

8. ¿POR QUÉ IMPORTAN LOS FLUJOS DE CAPITAL?

Mauricio Villamizar-Villegas
Bibiana Taboada Arango

En este capítulo proporcionamos una visión integral de cómo los flujos de capital impactan la economía y cómo las decisiones financieras y políticas pueden modular este impacto. Para ello dividimos nuestro análisis en cinco partes. En la primera, explicamos cómo se registran contablemente dentro de la balanza de pagos. En la segunda, comparamos los diferentes tipos de flujos de capital en materia de costos, riesgos y factores determinantes. En la tercera, nos enfocamos en los flujos de portafolio, destacando las ventajas y desventajas principales de contar con una base inversionista diversificada. En la cuarta, ofrecemos una caracterización de los inversionistas extranjeros. Finalmente, en la quinta parte, evaluamos cómo la tasa de política de un banco central puede influir en los flujos de capital.

Desde una perspectiva más amplia, el tema de los flujos de capital guarda una estrecha relación con la tasa de cambio y sus determinantes, puesto que, en el mercado de divisas, la tasa de cambio representa el precio, mientras que estos representan las cantidades¹.

1. RELACIÓN CONTABLE DENTRO DE LA BALANZA DE PAGOS

Empezamos con algunas definiciones de los términos que usaremos en este capítulo.

- *Balanza de pagos*: es el registro contable de todas las transacciones económicas entre un país y el resto del mundo y se divide en dos partes: (i) *cuenta corriente* y (ii) *cuenta de capital y financiera*.

¹ Transacciones en la balanza comercial, remesas, y cualquier otro componente que haga parte de la cuenta corriente se refleja en las necesidades de financiamiento por parte de la cuenta financiera. No es coincidencia, entonces, que haya una alta correlación con las entradas de capital por parte de extranjeros y sus coberturas en el mercado cambiario con la tasa de cambio.

- *Cuenta corriente*: reporta el excedente o déficit de moneda extranjera en el país. Consta, a su vez, de tres componentes principales: (i) la *balanza comercial*, que es la diferencia entre el valor de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios; (ii) los *ingresos primarios*, que son los ingresos generados por la inversión extranjera directa (por ejemplo, las utilidades que generan las firmas extranjeras en Colombia y que se transfieren a su país de origen) y otros ingresos generados por activos del país en el extranjero, y (iii) las *transferencias unilaterales* como remesas, donaciones y ayuda exterior. De forma intuitiva, la cuenta corriente refleja la posición de un país en el comercio internacional y su capacidad para financiar sus propios gastos.
- *Cuenta de capital*: esta cuenta es bastante pequeña y registra las transferencias de activos no financieros como son, por ejemplo, la propiedad de embajadas, derechos de propiedad intelectual y activos intangibles. También registra las transferencias de capital como son las donaciones gubernamentales y transferencias de fondos para proyectos de desarrollo.
- *Cuenta financiera*: registra las transacciones internacionales relacionadas con activos y pasivos financieros. En otras palabras, refleja las diversas formas de inversiones y financiamiento internacional. Este es el rubro donde los flujos de capital cobran su relevancia, e incluyen: (i) la *inversión extranjera directa* que es la inversión realizada por extranjeros en activos físicos como empresas o propiedades; (ii) la *inversión de carter* o *de portafolio* que es la inversión en instrumentos financieros como acciones y bonos soberanos; (iii) los *flujos de endeudamiento o bancarios* como los préstamos a corto y largo plazo, depósitos y otras formas de inversión financiera, y (iv) las *reservas oficiales* que hacen referencia a la compra y venta de divisas por parte de los bancos centrales para mantener la estabilidad monetaria y respaldar la política cambiaria².

El principio contable (de la partida doble en la balanza de pagos) consiste en que la suma entre la *cuenta corriente*, la *cuenta financiera* y la *cuenta de capital* debe ser cero. Es por esto por lo que la relación entre la cuenta corriente y los flujos de capital se manifiesta en la necesidad de equilibrar la balanza de pagos. Juntas, estas cuentas proporcionan una visión completa de las transacciones económicas y financieras internacionales de un país.

2 Vale la pena mencionar una distinción entre la inversión extranjera directa y flujos de portafolio. Por ejemplo, la compraventa de acciones que no generan control de una empresa hace parte de flujos de portafolio, mientras una compra que implica cambio en el control de la empresa hace parte de la inversión extranjera directa.

Ahondando en esta idea, las entradas de capital deben revertirse en algún momento del futuro, puesto que los inversionistas esperan recuperar su inversión en el largo plazo. Es decir, la cuenta financiera es, literalmente, la financiación que el resto del mundo hace del déficit corriente de la economía. Esta financiación, como cualquier otra, se debe pagar eventualmente.

2. NO TODOS LOS FLUJOS SON IGUALES

El financiamiento de la cuenta corriente, es decir, los componentes de la cuenta financiera, tiene costos y riesgos variados. Por ejemplo, la inversión extranjera directa, por tener un carácter de largo plazo, es más estable en el tiempo. Además, estas inversiones asumen el riesgo económico (por ejemplo, el de encontrar o no petróleo en una exploración). Por otra parte, los flujos de portafolio, los cuales analizaremos a mayor profundidad a continuación, comparten el riesgo país doméstico ya que, para el caso colombiano, la mayor parte se destina a la compra de deuda pública. Por consiguiente, su costo varía dependiendo del riesgo país. Finalmente, los flujos de endeudamiento son claves en asignar capital de manera eficiente y facilitar el comercio. En un mundo cada vez más interconectado y digitalizado, estos flujos han ganado relevancia, agilizando el movimiento de recursos financieros a escala global. Por su naturaleza, son altamente sensibles a condiciones financieras, incluyendo cambios en la tasa de política monetaria.

Si después de contar con estos dos rubros la cuenta corriente queda desfinanciada, entonces al país le toca acudir al endeudamiento externo, que también se castiga por el riesgo país a través de mayores tasas de interés sobre la deuda en moneda extranjera. En un peor escenario, si todas las formas de financiamiento fallan, la tasa de cambio actúa como última línea de defensa, depreciándose lo necesario para cerrar el desequilibrio externo. Sin embargo, esta depreciación súbita tiene consecuencias negativas para muchos agentes de la economía, por lo cual las reservas internacionales juegan un papel crucial (véase capítulos 7 y 12).

Aparte de diferencias en costos de financiamiento y riesgo, la literatura económica también identifica diferencias en los determinantes de los flujos de capital. Según Koepke (2015), factores como la aversión global al riesgo y las tasas de interés externas son los más importantes para los flujos de portafolio (y no tanto para los flujos bancarios), mientras que factores como la producción interna, los rendimientos de activos financieros y el riesgo país son importantes para todos los tipos de flujos

(pero principalmente para los bancarios). Por su parte, Forbes y Warnock (2012) afirman que la inversión extranjera directa es la menos afectada por los desarrollos cíclicos globales. Según Villamizar-Villegas (2022), los flujos bancarios y luego los de portafolio son los que más responden a los choques de política, mientras que la inversión extranjera directa es la que menos responde.

En cierta medida, hay un consenso en que los factores externos explican la *sincronización* de los flujos de capital hacia y desde mercados emergentes, mientras que factores locales explican la extensa *heterogeneidad* entre los países receptores (Fratzcher, 2012; Cerutti, Claessens y Puy, 2019).

3. LOS FLUJOS DE PORTAFOLIO Y LAS VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE TENER UNA BASE INVERSIONISTA DIVERSIFICADA

Recordemos que los flujos de portafolio son las inversiones de no residentes (o sea, extranjeros) en títulos de deuda pública doméstica y, en menor grado, en acciones de empresas y bonos corporativos. También se incluyen las inversiones de residentes en el exterior, donde los mayores inversionistas (por varias décadas) han sido los fondos de pensiones y cesantías. Con propósitos ilustrativos, a continuación, nos referimos a las inversiones de extranjeros en el mercado doméstico.

Una de las principales ventajas que se les atribuye a los flujos de capital de portafolio tiene que ver con el fin del denominado “pecado original”: la inhabilidad de una economía para conseguir préstamos (primordialmente con extranjeros) a largo plazo, con tasas de interés fijas y denominadas en moneda local. En Colombia, por ejemplo, la dinámica de la deuda pública era especialmente la del endeudamiento del Gobierno en el exterior y en dólares. El desarrollo de los mercados de deuda pública doméstica es bastante reciente.

Es decir, lograr una apertura fiscal (“el fin del pecado original”) donde el país consigue colocar parte de sus obligaciones en moneda local con instituciones financieras internacionales, puede mejorar la sostenibilidad y condiciones de endeudamiento. Esto en contraposición a cuando un país tiene pocas o limitadas fuentes de financiación y recurre a un endeudamiento más costoso, con plazos probablemente restringidos y, muchas veces, en moneda extranjera lo que genera descalces cambiarios.

A continuación, enumeramos las principales ventajas y desventajas de tener una base inversionista diversificada (que implica, por supuesto, una participación relevante de inversionistas extranjeros).

3.1 Ventajas

- Según Toro *et al.* (2023) las entradas de capital complementan el ahorro interno, promueven la competitividad del sector financiero y contribuyen a suavizar el consumo. Esto, según Calvo y Mendoza (1996), aumenta el bienestar de los hogares y consumidores.
- Trabajos como los de Prasad y Rajan (2008) y Peiris (2010) argumentan que la participación extranjera puede reducir la volatilidad en los rendimientos de los bonos, especialmente en mercados emergentes. La razón es que los inversionistas extranjeros actúan como catalizadores para el desarrollo de los mercados locales de bonos al crear una mayor demanda y liquidez.
- Adicionalmente, trabajos como los de Burger y Warnock (2004) y Ocampo *et al.* (2020) afirman que la participación extranjera puede estabilizar los mercados al reducir los desajustes de moneda y servir como una fuente alternativa de financiamiento.

3.2 Desventajas

- Existe un riesgo e incertidumbre por la rapidez o facilidad con la que los flujos pueden retirarse del mercado doméstico y por su alta sensibilidad a cambios en variables fundamentales, entre ellas, movimientos en las tasas de interés (tanto internas como externas), expectativas sobre la tasa de cambio y factores de riesgo. Según Gelos *et al.* (2020) esto podría afectar la estabilidad financiera, la actividad económica y comprometer el cumplimiento de las metas de inflación.
- De acuerdo con trabajos como los de Calvo y Mendoza (1996), Gourinchas y Obstfeld (2012), Ebeke y Lu (2015) y Cerutti, Claessens y Puy (2019) la participación extranjera en los mercados emergentes puede tener efectos negativos cuando se ven afectados por una salida repentina de los flujos de capital (*sudden stops*) como resultado de un aumento en la aversión al riesgo.
- Miyajima y Shim (2014), por su parte, afirman que la inversión extranjera puede desestabilizar los mercados de activos de los mercados emergentes, acentuando tanto los auges como las crisis económicas.

4. CLASIFICACIÓN DE LOS INVERSORES EXTRANJEROS

En el mundo existe considerable heterogeneidad en cuanto a la composición de las estructuras de deuda pública. Sin embargo, parece haber dos hechos estilizados: (i) los países con sistemas financieros desarrollados tienden a tener una base de inversores más diversificada y (ii) en la mayoría de los países avanzados los inversionistas extranjeros representan la mayor participación de la base inversionista (Andritzky, 2012). Este último punto se puede ver en la zona del euro donde, por ejemplo, el porcentaje de inversionistas extranjeros en países como Eslovenia o Finlandia se acerca al 90%, mientras que en Alemania y Francia está cerca del 60%. Según De Santis y Gérard (2006), este alto porcentaje se debe, en parte, al tratamiento regulatorio igualitario y a la percepción de un riesgo crediticio homogéneo. Pero esta situación no sucede necesariamente en todos los países. En otras economías avanzadas, como Estados Unidos y Japón, la participación extranjera está más cerca del 30%. Con menor disponibilidad de datos, la participación extranjera en mercados emergentes generalmente oscila entre el 5% y el 30%, aunque ha aumentado significativamente desde la década del 2000.

En el caso particular de Colombia, cerca de un tercio de la deuda pública está en dólares. De los dos tercios restantes, la mayor parte está en títulos de deuda pública (TES) en pesos, mientras que una parte menor está en TES ajustados por inflación (en unidad de valor real), denominados TES-UVR.

El Gráfico 8.1 muestra la evolución en la última década de la participación de las distintas entidades en el mercado de TES (pesos y UVR). Destacamos algunos patrones:

- Los fondos de pensión y cesantías casi siempre han tenido la mayor parte del mercado, con tenencias relativamente estables que oscilan entre el 26% y 33% del mercado.
- Los extranjeros (no residentes) solo empezaron a adquirir cantidades significativas en el mercado de TES a partir del 2014. Esto se dio por varias razones, entre ellas: cambios regulatorios entre 2010-2013³, el

3 En el 2010 se modificó el Régimen general de inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior, permitiendo a los extranjeros realizar sus inversiones a través de administradores locales. Adicionalmente, la reforma tributaria de 2012 redujo del 33% al 14% el impuesto de renta que tenían que pagar los inversionistas extranjeros en TES. Finalmente, en 2013 se simplificó el cálculo de retención en la fuente aplicable a los títulos de renta fija.

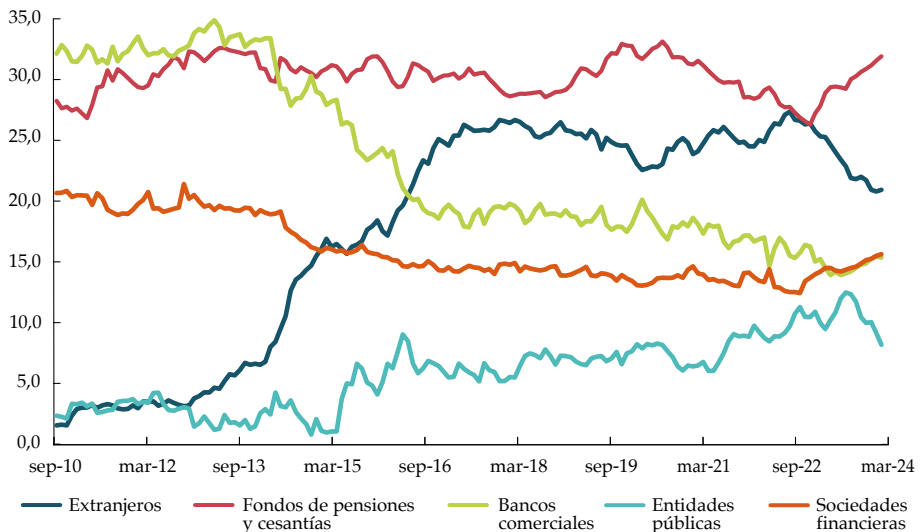
grado de inversión que Colombia obtuvo en 2011 por las calificadoras de riesgo S&P, Moody's y Fitch Ratings y un aumento marcado en la participación de Colombia en los índices de J.P. Morgan de deuda emergente en el 2014. Desde entonces, se han convertido en el segundo grupo con mayor participación en el mercado (lo que sin duda representa "el fin del pecado original") con participaciones entre el 20% y 25%.

- Los bancos comerciales, al haber sido los principales vendedores de TES a extranjeros, tuvieron un comportamiento espejo. En el 2010 tenían el 32% del mercado y para el 2016 en adelante disminuyeron su participación a valores cercanos al 15%.
- Las entidades públicas, dentro de las cuales está el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República, han tenido un aumento gradual en su participación en el mercado y hoy representan alrededor del 8%.
- Finalmente, las sociedades fiduciarias han tenido una tenencia de TES estable (con una ligera disminución en el tiempo) y hoy se ubican en los mismos valores que los bancos comerciales.

Gráfico 8.1

Participación de diferentes entidades en el mercado de títulos de deuda pública

(porcentaje)



Nota: para las entidades públicas se excluye la transferencia del FONPET realizado por los fondos de pensiones locales y sociedades fiduciarias al Ministerio de Hacienda.

Fuente: Banco de la República.

5. ¿QUIÉNES SON Y QUÉ PATRONES SIGUEN LOS INVERSIONISTAS EXTRANJEROS?

Los cuatro grupos más grandes de inversionistas extranjeros en el mercado de TES colombiano son los bancos extranjeros, fondos mutuos, fondos de pensiones internacionales y autoridades monetarias. Antes del 2011 solo había presencia de bancos extranjeros en el mercado. A partir de esa fecha, los fondos mutuos entraron progresivamente, hasta ocupar hoy el primer lugar con casi la mitad de los TES con tenencia por parte de extranjeros. Los bancos extranjeros hoy tienen menos del 10%, los fondos de pensiones internacionales cerca del 20% y las autoridades monetarias el 15%.

El Banco de la República frecuentemente consulta a inversionistas extranjeros para conocer sus estrategias de inversión en el mercado de TES. Desde 2018, se han consultado a más de 40 agentes, lo que representa alrededor del 70% de las entidades extranjeras en el mercado. Según la información recopilada, los principales determinantes de las inversiones a largo plazo son: (i) las vulnerabilidades fiscales y externas del país, (ii) los rendimientos diferenciales a largo plazo respecto a economías avanzadas, (iii) la estructura completa de rendimientos de las tasas de interés y (iv) el comportamiento de la tasa de cambio. Alternativamente, los principales determinantes de inversiones a corto plazo son: (i) la política monetaria local y (ii) las tasas de interés a corto plazo. En muchos casos también influyen objetivos de especulación. Entre estos inversionistas, por ejemplo, se encuentran los fondos mutuos, que constantemente enfrentan necesidades de liquidez a corto plazo debido a requisitos regulatorios y riesgos de redención de inversores minoristas.

En periodos más recientes (desde el 2023) se les ha preguntado a los inversionistas extranjeros si siguen algún índice de referencia al invertir en TES. Hasta la fecha, el 60% de las inversiones están indexadas a un índice, ya sea autoconstruido o a un índice externo como el GBI-EM de J.P. Morgan (Ocampo *et al.*, 2020). En gran medida, esto explica el gran salto de la línea azul oscura (extranjeros) del Gráfico 8.1.

6. EFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA SOBRE LOS FLUJOS DE CAPITAL

¿Pueden los bancos centrales atraer, o alternatively redirigir, los flujos de capital a través de la tasa de política monetaria? Nos referimos principalmente a la recopilación de trabajos más grande sobre el tema (metaanálisis), elaborado por Villamizar-Villegas *et al.* (2024), que cubre 355 efectos recopilados de 52 estudios. Se abarcan 6 décadas (1970-2020) y un

promedio de 34 países emergentes. Sus hallazgos indican un tamaño promedio de entradas de capital por un monto cercano al 0,1% del producto interno bruto (PIB) trimestral en respuesta a un aumento de 100 puntos básicos en la tasa de política doméstica. Los estudios que ya controlan por variables de riesgo reportan un monto mayor (0,16%).

En el trabajo de Cepeda, Taboada-Arango y Villamizar-Villegas (2023) se encuentra que estos resultados se magnifican cuando los bancos centrales gozan de mayor credibilidad. En particular, variables como la transparencia e independencia de un banco central o el grado de anclaje de las expectativas a la meta de inflación pueden magnificar el efecto hasta en un 60%.

CONCLUSIÓN

El análisis de los flujos de capital es fundamental para entender la dinámica de los mercados internacionales y su interacción con la economía local. Los flujos de capital no solo reflejan la confianza de los inversionistas en las oportunidades y el entorno económico de un país, sino que también pueden influir significativamente en la estabilidad y el desarrollo de los mercados financieros locales. Además, pueden tener un impacto directo en variables económicas clave, como la tasa de cambio, los niveles de inversión y el crecimiento económico. Por lo tanto, analizar y gestionar adecuadamente estos flujos se vuelve crucial para las políticas económicas y financieras.

REFERENCIAS

- Burger, J. D.; Warnock, F. R. (2004). "Foreign Participation in Local-Currency Bond Markets", *International Finance Discussion Papers*, núm. 794, Reserva Federal.
- Calvo, A.; Mendoza, E. (1996). "Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle", *American Economic Review*, vol. 86, núm. 2, pp. 170-175.
- Cepeda, V.; Taboada-Arango, B.; Villamizar-Villegas, M. (2023). "Can Central Bank Credibility Improve Monetary Policy? A Meta-analysis", *Borradores de Economía*, núm. 1239, Banco de la República.
- Cerutti, E.; Claessens, S.; Puy, D. (2019). "Push Factors and Capital Flows to Emerging Markets: Why Knowing Your Lender Matters More Than Fundamentals", *Journal of International Economics*, núm. 119.

- Ebeke, C.; Lu, Y. (2015). "Emerging Market Local Currency Bond Yields and Foreign Holdings – A Fortune or Misfortune?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 59, pp. 203-219.
- Fratzscher, M. (2012). "Capital Flows, Push Versus Pull Factors And the Global Financial Crisis", *Journal of International Economics*, vol. 88, núm. 2.
- Forbes, K. J.; Warnock, F. E. (2012). "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment", *Journal of International Economics*, vol. 88, núm. 2.
- Gelos, G.; Gornicka, L.; Koepke, R.; Sahay, R.; Sgherri, S. (2020). "Capital Flows at Risk: Taming The Ebbs And Flows", *VoxEU Columns*.
- Gourinchas, P.-O.; Obstfeld, M. (2012). "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First", *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 4, núm. 1.
- Koepke, R. (2015). "What Drives Capital Flows to Emerging Markets? A Survey of The Empirical Literature", *MPRA Paper*, núm. 75887.
- Miyajima, K.; Shim, I. (2014). "Asset Managers in Emerging Market Economies", *BIS Quarterly Review*, septiembre, pp. 19-34.
- Ocampo, J. A.; Villamizar-Villegas, M.; Orbegozo, G. D.; Fajardo-Baquero, N.; Botero-Ramírez, O.; Orozco-Vanegas, C. (2020). "Post-graduation from the Original Sin Problem: The Effects of Investor Participation on Sovereign Debt Markets", *Borradores de Economía*, núm. 1113, Banco de la República.
- Peiris, S. J. (2010). "Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets". *IMF Working Papers*, núm. 88.
- Prasad, E. S.; Rajan, R. G. (2008). "A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 22, núm. 3.
- Toro, J. (coord.); Arango, L.; Gamboa, F.; León, L.; López, M.; Martínez, D.; Melo, L. F.; Quicazán, C.; Rincón, H.; Rodríguez, N.; Romero, J. V.; Ruiz, M. A.; Ruiz, C.; Sánchez, A.; Sarmiento, M.; Villamizar, M. (2023). "Flujos de capital de portafolio en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica (ESPE)*, núm. 105, Banco de la República.
- Villamizar-Villegas, M.; Arango-Lozano, L.; Castelblanco, G.; Fajardo-Baquero, N.; Ruiz-Sanchez, M. A. (2024). "The Effects of Monetary Policy on Capital Flows: An Emerging Market Survey", *Emerging Markets Review*, vol. 62.