso de Colombia, cuando recibe este capital se denomina inversión extranjera directa (IED) mientras que cuando es la fuente de estos recursos se denomina inversión directa de Colombia en el exterior (IDCE). Adicionalmente, la ID se puede realizar mediante tres instrumentos financieros: participaciones de capital, préstamos entre filiales y reinversión de utilidades. Un inversionista directo puede invertir en el exterior mediante la compra de participaciones de capital (por ejemplo, a través de la adquisición de acciones) o prestándole a una firma en la que ya previamente ha comprado acciones (*e.g.* es el caso de las empresas colombianas que le prestan a sus filiales en el extranjero).

El tercer instrumento financiero corresponde a aquellas ganancias que genera la filial en el extranjero que no se distribuye entre los inversionistas extranjeros, denominadas utilidades reinvertidas. Este rubro se considera un tipo de ID, debido que las ganancias que no se llevan los dueños del capital, incrementa la participación de los socios en la propiedad de la firma receptora de inversión.

De otra parte, los tipos de renta asociada con los instrumentos financieros de ID son las utilidades y los intereses. Las utilidades corresponden a las ganancias obtenidas por las

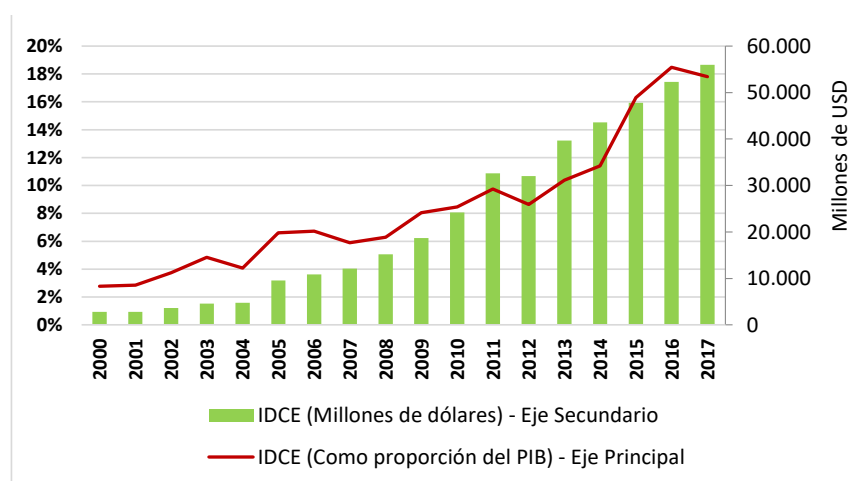
² El análisis con mayor detalle se encuentra en el recuadro 1 al final de los hechos estilizados.

compañías con ID y estas pueden distribuirse entre sus inversionistas (utilidades distribuidas o giradas) o reinvertirse en las firmas (utilidades reinvertidas o retenidas). En cuanto a los intereses, estos se originan en las operaciones de deuda entre la empresa matriz y sus subsidiarias en el exterior, es decir al instrumento financiero denominado préstamos entre filiales. Dado que este documento se centra en Colombia como inversionista directo (IDCE), los conceptos descritos implican que cualquier operación toma como residente a la firma colombiana que invierte fuera del país y al resto del mundo como receptores de la misma.

b. Descripción y evolución de la IDCE

Durante los últimos 17 años el saldo de la IDCE se ha incrementado continuamente, pasando de US\$ 2.800 m en el año 2000 a US\$ 55.000 m en 2017. Este comportamiento se tradujo en que la IDCE como proporción del PIB pasará del 5% a principios de la década pasada al 18% en los últimos años. Con ello el saldo de las inversiones directas de Colombia en el exterior se convierte actualmente en el principal activo externo del país, representando cerca de la tercera parte de los activos que el país posee en el exterior.

Gráfico 1. Saldo de la IDCE como % PIB y en millones de dólares

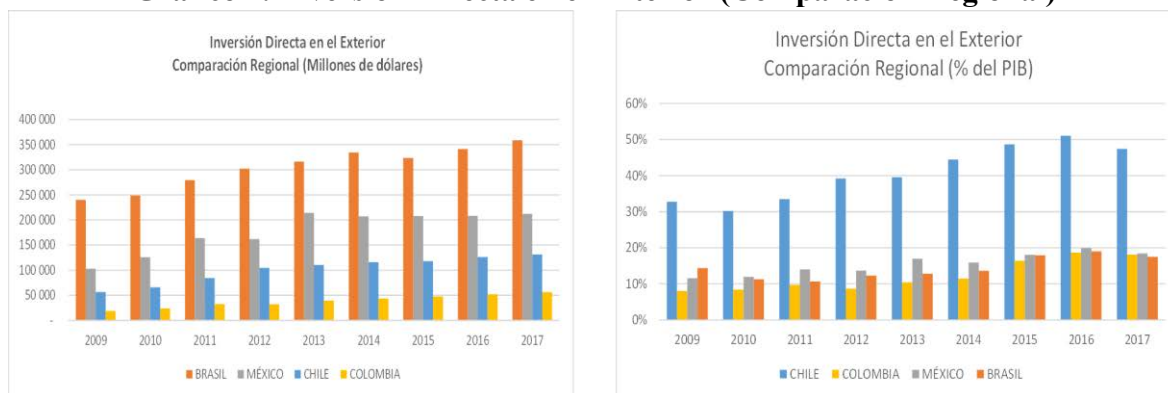


Fuente: Banco de la República

Cabe señalar que este fenómeno no es exclusivo del caso colombiano. Al comparar la evolución de las inversiones directas en el exterior (IDE) realizadas desde Colombia y desde otros países latinoamericanos, se observa que la tendencia es creciente (Gráfico 2). Por ejemplo, entre 2009 y 2016, se observa que los montos de estas inversiones en Chile, México y Brasil aumentaron en 15, 7 y 3 puntos porcentuales (pp) del PIB de cada una de estas economías, respectivamente. Al comparar esta dinámica con lo ocurrido en el caso de Colombia, solamente Chile superó el incremento colombiano, 15 pp versus 10 pp. Por otra parte, aunque por monto en millones de dólares, la IDE de Colombia es superada por las de estas economías (Gráfico 2), como porcentaje del PIB registran niveles similares con una participación promedio del 18% del PIB, lo cual es indicio de la importancia de este tipo de inversiones en las economías de la región.

La información disponible revela que tanto las regiones como las actividades productivas en donde las principales economías de la zona concentran sus inversiones en el exterior, registran comportamientos similares³. Por ejemplo, Latinoamérica es una de las principales regiones receptoras de IDE de Brasil, México y Chile, las cuales se concentran en el sector bancario y la industria (metalúrgica para el caso brasilero y alimenticia para los otros dos países). Sin embargo, también sobresalen otras regiones y actividades económicas como receptoras de IDE. Estados Unidos y Europa han recibido importantes inversiones directas de México y Chile, así como las actividades de comercio al por menor, fabricación y comercio de combustibles y telecomunicaciones.

Gráfico 2. Inversión Directa en el Exterior (Comparación Regional)



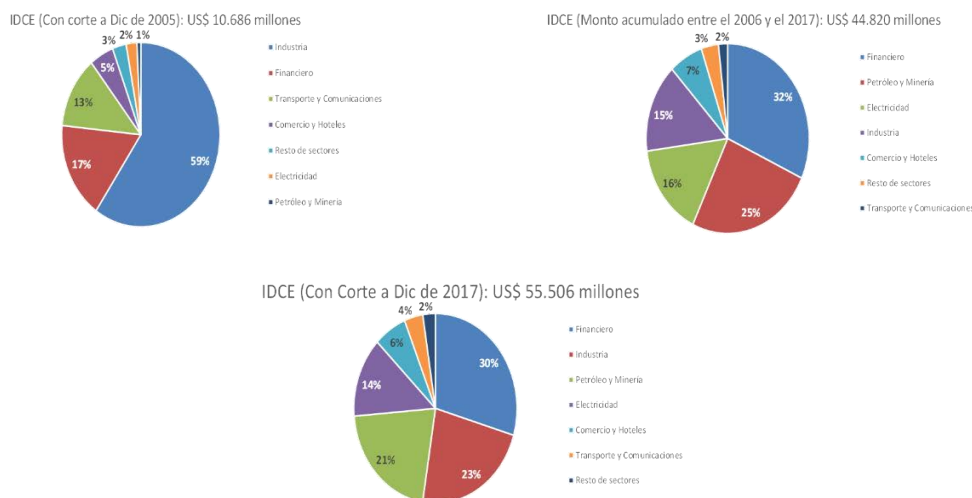
Fuente: Banco Central do Brasil, Banco de México, Banco Central de Chile y Banco de la República

- *IDCE por actividad económica*

Al analizar la desagregación por actividad económica de la IDCE se identifican perfiles diferenciados por períodos de tiempo (Gráfico 3). Por ejemplo, en el 2005 el 89% del monto de la IDCE (US\$ 10.686 m) se concentraba en tres actividades económicas, a saber, 59% en la industria, el 17% en el sector financiero y el 13% en transporte, almacenamiento y comunicaciones. Entre 2006 y 2017 esta distribución se modificó y el 88% se concentró en el sector financiero (32%), en petróleo y minas (25%), en el suministro de electricidad, gas y agua (16%) y en la industria (15%). Con corte a diciembre de 2017, la IDCE está representada en cuatro actividades económicas (88% en conjunto): sector financiero (30%), industria (23%), petróleo y minas (21%) y suministro de electricidad, gas y agua (14%).

³ Para mayor información, ver las series de IDE publicada por el Banco Central do Brasil (<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww4.bcb.gov.br%2Ffrex%2FCBE%2FIngl%2FCBE2013Results.asp>), Banco de México (<http://www.anterior.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=1&accion=consultarCuadro&idCuadro=C.E97&locale=es>) y Banco Central de Chile (<https://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/Estudios/SE/BDP/ied.html>).

Gráfico 3. IDCE por actividad económica



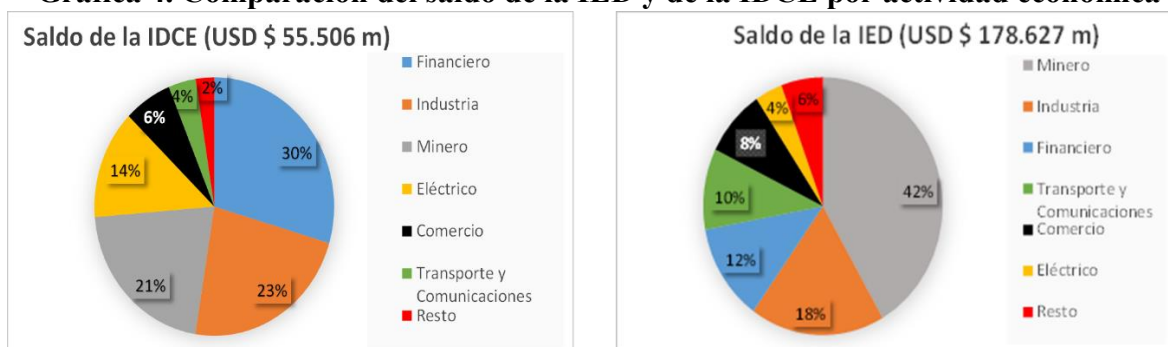
Fuente: Banco de la República

Al comparar la distribución sectorial de la IDCE con la de la inversión extranjera directa en Colombia (IED), se encuentra que, si bien las actividades con mayor relevancia son las mismas, la importancia relativa de cada actividad es diferente. Por ejemplo, en la IED el sector petrolero y minero recibe alrededor del 42% de estos recursos, en cambio en el caso de la IDCE es el tercero con mayor participación. Entre tanto las actividades financieras e industriales son las más importantes para las inversiones en el exterior (53% de la IDCE), mientras que para la IED representan tan solo el 30% de su monto total (Gráfica 4).

Estos resultados sugieren que el impacto del *boom* del precio de las materias primas tiene mayor relevancia en las inversiones recibidas por Colombia, mientras que, para el caso de las firmas nacionales como inversionistas, estas buscan actividades con mayor valor agregado y una presencia más estable en las economías receptoras. No obstante, las inversiones directas de colombianos en el exterior en el sector minero-energético son relevantes.

Otro aspecto sobresaliente al examinar la distribución sectorial de ambos tipos de inversión directa, es el papel del sector eléctrico. Al finalizar el 2017 las compañías colombianas acumulaban un total de inversiones directas en el exterior en actividades de generación y suministro de energía por valor de US\$ 7.572 m, superior a los US\$ 6.610 m que se recibieron en Colombia. Este hecho evidencia que, si bien el mercado nacional sigue siendo atractivo para capitales foráneos en este sector, las firmas colombianas deciden internacionalizarse con el fin de diversificar e incrementar las ganancias de su actividad económica.

Gráfica 4. Comparación del saldo de la IED y de la IDCE por actividad económica

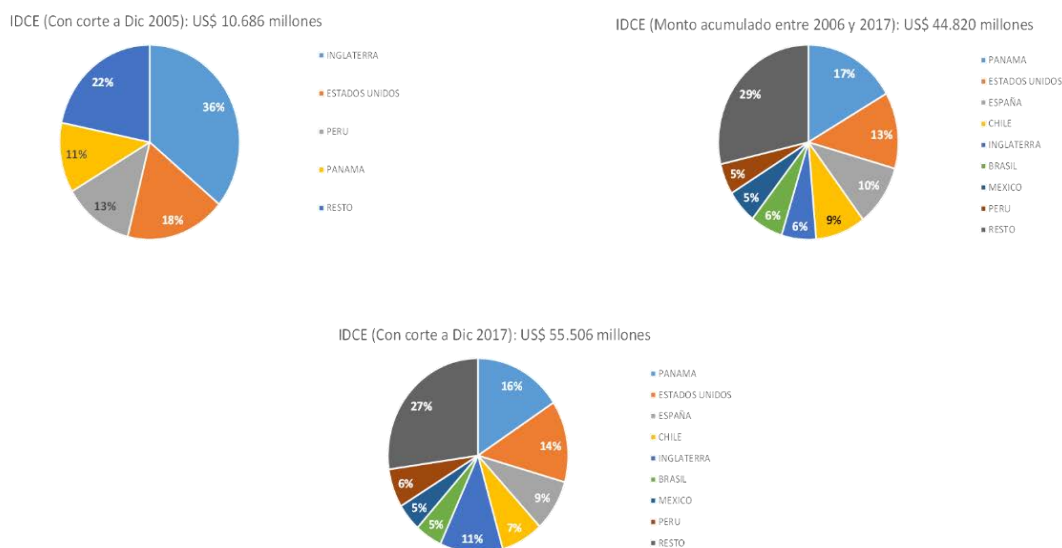


Fuente: Banco de la República

- *Desagregación por país de destino*⁴

En cuanto al destino geográfico de la IDCE, la mayoría se localiza en América (77%) y Europa (22%). De hecho, se observa que estas inversiones se destinan principalmente a países que son cercanos geográfica y culturalmente (Panamá, Chile, México, Perú, Guatemala, entre otros países latinoamericanos) o a economías de gran tamaño (Estados Unidos, España, Inglaterra). Adicionalmente, el tipo de economía receptora de la inversión directa colombiana se ha modificado, dado que hasta 2005 predominaron como destino de las inversiones los países con economías de gran tamaño, y, con posterioridad, se ha concentrado en economías más pequeñas y cercanas geográficamente, que hablan español, y con culturas similares a las colombianas (Gráfico 5).

Gráfico 5. IDCE por país de destino



Fuente: Banco de la República

⁴ El país de destino corresponde al país de residencia de la empresa que recibe la inversión.

En primer lugar, se estima que el país que más ha recibido inversión directa colombiana es Panamá (16% del total), principalmente a partir del 2009. Este país se caracteriza por tener un entorno socio-cultural similar al de Colombia. Sumado a lo anterior se destaca que en los últimos años esta nación ha presentado altas tasas de crecimiento económico, ubicándolo como uno de los de países con mayor ingreso por habitante en la región. Cabe destacar que Panamá ha recibido capitales colombianos dirigidos principalmente al sector bancario, que han seleccionado a este país como el centro de su expansión internacional. Entre los posibles factores que pueden llegar a motivar esta situación se encuentra la infraestructura financiera que ofrece Panamá, tales como las leyes que protegen la confidencialidad de la información bancaria, el dólar como moneda de curso legal en ese país, entre otros.

El segundo destino de la IDCE es Estados Unidos (14% del total), en donde varias empresas colombianas han aprovechado las oportunidades de inversión que dicho país. Las principales inversiones directas de Colombia en los Estados Unidos se han dirigido a compañías pertenecientes al sector minero-petrolero y al sector industrial (especialmente asociados a la producción de alimentos, fabricación de productos metalúrgicos y minerales no metálicos, entre otros). Cabe señalar que recientemente los montos de estas inversiones han disminuido: Mientras entre el 2000 y el 2011 el monto anual promedio de la IDCE fue de US\$ 536 m, después de 2012 disminuyó a US\$ 131 m. Esto sucedió principalmente por la disminución de la inversión minero-petrolera de Colombia en ese país.

El tercer receptor de IDCE es Inglaterra (11% del total). Aunque ha recibido inversiones en todas las actividades económicas, se destacan las dirigidas al sector industrial, principalmente asociada a la elaboración de alimentos y bebidas y cuyas inversiones se realizaron principalmente en los años 2005, 2010 y 2011. En cuarto lugar, se ubica España (9% del total), en donde se registraron importantes transacciones asociadas al sector minero, principalmente entre el 2013 y el 2015, aunque también ha sido un importante receptor de inversiones en actividades financieras y de seguros. Es importante señalar que, tanto con Inglaterra como con España, se tienen reglamentadas las inversiones bajo Acuerdos para la Promoción y Protección Recíproca de Inversiones (APPRI), lo cual ha facilitado el arribo de este tipo de recursos desde y hacia dichas economías.

Otros países que también se destacan son México, Chile y Perú (en conjunto el 18% del total de la IDCE). Estos países han sido receptores de inversión colombiana en todas las actividades económicas, y principalmente en los sectores comercial, industrial y financiero. Un buen número de compañías colombianas han expandido sus negocios a estos países, principalmente a partir del 2011. Entre las situaciones que se han destacado en los últimos años se encuentran las iniciativas de integración económica como la Alianza del Pacífico, que entró en vigor en el 2012, y que tiene como uno de sus propósitos facilitar los negocios entre sus miembros. Igualmente, el Triángulo Norte de Centroamérica (El Salvador, Guatemala y Honduras) ha sido receptor reciente de capitales colombianos. Estos capitales se han destinado principalmente a compañías del sector eléctrico a partir del 2011, lo que ha ampliado la capacidad de generación y suministro de energía eléctrica en esos países.

Comparando la desagregación geográfica de la IDCE con la IED, se destaca que los principales países receptores de IDCE también son los principales inversionistas extranjeros directos en Colombia. Sumando las cinco primeras economías inversionistas/receptoras, Panamá, Estados Unidos, Inglaterra, España y Chile, totalizan el 57% de la IED y el 58% de la IDCE. Otro aspecto sobresaliente es que tanto Perú como Brasil son receptores netos de inversión directa colombiana, ya que la IDCE asciende a US\$ 6.313 m mientras la IED es de US\$ 3.295 m (Cuadro 1).

Cuadro 1. Comparación IED e IDCE por País

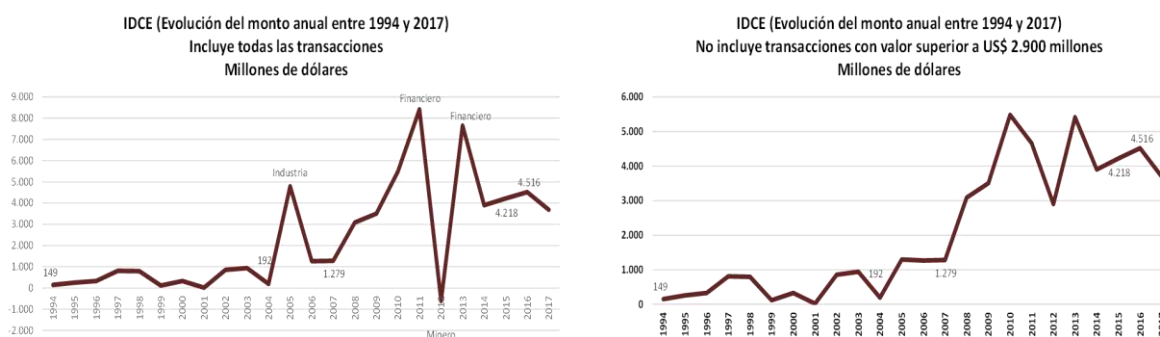
País	IED (Millones de dólares)	% (IED)	IDCE (Millones de dólares)	% (IDCE)
Panamá	23.157	13%	8.860	16%
Estados Unidos	36.013	20%	7.607	14%
Inglaterra	20.184	11%	6.318	11%
España	18.166	10%	4.815	9%
Chile	6.118	3%	4.230	8%
Perú	1.084	1%	3.589	6%
Brasil	2.211	1%	2.724	5%
México	6.280	4%	2.575	5%
Resto	65.413	37%	14.788	27%
Total	178.627	100%	55.506	100%

Fuente: Banco de la República

- *Evolución del flujo anual de la IDCE*

Al examinar la evolución del flujo de la IDCE se observa que su tendencia es creciente, con niveles sustancialmente mayores a partir del 2008 y con algunos datos atípicos en 2005 y 2012 (Gráfico 6). Estos registros atípicos se originaron en operaciones puntuales y de gran envergadura: en 2005 inversiones del sector de alimentos y bebidas y, en 2012, liquidaciones por parte de la actividad minera.

Gráfico 6. Evolución del monto anual de la IDCE entre 1994 y 2017



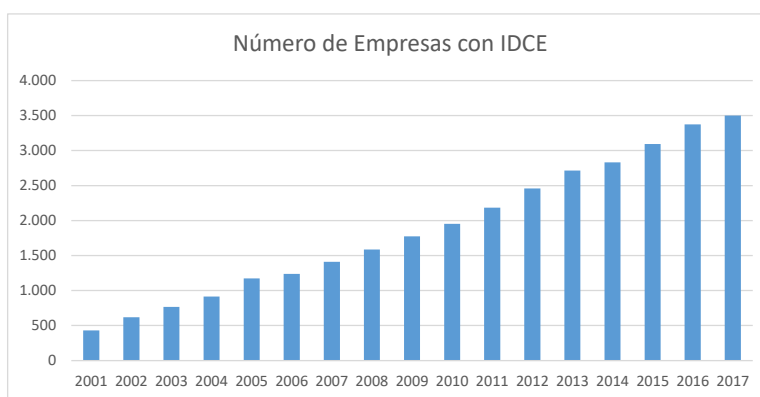
Fuente: Banco de la República

Una de las posibles razones que contribuye a explicar la intensificación de las inversiones en el exterior a partir del 2008, se encuentra asociada a la crisis financiera en las economías

desarrolladas ocurrida a partir de esa fecha. Como consecuencia, ante la falta de recursos financieros propios y la acumulación de pérdidas financieras, algunas multinacionales decidieron liquidar rápidamente sus inversiones en distintas filiales en el mundo, particularmente en países emergentes. Por consiguiente, algunas firmas colombianas, principalmente dedicadas a las actividades financieras (banca, seguros y pensiones), industriales (fabricación de minerales no metálicos, producción de alimentos y bebidas) y de comercio (hipermercados y grandes superficies), decidieron aprovechar las oportunidades de mercado y el acceso a recursos de financiación a tasas históricamente bajas para expandir sus inversiones.

Cabe destacar que la IDCE se caracteriza por estar altamente concentrada en un pequeño número de empresas puesto que el 98% del monto total se concentra en 260 firmas, aunque el número de firmas inversionistas directas colombianas ha crecido sustancialmente. Al cierre del 2017, 3.500 empresas colombianas habían realizado inversiones directas en el exterior, mientras que en 2015 se registraban 1.150 empresas y en el 2001 no llegaba a las 500 (Gráfico 7).

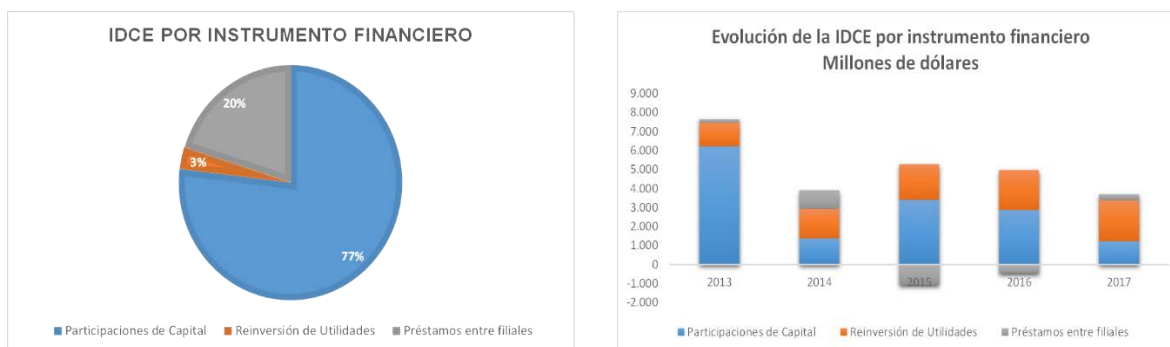
Gráfico 7. Número de empresas con IDCE



Fuente: Banco de la República

Por otra parte, la IDCE se ha caracterizado por una mayor utilización de las participaciones de capital como instrumento financiero. De hecho, el 77 % de dicha inversión se ha realizado mediante la adquisición de acciones, entre tanto la reinversión de utilidades representa el 20% y los préstamos entre filiales el restante 3% (Gráfico 8). No obstante, a partir del 2014 la reinversión de utilidades ha aumentado su importancia como instrumento mediante el cual se realiza la IDCE. Este hecho se debe tanto a decisiones intrafirma, como a las mayores ganancias y rentabilidad de estas inversiones en los últimos años. Esta relación entre la inversión directa y su renta se analizará a continuación.

Gráfico 8. IDCE por instrumento financiero

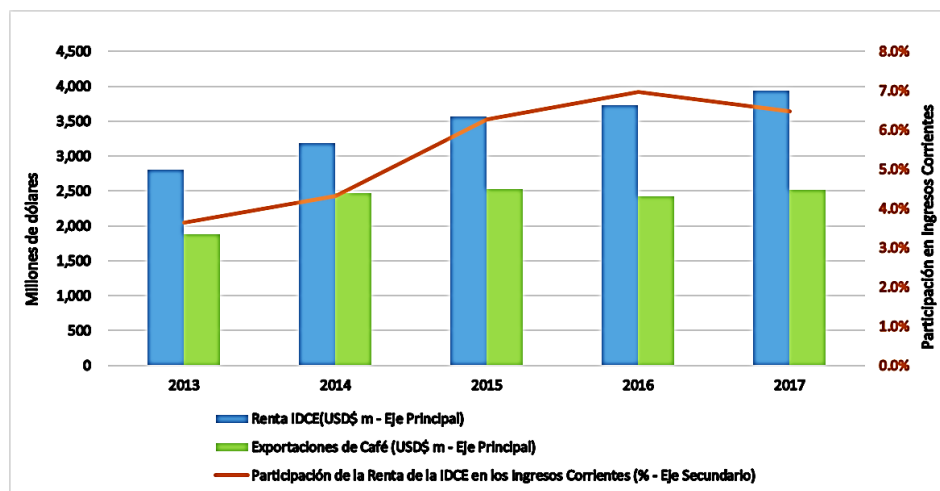


Fuente: Banco de la República

c. Caracterización de la renta de la IDCE:

Como ya se ha mencionado, la inversión directa de Colombia en el exterior ha aumentado de manera importante en los últimos años, y también han aumentado las ganancias obtenidas en estas inversiones. Por ejemplo, al compararse los recursos que genera este rubro en comparación con una fuente tradicional de divisas como lo son las exportaciones de café, se observa que las utilidades de la IDCE equivalen aproximadamente a un año y medio de las ventas externas de este producto. Además, la renta de estas inversiones es uno de los componentes de los ingresos de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y actualmente participa con el 6% de los ingresos corrientes (Gráfico 9).

Gráfico 9. Participación de la Renta de la IDCE en los Ingresos de la Cuenta Corriente



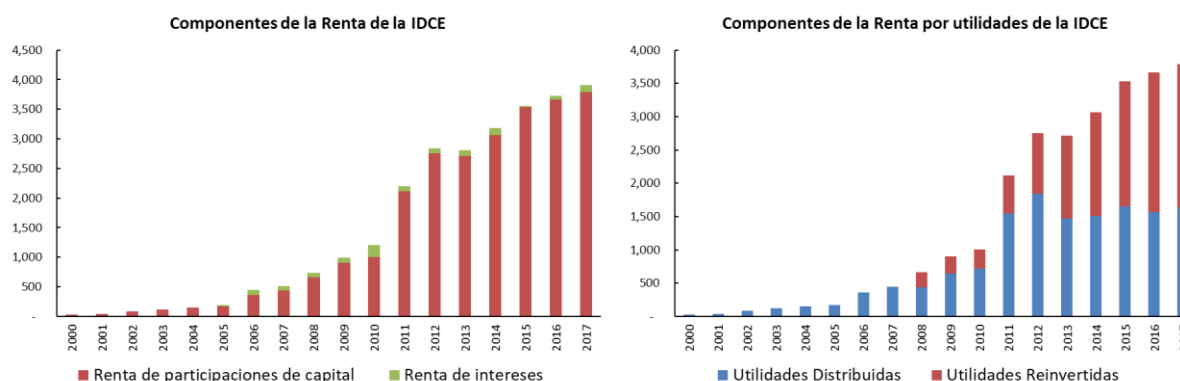
Fuente: Banco de la República

Al observar la relación entre el saldo de la IDCE y la renta derivada de la misma, se evidencia que existe una alta correlación positiva (0,98) entre estas dos variables. Es así como entre el 2013 y el 2017 el saldo de las inversiones directas de los colombianos en el exterior se incrementó de US\$39.000 m a US\$ 55.000 m (41%), mientras los ingresos derivados de la

IDCE lo hicieron en el mismo período de US\$ 2.806 m a US\$ 3.912 m (39%). Lo anterior es reflejo de que la inversión directa de los colombianos llega en su gran mayoría a adquirir empresas consolidadas, que poseen negocios estables, con marcas reconocidas y que generan permanentemente utilidades, es decir, llegan principalmente a beneficiarse de rentas cautivas.

La desagregación de la renta de la IDCE muestra que su principal componente corresponde a las ganancias obtenidas por la tenencia de participaciones de capital. Entretanto la renta obtenida a partir de los intereses de las deudas entre filiales corresponde a una mínima parte de la renta total que entra al país por este tipo de inversiones (Gráfico 10). Dentro de las ganancias totales, cabe destacar el comportamiento de las utilidades reinvertidas que han ido creciendo en importancia en los últimos años, reflejo de la maduración y el buen comportamiento de las inversiones directas en el exterior.

Gráfico 10 – Componentes de la renta de la IDCE



Fuente: Banco de la República

En línea con lo anterior, y como se ha indicado en este estudio, la reinversión de utilidades es uno de los factores que explica el mayor crecimiento del saldo de la IDCE en los últimos años. Este hecho se sustenta en que las nuevas inversiones directas que se han venido dando por parte de Colombia en el exterior en los últimos años, han estado acompañadas de un aumento de las reinversiones de las ganancias en los países de destino, lo que genera una nueva fuente de inversión. En el último año, las utilidades reinvertidas representaron el 57% de las utilidades totales generadas por las inversiones directas de colombianos en el exterior.

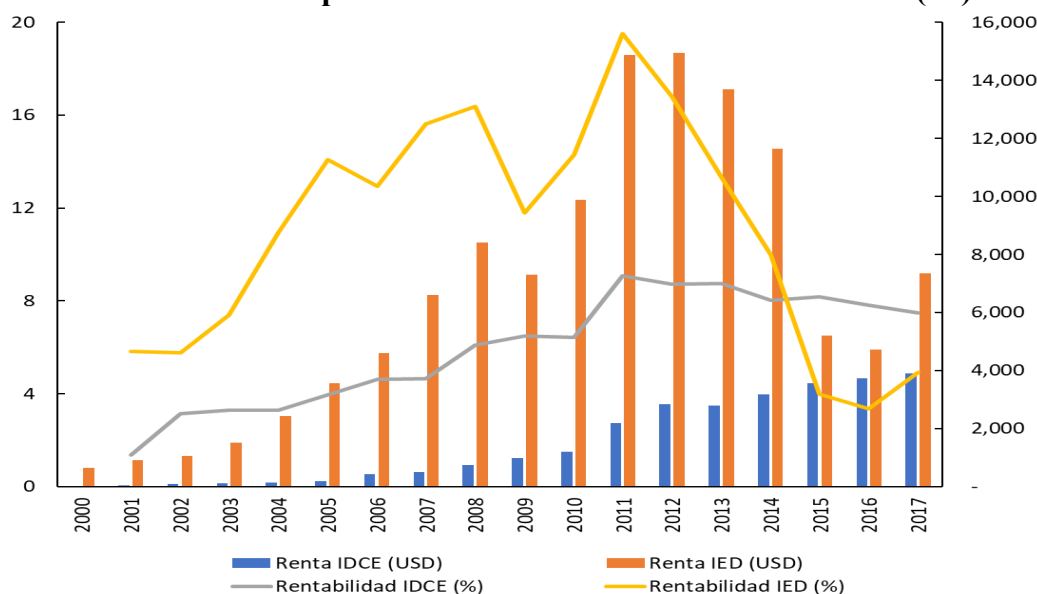
El comportamiento antes descrito revela que en los últimos años los ingresos obtenidos de la renta de la IDCE se han constituido como una fuente de disminución del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos del país. Además, las utilidades de esta inversión también han contribuido a que la balanza de renta factorial, correspondiente a la diferencia entre la renta de la IDCE menos la renta de la IED, sea menos negativa (Gráfico 11).

De otra parte, existe una diferencia notoria entre las actividades generadoras de renta para la IED y la IDCE, lo que explica en parte el comportamiento de las utilidades de ambas inversiones. Por un lado, los mayores niveles de IED en Colombia han estado asociados en gran medida a las inversiones en recursos naturales en particular en el sector minero-energético que se vieron beneficiadas por los altos niveles de precios internacionales de los bienes básicos observados entre el 2009 y el 2014 (Toro *et al* 2015) y que redundaron en

incrementos importantes en las utilidades de la IED en Colombia. No obstante, con los cambios en el panorama internacional de estos mercados y la corrección en los precios a partir del 2014, estas utilidades disminuyeron. En contraste dado que las inversiones directas de Colombia en el exterior han estado enfocadas en gran medida en los sectores industriales y financieros, sus ganancias se han visto menos expuestas a la volatilidad de los precios de los *commodities*.

En síntesis, los flujos derivados de la renta de la IDCE como fuente de ingresos externos han ido ganando participación dentro de la cuenta corriente, al pasar de representar el 4% de los ingresos externos totales en el 2013 a ser un poco más del 6% al cierre del 2017. También cabe señalar que la rentabilidad de la IED y de la IDCE han ido convergiendo, ubicándose esta última por encima en los últimos años (Gráfico 11), lo que implica una mejora en las perspectivas futuras de generación de ingresos externos provenientes de la renta de la inversión directa que los colombianos hacen en el exterior, y un amortiguador de la presión que la remisión de utilidades de la IED tiene sobre el déficit externo.

Gráfico 11 – Comparación de la renta de la inversión directa (ID)



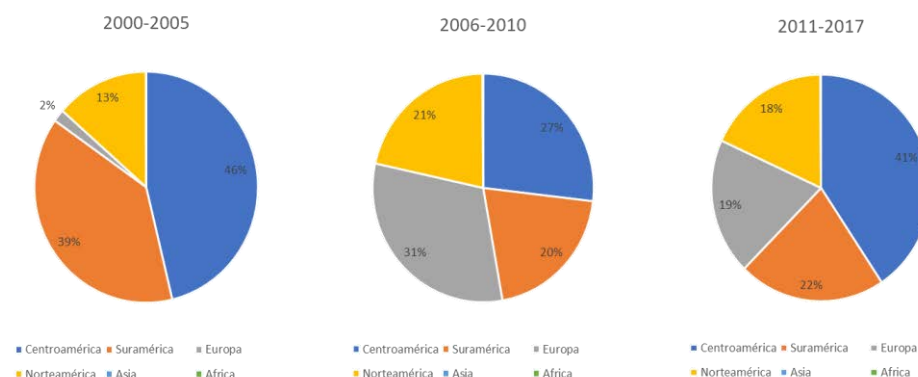
Fuente: Banco de la República

- *Caracterización geográfica*

Un factor importante para analizar la evolución de la renta de la IDCE hace referencia a su localización geográfica. De la información disponible para Colombia observamos que durante el periodo 2000-2005 los ingresos por rentas de la IDCE provenían principalmente de las inversiones en Centroamérica y Suramérica, las cuales en conjunto concentraban el 85% del total. Posteriormente, para el periodo 2006-2010, Europa aumentó la participación como mercado de origen de los ingresos por rentas de la IDCE, al pasar del 2% de los ingresos antes de 2005, a aportar en promedio el 31% del total. Años más tarde, entre el 2011 y el 2017, las compras del sector asegurador y del sector bancario significaron nuevamente una mayor participación de los mercados de Centroamérica y Suramérica. Lo anterior ha

significado que, en años recientes, Centroamérica origine el 41% de los ingresos por renta de la IDCE, mientras Suramérica aporta el 22%, Europa el 19% y Norteamérica el 18% (Gráfico 12).

Gráfico 12 – Ingresos por renta de la IDCE por región

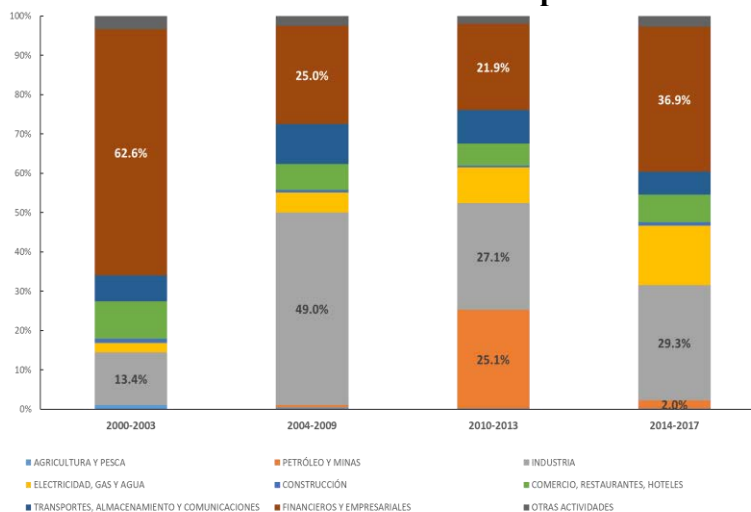


Fuente: Banco de la República

- *Caracterización por actividad económica*

Al analizar el período 2000-2017 se observa que la desagregación por actividad económica de los ingresos por renta de la IDCE es similar a la desagregación por actividad económica del saldo de dichas inversiones (Gráfico 13). Por ejemplo, a principios de la década pasada los ingresos por renta provenían mayoritariamente de las inversiones en el sector financiero hechas en Centroamérica (principalmente en Panamá). De esta manera para el período 2000-2003 se estima que las rentas derivadas de las inversiones en servicios financieros y empresariales representaban el 62,6% de los ingresos por renta de la IDCE. Posteriormente, entre el 2004 y el 2009, fue la industria la que incrementó sus montos de inversiones y de ganancias, por lo que la renta asociada a la industria aportó alrededor del 50% del total de este rubro en ese periodo. Años más tarde, entre el 2010 y 2013 durante el boom de precios de las materias primas (principalmente del petróleo), las rentas derivadas de las inversiones del sector petrolero-minero aumentaron su relevancia al representar una cuarta parte de las rentas totales.

Gráfico 13 – Evolución de la renta de la IDCE por actividad económica



Fuente: Banco de la República. Cálculo propios

A partir del 2014, las altas inversiones en la actividad financiera (principalmente en los subsectores asegurador y bancario) focalizadas principalmente en Centroamérica, han impulsado los ingresos externos por utilidades de la inversión directa. Tanto así que, en los últimos 3 años, las utilidades de estas actividades son la principal fuente de ingresos por renta de la IDCE al representar el 37% del total. En contraste, a pesar de las inversiones acumuladas en el sector petrolero y minero, la rentabilidad de dichas inversiones se ha visto seriamente afectada por la corrección en los precios de las materias primas. Como consecuencia las ganancias en el sector petrolero y minero tan solo aportaron el 2% de los ingresos por renta de la IDCE entre el 2014 y el 2017.

En vista que un flujo continuo y creciente de IDCE es uno de los factores que influyen tanto en las perspectivas futuras como en la generación de los ingresos externos, en la siguiente sección se presenta una revisión de literatura tanto de planteamientos teóricos como empíricos con el fin de establecer los factores que explican por qué una firma decide expandirse en el exterior y que factores influyen en la elección de la economía receptora de su inversión.

Recuadro 1. Caracterización de la rentabilidad de la IDCE:

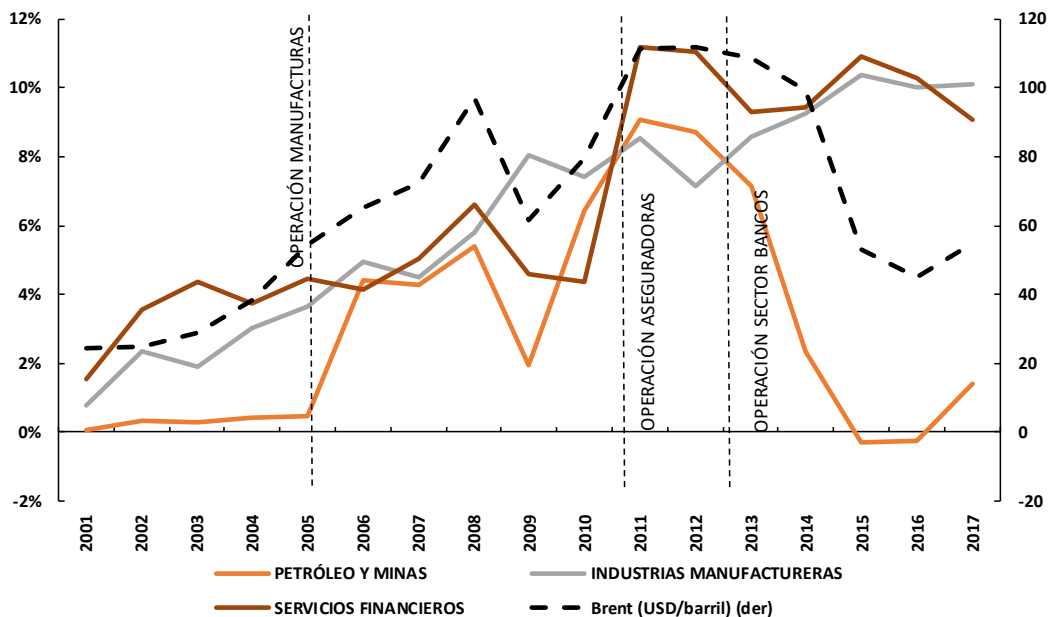
- *Evolución de la rentabilidad frente a los cambios importantes en el saldo*

La evolución que han mostrado los ingresos por renta de la IDCE desde el año 2000 nos indica que, para las principales actividades económicas que concentran la inversión directa de los colombianos en el exterior, se observan diferentes patrones también en términos de la rentabilidad de la inversión (Gráfico 14). La información disponible sugiere que la rentabilidad de la IDCE en la industria minero - energética ha evolucionado con los precios del petróleo, mostrando una rentabilidad implícita que resulta coincidente con el ciclo de los precios internacionales de los productos minero-energéticos, y en particular con el de los precios del petróleo (Gráfico 14).

De esta manera, puede observarse como antes del 2005, la rentabilidad implícita de las inversiones de los colombianos en el sector de minas y energía fue menor al 1%. Durante los años del primer boom en el precio del petróleo, esta rentabilidad alcanzó en promedio el 4,7% durante los años 2006 a 2008. Posteriormente, la rentabilidad en dicho sector cayó nuevamente a valores cercanos al 2%, como reflejo de la caída en los precios del petróleo, consecuencia a su vez de la fuerte crisis financiera internacional de finales de 2008.

No obstante, con la recuperación de los precios de los productos básicos, y en particular el importante rebote del precio del crudo, se dio también un repunte significativo de las rentas recibidas por las inversiones colombianas en el sector, alcanzando un pico de rentabilidad que superaría el 8% entre los años más favorables del ciclo petrolero, entre 2011 y 2013. Actualmente, el sector registra una rentabilidad implícita ligeramente superior al 1%, después de haber mostrado valores incluso negativos para los años 2015 y 2016.

Gráfico 14. Rentabilidad implícita de la IDCE por actividad económica



Fuente: Banco de la República. Cálculos propios

Por su parte, la rentabilidad de las inversiones en la industria manufacturera ha sido creciente, reflejo de negocios que han ido madurando en sus mercados. Así, en 2001, las inversiones colombianas en este sector alcanzaban una rentabilidad implícita no mayor al 1%, mientras que la misma se ha mantenido estable y por encima del 10% en los últimos años. No obstante, la rentabilidad de las inversiones en el exterior en manufacturas creció significativamente después de la realización de importantes transacciones en el sector de alimentos y bebidas a mediados de la década pasada. Lo anterior llevaría la rentabilidad de las inversiones en el sector de un 4% a mediados de la década pasada, a valores por encima del 8% al final de la misma. El cambio en la rentabilidad implícita del sector posterior a dichas transacciones significó la entrada de la inversión colombiana a mercados consolidados y de mayor rentabilidad.

La rentabilidad de la IDCE en el sector financiero tiene características similares a lo observado en el caso de la industria manufacturera. Es así como, anterior a las operaciones de inversión de colombianos en el sector asegurador, llevadas a cabo en los años posteriores a la crisis financiera internacional, la rentabilidad implícita se mantuvo alrededor del 4% en promedio. Estas transacciones, llevadas a cabo en su mayoría en países de la región, sumadas a las estrategias de internacionalización de algunas empresas del sector bancario colombiano en los años siguientes, principalmente en los mercados de Centroamérica, mejoraron significativamente el perfil de rentabilidad de dichas inversiones. Así, la rentabilidad implícita del sector se ha mantenido en promedio por encima del 10% en los últimos siete años.

Lo que se ha observado con las inversiones colombianas en los mercados externos, tanto en el segmento de manufacturas como en el financiero, refleja la motivación de los inversionistas colombianos de ir por oportunidades de negocio mediante la adquisición de

sociedades ya establecidas en mercados con rentabilidades mayores, que permitan no solo la expansión de sus negocios a mercados internacionales, sino que también contribuyan a la generación de valor y el mejoramiento de los perfiles de rentabilidad de sus grupos económicos.

- *Características de los principales países de origen de los ingresos por utilidades*

Otra forma de analizar lo que ha sucedido con la inversión directa que los colombianos realizan en economías externas y las utilidades que dichas inversiones generan, es a través de las características de los principales mercados de destino de dichas inversiones. Como se mencionó, en términos de la concentración geográfica de la IDCE observamos que, para 2017, Colombia registraba en los 6 principales destinos más del 60% del saldo de la inversión. Así mismo, estos destinos generan el 65,5% de los ingresos por renta, manteniendo la relación entre saldo e ingresos indicada anteriormente.

Adicionalmente, cabe señalar que 6 de los 10 principales destinos de la inversión directa colombiana cuentan con algún acuerdo internacional para la inversión, y 2 países cuentan con al menos un acuerdo de cooperación comercial, tal como se muestra en el Cuadro 2. Lo anterior permite considerar el factor institucional como relevante en las decisiones de inversión de los colombianos en el exterior. De esta manera, el hecho de tener una relación comercial o contractual que asegure unas garantías mínimas en la relación de inversión que se establece entre el país inversor y el receptor de la inversión, parece resultar determinante para la decisión de invertir a la luz de la información disponible para Colombia. Es así como la presencia de acuerdos bilaterales, en los que se establecen compromisos y reglas jurídicas claras, parecen favorecer las decisiones de los inversionistas en el caso colombiano.

En términos generales, la información disponible sugiere que de los 6 principales mercados destino de la IDCE, 4 pueden caracterizarse por su cercanía geográfica y cultural, lo que explica que los inversionistas colombianos accedan a mercados similares donde pueden reproducir su modelo de negocio a través de la adquisición de empresas consolidadas que además contribuyen a la búsqueda de rentabilidad. Por otra parte, los otros dos mercados dentro de este grupo se caracterizan por ser economías grandes de alto poder adquisitivo, y con relaciones comerciales y de inversión formalizadas mediante acuerdos bilaterales con Colombia, lo que favorece no solo la expansión de las inversiones colombianas a mercados más amplios, sino que están determinadas por un marco legal que facilita la realización de negocios en dichos destinos.

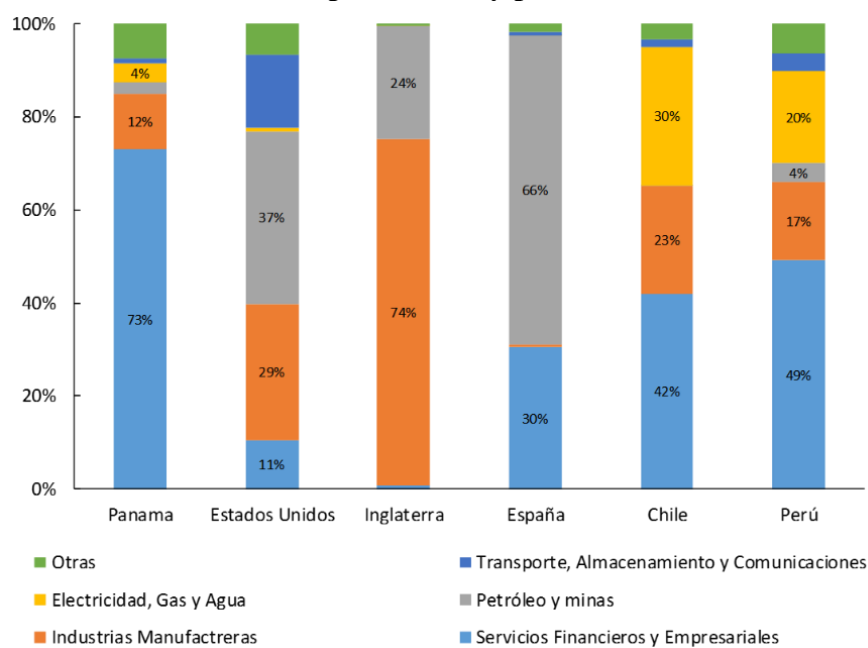
Cuadro 2. Principales destinos de la IDCE

DESTINO DE LA IDCE	Saldo IDCE 2017 (USD m)	% IDCE 2017	Renta IDCE 2017 (USD m)	% Ingresos por Renta IDCE	Rentabilidad implícita IDCE (prom 2000-2017)	Acuerdos Internacionales (Comerciales o de Inversión)
PANAMA	8,860	15.8%	624	16.0%	6.0%	TCL suscrito 2013 - pendiente aprobación legislativa
ESTADOS UNIDOS	7,607	13.6%	542	13.9%	5.7%	Ley 1143 de 2007 - Capítulo de Inversión - TLC EEUU
INGLATERRA	6,318	11.3%	452	11.5%	5.9%	Ley 1464 de 2011 - APRI Reino Unido
ESPAÑA	4,815	8.6%	346	8.8%	5.8%	Ley 1069 de 2009 - APRI España
CHILE	4,230	7.6%	320	8.2%	6.6%	Ley 1189 de 2008 - Capítulo de Inversión - TLC Chile
BERMUDAS	3,795	6.8%	222	5.7%	4.7%	No aplica
PERU	3,589	6.4%	281	7.2%	6.8%	Ley 1342 de 2009 - APRI Perú
BRASIL	2,724	4.9%	176	4.5%	5.8%	Acuerdo de Complementación Económica N° 72 - Mercosur
MEXICO	2,575	4.6%	160	4.1%	5.6%	Ley 172 de 1994 - Capítulo de Inversión - TLC México
ISLAS VIRGENES BRITANICAS	2,114	3.8%	148	3.8%	5.8%	No aplica

Fuente: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo. Banco de la República. Cálculos propios

También es importante resaltar en este punto que la rentabilidad implícita promedio de los principales destinos de la inversión directa colombiana son muy similares y se encuentra alrededor del 6% (promedio histórico de la rentabilidad implícita de la IDCE). La inversión que genera ingresos por renta en los principales destinos está concentrada en los sectores financiero, industrial y de petróleo y minas (Gráfico 15). No obstante, su composición es diferente para cada país, tal como se describió anteriormente.

Gráfico 15. IDCE por destino y por sector económico



Fuente: Banco de la República. Cálculos propios

3. Marco Teórico y Revisión de Literatura

a. Teorías de los determinantes de la Inversión Directa (ID)

Si bien la ID ha ganado bastante importancia en las relaciones económicas internacionales en el transcurso del siglo XXI, estos flujos de capitales han desempeñado un papel relevante en la economía mundial desde los años sesenta, lo cual motivó a distintos académicos a reflexionar sobre el asunto. Uno de los trabajos pioneros en formular una teoría sobre los incentivos que tienen las empresas en expandir sus procesos productivos desde su país de origen hacia otros destinos fue Vernon (1966) con su teoría del “Ciclo Vital del Producto”.

Este enfoque aduce que la mayoría de los productos tienen un ciclo vital que consta de dos etapas: innovación y estandarización. En la primera etapa, la empresa produce el bien localmente y utiliza las exportaciones para cubrir la demanda de los mercados extranjeros; sin embargo en el momento en que la producción tiende a estandarizarse –es decir en el proceso de transición entre la primera y la segunda etapa- a pesar de que localmente tiende a tener menores costos, la firma decide establecer su proceso productivo en el extranjero con el fin de no perder la cuota de mercado con otros productores y así aprovechar la ventaja en costos por haber sido la pionera en este producto. De esta forma la ID surge como respuesta de las empresas con poder de mercado para mantener esta ventaja, por lo cual para esta teoría el principal determinante de este flujo de capital es la existencia de competencia imperfecta.

Posteriormente, Dunning (1976) formuló “el paradigma ecléctico”, en el cual establece que una empresa se vuelve multinacional con el fin de aprovechar tres ventajas derivadas de la competencia imperfecta: i) en términos de posesión de activos intangibles (tales como los sistemas organizacionales, la capacidad de innovación, el capital humano, el “good will”, etc.), ii) de ubicación (por cercanía a las fuentes de materias primas y mercados potenciales o efectivos, reducción de costos de transacción y barreras de entrada, etc.) y iii) las que le dan la posibilidad de explotar esquemas oligopólicos e incluso monopolísticos, por medio de los cuales su poder de mercado aumenta considerablemente, así como su margen de beneficio. De esta manera de acuerdo con la teoría ecléctica, si una economía promueve legislaciones que protegen la propiedad privada y permiten el establecimiento de patentes, se generarán incentivos para que el capital extranjero invierta en esa economía.

Helpman (1985), en una profundización de la teoría ecléctica de Dunning (1976) y bajo el supuesto que la ID es un mecanismo para llegar a un mercado donde existan barreras comerciales o diferenciales en precios y costos, encuentra que la localización de la ID dependerá principalmente de la estrategia de integración que tenga la multinacional (horizontal o vertical) y de los incentivos generados por las naciones en términos de políticas comerciales y tributarias. Por otra parte, Williamson (1981) plantea que, dada la información imperfecta y la conducta oportunista de los agentes económicos, la principal razón por la cual las firmas deciden trasladarse a otro país es la de minimizar el riesgo en la adquisición de sus

activos específicos (como materias primas), los cuales son indispensables para su proceso productivo.

Tomando como referencia las aproximaciones teóricas expuestas anteriormente, en la mayoría de los planteamientos posteriores se utiliza el modelo gravitacional como herramienta de análisis y estimación econométrica de este flujo de capital. Dicho modelo establece que una economía entre más grande, en términos de población y/o producción, y más cercana, geográfica y/o lingüísticamente, al país inversor, mayores flujos de ID atraerá. Dicho argumento se sustenta en la minimización de costos de transacción por recorrer menores distancias y/o aprender idiomas nuevos, el incremento en la demanda y explotación de ventajas de localización. La relevancia de este enfoque queda plasmada en la investigación de Blonigen & Piger (2011), donde obtienen que las variables más significativas en los flujos de ID, independientemente de su dirección, son el PIB per cápita (tamaño) y la distancia geográfica y cultural (cercanía), mientras otros determinantes robustos son las dotaciones relativas de mano de obra y recursos naturales y los acuerdos regionales de comercio e inversión.

b. Trabajos empíricos sobre los determinantes de la Inversión Directa (ID)

Dadas las propuestas teóricas, las aproximaciones empíricas se abordan desde dos perspectivas: un grupo de economías o una sola⁵. Dentro del primer enfoque, Amaya & Rowland (2004) en un estudio para las economías emergentes entre 1980 y 2000 concluyen que la ID tiende a arribar en las economías con mayor dinamismo en términos de crecimiento económico y en el que las políticas fiscales tienen un impacto importante en los incentivos a la llegada de estos capitales. A una conclusión similar llegan Kyrkilis & Pantelidis (2003), Holtbrügge & Kreppel (2012) y Das (2013) agregando la inversión en ciencia y tecnología y la competencia dentro de la economía inversionista y el riesgo país del receptor de la ID como determinantes este flujo de capital. A su vez, Aguilar & Vallejo (2004), en un análisis de los países latinoamericanos entre 1990 – 2001, encuentran que los acuerdos comerciales son el mayor determinante de la ID.

Asiedu (2006) por medio de un panel para 22 países africanos en el período de 1984 a 2000, encuentra que el tamaño del mercado, la mayor dotación de recursos naturales, la buena infraestructura, la baja inflación y un ambiente de estabilidad política tiene efectos positivos y significativos en el aumento de la ID, mientras que mayores niveles de corrupción, así como menor efectividad gubernamental están correlacionados negativamente con el ingreso de estos capitales. Posteriormente, Asiedu (2013) establece que los mayores precios internacionales del crudo han incrementado la ID en la explotación de este recurso natural al aumentar su rentabilidad esperada.

Dentro de las propuestas teóricas que estudian un solo país se destaca el plasmado por Barthel *et al* (2008) orientado a las inversiones recibidas por Ghana en 2007, y en donde concluye que los sectores extractivos son los que concentran los mayores niveles de ID. Entre otros

⁵ Los resultados de estos enfoques aplican independientemente de la dirección del flujo de ID, a saber, si la economía es inversionista y/o receptora. De hecho, la mayoría de los estudios por grupo de países que utilizan el modelo gravitacional incorporan el flujo bilateral de ID.

desarrollos orientados al análisis de una sola economía como receptora de ID también se encuentran Leitão (2010), Cyvers *et al* (2011), Awan, Khan & Zaman (2011) y Singhanía & Gupta (2011), en estudios realizados para Grecia (1998 – 2007), Camboya (1995-2005), Pakistán (1996-2008) e India (1991-2008) respectivamente, y en donde encuentran que el PIB, el grado de apertura económica, los costos laborales, las reservas internacionales, la tasa de cambio real son los mayores determinantes de la ID en estos países.

Para el caso colombiano, varios estudios recientes se concentran en establecer si las políticas de atracción de IED explican el incremento de este flujo de capital. Steiner & Salazar (2001) establecen que las medidas que reducen los costos laborales y promocionan las exportaciones son las más efectivas, mientras Cárdenas & Olivera (2007) concluyen que los APPRI han tenido efectos positivos en la atracción de recursos por IED en Colombia. No obstante, señalan que se deberían incorporar políticas más focalizadas en sectores estratégicos que generen mayor valor agregado. Adicional a lo propuesto por estos estudios, Kalin (2009) propone que el gasto agregado en ciencia, investigación e infraestructura debe incrementarse sustancialmente para reforzar el vínculo entre las empresas nacionales y las multinacionales.

En un enfoque más amplio, Garavito *et al* (2014) caracterizan las empresas receptoras de ID en Colombia considerando información a nivel de firma. Para llevar a cabo este objetivo, utilizan un *panel-probit* en el que se busca establecer si hay mayor probabilidad de recibir ID ante distintas variables como tamaño de la firma, actividad económica y orientación al mercado exterior. Como principal hallazgo concluyen que las empresas más grandes, pertenecientes al sector minero-energético y que realizan operaciones de comercio exterior (exportaciones y/o importaciones) tienen mayor probabilidad de recibir ID, subrayando que las firmas que pertenecen a otras actividades económicas (Industrial, Comercio y Transporte y Comunicaciones) tienen más posibilidades de tener socios extranjeros en la medida que tengan estructuras empresariales bien establecidas y sean intensivas en capital.

En cuanto al estudio de Buch *et al* (2012), este se concentra en tipificar a las economías receptoras de la ID proveniente de Alemania, y por medio de un panel que relaciona el monto de la ID con distintas variables de control, concluye que el principal motivo de internacionalización de las firmas germanas es el acceso a mercados similares a su economía local (cercanía y ubicación) y con tratados de comercio e inversión vigentes. Adicionalmente, esta expansión hacia el exterior es más probable en la medida que la firma inversora pertenezca al sector manufacturero.

En resumen, las variables relacionadas con el tamaño de la economía receptora y/o inversionista, la mayor similitud con la economía local, la estabilidad macroeconómica de las economías receptoras, y la existencia de facilidades en la llegada de capitales, sea por factores de flexibilidad fiscal o por la existencia de acuerdos de comercio e inversión, son los principales determinantes empíricos de los flujos de ID. Este resultado implica la fuerte relación que existe entre la búsqueda de mayores ganancias y el incremento de la ID vía la reducción de los costos asociados a este tipo de capitales.

c. Determinantes de la rentabilidad de la Inversión Directa

Otro grupo de trabajos se ha enfocado en el estudio de los determinantes de la rentabilidad de la ID. En general, dichos análisis tienen un enfoque empírico que permiten establecer los principales factores que afectan los retornos de las inversiones en el exterior. Dichos estudios cobran relevancia en la medida que, uno de los determinantes implícitos en la decisión de internacionalizarse es la búsqueda de rentabilidad en mercados externos. No obstante, puede decirse que la rentabilidad de la inversión opera en este caso en dos sentidos, uno en el cual se evalúa *ex-ante* como un factor previo a la decisión de inversión, y otro, como un resultado *ex-post* definido por las características mismas de la inversión realizada.

Tomando como referencia el enfoque *ex-post* de la inversión, se puede identificar tres grupos de factores que determinan los retornos de la ID: macroeconómicos, sectoriales e intrafirma. En el primer grupo, se encuentran todas las condiciones macroeconómicas que definen la economía receptora de la inversión (Lundan, 2006), a saber, la situación de la demanda local, el potencial de dicha economía para atender la demanda externa, el desarrollo de la infraestructura, el costo de los factores productivos, las tasas de tributación, el riesgo país, las estructuras de regulación y políticas de competencia, entre otros.

En segundo lugar, se encuentran los factores *ex-ante* que definen la situación de la actividad económica a donde llega la inversión, de manera que las tasas de crecimiento específicas del sector, las expectativas en términos de ingresos y producción y las condiciones de participación en el mercado al que llega la inversión, son variables que resultan relevantes al momento de evaluar los retornos que se esperan de la misma (Lundan, 2006; Altzinger, 2008).

Un último grupo de factores están circunscritos al ámbito intrafirma, y podrían entenderse como las variables microeconómicas que intervienen en el perfil de rentabilidad de una inversión. En este mismo sentido la literatura encuentra relevante entender las estructuras de propiedad de las firmas, las ventajas tecnológicas, gerenciales y de conocimiento que pueden impulsar la productividad y la competitividad de una inversión en un mercado foráneo (Lehmann, 2002; Altzinger, 2008). Es así como se entiende que los altos retornos observados en algunos estudios empíricos sobre inversión directa en países emergentes puedan estar relacionados con el acceso de firmas subsidiarias a activos intangibles como tecnología, experiencia gerencial y redes de comercio internacional que las hace altamente competitivas en los mercados receptores.

En síntesis, la literatura ha identificado diferentes factores que deben tenerse en cuenta para el estudio de los determinantes de la rentabilidad de la ID de una economía, entre los que se encuentran la localización de la inversión y las características generales de las economías receptoras, la edad de las inversiones (ciclo de vida financiero), el tipo de inversión y el destino de las inversiones. No obstante, la mayoría de los estudios han identificado grandes obstáculos empíricos para el análisis de estos determinantes, relacionados con la disponibilidad y estandarización de la información que permita hacer comparaciones internacionales, cuestión particularmente problemática en el caso de las economías emergentes y de las cuales Colombia no es la excepción. Por ende, la aproximación

descriptiva de la renta de la IDCE es la opción más factible para superar este tipo de inconvenientes metodológicos.

Considerando el estrecho vínculo entre el flujo de IDCE y su renta, los distintos aportes teóricos y empíricos, y las limitaciones en fuentes y disponibilidad de la información, este estudio se concentra en tipificar la empresa colombiana que realiza inversión directa en el exterior y en analizar por qué una economía es más atractiva en comparación con otras respecto a la decisión de invertir en el exterior.

4. Fuentes, tratamiento de los datos y especificaciones econométricas

En esta sección se presentan dos aproximaciones econométricas: la primera, siguiendo a Garavito *et al* (2014), corresponde a un modelo tipo *panel-probit* con el fin de determinar la probabilidad que una empresa residente en Colombia, con determinadas características, realice inversión directa en el exterior; y, la segunda, utiliza un modelo panel basado en Buch *et al* (2012) que busca caracterizar el perfil promedio de los países que reciben la inversión directa colombiana.

a. ¿Qué características tiene la empresa típica colombiana que realiza inversión directa en el exterior?:

- *Fuentes y tratamiento de los datos*

Con el fin de tipificar la firma colombiana que realiza inversiones directas en el exterior, se utiliza información de actividad económica, comercio exterior, así como variables microeconómicas y macroeconómicas para el período entre 2000 y 2015. Para tal efecto, la base de empresas se construyó con la información contable y financiera registrada en las superintendencias de Sociedades, Financiera y de Servicios Públicos. Adicionalmente, dicha base se cruzó con información, por firma, de las declaraciones de inversión reportadas en los reportes cambiarios hechos al Banco de la República y las exportaciones e importaciones, reportados por el DANE y la DIAN, respectivamente (Cuadro 3).

En la construcción de la base de datos, se identificó que el número de empresas que realiza inversión directa en el exterior es pequeño con respecto al conjunto de firmas de la muestra, ya que, en promedio, representan alrededor del 6% del total. De modo que se construyó la variable dependiente de tipo dicotómico, es decir que toma el valor 1 si la empresa ha hecho IDCE al menos una vez en el periodo de análisis y 0 en el caso contrario. Adicionalmente, el conjunto de variables explicativas incluye tanto categóricas o de descripción (tamaño de la firma, actividad económica, total de activos, pasivos, ventas totales, etc.) así como razones financieras tradicionales (ROE, ROA, cubrimiento pasivo, etc.).

Cuadro 3. Número de firmas que conforman la muestra con y sin IDCE (2000 – 2015)

AÑO	sin IDCE	con IDCE	TOTAL
2000	9,837	940	10,777
2001	9,296	967	10,263
2002	8,680	936	9,616
2003	8,595	967	9,562
2004	9,279	932	10,211
2005	18,605	1,215	19,820
2006	22,290	1,425	23,715
2007	20,423	1,405	21,828
2008	21,026	1,420	22,446
2009	23,224	1,547	24,771
2010	22,380	1,530	23,910
2011	25,646	1,650	27,296
2012	23,984	1,594	25,578
2013	24,802	1,640	26,442
2014	25,356	1,695	27,051
2015	31,287	1,805	33,092
Promedio	19,044	1,354	20,399
Desv Estándar	7,429	313	7,738

Fuente: Superintendencias de Sociedades, Financiera y Servicios Públicos. Banco de la República. Cálculos propios

Por otra parte, con el fin de garantizar la calidad de los datos, se eliminaron los registros con inconsistencias en las variables de interés y en algunas variables de control. Para ello se tuvo en cuenta aquellas empresas con información completa en las variables de descripción y de los estados financieros que no fueran atípicos. Como resultado, la base de datos consiste en un panel desbalanceado de 326.378 observaciones, con frecuencia anual para el período 2000 – 2015.

- *Especificaciones econométricas*

Dado que se busca tipificar el perfil de la empresa colombiana inversionista directa, la variable dependiente es binaria ya que toma el valor de 1 si la firma ha realizado inversiones directas en el exterior y el valor de 0 en el caso contrario. Por tanto, la especificación econométrica que se aplica es un panel-probit del tipo *Population Averaged* (PA)⁶. Esta metodología es muy utilizada en las estimaciones de modelos no lineales con datos de panel, debido a que asume que los efectos individuales han sido promediados, lo que facilita el cálculo y la interpretación de los efectos marginales. En vista de lo anterior, esta especificación modela la probabilidad que una empresa realice inversión directa en el exterior controlando por variables explicativas como el tamaño de la empresa, la actividad económica que ejercen, operaciones de comercio exterior, si son receptoras de IED y la rentabilidad de la empresa, que aproxima la intención de la empresa de expandir su negocio.

⁶ La interpretación de los resultados en un modelo *probit* no se lleva a cabo directamente sobre los coeficientes obtenidos, aunque proveen información acerca del signo y la significancia de las variables. La interpretación se realiza sobre los efectos marginales, que miden el efecto de un cambio en uno de los coeficientes sobre la variable dependiente. Estos efectos se pueden calcular en diferentes puntos de las variables, siendo la media el punto más utilizado. Ver Cameron y Trivedi (2005, 2009).

De acuerdo con lo anterior, el modelo estimado es el siguiente:

$$IDCE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 tam_{i,t} + \beta_2 Sec_{i,t} + \beta_4 IED_{i,t} + \beta_5 Aper_{i,t} + \beta_6 Rent_{i,t} + \beta_7 Crec_{i,t} + \theta_i + \tau_t + \epsilon_{i,t}$$

Donde $IDCE_{i,t}$ es una variable binaria con 1 si la firma i realiza IDCE en el período t , $tam_{i,t}$ corresponde a dos variables binarias relativas al tamaño de la empresa según sus activos y que toman el valor de 1 si la empresa es mediana o grande y el 0 en caso que sean pequeñas. $Sec_{i,t}$ representa un conjunto de variables dicotómicas que capturan la actividad económica de la empresa inversionista, siendo el sector de financiero la categoría omitida. Las variables binarias $IED_{i,t}$ y $Aper_{i,t}$ toman el valor de 1 si la firma i recibió inversión extranjera directa o realizó exportaciones y/o importaciones, respectivamente, en t . A su vez, $Rent_{i,t}$ corresponde a la Utilidad Neta de la firma y $Crec_{i,t}$ al crecimiento promedio de los países receptores de la IDCE. El parámetro θ_i corresponde al efecto fijo de la firma, mientras τ_t al efecto fijo del tiempo. En ejercicios de robustez, se consideraron otras variables financieras tradicionales, como el ROE, ROA y margen neto, las cuales no resultaron estadísticamente significativas.

- *Resultados del modelo*

Como se puede apreciar en el cuadro 3, los resultados del modelo estimado indican que es más probable que una firma colombiana haga inversión directa en el exterior si: el tamaño de la empresa es mediano o grande frente a una pequeña, ha realizado operaciones de comercio exterior y/o tiene inversión extranjera directa. Por otra parte, si una firma no pertenece al sector financiero, la probabilidad de hacer este tipo de inversiones es menor. Ahora bien, con el fin de cuantificar la influencia de las variables explicativas sobre la probabilidad de hacer IDCE, se calculó el efecto marginal promedio de cada variable a lo largo de la distribución (Cuadro 4).

Cuadro 4. Estimación de la probabilidad de que una empresa haga IDCE, 2000 – 2015

Método de estimación: *Panel-probit* (robusto) con efectos aleatorios

Variable dependiente: 1 si la empresa hizo IDCE, 0 si no la hizo

Probit		Coef.	Std. Error	p-value
Tamaño (Ref= Pequeña)	Mediana	1.97	0.39	0.00
	Grande	9.25	0.41	0.00
Sector (Ref= Sector Financiero)	Petróleo, minas	-1.76	0.62	0.00
	Agricultura	-1.79	0.92	0.05
	Comercio y hoteles	-2.13	0.45	0.00
	Industria manufacturera	-1.58	0.45	0.00
	Electricidad, gas, agua	-1.38	1.71	0.42
	Transporte, almacena	-1.28	0.68	0.06
	Resto	-1.07	0.41	0.01
Apertura	Si	2.44	0.40	0.00
IED	Si	1.24	0.32	0.00
Utilidad		0.00	0.00	0.21
Crecimiento		0.53	1.15	0.646
Constante		-20.26	0.44	0.00

Cuadro 5. Efectos marginales en el promedio

Probabilidades de realizar IDCE		Coef.	p-value
Tamaño	Pequeña	3.08%	0.0000
	Mediana	3.24%	0.0000
	Grande	17.38%	0.0000
Sector	Petróleo, minas	5.73%	0.0000
	Agricultura	5.73%	0.0000
	Comercio y hoteles	5.63%	0.0000
	Industria manufacturera	5.77%	0.0000
	Electricidad, gas, agua	5.81%	0.0000
	Transporte, almacena	5.82%	0.0000
	Est. Financieros, serv emp.	6.12%	0.0000
	Resto	5.85%	0.0000
Apertura	No	5.63%	0.0000
	Si	5.96%	0.0000
IED	No	5.78%	0.0000
	Si	5.95%	0.0000

De este modo, la probabilidad que una empresa haga IDCE es del 17,4% si es grande en contraste con la pequeña con tan solo el 3,08% o medianas con 3,24%. En cuanto a la actividad económica, si bien pertenecer al sector financiero es el que más incrementa la probabilidad de hacer IDCE en un 6,12%, la diferencia no es tan marcada con los demás sectores que aumentan la probabilidad entre 5,63% y 5,85%. Resultado similar se obtiene en el caso de las variables de apertura e IED que aumentan la probabilidad de hacer IDCE cuando toman el valor de 1 en 5,96% y 5,95%, respectivamente. La variable correspondiente a la utilidad neta no fue significativa lo cual se puede deber a que las decisiones de expansión internacional son independientes el resultado contable obtenido localmente.

Estos hallazgos sugieren que las empresas nacionales deciden ampliar sus negocios en la medida que tengan el músculo financiero suficiente para invertir en el exterior, lo cual está en línea con lo observado en los hechos estilizados. También resulta evidente que la inserción en el mercado internacional, vía IED o apertura comercial, incrementa la probabilidad de ampliar sus negocios en otras economías, así como pertenecer a actividades de servicios financieros o de explotación de petróleo, minas y cantera.

b. ¿Por qué las empresas colombianas deciden invertir en unos países más que en otros?

- *Fuentes y descripción de los datos*

Para la construcción de la base de datos que se utiliza para identificar las características principales de las economías receptoras de inversión directa colombiana, se recolecta información anual entre 2000 y 2015 para un total de 102 países que, durante este período, han recibido al menos una vez este tipo de capital proveniente de Colombia. La fuente de esta información son las declaraciones cambiarias hechas al Banco de la República de

Colombia con la que se calcula el stock de la inversión directa colombiana dirigida a cada país por medio de la acumulación de estos flujos.

Para el caso de las variables explicativas se incluye el valor del PIB anual a precios corrientes de las economías receptoras de la IDCE, tomado de la base de datos del Banco Mundial⁷, el índice de libertad económica⁸ y la distancia geográfica simple publicadas por The Heritage Foundation y el CEPII (Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales) respectivamente. Finalmente, se calcula una variable dummy, con valor de 1 si Colombia tiene algún tratado de libre comercio (TLC) con el país j , o 0 en caso contrario. Para efectos de enriquecer el análisis, se incluye, adicionalmente, el índice de similitud de Buch et al (2015) utilizando la siguiente fórmula:

$$\text{Índice de similitud}_i = 1 - \left| \frac{GDP_j^{pc} - GDP_{Colombia}^{pc}}{\max\{GDP_j^{pc}, GDP_{Colombia}^{pc}\}} \right|$$

Este índice refleja el grado de cercanía de la economía i con Colombia en términos del PIB per cápita ($GDPs^{pc}$), de manera que entre más parecidos sean los $GDPs^{pc}$, el índice será más cercano a 1. Por esta razón, se espera que el signo de su coeficiente asociado sea positivo. Del mismo modo, dado que el valor del PIB es una medida del tamaño de la economía receptora y el índice de libertad económica y la existencia de tratados comerciales crean incentivos para que las empresas colombianas realicen inversión en dichos países, los coeficientes asociados a estas variables también se esperan que sean positivos. Por otra parte, al ser la distancia un proxy de los costos de transporte, en la medida que esta aumente se asume que se generan desincentivos al arribo de la IDCE a dicha economía (Buch et al, 2005).

- *Especificaciones econométricas*

Con el fin de establecer el perfil de las economías receptoras de la inversión directa colombiana se aplica un panel balanceado con efectos aleatorios⁹, basado en la propuesta por de Buch et al (2005). Este modelo permite evaluar los determinantes de las economías receptoras de la IDCE y tiene la siguiente estructura:

$$MIDCE_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{i,t} + \beta_2 Simil_{i,t} + \beta_3 TLC_{i,t} + \beta_4 LibC_{i,t} + \beta_5 Dist_{i,t} + \theta_i + \tau_t + \epsilon_{i,t}$$

Donde, $MIDCE_{j,t}$ representa el saldo (stock) agregado de la IDCE al país j en el momento t ; $GDP_{i,t}$ corresponde al monto del PIB en millones de dólares del país receptor; $Simil_{i,t}$ al índice de similitud; $TLC_{i,t}$ es una variable binaria, con 1 si el país i tiene TLC con Colombia, 0 en caso contrario; $LibC_{i,t}$ indica el Índice de Libertad Económica (0 reprimido y 1 complete

⁷ Tomado de <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.Gdp.MKTP.KD.ZG?end=2016&start=1961&view=chart>

⁸ Este índice se calcula tomando como referencia distintas encuestas aplicadas entre economistas, gerentes y hacedores de políticas públicas para 75 países a partir de 2001 y toma valores entre 1 y 7 siendo los valores más bajos los asignados a economías con más restricciones a la hora de hacer negocios o limitar el comercio exterior.

⁹ De acuerdo con la prueba de multiplicador de Lagrange de Breusch y Pagan para efectos aleatorios, la hipótesis nula de varianzas cero, es decir que no hay evidencia de la presencia de efectos aleatorios, se rechaza. Además, teniendo en cuenta que algunas de las variables explicativas no cambian en el tiempo se decidió en favor de los efectos aleatorios. En la estimación se utilizaron errores estándar robustos debido a heteroscedasticidad presente en la información utilizada. Para mayor información con respecto a este tipo de estimaciones y las pruebas a utilizar, ver Wooldridge (2010), cap 10.

libertad); $Dist_{i,t}$ es la distancia simple en kilómetros al país inversor (Colombia en este caso); y θ_t es un parámetro de efecto de la firma y τ_t un parámetro de efecto del tiempo.

- *Principales resultados del modelo*

A continuación, se presentan los principales resultados del modelo Panel estimado para la inversión colombiana en un grupo de países destino:

Cuadro 6. Modelo panel por país receptor

Variables	Coef.	Std.Err	p-value
GDP	0.02	0.00	0.00
ΔÍndice de similitud	1.09	0.97	0.26
TLC	37.12	19.39	0.06
Indice_libertad_económica	0.98	0.42	0.02
L_Distancia	-30.33	13.07	0.02
_cons	212.81	113.93	0.06

De acuerdo con los resultados obtenidos se puede establecer que, en promedio, una economía recibe más IDCE si ha firmado un TLC con Colombia, tiene mayor libertad económica, se encuentra más cercana a la economía colombiana y tiene un mayor tamaño, siendo estas estimaciones estadísticamente significativas y con el signo esperado.

En el caso de tener firmado un TLC con Colombia la estimación indica que el monto de la IDCE se incrementa en promedio en USD 37,12 m, mientras que, por cada punto de mejora en el índice de libertad económica, dicho saldo es mayor en promedio en USD 0,98 m. Por otra parte, por cada USD 100 m adicionales de PIB que tenga la economía receptora la IDCE aumenta en promedio USD 2 m, mientras que cada kilómetro adicional de distancia implicaría una reducción promedio de USD 30,3 m. Ahora bien, aunque la estimación para el índice de similitud no resulta estadísticamente significativa, el signo del coeficiente coincide con el esperado, de manera que la mejora en dicho índice en un 10% se relacionaría con un promedio de USD 11 m de mayor inversión colombiana en la economía receptora.

Estos resultados sugieren que, si bien, las variables asociadas a los modelos gravitacionales tradicionales (tamaño y distancia) tienen los signos esperados, las facilidades que proveen los mercados a la hora de realizar negocios, características resumidas en las variables de libertad económica y en suscripción de tratados comerciales entre países, son más importantes en la toma de decisiones de las firmas colombianas que deciden internacionalizarse.

5. Conclusiones y reflexiones finales

El presente documento analiza la evolución reciente de los flujos de inversión directa que los colombianos hacen en el exterior, así como los ingresos que se derivan de la renta de dichas

inversiones como fuente alterna de ingresos externos. La relevancia de este análisis se debe a que la IDCE se constituyen actualmente en el principal activo externo del país, representando cerca de la tercera parte de los activos financieros que el país posee en el exterior. Posteriormente se realizan dos ejercicios econométricos para identificar, primero, el perfil de la firma colombiana que realiza inversiones directas en el exterior y, segundo, las características de la economía receptora de estos flujos de capital.

En la primera aproximación, se muestra que la IDCE es realizada con una mayor probabilidad por empresas grandes que desempeñan su actividad económica en sectores específicos, como el financiero e industrial. Estos hallazgos sugieren que las empresas nacionales deciden ampliar sus negocios en la medida que tengan la capacidad financiera suficiente para invertir en el exterior, sea con recursos propios o externos. Otro elemento importante es que la probabilidad de que la inversión directa en el exterior sea mayor, está relacionada con poseer alguna relación económica con el resto del mundo o con estar insertados en una cadena global de valor, ya sea porque son receptores de inversión directa, o porque tienen operaciones de comercio exterior.

Por otro lado, el segundo modelo permite concluir que las inversiones colombianas se han concentrado en países de gran tamaño o en economías que son cercanas geográfica o culturalmente a Colombia, con oportunidades de negocio formalizadas por convenios de inversión o tratados bilaterales de comercio, o por características propias de los mercados de destino de la inversión, como condiciones macroeconómicas, institucionales y políticas estables.

Estos hallazgos tienen implicaciones importantes en la discusión sobre las perspectivas de la generación de ingresos externos para el país. Por una parte, las características de los mercados y los países de destino que hasta ahora han sido receptoras de la inversión directa colombiana, imponen una serie de limitaciones a la expansión de este tipo de activos. De manera que para incrementar los ingresos derivados de estas inversiones sería necesario aumentar su rentabilidad, lo cual dependerá, en primera medida, de las condiciones propias de los mercados en los que se ha hecho la inversión previamente. Este hecho se podría dar si las condiciones macroeconómicas de los países receptores mejoran, o se generan oportunidades que permitan aumentar la participación de las empresas colombianas en los mercados en los que ya han hecho presencia.

Por otro lado, para incrementar el saldo de la IDCE de manera que se genere un mayor volumen de utilidades hacia la economía colombiana, es necesario generar el suficiente exceso de ahorro en la economía nacional como fuente de financiamiento de este tipo inversión externa. Sin embargo, la economía colombiana ha enfrentado históricamente un déficit en la cuenta corriente persistente y estructural, que expone una necesidad de ahorro externo para su financiamiento. En este contexto macroeconómico, es menos probable considerar que el país tenga en el corto plazo posibilidades de generar excedentes de ahorro que le permitan dinamizar su actividad como inversionista directo en el exterior.

Esto plantea retos futuros que podrían estudiarse en un contexto en el que se requieren esfuerzos importantes de ahorro nacional que permitan acceder a las posibilidades de

aumentar los activos rentables en el exterior, o compromisos creíbles en los mercados financieros, que permitan a las empresas colombianas insertarse en estrategias de financiamiento exterior que apalanquen sus planes de expansión e internacionalización. Sin embargo, este tema excede el alcance de este documento, por lo que, para trabajos futuros, podrán considerarse las características propias de Colombia como una economía abierta y pequeña con déficit de ahorro interno, que permita reevaluar las perspectivas de aumentar la capacidad de constitución de activos rentables en el exterior, como lo son las inversiones directas, para aumentar el flujo de ingresos externos derivados de estas actividades.

Bibliografía

- Altzinger, W. (2008). *The profitability of Austrian foreign direct investment-reinvestment or repatriation?* (No. 010). FIW Research Reports.
- Amaya, C. A. y Rowland, P. (2004) “Determinants of Investment Flows into Emerging Markets”. Borradores de Economía del Banco de la República. No. 313.
- Asiedu, E. (2006) “Foreign Direct Investment in Africa: The Role of Natural Resources, Market Size, Government Policy, Institutions and Political Instability”. *The World Economy*, Vol. 29, No. 1, pp. 63-77.
- Asiedu, E. (2013) "Foreign direct investment, natural resources and institutions." International Growth Centre. (<http://www.theigc.org/project/natural-resources-institutions-and-fdi/>)
- Awan, M. Z., Khan, B. y Zaman, K. (2011) “Economic Determinants of Foreign Direct Investment (FDI) in Commodity Producing Sector: A Case Study of Pakistan”. *African Journal of Business Management*, Vol. 5, No. 2, pp. 537 – 545.
- Banco Central de Chile (2018). Inversión Extranjera Directa. <https://si3.bcentral.cl/estadisticas/Principal1/Estudios/SE/BDP/ied.html>
- Banco Central do Brasil (2018). Brazilian Capital Abroad – CBE. <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww4.bcb.gov.br%2Frex%2FCBE%2FIngl%2FCBE2013Results.asp>
- Banco de la República (2018). Balanza de Pagos de Colombia. <http://www.banrep.gov.co/balanza-pagos>
- Banco de la República (2018). Posición de Inversión Internacional de Colombia. <http://www.banrep.gov.co/es/posicion-inversion-internacional>
- Banco de la República (2018). Flujos de Inversión Directa de Colombia en el Exterior (IDCE) por país y por actividad económica. <http://www.banrep.gov.co/es/inversion-directa>

- Banco de México (2018). Sistema de Información Económica. <http://www.anterior.banxico.org.mx/SieInternet/consultarDirectorioInternetAction.do?sector=1&accion=consultarCuadro&idCuadro=CE97&locale=es>
- Banco Mundial (2018). Estadísticas económicas por país. <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.Gdp.MKTP.KD.ZG?end=2016&start=1961&view=chart>
- Barthel, F., Busse, M. y Osei, R., (2008) “The Characteristics and Determinants of FDI in Ghana”. Hamburg Institute of International Economics (HWWI), HWWI Research Paper No. 2-15.
- Bevan, A. y Estrin, S., (2000) “The Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies”. Centre for New and Emerging Markets, London Business School, William Davidson Institute, Working Paper No. 342.
- Brada, J. C., & Tomšík, V. (2009). The foreign direct investment financial life cycle: evidence of macroeconomic effects from transition economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(3), 5-20.
- Blonigen, B. A. y Piger, J., (2011) “Determinants of Foreign Direct Investment”. NBER Working Paper No. 16704. (Disponible en <http://www.nber.org/papers/w16704>).
- Buch, C. M., Kleinert, J., Lipponer, A., Toubal, F., & Baldwin, R. (2005). *Determinants and effects of foreign direct investment: evidence from German firm-level data*. *Economic Policy*, 20(41), 52-110.
- Cameron, A. C. y Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics Methods and Applications*, Cambridge University Press, New York.
- Cameron, A. C. y Trivedi, P. (2009). *Microeconometrics using Stata*, Texas, United States, Stata Press, StataCorp LP.
- Cárdenas, M. y Olivera, M. 2007. *La inversión extranjera directa como impulso al desarrollo*. Economía y Política No. 30 (Junio), Fedesarrollo, Bogotá.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2018), “La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe”, (LC/PUB.2018/13-P), Santiago. (Disponible en https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/43689/13/S1800684_es.pdf)

- Crenshaw, E., (1991) “Foreign Investment as a Dependent Variable: Determinants of Foreign Investment and Capital Penetration in Developing Nations, 1967-1978”. *Social Forces*, Vol. 69, No. 4, pp. 1169 – 1182.
- Cyvers, L., Soeng, R., Plasmans, J. y Van den Bulcke, D. (2011) “Determinants of foreign direct investment in Cambodia”. *Journal of Asian Economics*, No. 22, pp. 222 - 234.
- Das, K. C. (2013). “Home country determinants of outward FDI from developing countries”. *Margin: The Journal of Applied Economic Research*, 7(1), 93-116.
- Dunning, J. (1976). *La Empresa Multinacional*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Fondo Monetario Internacional (2009). “Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional (MBP6)”. 6ta Edición. FMI. Washington D.C., Estados Unidos.
- Garavito, A. Iregui, A.M. y Ramirez, M. T. (2014) “An Empirical Examination of the Determinants of Foreign Direct Investment: A firm-level analysis for the Colombian economy”, *Revista de Economía del Rosario*, Vol. 17. No.1.
- Helpman, E. (1985), “Multinational Corporations and Trade Structures” *The Review of Economics Studies*, Vol. 52, No. 3, pp. 443-457.
- Holtbrügge, D., & Kreppel, H. (2012). Determinants of outward foreign direct investment from BRIC countries: an explorative study. *International Journal of Emerging Markets*, 7(1), 4-30.
- Kalin, Y. (2009). FDI in Colombia: Policy and economic effects. *Minor Field Studies* No. 196 (Octubre), Department of Economics, Lund University, Lund, Suecia.
- Krugman, P., Obstfeld, M. (2006). *Economía internacional: Teoría y política*. Madrid, España: Editorial Pearsón Education.
- Kyrkilis, D., & Pantelidis, P. (2003). Macroeconomic determinants of outward foreign direct investment. *International Journal of Social Economics*, 30(7), 827-836.
- Lundan, S. M. (2006). Reinvested earnings as a component of FDI: An analytical review of the determinants of reinvestment. *Transnational Corporations*, Vol.15, (3), p.33-64.
- Lehmann, A. (2002). *Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Income, Repatriations and Financial Vulnerabilities*(No. 2002-2047). International Monetary Fund.

- Leitão, N. C. (2010). Localization factors and inward foreign direct investment in Greece. *Theoretical and Applied Economics*, 17-26.
- Nunnenkamp, P. y Spatz, J., (2003) “Foreign Direct Investment and Economic Growth in Developing Countries: How Relevant are Host-Country and Industry Characteristics?” *Kiel Institute for World Economics*, Working Paper No. 1176.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2008). *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*. OECD Publishing.
- Steiner, R. y Salazar, N. (2001). *La inversión extranjera en Colombia: ¿cómo atraer más?*, Proyecto Andino de Competitividad, Documentos de Trabajo, Corporación Andina de Fomento. Abril.
- Toro, J., Garavito, A., López, D. y Montes, E. (2015). “El choque petrolero y sus implicaciones en la economía colombiana”. Borradores de Economía del Banco de la República. No. 906.
- Vernon, R., (1966) “International Investment and International Trade in the Product Cycle” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 80, No. 2, pp. 190 - 207.
- Williamson, O. (1981) “The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes”. *Journal of Economic Literature*, Vol. 19, pp. 1537-1568.
- Wooldridge, J. M. (2010). “Econometric analysis of cross section and panel data”. MIT press.

