

1-1-2017

Determinantes de los flujos de capitales en Colombia : una descripción de la dinámica de los capitales externos y un análisis de la economía desde el 2000 al 2015

Andrea Yeraldine Clavijo Mora

Juan David Muñoz Rivera

Follow this and additional works at: <https://ciencia.lasalle.edu.co/economia>

Citación recomendada

Clavijo Mora, A. Y., & Muñoz Rivera, J. D. (2017). Determinantes de los flujos de capitales en Colombia : una descripción de la dinámica de los capitales externos y un análisis de la economía desde el 2000 al 2015. Retrieved from <https://ciencia.lasalle.edu.co/economia/1>

This Trabajo de grado - Pregrado is brought to you for free and open access by the Facultad de Ciencias Económicas y Sociales at Ciencia Unisalle. It has been accepted for inclusion in Economía by an authorized administrator of Ciencia Unisalle. For more information, please contact ciencia@lasalle.edu.co.

**DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITALES EN COLOMBIA: UNA
DESCRIPCIÓN DE LA DINÁMICA DE LOS CAPITALES EXTERNOS Y UN ANÁLISIS
DE LA ECONOMIA DESDE EL 2000 AL 2015**

ANDREA YERALDINE CLAVIJO MORA

JUAN DAVID MUÑOZ RIVERA

UNIVERSIDAD DE LA SALLE

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

PROGRAMA DE ECONOMÍA

BOGOTÁ D.C. 2017

**DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITALES EN COLOMBIA: UNA
DESCRIPCIÓN DE LA DINÁMICA DE LOS CAPITALES EXTERNOS Y UN ANÁLISIS
DE LA ECONOMÍA DESDE EL 2000 AL 2015**

ANDREA YERALDINE CLAVIJO MORA

JUAN DAVID MUÑOZ RIVERA

Trabajo de grado para optar por el título de Economista

DIRECTOR:

**OSCAR EDUARDO PEREZ RODRIGUEZ
MAGISTER EN CIENCIAS ECONOMICAS**

UNIVERSIDAD DE LA SALLE

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

PROGRAMA DE ECONOMÍA

BOGOTÁ D.C. 2017

**DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITALES EN COLOMBIA: UNA
DESCRIPCIÓN DE LA DINÁMICA DE LOS CAPITALES EXTERNOS Y UN ANÁLISIS
DE LA ECONOMÍA DESDE EL 2000 AL 2015**

Trabajo de grado para optar por el título de Economista

Nota de aprobación: _____

_____ **Jurado 1**

_____ **Jurado 2**

*A Dios por permitirnos
terminar este proyecto. A mi mami, a
quien le debo todo lo que soy; a mis
hermanos Miller, Claya, Luis y
Oswaldo por el amor incondicional y
a mi cuñada y sobrinos por su
valioso apoyo en los momentos
difíciles.*

*A mi mami y a todos mis
familiares por ser la razón
fundamental de la persona que soy
hoy en día, ya que son ellos los que
me han dado los principios, valores y
han forjado mi carácter a través de
los años.*

*A nuestros docentes y
compañeros de clase por el apoyo
mostrado en éste proceso de
formación y aprendizaje.*

*Al Dr. Oscar Pérez, quien
con su tiempo y conocimiento nos
guío y apoyó en la realización
nuestra monografía.*

*María Inés y Bertha, por
ustedes y para ustedes con todo
nuestro amor*

**DETERMINANTES DE LOS FLUJOS DE CAPITALES EN COLOMBIA: UNA
DESCRIPCIÓN DE LA DINÁMICA DE LOS CAPITALES EXTERNOS Y UN ANÁLISIS
DE LA ECONOMÍA DESDE EL 2001 AL 2015**

RESÚMEN

Esta investigación analiza el comportamiento de los flujos de capital, su evolución e impactos en el comportamiento de la economía, específicamente ante la presencia de escenarios de inestabilidad. Se hace una revisión de la literatura a partir de la teoría de la apertura económica y modelos neoliberales para luego analizar con profundidad los postulados sobre la liberalización de los mercados financieros y la respuesta de la economía ante brotes de liquidez. Para dicho propósito, se plantea un esquema en donde se describe una dinámica de los flujos de capitales en una economía en desarrollo para posteriormente profundizar en el análisis descriptivo de las cifras en los últimos 15 años de la economía colombiana, el cual muestra que los flujos de inversión directa se han concentrado en actividades extractivas, además, que el aumento de liquidez en el sistema produce disminuciones en la tasa de interés y la tasa de cambio, influyendo así en el consumo financiado de los hogares, la estabilidad de la balanza comercial y la balanza de pagos.

Palabras clave: Flujos de capital, crecimiento, desarrollo económico.

Clasificación JEL: E22, F43, O11

TABLA DE CONTENIDO

I. INTRODUCCIÓN	9
II. REVISIÓN DE LITERATURA	11
2.1 ANTECEDENTES	11
2.2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS	15
III. ANÁLISIS DESCRIPTIVO	25
3.1 ESQUEMA DINAMICA FLUJO DE CAPITALS	26
3.2 DESCRIPCION DE LA DINAMICA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL	28
3.3 ANALISIS DE LOS FLUJOS DE CAPITALS EN COLOMBIA	36
IV. CONCLUSIONES	50
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	

LISTA DE FIGURAS

	Pág.
Figura 1. Descripción de la dinámica económica	26
Figura 2. Cuenta financiera colombiana 2000-2015	38
Figura 3. Participación del sector petrolero y de minas en los flujos de IED	39
Figura 4. Participación de los flujos de IED hacia el resto de sectores económicos	40
Figura 5. Participación de las grandes ramas de actividad económica en el PIB 2000 y 2015. (Precios constantes de 2005)	41
Figura 6. Tasas de interés de consumo y flujos de inversión extranjera	43
Figura 7. Consumo financiado de los hogares (a precios constantes de 2005)	44
Figura 8. Variación de la tasa de cambio en el período 2000-2015	45
Figura 9. Deuda externa en Colombia, 2000-2015	46
Figura 10. Deuda externa privada en Colombia, 2000-2015	47
Figura 11. Déficit en cuenta corriente, 2000–2015	50

LISTA DE TABLAS

	Pág.
Tabla 1. Importaciones según uso o destino económico	48

1. INTRODUCCIÓN

La economía colombiana tiene un aparato productivo claramente dependiente de la exportación de materias primas, lo que le ha ocasionado fuertes presiones sobre la estabilidad macroeconómica del país. Si bien es cierto que la inversión aporta el capital y la liquidez necesaria para fomentar la competitividad, la actualidad muestra que este proceso no se ha dado del todo en el país y que, por el contrario, Colombia está condicionada muy fuertemente a la demanda mundial teniendo un modelo económico que por sí solo no es eficiente.

Dentro de los estudios realizados en la academia se encuentra que la inversión es considerada motor fundamental del crecimiento en la mayoría de modelos económicos de diferentes corrientes ideológicas. Los flujos de capitales permiten financiar las actividades productivas de los países, contribuyen a la creación de empleo, al crecimiento económico y al fortalecimiento de las firmas, pero a su vez, se presentan casos donde el exceso de liquidez y la persecución de altos márgenes de ganancia permiten que los agentes se vuelvan más proclives al riesgo y eleven sus márgenes de endeudamiento exponiendo a la economía a escenarios altamente especulativos con el valor de los activos. En el caso colombiano, la economía nacional no ha logrado consolidar una transición a una economía de producción de bienes con valor agregado, por tanto, los focos de inversión siempre han estado dirigidos a actividades extractivas y de exportación de materias primas, bienes que sin duda son muy sensibles a cambios en la demanda mundial.

El propósito de este trabajo es mostrar que esa inestabilidad se debe a los flujos de capital externo y a choques, en principio, exógenos que condicionaron las decisiones de los agentes y llevaron a la dependencia de sectores específicos, generando así, un fuerte condicionante en las actividades económicas del país, pero también a características propias de la economía nacional. A través de una revisión de cifras entre el período 2000 a 2015, encontramos por un lado, un sector industrial con bajas constantes en la participación que tiene sobre el PIB (producto interno bruto) y un sector financiero que se ha consolidado, convirtiéndose así en la actividad que más le aporta al crecimiento del país, todo lo cual muestra que se están creando puntos de tensión en la economía colombiana, explicados por altos márgenes de endeudamiento externo, tanto privado como público, recesión en el sector industrial, baja competitividad y bajo crecimiento económico.

El desarrollo de esta investigación evalúa las causas del comportamiento de los flujos de capitales y cómo estos últimos han determinado la dinámica económica de los últimos quince años. Es pertinente, en la medida que permitirá conocer con exactitud cuáles son las fortalezas y debilidades del aparato productivo nacional y los aspectos negativos y positivos que tiene la liberalización financiera en la economía nacional.

La presente monografía se encuentra dividida en cuatro partes, de las cuales esta introducción es la primera. En segundo lugar, se presentan los antecedentes para luego hacer una revisión de la literatura para establecer el fundamento teórico. Posteriormente, en la tercera parte se realiza un análisis descriptivo en donde se establecerá una dinámica, con dos escenarios posibles, determinados por los flujos de capitales, con sus respectivos aspectos positivos y negativos. Finalmente, en el cuarto componente, se presentan las conclusiones de los hallazgos encontrados.

2. REVISIÓN DE LITERATURA

2.1 ANTECEDENTES

La fluctuación de los flujos de capitales ha suscitado cuestionamientos sobre cómo estos afectan a las economías receptoras, en un escenario de movilidad de capitales con mercados más globalizados, son muchos los estudios realizados para intentar establecer las relaciones existentes entre las diferentes variables económicas cuando se produce una llegada masiva de capitales y es todavía mayor el interés cuando las recientes crisis han estado ligadas a la desregulación de los mercados financieros. A partir de los años 90, fueron muchos los casos de países en desarrollo que sufrieron un revés en su economía; es el caso de los países del continente asiático, el de México con el “efecto tequila” y el contagio en Argentina después de la crisis mexicana, y, la de Brasil después de la crisis financiera del 2008, por nombrar algunas.

A inicios del año 1994, México sufrió una crisis profunda producto de la vulnerabilidad a la que quedó expuesto luego de que la gran afluencia de capitales extranjeros a inicios de la década se concentrara en operaciones de portafolio. El aumento significativo del consumo y del crédito, fue produciendo un desbalance en la cuenta corriente, agravado por la política cambiaria del país que, si bien estaba regida por una banda cambiaria, permaneció casi fija durante los 4 primeros años del decenio (French y Davis, 1997. P, 200). La situación se hizo más tensa cuando la tasa de interés de los Estados Unidos aumentó, “La crisis generó una salida masiva de capitales entre 1993 y 1994, que significó una reducción de las reservas internacionales cercana a los USD20.000 millones.” (Lozano *et al.* 2013. P, 540), por tanto el déficit fiscal para el país produjo serias perturbaciones, al pasar de un superávit a un déficit en el transcurso de un año. “En el frente fiscal, el “efecto tequila” produjo importantes desajustes, sobre todo en México y Argentina, donde las finanzas de los gobiernos pasaron de una situación superavitaria a principios de los noventa a un déficit en 1994 y 1995, por la caída de los ingresos tributarios que produjo la desaceleración económica.” (Lozano *et al.* 2013. P, 541).

A su vez, Argentina para los inicios de la década de los 90 presentaba altos niveles de inflación, con políticas económicas muy similares a las de México, de manera que al entrar en crisis el país Azteca, “los inversionistas vieron en Argentina un país similar a México, situación que generó la pérdida de la confianza en el sistema, generando una enorme fuga

de capitales con la consecuente recesión y depresión de la economía argentina y la crisis sistémica del sistema financiero”. (Archaina, C. 2007. P, 52). A este fenómeno se le nombró “el efecto contagio” como consecuencia de las expectativas pesimistas de los inversionistas producto de la caída de la economía mexicana, que los llevó a buscar destinos más seguros. La salida masiva de capitales provocó un desequilibrio en la cuenta corriente que dejó a la economía argentina con un déficit fiscal alto y con un sistema financiero que tenía márgenes críticos de solvencia y liquidez, por lo que el proceso de recuperación fue lento. El coletazo de la crisis produjo cambios profundos, la situación condujo a tomar medidas que desembocaron en cambios estructurales muy importantes una vez producido el desastre, que lograron atemperar el trance. Las normas prudenciales de supervisión y regulación (poniendo énfasis en la liquidez) se volvieron más estrictas y una rápida e idónea reacción de las autoridades del Banco Central fueron capaces de mantener la estabilidad del sistema. (Archaina, C. 2007. P, 52).

Por otro lado, la crisis sufrida por los países asiáticos en el año 1997, tuvo una clara incidencia en la desaceleración económica de América latina en los años posteriores. La crisis se gestó por la gran concentración de endeudamiento que la región latinoamericana tenía con las economías asiáticas en corto plazo, producto de la llegada masiva de capitales a sus economías en los años precedentes, sumado a un sistema financiero demasiado liberalizado.

El sudeste asiático se había convertido en las últimas tres décadas en la zona de mayor crecimiento mundial, sin embargo, empezó a ser motivo de preocupación el elevado déficit en cuenta corriente que acumulaba Tailandia¹, éste tenía raíz en el progresivo endeudamiento que caracterizó a estas naciones ante la bonanza económica, “el boom bursátil y de bienes raíces generó un fuerte efecto riqueza y una fuerte expansión del crédito con lo que se generó un carnaval financiero: se podían obtener préstamos para comprar acciones y bienes raíces, las que, al subir de precio y servir de garantía, permitían conseguir más préstamos” (Roca, 1998. P, 4). Todo esto continuó creciendo y formando una burbuja financiera enriquecida por la falta de regulación de los gobiernos a los mercados financieros, y funcionarios públicos que permitieron estos malos manejos. Ante estas señales, en las que se hizo evidente la fragilidad de estas economías, muchos de los inversionistas y empresarios migraron a mejores destinos. “Los países asiáticos sufrieron

¹ Con un sistema de tipo de cambio fijo, el déficit le representaba una pérdida de reservas internacionales (Roca, 1988).

el ataque de los financistas internacionales no por una repentina aversión al progreso oriental sino porque se dieron cuenta de la fragilidad financiera o la vulnerabilidad a la que habían llegado varios países de la región. Dicha vulnerabilidad financiera se expresaba en elevado endeudamiento, elevado apalancamiento, descalce de monedas, riesgo de mercado, riesgo de crédito nacional y liquidez internacional.” (Roca, 1998. P, 6).

Una vez reventó la burbuja, el proceso se revirtió, el mecanismo de crisis, involucró el mismo proceso circular en sentido inverso: la caída de los precios de los activos hizo visible la insolvencia de los intermediarios, obligándolos a cesar sus operaciones, lo que provocó una mayor deflación de los activos. Esa retroalimentación, a su vez, puede explicar tanto la notable gravedad de la crisis, como la aparente vulnerabilidad de las economías asiáticas a una crisis, que a su vez nos ayuda a comprender el fenómeno del contagio entre economías con pocos vínculos económicos visibles (Krugman, 1998. P, 318). El contagio aunque en un principio se creyó, sería en el contexto local, terminó por afectar en gran magnitud a todos los mercados del mundo, y quedó manifiesto el riesgo que representa la libertad dada a los mercados financieros, ya que esta misma se propagó por el mundo a través del comercio internacional.

Como se ha podido evidenciar es frecuente la vulnerabilidad a la que quedan expuestas las economías producto de la llegada masiva de capitales, es claro que estos tienen una gran importancia en la medida que suplen las deficiencias de ahorro de una economía. Sin embargo, es frecuente encontrar que el grueso de esos flujos tiene como destino las inversiones de portafolio, las cuales representan mayor inestabilidad para el país receptor.

Libanío y Costa, en un estudio realizado en el año 2013, establecen la relación que tuvo la volatilidad de los flujos financieros y la fuga de capitales con la vulnerabilidad externa de Brasil en el periodo 1995- 2010. Determinan que el choque producido por la crisis financiera del año 2008 causó fuertes desequilibrios en la economía local del país:

“Una vez estallada la crisis, el flujo de capitales a Brasil se revirtió de entradas a salidas, generando impacto en los niveles de ingreso y empleo a comienzos de 2008. El flujo total de capitales extranjeros para ese año fue negativo; algo que no había sucedido desde 2002. En otras palabras, mientras el ciclo de liquidez internacional permaneció favorable entre 2002 y 2007 los flujos de capitales estuvieron fuertemente dirigidos hacia Brasil. Ante la crisis, la balanza comercial no pudo compensar la fuga de capitales.” Libanio y Costa, 2013, p, 66

De esta manera lograron establecer que la volatilidad del flujo de capitales afecta las variables nacionales como la tasa de cambio y tasas de interés. La tasa de cambio tiende a revaluarse ante la enorme entrada de recursos y sufre reajustes dramáticos en momentos de fuga de capitales. Las tasas de interés, por su parte, aun cuando permanecieron altas no lograron mantener los flujos de inversión recibidos en el periodo anterior a la crisis, hecho que afectó la deuda pública, explicado, por un lado, debido a la volatilidad en el intercambio comercial y por el otro, por las altas tasas de interés consecuencia del cambio en el perfil de la deuda después del choque ocasionado por la fuga de capitales. Esto ocasionó incremento de los títulos de deuda, en ocasiones indexados a la tasa de cambio y en otras a las tasas de interés. (Libanio y Costa, 2013, p. 93).

En la crisis inmobiliaria de 1998 en Colombia, y después de una mínima evaluación de los riesgos de crédito, de liquidez y de mercado por parte de los entes de control gubernamentales, se vivió una reversión de los flujos de capital previamente ingresados por la especulación en el valor del precio de bienes “El aumento en las tasas reales de interés asociado a la caída en términos reales de los precios de la finca raíz, aumentaron la carga financiera de los hogares, incrementando el monto de la cartera vencida y afectando los índices de solvencia de los intermediarios financieros” (Uribe, 2012, p. 5) e incremento en el incumplimiento en los pagos (mora), seguidas de restricciones en el suministro del crédito.

Por último, y frente a la reacción que se produce en la tasa de cambio cuando la inestabilidad producida por una súbita salida de capitales, el Banco de la República hizo un análisis a cargo de Luis Fernando Melo y Hernán Rincón (2012) donde demuestran que después de la quiebra de Lehman Brothers los choques externos se pueden dar por distintos canales de transmisión; para el canal real, la crisis se propagó por medio de las variaciones de los términos de intercambio, la tasa de cambio real, el comercio y finalmente el producto. La transmisión se produce de la siguiente manera: ante menores perspectivas de crecimiento mundial, la relación importaciones/exportaciones de las economías avanzadas sobre los mercados emergentes disminuyen. Dicha disminución se refleja en una caída del comercio mundial y de los precios de los bienes transados, en particular de los bienes primarios producidos y exportados por los mercados emergentes. Al final, el crecimiento económico de estos se ve afectado de forma negativa. Hay que anotar que una

vez logrado este canal se producen efectos de segunda vuelta del sector real hacia el financiero. (Melo & Rincón, 2013. P, 37)

Es por esto que, teniendo en cuenta los casos anteriormente mencionados, se pretende desarrollar en esta monografía un esquema de la dinámica de los flujos de capitales y sus efectos sobre una economía estándar, para luego confrontar dicha dinámica con los datos de la economía colombiana en las últimas dos décadas.

2.2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

Durante el decenio de 1990 las economías de los países latinoamericanos sufrieron un proceso de apertura de la economía producto del apogeo de un nuevo modelo económico. La reestructuración del capitalismo produjo transformaciones de instituciones y aparatos productivos, sobre todo en lo que se refiere a la intervención por parte del Estado. Esto supuso no sólo cambios en la estructura económica sino también en la dinámica social. Con estos nuevos procesos, se buscó generar beneficios en términos de mayor crecimiento, amplia oferta de bienes y servicios, mejores precios, y una mayor estabilidad en el empleo.

Para muchos países emergentes, los flujos de capitales internacionales representan el motor principal que impulsa el crecimiento económico, esto en la medida que constituyen una gran opción de financiamiento para sus actividades tanto productivas como de servicios; aquellas en las cuales tienen ventajas comparativas en relación con otros países. Con base en esto, los gobiernos continuamente se enfocan en el estímulo del ingreso de capitales con una combinación de estrategias asertivas de políticas internas y comerciales para focalizar la inversión hacia el país.

John M. Keynes en 1936 publica “The General Theory of Employment, Interest and Money” y establece una relación entre la inversión² y los ciclos económicos, identificando como variable fundamental el multiplicador de la inversión. La explicación se fundamenta en que la inversión responde a los estímulos y genera –a través del multiplicador- efectos encadenados y dinámicos más que proporcionales sobre toda la economía. Esto quiere decir que tiene influencia en la difusión tanto de impactos positivos o negativos. A mayor multiplicador, mayor será la caída o expansión del ciclo económico. Cuando la

² La inversión hace referencia a todo lo que conforma el capital para fortalecer la capacidad productiva. Es la compra, con los ingresos, de un bien de capital de cualquier clase. Entre estas se encuentran los flujos de capital que a su vez están conformados por inversión directa y de portafolio (Keynes, 1936).

incertidumbre por el comportamiento futuro de variables como la oferta, la percepción de poca confianza de los agentes o las fuerzas psicológicas del mundo de los negocios³ modifican las expectativas de los inversores, puede producirse una fluctuación del ciclo económico tanto positiva como negativa, haciendo que la duración de los choques se profundice.

Partiendo de lo anterior, Romer (1993) plantea que la inversión extranjera es “un mecanismo compensador del ahorro nacional particularmente relevante para países en desarrollo”, como también una herramienta que facilita la transferencia de conocimiento y tecnología, y el *know-how*⁴ de los países más desarrollados a los que no lo son (Romer, 1993. P, 552). En un efecto de derrame, la productividad incrementa porque el conocimiento se traslada, las firmas locales pueden adoptar mejores prácticas e incorporar la tecnología en sus procesos de producción, de esta manera la eficiencia incrementa, y la economía, en su conjunto, mejora.

Es necesario, cuando se habla de inversión extranjera, distinguir dos tipos: por un lado está la inversión directa⁵ y en segundo lugar, la inversión de portafolio (acciones, bonos y valores negociables en bolsa de valores). Esta última está directamente relacionada con la profundización de los mercados de capitales y la liberalización de los mercados financieros. En la literatura tradicional se argumenta que una globalización financiera permite diversificar riesgos, y llevar excedentes de capitales a donde hacen falta en pro de fomentar el crecimiento (Levine, 2001).

A su vez, Rajan (1994) sustenta la idea de que la desregulación financiera puede tener efectos negativos de corto plazo, pero positivos en el largo. Gómez *et al.* (2013), explican el modelo de Rajan en el cual, al comienzo del proceso de liberalización financiera se da una gran expansión del crédito interno al tiempo de un desarrollo pobre de la capacidad de supervisión de los organismos reguladores. Esto genera mayor probabilidad de observar ciclos de auge y declive en el crédito bancario y en la actividad económica agregada. Sin

³ Keynes denomina este comportamiento de los agentes como *animal spirits*.

⁴ El término es utilizado para referirse a la información y a la experiencia que las empresas poseen.

⁵ Se habla de directa o indirecta en este grupo, la primera aquella que se realiza con aportes provenientes del exterior, de propiedad de personas extranjeras, al capital de una empresa; y la adquisición, con ánimo de permanencia, de participaciones, acciones o cuotas en el mercado de valores. Y la indirecta un aporte tangible o intangible a una empresa sin llegar a tener participación accionaria en todo o en parte de ella, siempre y cuando las rentas que la inversión genere para su propietario dependan de las utilidades generadas por la empresa. (Fonseca,2001)

embargo, al pasar el tiempo, las capacidades institucionales y de supervisión se desarrollan y el sistema financiero se fortalece.

Sin embargo, esto no es del todo cierto, confrontando el papel que, según Romer, juega la inversión en la economía, Rodríguez, Gómez y Ferreiro (2007), presentan en su documento un análisis de los efectos indirectos que tienen la IED en la productividad de los sectores económicos en las economías de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico), y exponen, apoyándose en una serie de datos panel, cómo la contribución de la IED en términos de efectos sobre la productividad para las empresas locales, parece ser en el mejor de los casos, pequeña e incluso nula. Este comportamiento esta explicado en que, con la entrada de estos capitales, no se genera el efecto “cascada” por el difícil acceso de las firmas locales a la tecnología moderna y al *know-how* de las empresas extranjeras, por tanto, los efectos en la competitividad y la productividad no se evidencian, quedando rezagadas en los procesos productivos.

La implementación de un modelo económico abierto, implica también liberalizar los mercados financieros para garantizar la movilidad de capitales y con ellos el acceso a financiamiento externo por parte de la economía. Varios académicos afirman que la liberalización de este mercado ha sido excesiva; Schneider y Tornell (2004), plantean que existen efectos desestabilizadores, ya que esta puede llevar a una expansión desmedida del crédito, fomentando la formación de burbujas de precios de activos por excesos de liquidez. Ante un tipo de interés con presión a la baja producto del mayor dinero circulante en la economía, se crea una distorsión en la capacidad de endeudamiento. Ante el *boom* crediticio los bancos relajan sus márgenes de seguridad lo cual genera presión sobre la demanda de crédito, haciendo que esta aumente. La economía empieza a producir más de lo necesario; los bancos, por su parte, estudian con menos rigor los riesgos de las operaciones y los hogares y las firmas van entrando a un grado de endeudamiento inasumible y poco prudente. De esta manera la percepción cada vez más alentadora de los agentes va generando una dinámica tal que se produce un incremento de precios en todo el ciclo de producción, ampliando la disparidad entre el precio y el valor fundamental de los activos.

En relación a esto, Waldemar Tyc (2013) explica el comportamiento de las burbujas de precios, las cuales se pueden originar en el mercado de valores, en el mercado inmobiliario o en el sector del suelo, ya que ante los excesos de liquidez, es más rentable invertir en activos. La característica común está en el carácter especulativo de las actividades. El

agente bajo el supuesto de completitud de información y absoluta racionalidad evalúa sus inversiones basado en el cálculo del retorno anticipado de su inversión⁶. El punto de quiebre en la toma de las decisiones está en la posibilidad de actuar con certeza sobre el futuro, pero olvidándose que es incierto y volátil. Esto sucede porque actúan bajo la hipótesis de información completa de los mercados que incluye una ausencia total de riesgo y control sobre las variables. Es por esto que, Foley (2001) sostiene que a medida que la tasa de ganancia de las inversiones se desacelera o decrece en relación a la tasa de interés, los flujos de capital se vuelcan de las actividades del sector real hacia inversiones de portafolio.

En los tres mercados que propone Tyc (2013) existe el mismo condicionante: las expectativas. Por ejemplo, si la rentabilidad responde a una ganancia real del sector o es solo un reflejo de movimientos especulativos en el mercado de valores. El inversor espera una rentabilidad que correspondan de forma proporcional al aumento de sus expectativas, impulsándolo a llevar sus capitales a destinos donde haya mayores retornos sin interiorizar el riesgo al que se expone, es decir, el dueño del capital busca ganar un superávit máximo entre la rentabilidad anticipada de la inversión y el coste de capital, lo que va produciendo una migración de capital entre diversas aplicaciones. Esto refuerza la creación de burbujas, al incentivar la inversión desmedida en operaciones en las que no se está valorando bien el riesgo.

Frente a esto, Álvarez (2008) enuncia que el exceso de liquidez “incentivó el desarrollo de complejas estructuras financieras sobre las que no se realizó una lectura adecuada de los riesgos subyacentes. Una vez que estos comenzaron a materializarse, la situación desembocó en una crisis de confianza en la valoración y en el alcance de la exposición a estos títulos por parte de las entidades de crédito” (Álvarez, 2008, p 23). Y es que como se explica en los estudios realizados por Berger y Bouwman (2008), es frecuente encontrar casos en donde, después de una abundante liquidez, en el cual se revalorizan los activos y se incrementa el riesgo, alentando tanto a familias como a empresas a endeudarse incluso por encima de su capacidad, vienen episodios de crisis en el sistema financiero.

En base a esto, toma fuerza el argumento de Palley (2007) según el cual, un aumento de liquidez tiene como efecto directo una disminución de las tasas de interés, lo que motiva a las firmas a endeudarse. Esto va de la mano con lo planteado por Kalecki (1956), quien

⁶ Este retorno está determinado por la diferencia positiva entre la rentabilidad del capital y la tasa interés del mercado o el costo de oportunidad.

definió el concepto de “riesgo creciente”, el cual es una situación a la que llega la firma al endeudarse con recursos externos. El riesgo aumenta proporcionalmente con los niveles de inversión cuando está constituido por fondos externos a la empresa (Levy, 2000). Esto implica que la operación no se financia con ahorros o fondos propios sino a través de bancos y mercado de capitales. En otras palabras, la abundante liquidez del sistema hace que las firmas se endeuden por encima de su capacidad de pago, motivados por el bajo costo y las fuentes flexibles de financiación. El riesgo incrementa a medida que ese endeudamiento crece sin estar soportado por garantías reales, específicamente con los recursos propios de la firma.

El financiamiento que adquiere la firma le permite emprender proyectos que contribuyan al crecimiento del negocio y asegurar solidez financiera, lo cual le garantiza el acceso a los mercados financieros y bancarios, pero también a un incremento desmedido del endeudamiento dadas unas condiciones más flexibles por parte de los mercados financieros. La fragilidad surge entonces cuando la firma no puede pagar con facilidad los recursos usados para apalancar la operación o la vulnerabilidad a la que queda expuesto cuando la economía sufre un choque negativo, “cuanto mayor sea la inversión en relación con el capital de empresa, mayor será también la reducción de los ingresos del empresario en caso de un fracaso de sus negocios” (Kalecki 1956, 94).

Palley (2007) refuerza estos conceptos a través de la explicación de la dinámica que se da en la economía ante un exceso de liquidez. La disminución de la tasa de interés motiva el endeudamiento por el bajo costo, las firmas comienzan a incrementar rápidamente sus pasivos para poder comprometer mayores pagos por dividendos, y asegurar altas rentabilidades en el mercado de valores, pero financiándose con recursos externos. Esto hace que aumente la rentabilidad del sistema financiero al igual que incrementan los porcentajes de deuda de las firmas.

Ese proceso va dando lugar a incrementos en el endeudamiento de las unidades económicas y originando una redistribución del ingreso. Por un lado, por la transferencia de ingresos del sector real al financiero, producto del pago de intereses (que reduce directamente las ganancias y que de forma indirecta disminuye la demanda de los hogares, es decir las ventas de las empresas y con ello sus ganancias), y por otro, la reducción de las ganancias del sector real por la competencia externa (caída en la tasa de cambio). Existe una particularidad y, es qué, la propensión a consumir de los trabajadores es mayor a la de los capitalistas del sector real, y estos, en conjunto tienen a su vez una mayor a la

de los capitalistas del sector financiero⁷. Por lo que, los trabajadores mantienen constante su gasto y los empresarios, aunque no consumen igual que un trabajador, entre consumo e inversión gastan mucho más que lo que gasta el capitalista del sector financiero. Este último tiende a no reinvertir absolutamente nada (porque el sector financiero no necesita grandes inyecciones de capital como si sucede con el sector real) haciendo que su gasto sea muy pequeño. De manera que cuando el ingreso se redistribuye, se va aumentando el peso de las deudas en la composición del gasto de los agentes privados, al tiempo que se sigue transfiriendo recursos al sector financiero. Lentamente la economía le está dando dinero al que no gasta, lo que conduce a una disminución de la demanda agregada.

La mayor dificultad para cumplir las obligaciones financieras va ocasionando inestabilidad en el sistema, conduciendo la economía a una inevitable crisis, producto del desplome de las burbujas que se hayan creado al darse los brotes de liquidez y disminuciones de la tasa de interés. Ese fenómeno antes descrito da pie a una financiarización de la economía local, “La era de la financiarización se ha caracterizado por 1) un ligero giro en el ingreso hacia el capital, 2) un cambio en la composición de los pagos al capital que ha aumentado la participación de los intereses y 3) un aumento en la participación del sector financiero en los beneficios totales” (Palley, 2007, p. 14). En esta fase del capitalismo, se pasa a privilegiar la maximización del valor del accionista, limitando así la disponibilidad de la inversión productiva, “la financiarización favorece la creación de excedente a costa del trabajo, pero en el reparto de excedente privilegia al capital ficticio a costa del capital productivo, distorsionando el funcionamiento del sistema económico capitalista e, indirectamente, perjudicando al trabajo” (González-Tablas, 2007, p. 337)

Estos efectos que se producen por los desplazamientos de capitales del sector productivo al financiero han sido fortalecidos por la globalización económica experimentada en las épocas contemporáneas. Si bien, en una economía cerrada se puede presentar fenómenos similares, los casos no son tan frecuentes y con repercusiones más leves puesto que en economías cerradas, los entes reguladores y de control económico tienen altos niveles e indicadores de vigilancia frente a las variables monetarias. Al existir una economía abierta, los flujos de capital tienen libre movilidad por lo que se vuelven variables exógenas sobre los cuales no posee grandes márgenes de control la autoridad monetaria local. Todo esto

⁷ Poseen este comportamiento porque requieren hacer grandes inversiones como maquinaria, equipos, tecnología, propias del sector productivo; en comparación con los del sector financiero que no tienen la necesidad de hacer fuertes inversiones en capital fijo.

acentúa de manera significativa la importancia de los mercados de capitales y redefine el papel de los grandes emporios empresariales y los bancos en las actividades comerciales, incrementándose así la intervención de estos últimos en los mercados reales. Es por esto que, ampliando los argumentos de Alvarez y Tyc, Giancarlo Bertocco (2011) resalta el rol que desempeñan los bancos comerciales en las crisis financieras globales. En su trabajo subraya que, “las crisis no provienen de excesos de ahorro sino de excesos de inversiones que son especulativas” (Bertocco, 2011, 89).

En esta misma línea, Hyman Minsky complementa las ideas de riesgo creciente de Kalecki, junto con los postulados Keynesianos para construir el concepto de inestabilidad financiera, dando así continuidad al análisis sobre la liberalización, y focalizando sus estudios en la fragilidad del sistema financiero. Plantea que las desregulaciones de los mercados llevan a los inversionistas a asumir riesgos cada vez mayores. El crédito y apalancamiento excesivo resultan ser desproporcionales y riesgosos en la medida en que no hay relación coherente con el perfil de riesgo del agente. La época de euforia económica suele ir acompañada de incrementos en la demanda por liquidez, del crédito y el valor de los activos no justificados por su valor real, tal como lo explica Guadalupe Mántey de Anguiano

Minsky enriqueció la teoría de Keynes no sólo al considerar los efectos de la acumulación de deudas en las nuevas decisiones de inversión, sino también incorporando la evolución de las instituciones financieras a lo largo del ciclo económico. Al respecto, observa que un período de prosperidad tiende a modificar las actitudes respecto al riesgo y a mejorar las expectativas sobre los flujos de caja de las empresas. Los banqueros perciben oportunidades lucrativas y expanden el crédito; éste, junto con las expectativas favorables, incrementa los precios de los activos de capital existentes. El aumento del valor de mercado estimula a las empresas a invertir elevando sus pasivos y manteniendo estable la relación de deuda a patrimonio. (Mántey de Anguiano, 2000, p. 1071).

La hipótesis de Minsky (1986) sobre fragilidad e inestabilidad financiera se cimentó al establecer tres “estados” en los cuales se puede desempeñar el sistema financiero y en general la economía: el primero, *cubierto*, es aquel en el que el flujo de caja presente excede los compromisos de pago, es decir, los agentes económicos pueden cubrir sus pasivos financieros de forma satisfactoria. El segundo, *especulativo*, en el cual solo se puede cubrir los intereses sin afectar el capital de deuda, y por último, el estado *ponzi*, en el que sus ingresos presentes no son suficientes para cumplir sus compromisos financieros, teniendo para este caso que asumir reestructuración de sus compromisos de pago.

Concluye además que los agentes económicos se comportan en el mercado de acuerdo a las expectativas que se perciban en cada fase del ciclo económico, y resalta el carácter pro-

cíclico en el crecimiento del crédito, que refuerza el desplazamiento a “estructuras de financiamiento especulativas” (Minsky 1986, 191) de las economías en la configuración de las crisis. Este comportamiento está explicado porque la confianza de los agentes sobre la economía se quiebra y la baja rentabilidad se traduce en una percepción de incapacidad de la economía para generar recursos en el sector real, de manera que la economía lentamente entrará a un estado *ponzi* por la imposibilidad de cubrir los compromisos financieros.

El postulado de Minsky (1986) hace énfasis en el poder que tienen los mercados financieros en esa transición de las unidades económicas a los tres diferentes estados explicados, y la globalización financiera posibilita el acceso a financiamiento por diferentes canales, ampliando las alternativas de endeudamiento para las unidades económicas. Pues bien, Boyer argumenta que, “la internacionalización del comercio y la producción, y aún más, la fuerza creciente de las innovaciones financieras y su difusión a escala mundial caracterizan una nueva etapa, con la aparición de nuevos tipos de reglamentación”. (Boyer, 1999, p. 39). Los países, según el autor, han buscado generar sinergias tales que los procesos de intercambio y comunicación sean más fáciles. Básicamente, desmintiendo el modelo de Rajan (1994), expone que al permitir que las economías funcionen de forma tan autónoma, se incrementan de manera exponencial los riesgos a los que se enfrentan sus respectivos países porque cada uno de ellos poseen características diferenciadoras. Al darle tanto poder a las finanzas sin ejercer ningún tipo de control se corre el riesgo de generar brotes especulativos, los cuales consisten en utilidades elevadas en el corto plazo, pero insostenibles en largo, creadas en su mayoría por movimientos en el mercado de valores.

Es evidente que la globalización financiera también crea una gran incertidumbre con respecto a la evolución de los tipos de cambio, consecuencia de la libre movilidad de capitales e, incluso, sobre la orientación de las políticas económicas nacionales. En una economía abierta, la fluctuación de la tasa de cambio, producto de la masiva entrada o salida de capitales, incide de manera directa sobre el comportamiento de la industria, ya que “la devaluación encarece las materias primas importadas y eleva las tasas de interés en el mercado informal cuando existen mercados de capital altamente segmentados” (Echavarría y Arbeláez, 2005, p. 9), es decir, el costo de capital tendrá tarifas diferenciadas entre mercados, sesgando así, la relación de los rendimientos sobre los activos dependiendo de la actividad de origen e induciendo al inversionista a encaminar sus capitales a aquellas con mayores ventajas comparativas. Adicionalmente, es de tener en

cuenta que un incremento en el valor de la divisa aumenta el valor en moneda local del pago de intereses por servicio a la deuda, al tiempo que encarece la importación de tecnología y alimentos, agudiza el déficit del gobierno y produce desbalances en la cuenta corriente si la economía no posee la capacidad productiva para exportar y aprovechar la ventaja competitiva de una divisa más cara. Estos efectos refuerzan lo que Minsky plantea como inestabilidad financiera toda vez que los incrementos en los costos financieros alimentan la fragilidad del sistema.

De hecho, complementado los postulados anteriores, Melo (2012) plantea una dinámica para ejemplificar la fragilidad que se presenta en la economía producto de un *boom* de inversión. Su planteamiento está basado en su totalidad por Minsky solo que él lo plantea en el contexto de una economía abierta. En un principio se observa cómo la tasa de interés doméstica en comparación con la del resto del mundo provoca una llegada masiva de capitales al mercado local, aunque también “puede responder a otros factores como excesos de liquidez en los mercados de capitales, a un tipo de cambio revaluado, a un incremento en los rendimientos probables de la economía o a un relajamiento de los márgenes de seguridad en el mercado mundial” (Melo, 2012, p 74). En este contexto se pueden presentar después de los efectos que produce el boom de inversión y de la amplificación de los desequilibrios causados por la llegada de los mismos, crisis de diferente origen. Una es de origen doméstico pero que tiene impacto en la situación externa de la economía, la segunda de origen externo pero que tiene impacto en lo local, y la tercera es una mezcla de los dos, donde se retroalimentan los desequilibrios internos y externos, haciendo más profunda la magnitud de la crisis.

Las crisis de tipo doméstico “es el resultado de una situación en la cual los flujos de capital relajan los márgenes de seguridad y aprecian el tipo de cambio, generando un boom domestico de inversión que impacta la situación interna de la economía, en particular, con un déficit crónico en la cuenta corriente y un aumento en los pasivos internacionales.” (Melo, 2012, p 76). Las exportaciones se desaceleran con respecto a las importaciones, en la medida que la economía privilegie la producción de bienes no transables, pasando a ser la tasa de cambio la variable de ajuste. Esa devaluación de la divisa hace que amplíe el endeudamiento de las unidades económicas con pasivos denominados en moneda extranjera lo que las va llevando a pasar de estados especulativos a unidades de tipo ponzi, e inevitablemente al colapso. Cabe aclarar que la llegada de capitales implica en un primer momento aumento del endeudamiento reflejado en moneda extranjera, por lo que el choque

devaluacionista tiene gran impacto al incidir directamente en el aumento de los pasivos denominados en moneda extranjera. Este tipo de choque es relevante sólo si existe endeudamiento extranjero.

Las de tipo externo, son aquellas que no solo afectan la balanza comercial sino también la composición de la cartera. Este tipo de desequilibrios deben corregirse a través de políticas macroeconómicas como administración de las reservas internacionales o control de capitales. Sin embargo para mantener niveles estables de flujos de capital el ajuste se aplaza haciendo que los desequilibrios se acumulen. “la economía se hace más frágil y el proceso de ajuste puede iniciar con una parada súbita y una reversión de los flujos de capital que presionan el tipo de cambio al alza, las cargas financieras y los riesgos asociados a éstas incrementan a un ritmo creciente.” (Melo, 2012, p 80). La reversión de los flujos de capital, el endurecimiento de los márgenes de seguridad y la reducción de la demanda agregada (producto de un aumento de tasas de interés) ante la presencia de un creciente número de unidades económicas de tipo *ponzi* conducen a un inminente colapso de la economía “El proceso de ajuste que conlleva a la crisis, en donde predominan las unidades tipo Ponzi, configura un escenario de fragilidad financiera intensificada por los vínculos con los mercados internacionales.” (Melo, 2012, p 81).

En conclusión, tal como lo resume Palley (2012) la crisis que se puede llegar a presentar con una mala utilización de los capitales internacionales se explicará por la inadecuada regulación financiera. “Primero, los reguladores permitieron que los bancos tomaran riesgos excesivos. Segundo, también permitieron estructuras perversas de pagos de incentivos dentro de los bancos, que alentaron a sus administraciones para involucrarse en presionar y otorgar préstamos indiscriminados en vez de prestar responsablemente. Estas fallas contribuyeron a la colocación financiera errónea, incluyendo la mala asignación de ahorro externo suministrado por medio del déficit comercial” (Palley, 2012, p 22), aunque es claro que la causa de una crisis no solo se debe a una falta de regulación, sus cimientos se encuentran en la política económica surgida del paradigma económico neoliberal imperfecto, que se adoptó a finales de los 1970 y principio de los 1980. Los salarios de los individuos fueron el eje central del incremento de la demanda en las economías mundiales antes de 1980, después de este año, la inflación del precio de los activos y la deuda desempeñaron la función de motor económico en los países. Ante el colapso que produjo el relajamiento de los sistemas financieros y el apogeo del libre mercado “El Fondo Monetario Internacional fue un factor persistente y utilizó las dificultades económicas

creadas en los 80 por la crisis de la deuda latinoamericana para impulsar la política neoliberal, condicionando la asistencia financiera a la adopción de tales políticas” (Manz, 2011, p 24).

3. ANALISIS DESCRIPTIVO

3.1 ESQUEMA DINAMICA FLUJOS DE CAPITALES

Figura 1
Descripción de la dinámica económica

3.2 DESCRIPCIÓN DE LA DINÁMICA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

En lo siguiente se pretende hacer una explicación acerca de cómo los flujos de capital inciden en la dinámica de un país. Para lograr semejante propósito, se atenderá a dos grandes ámbitos de análisis: el primero, que se denominará el ámbito positivo, postula cómo a través de una inversión que permite la renovación tecnológica de la industria en todas sus ramas, posibilita incrementar los niveles de productividad y facilitar la integración de la industria que desencadenará en un crecimiento con desarrollo productivo. En el segundo se explica por qué, si la inversión se encauza únicamente a las actividades de mayor rentabilidad, respondiendo a las lógicas del mercado, la economía puede encaminarse a un desequilibrio general. Desequilibrio provocado por, el recalentamiento de dichas actividades (explicado por la especulación de precios de activos y rentabilidades futuras); y, por otro lado, por un proceso de financiarización con mínimos niveles de control y que desencadenarán en una crisis sistemática en el país, siendo este último el caso objeto de estudio de la presente monografía.

Para iniciar la descripción del esquema, es necesario explicar que el ingreso de los flujos de dinero puede ser provocado por dos casos que si bien pueden presentarse autónomamente, también se presentan de manera conjunta. En primer lugar, el ingreso de los capitales internacionales se puede presentar por una desaceleración del aparato productivo internacional, es decir, un estancamiento o una contracción de las actividades de las economías extranjeras, lo que lleva a los inversionistas a redireccionar su capital a regiones con mayores retornos o destinos relativamente más seguros. En segundo lugar porque la economía doméstica está reflejando un buen comportamiento explicado por variaciones positivas del PIB, estabilidad macroeconómica y en algunas ocasiones, por un buen clima para los negocios.

Este esquema, en un primer escenario que se denominará “positivo” y que se produce en el largo plazo, se plantea al fortalecer la capacidad productiva de la industria, asegurando a los países cierto nivel de competitividad en el contexto internacional, el beneficio para los receptores de inversión extranjera está explicado por la oportunidad de adoptar la tecnología en los modelos de producción para aumentar la productividad. La IED es “un mecanismo compensador del ahorro nacional particularmente relevante para países en

desarrollo” (Romer, 1993. P, 552), como también una herramienta que facilita la transferencia de conocimiento y tecnología, y el know-how de los países más desarrollados a los que no lo son. La transferencia de conocimiento permite que las mejores prácticas se adopten de tal manera que haya un efecto multiplicador. Esta inversión permite, en el largo plazo, una renovación de la industria, es decir, todas las cadenas productivas reciben un estímulo en su manufactura y eficiencia al capacitarse y mejorar sus procesos productivos.

Gracias a ello, hay un aumento de la productividad explicada por una integración económica a través del fortalecimiento de economías de escala. La incorporación de mejores prácticas a los procesos productivos tiene un efecto en la reducción de los costes de producción toda vez que los procesos se hacen de manera más eficiente. Este comportamiento traduciría en el largo plazo en un crecimiento económico explicado por los mayores ingresos de la industria, y reducción de costes; este sería el lado virtuoso de la apertura a los mercados globales, explicado como ya se indicó en un horizonte de largo plazo.

En efecto, la inversión en los países es necesaria porque representa el soporte para emprender proyectos productivos, y para aquellos que no se solventan de manera autosuficiente, el crédito bancario es el músculo financiero para iniciarlos. No obstante, las bondades de este tipo de inyecciones de capital están soportadas en la capacidad que tenga la economía y el gobierno con políticas monetarias y fiscales de canalizarlas a la mayoría de sectores productivos. Sin embargo, como también se resalta en el esquema, se puede concebir otra dinámica más incierta y problemática.

Una vez la decisión de los inversionistas es tomada y son trasladados los recursos a un país, la liquidez general del sistema aumenta, lo cual produce diferentes efectos. Inicialmente, el incremento de los flujos de capitales extranjeros genera una mayor oferta de dinero circulante, es decir, incrementa la liquidez en el mercado; cuando se produce este incremento en la liquidez el primer efecto es una disminución de la tasa de cambio. Aunque el Banco Central puede impedir que la liquidez aumente a través de políticas de esterilización cambiaria, la tasa disminuye ya que existe una mayor oferta de dólares y especialmente una menor demanda (no existen incentivos para retirar capitales ante una crisis externa). En segundo lugar, disminuye la tasa de interés, mientras sea más fácil acceder al dinero menor será el costo del mismo. Los bancos por su parte se vuelven más flexibles para otorgar créditos, en respuesta directa al exceso de liquidez, lo que junto con una tasa de interés más favorable se convierte en la herramienta para poder colocar ese

exceso en el mercado de forma rápida. El consumo financiado y el endeudamiento de firmas y familias aumentan, causado por mayor flexibilidad en la adquisición de crédito.

Al final de este primer momento, estos dineros se terminarán direccionando, bien ya sea en capital de inversión, tanto privada como pública o también, en consumo. Por el lado de la caída en la tasa de cambio y con el aumento del ingreso disponible producto del mayor acceso a crédito, el consumo de las firmas y los hogares se ve redirigido a bienes y servicios importados e iniciando así, una presión sobre la cuenta corriente en la medida que se crea un déficit en la balanza comercial. Si la economía local no es capaz de satisfacer las necesidades, el aumento del ingreso y una divisa más barata van haciendo más crítica la crisis por cuenta del sector externo, al incentivar más las importaciones que el consumo de bienes producidos en la economía local.

En este segundo escenario, y que se trabajará con mayor profundidad debido a que es el más próximo a la realidad que afrontan los países latinoamericanos, el incremento de la inversión producto de la llegada de flujos de capital estará determinado únicamente por los niveles de rentabilidad que se le garanticen al inversionista en el corto plazo. El motor de las decisiones se basa en los cálculos del retorno que tendrán las inversiones en los proyectos productivos, por ejemplo, cuando la actividad real empieza a mostrar buen comportamiento y los rendimientos reflejan resultados positivos en un horizonte de tiempo corto, los capitales se desplazarán entonces a ese sector económico; si por el contrario, es el sector financiero el que les asegura dichos rendimientos, los capitales se moverán a estas entidades. La inversión está determinada entonces, por la expectativa de ganancia por parte de las empresas o inversionistas.

Las actividades que generan altas utilidades en el corto plazo tienden a ser las mayores receptoras de flujos de inversión, producto de esto, dichas industrias emprenden un programa expansionista en sus empresas. Al mismo tiempo, en la economía se generaliza una percepción positiva sobre el sector y motivados por sus “animal spirits” se presenta una inyección de más capitales, explicado por la entrada de nuevos agentes inversionistas a la actividad. Esto genera en la economía una percepción positiva sobre el comportamiento de la misma y motiva la inyección de aun más inversión, acentuando el optimismo ante la generalización de que los rendimientos futuros van a ser suficientes para cubrir compromisos financieros y proporcionar ganancias. Tanto el inversor extranjero como el sector financiero realizan fuertes desembolsos, sus altas expectativas lo están llevando a invertir, incluso por encima de su capacidad.

En ese sentido, la percepción positiva que van creando los agentes sobre el sector se fortalece con el papel que juega el mercado financiero, explicado por la mayor laxitud por parte de estas organizaciones en cuanto al acceso al financiamiento; las perspectivas cada vez más positivas lleva a que los márgenes de seguridad por parte de los bancos se relajen. Cuando la economía sufre este tipo de procesos en los que se privilegia a sectores específicos, la actividad especulativa se hace presente a través de las diferentes operaciones distorsionando el precio de los activos en los mercados. Esto sucede porque se produce una sobre inversión en un sector específico, la percepción favorable va empujando a que más agentes se vinculen. Se convierte en una especie de esquema piramidal que requiere de más liquidez para mantenerse. Los agentes empujados por premisas optimistas, se van endeudando e invirtiendo sin haber realizado previamente un análisis adecuado e incluso, en muchos casos, minimizando o ignorando algunos riesgos de mercado, provocando una errónea valuación de los activos.

En ese aspecto, es fundamental resaltar la incidencia que tiene la liberalización de los mercados de capitales para impulsar esas expectativas. Las entidades que otorgan créditos y el mercado de capitales, al igual que los propietarios de las firmas, reciben grandes sumas por cuenta de las utilidades en el caso del sector real, como de los ingresos percibidos por concepto de costo de crédito y financiación para el sector financiero. La mayor laxitud por parte de los bancos alimenta expansiones del crédito bancario, lo que provoca un aumento de la relación deuda-ingreso de las unidades económicas, sólo si el crédito crece más rápido que el ingreso y esto último dependerá de que el sector real no genere una dinámica fuerte producto de las inversiones. Las inversiones no logran ser suficientemente dinámicas porque se concentran en actividades de corto plazo y en la redistribución del ingreso se le entrega cada vez más al sector financiero que tiende a no reinvertir casi nada, esa reducción del sector real va llevando a la concentración de unos limitados sectores creando en un factor de riesgo para la economía.

Estos procesos, primero del aumento de la inversión y de la tasa de interés, que incrementan el consumo y que van llevando a la concentración en unos sectores reducidos, ocasionando una distorsión en el aparato productivo, consecuencia de cómo se direccionan las inversiones, con el aumento del endeudamiento van formando una burbuja económica. En esta fase del proceso, la burbuja fortalecida por las expectativas cada vez más alentadoras de la actividad produce un aumento del consumo y se va retroalimentando conforme estas expectativas se vuelven más fuertes. Los bancos continúan financiando y

relajando los márgenes de seguridad (entre más desregulado sea el sistema financiero más rápido se da esta dinámica), ya que permite que más unidades económicas se vayan involucrando. Estos procesos se retroalimentan, a través de las actividades especulativas. Tanto acreedores y deudores basan sus decisiones en la creencia que los activos financiados continuarán aumentando de precio y que sus negocios tendrán crecientes utilidades, por lo que no tienen en cuenta el riesgo implícito en la financiación de las diferentes actividades; tomando decisiones agresivas que los lleva a seguir financiando y promoviendo el activo objeto de la burbuja. De esta forma se va alimentado la dinámica.

En esa medida, hay una paulatina reestructuración productiva de la economía; fortalecida por esa burbuja que se gestó. Se origina un desplazamiento operativo y funcional de los agentes, que conduce la economía a depender de un número limitado de sectores productivos y sus derivados, alimentando así la vulnerabilidad de los agentes ante un posible choque. Estos procesos que van llevando a la concentración en actividades específicas en el sector real encausan una caída en la producción interna, propiciando así, un aumento en la importación de bienes que antes se gestaban localmente para satisfacer la demanda interna, lo que refuerza la burbuja económica. Esta se ve fortalecida por las expectativas cada vez más alentadoras, un aumento excesivo de consumo, la llegada a niveles irrisorios en el financiamiento y el constante ingreso de más unidades económicas en un escenario de enfermedad holandesa.

La reestructuración productiva de la economía, se lleva a cabo, cuando, la transferencia de ingresos del sector real al financiero, producto del pago de intereses (que reduce directamente las ganancias y que de forma indirecta disminuye la demanda de los hogares, es decir las ventas de las empresas y con ello sus ganancias), y otro de reducción de las ganancias del sector real por la competencia externa (caída en la tasa de cambio) incentiva la concentración del ingreso en actividades especulativas o extractivas. Por un lado, el sector real va perdiendo participación y por el otro el sector financiero va incrementando sus utilidades, por lo que el invertir en ese sector se vuelve más atractivo. Aunque la velocidad de reacción no es la misma, la disminución de la participación del sector real se produce a un ritmo más rápido, y la reestructuración productiva va dándose más lentamente.

En este punto del proceso se referencia el argumento de Palley, en donde la demanda se va reduciendo ya que los ingresos que percibe el sector real tienden a decaer, pero sus pasivos permanecen constantes e incluso con propensión a incrementarse. Pues bien, el

menor ingreso disponible genera presiones en el consumo y la inversión de los agentes; así se verán obligados a destinar el mismo porcentaje o mayor para pagar deudas, mientras que los ingresos tienden a reducirse, dejando un pequeño margen de sus ingresos para consumir y ahorrar. Todo ello, lleva a que la rentabilidad del sector real vaya disminuyendo, mientras que la del sector financiero tiende a ser estable, de manera que los recursos que inicialmente estaban en la industria empiezan a trasladarse hacia el sector financiero, reflejando en este comportamiento el inicio de la fase de financiarización de la economía. Es importante aclarar que la demanda real no cae por la creación de la burbuja sino por el proceso de financiarización en el que va entrando la economía cuando se privilegia al capital ficticio sacrificando la inversión productiva.

Esa situación que provoca la caída del ingreso de las empresas, va ejerciendo más presión en la brecha de rendimientos reales y esperados entre ramas económicas y agudizando la relación deuda/ingreso, ya que los ingresos y rendimientos de la economía en general no logran ser suficientes para cubrir las deudas a la fecha. Todas esas situaciones, en su conjunto, inducen a la economía a moverse de un estado “especulativo” a un escenario “ponzi” de acuerdo con la teoría de Minsky. Esta conducta, que hacen cada vez más frágil la situación del sistema obliga al ajuste de las expectativas ante este nuevo escenario, de manera que la percepción sobre la economía se va haciendo más pesimista y el riesgo de no recuperar cualquier inversión aumenta.

De esta manera, los signos de desconfianza de los agentes surgen y como primera medida ante la una percepción de mayor riesgo, las diversas tasas de interés de los créditos comerciales aumentan. Los efectos en primera instancia son: por un lado, el aumento del costo de endeudamiento, imponiendo barreras de entrada más grandes a los empresarios para adquirir sus créditos, y por otro lado, limitando el consumo de los hogares, más específicamente, el consumo financiado, que se reflejará directamente en el ingreso disponible. El encarecimiento del crédito también se refuerza por el proceso circular de la inflación, en ocasiones donde las expectativas de inflación están desbordadas la forma de anclarlas a la meta en primera instancia es aumentar la tasa de interés de intervención y con esto las comerciales. Es decir, la tasa sube como respuesta al aumento de la inflación pero también depende de ella.

La creciente incertidumbre provoca también poca certeza sobre la capacidad de pago por servicio a la deuda. La seguridad de tener financiamiento a futuro está en la capacidad de cumplir con las obligaciones ya contratadas, por lo que las firmas se concentran en honrar

sus deudas, lo que les deja menor margen para destinar al consumo, el ahorro y la inversión, luego entonces, dichos fondos disminuyen. La situación es progresivamente más rígida e inestable, se agrava el escenario de endeudamiento por lo que la relación deuda/ingreso crece en mayor proporción, lo que aumenta el riesgo y comienza el círculo de caída del sistema, en el que la burbuja que se creó empieza a deteriorarse.

El funcionamiento normal en el sector real de la economía se ve afectado tanto por el aumento del costo de crédito como por la caída de los ingresos y las utilidades de sus firmas, desatando así, una reducción más acentuada de la rentabilidad de este sector. Los flujos de caja de las firmas se ven comprometidos haciendo que la necesidad por crédito sea mayor a causa de los menores ingresos. Como lo afirmaba Minsky, la fragilidad del sistema financiero está vinculada con las desregulaciones de los mercados que llevan a los inversionistas a asumir riesgos cada vez mayores. El crédito y apalancamiento excesivo resultan ser desproporcionales y riesgosos, la época de euforia económica suele ir acompañada de incrementos en la demanda por liquidez, del crédito y del valor de los activos no justificados por su valor real.

De esta manera, los capitales que en un primer momento entraron a la nación, emprenden su búsqueda de destinos más seguros, ya sea migrando a otros países o dentro de la misma economía. Pero esta vez, los capitales irán dirigidos hacia mercados donde la volatilidad no es tan grande. Esto se traduce en salida de capitales del sector real a uno en donde los rendimientos sean más atractivos para el inversionista, dicho de otro modo, al financiero o títulos de deuda pública, lo que se refleja en una disminución aún más acentuada en los rendimientos de las empresas del sector real y por consiguiente, en la participación de dicho sector en las cuentas nacionales. Se refuerza más la dinámica en el corto plazo y se va retroalimentando el proceso de financiarización en el que ya ha entrado la economía en un horizonte de tiempo de largo plazo. La tensión que cada vez es más fuerte lo que obliga a las firmas con menos margen de maniobra a cesar actividades, los niveles de desempleo e informalidad empiezan a aumentar, haciendo más recurrente los casos de impago de deudas por parte de los hogares y firmas al sector financiero. Los agentes tienen ahora una percepción de riesgo muy diferente, las proyecciones sobre ingresos y ventas es menos optimista. En este nuevo panorama salen adelante sólo los negocios que demuestran estar en capacidad de crecer sin necesidad de deuda. Y esos son los más competitivos y los que están en posibilidad de ajustarse con rapidez a un entorno mucho más duro y exigente.

La economía funciona de tal forma que el contagio se produce rápidamente cuando los mercados están tan conectados, y esto generalmente sucede en un el corto plazo por lo cual ante estos antecedentes y continuando la tendencia, en donde la deuda interna posee niveles insostenibles, las expectativas de las calificadoras de riesgo internacionales son pesimistas, los signos de desconfianza frente a la incertidumbre se fortalecen y es poco lo que pueden hacer los gobiernos a través de sus políticas para impedirlo, los inversionistas prefieren llevar sus recursos a destinos más seguros fuera de la economía local.

La fuga de capitales de corto plazo produce una depreciación⁸ dramática de la moneda local, que provoca un aumento del déficit comercial, ya que el consumo de bienes importados en la economía es muy alto y el porcentaje de bienes de exportación es mínimo, además, ante esta tasa de cambio automáticamente se incrementan los niveles de deuda; en consecuencia, se gesta una crisis sobre la balanza de pagos⁹. Al mismo tiempo que las tensiones inflacionarias se manifiestan por las fluctuaciones de la tasa de cambio y el deterioro de la balanza comercial, se termina por alertar a la comunidad internacional de la situación económica, precipitando así, aún más la fuga de los capitales de corto plazo (UNCTAD, 1998, pp. 59-76).

Todo este conjunto de efectos exagera la fragilidad a la que se enfrenta la economía local, y termina explotando una vez se han agudizado las moratorias de pagos y los desequilibrios tanto en la cuenta corriente como en la balanza de pagos. La relación entre deudas e ingreso es aún más fuerte, lo cual, produce una nueva caída en la calificación de la deuda por parte de las agencias calificadoras de riesgo y con esto del cierre de los canales de financiamiento con el sistema financiero internacional.

Esta incapacidad de la economía de generar recursos autónomamente, el nulo dinamismo de la demanda interna como consecuencia de la baja de la participación del sector real en el PIB, sumado a la difícil condición de las cuentas de capitales, en las que no hay dinero ni posibilidad de financiamiento puede ocasionar una crisis de gran magnitud. La crisis no solo puede ser originada por causas externas sino también por situaciones internas, que al

⁸ Se produce una depreciación de la moneda cuando, bajo un sistema de tipo de cambio flexible, aumenta el precio de la divisa, medido por el número de unidades de moneda local por unidad de moneda extranjera.

⁹ La balanza de pagos es el registro contable de las transacciones de un país con el resto del mundo. Está comprendida por dos cuentas, la cuenta corriente que registra las transacciones de bienes y servicios, ingresos y egresos por renta de los factores, y transacciones corrientes. Y la cuenta de capital, que registra las variaciones de los flujos de inversión directa, inversión de cartera y otros. (Banrep)

juntarse con decisiones tomadas por los individuos producen desequilibrios que se van retroalimentando hasta llegar al punto en donde una crisis económica es casi inevitable.

Esto, como se indicó puede ser explicado por varios fenómenos, incluyendo factores externos como locales. En primer lugar por choques exógenos, por ejemplo, caída de la demanda mundial, o crisis financieras en países desarrollados e, internamente, por la incapacidad de la economía de canalizar las inversiones a los demás sectores productivos, acompañado por malas políticas públicas implementadas por parte del gobierno, ofreciendo pocos incentivos a la industria a desarrollar, que sean capaz de modernizar la cadena productiva y así, ser más atractivos para los mercados. O también por fenómenos especulativos de los agentes económicos en los mercados financieros.

3.3 ANÁLISIS DE LOS FLUJOS DE CAPITALES EN COLOMBIA

Teniendo en cuenta la dinámica anteriormente descrita y el marco teórico considerado, analizaremos algunas características del comportamiento de la economía Colombiana para así demostrar que, si se mantiene la tendencia llevada en los últimos años, se pueden presentar indicios de una crisis económica nacional. Para cumplir dicho objetivo, utilizaremos una metodología de análisis descriptivo apoyado en cifras de los últimos 15 años.

Colombia venía sufriendo un conflicto civil interno con diferentes grupos armados como las FARC (Fuerzas Armadas Revolucionarias de Colombia) entre otros, que afectó la imagen del país en el contexto internacional, y que se profundizó con el gobierno de Andrés Pastrana. En el inicio de la década de los 2000 fueron muchos los cambios que enfrentó el país, en materia económica y política. El gobierno entrante a cargo de Álvaro Uribe Vélez implementó fuertes estrategias con las que buscó generar confianza inversionista.

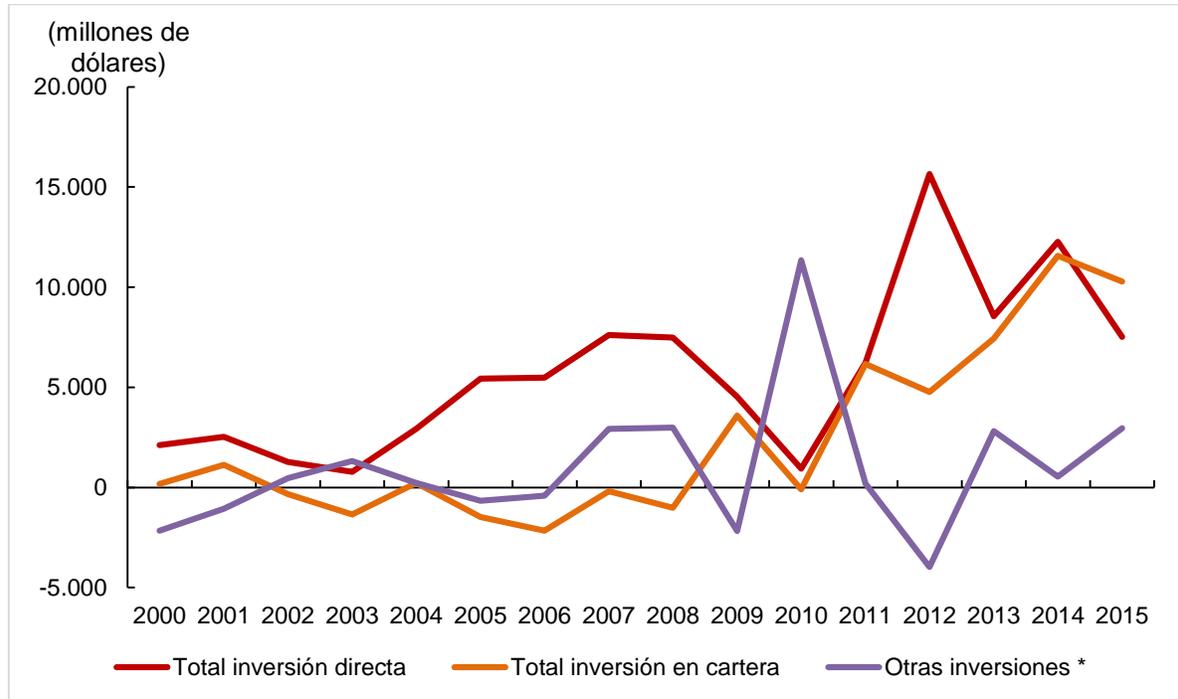
Inicialmente empezaremos por analizar el comportamiento de la cuenta financiera¹⁰, la cual evidencia cómo se han distribuido los capitales en el país. La cuenta tiene tres subdivisiones, por un lado la inversión extranjera directa (IED), del otro la inversión de cartera que comprende los fondos de inversión, títulos de deuda, acciones y derivados, y por último, otras inversiones de las cuales se desprenden los préstamos, créditos comerciales, anticipos comerciales y otros movimientos financieros. En la figura 2 se puede observar la fluctuación de estas tres subdivisiones para el país en el período 2000-2015.

Se observa que los efectos de la crisis financiera mundial del 2008 para el país se sintieron el siguiente año con una caída en los indicadores macroeconómicos más representativos. Para el 2010 tanto la inversión directa como la de cartera tocaron niveles mínimos alrededor de USD 947 y USD 88 m respectivamente, al tiempo que el rubro de otras inversiones llegó a su nivel más alto con una cifra de USD 11.000 m. La justificación no es otra que la caída de la economía mundial, como también de la poca confianza que había por parte de los inversionistas, quienes se volvieron más adversos al riesgo, siendo cautelosos a la hora de hacer sus inversiones. Aunque también se puede concluir que dicho comportamiento está relacionado con la falta de recursos para la inversión, lo cual impulsó a la adquisición de

¹⁰ De acuerdo con el Banco de la República la cuenta financiera muestra la forma en que los diferentes agentes económicos colocan sus excedentes mediante la adquisición de activos financieros o la reducción de sus pasivos; así mismo financian sus déficits incurriendo en pasivos o reduciendo sus activos.

préstamos y papeles comerciales ante la caída de flujos de capitales. En la figura 2 se puede notar cierta relación contraria entre la IED e inversión en cartera dado que en el período 2004 – 2008 se ve claramente cómo, mientras la inversión directa va aumentando, la inversión en cartera va disminuyendo, y dicho comportamiento se reafirma, al observarse una relación inversa muy clara después de 2009.

Figura 2
Cuenta financiera colombiana 2000 - 2015



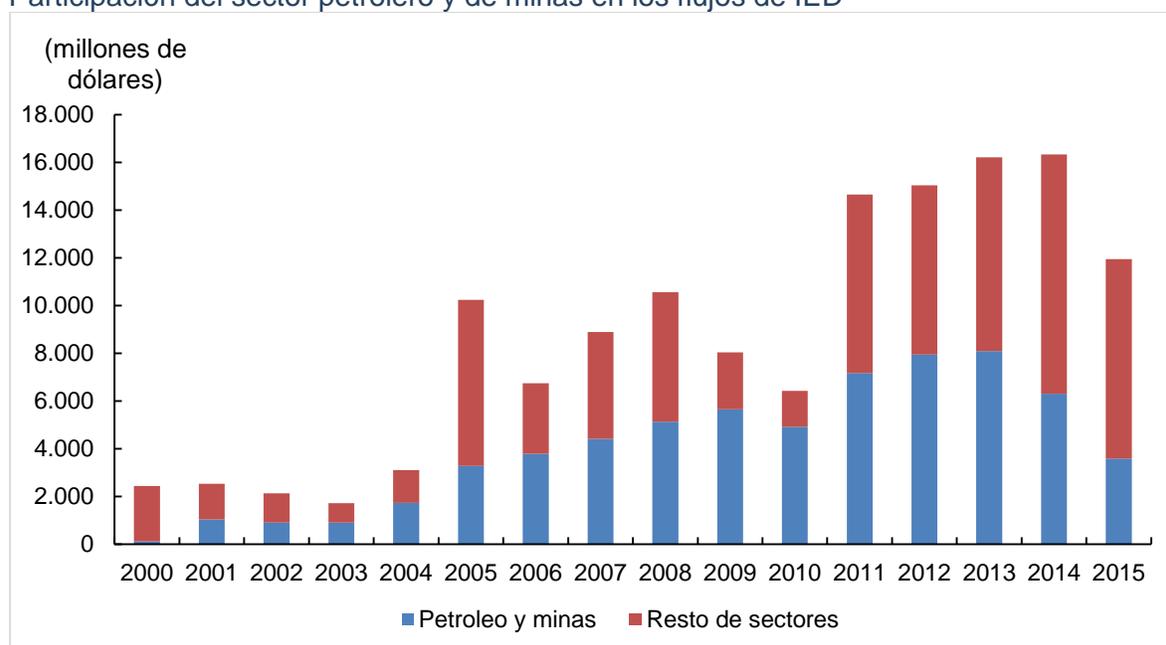
Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

Tal como se enseña, la inversión extranjera directa tuvo su pico más alto en el año 2012, con una cifra de USD15.645 millones (m) consecuencia del buen comportamiento del sector extractivo. El petróleo tuvo cotizaciones muy altas para ese año, alcanzando un valor promedio de 90 dólares por barril, que explica el porqué de ese registro, ya que el grueso de estas inversiones está concentrados en este sector, como se describirá más adelante. Para el 2015, se produjo una caída de la cotización de los precios del crudo, que presionó fuertemente los flujos de inversión extranjera dirigida hacia este sector, aumentando aquellos encaminados a inversiones de cartera. En dicho año, se registró una disminución cercana a los USD 5.000 m hacia el rubro de la inversión directa, pasando de USD16.164 m a USD11.514 m de dólares; a la par que aumentó la inversión en cartera hasta llegar a USD 11.000 m, después de mantener promedios de USD1.897 m en los anteriores años.

Finalmente, se produce un pequeño quiebre en el cual cambia la tendencia de estas cuentas, ya que toma mayor preponderancia la inversión en cartera.

Es bien sabido que la bonaza petrolera generó grandes ingresos al país, como también el peso que tiene en el crecimiento económico al ser la principal locomotora de crecimiento en los últimos años. No obstante, estas actividades están muy condicionadas al comportamiento de la demanda externa; con la reciente caída de los precios del petróleo se refleja la fragilidad que tiene la economía ante choques de este tipo. Si analizamos con detenimiento los sectores a los cuales fueron dirigidos los capitales extranjeros, la participación del sector petrolero y de minas dentro del total de flujos de IED hacia Colombia llegó a representar entre el 50% y 60% en los últimos diez años, teniendo su valor más alto el año 2010, donde alcanzó a constituir casi el 80% de la inversión total recibida a ese año (Figura 3).

Figura 3
Participación del sector petrolero y de minas en los flujos de IED

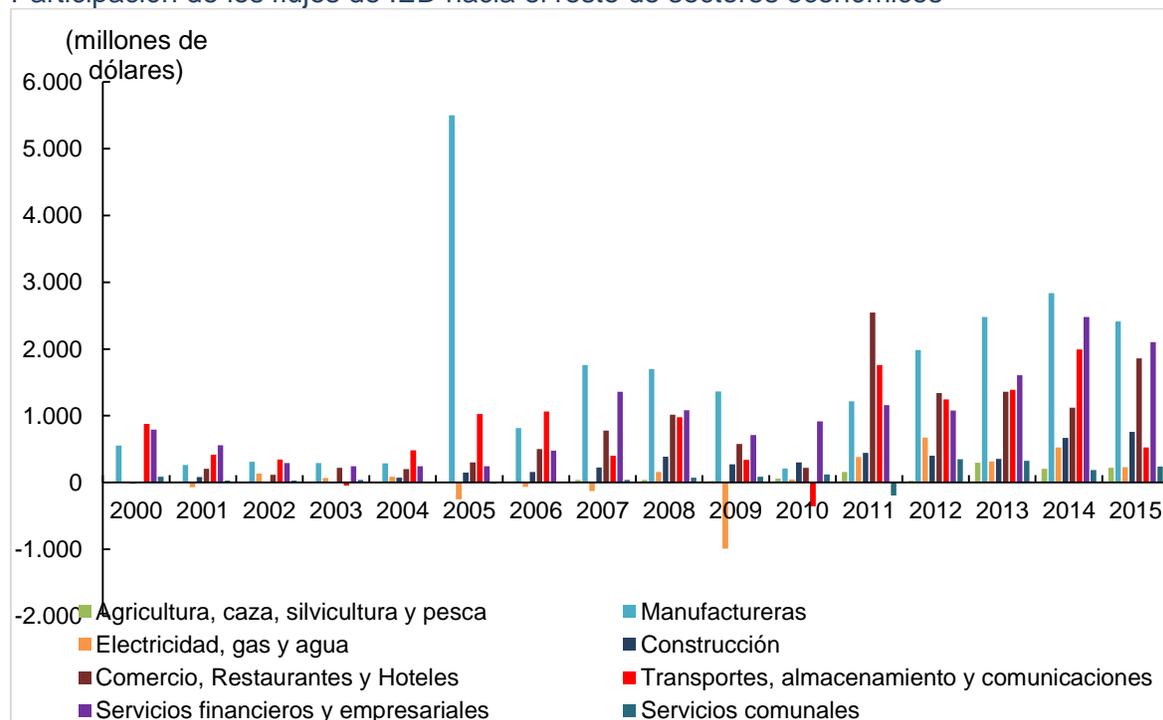


Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

Ahora bien, después de confirmar que la dinámica de los flujos de capitales descrita se ha dado en la economía nacional, teniendo en cuenta las cifras expuesta, y enunciada la participación del sector petrolero y de minas en los flujos de IED, es momento de analizar a profundidad la distribución en el resto de las grandes ramas de actividad económica. Como se expone en la figura 4, queda en evidencia el constante desplazamiento de

recursos de sectores como comercio, restaurantes y hoteles y transportes, almacenamiento y comunicaciones a servicios financieros y empresariales marcando una tendencia en la distribución de estos dineros. Se encuentra también, quiebres en la participación del sector industrial, y esta última es la más notoria.

Figura 4
Participación de los flujos de IED hacia el resto de sectores económicos



Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

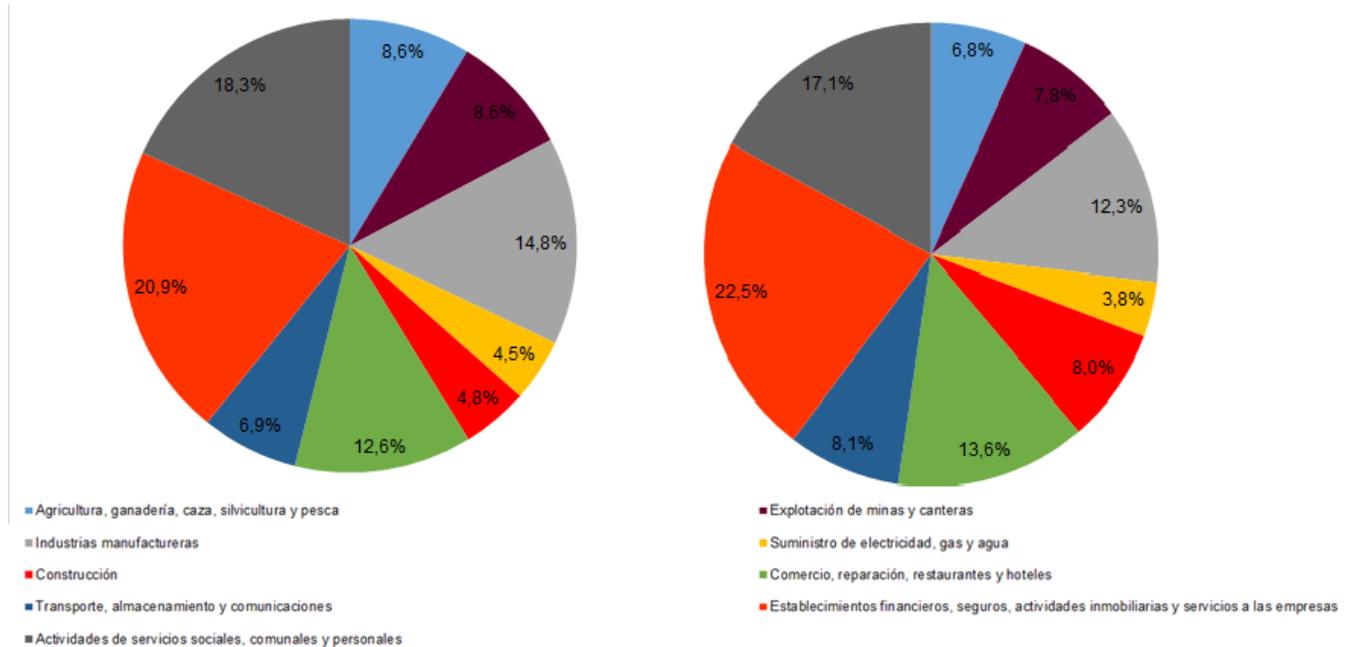
Ahora bien, esto permite establecer que en el transcurso de los años, la economía se ha concentrado en pocos sectores; si esas inversiones van destinadas como es nuestro caso a sectores primarios, como los *commodities* el riesgo es que la deja muy vulnerable ante posibles choques externos, como por ejemplo, caída de la demanda mundial, o excesos de oferta, etc. Por otro lado, si en efecto los flujos de capitales no se canalizan hacia sectores que generen encadenamientos y aporten valor agregado, los beneficios que estos pueden representar en el largo plazo terminan siendo bajos o incluso nulos.

En la figura 5 se hace una comparación de cómo fueron los aportes de cada sector al PIB en el año 2000, y cómo fueron al finalizar el 2015. El panel A muestra por ejemplo cómo la rama “industrias manufactureras” pasó de representar en el 2001 el 14,8% del PIB a un 12,3% en el año 2015, al tiempo que servicios financieros fueron ganando participación. Para el 2015 los dos sectores tienen un porcentaje similar en la recepción de flujos de capitales cercanos a los USD 2.000 m.

Figura 5
Participación de las grandes ramas de actividad económica en el PIB 2000 y 2015
(Precios constantes de 2005)

A. 2000

B. 2015



Fuente: DANE; elaboración propia.

También es importante considerar el sector de la construcción, cuyos fondos han mantenido una tendencia creciente, pasando de recibir USD 84 m al inicio del período de análisis a USD760 m a finales de 2015, equivalente a un 4,8% y un 8,0% respectivamente. Por otro lado, se encuentra una mayor participación al final del período de análisis del sector financiero, con un aporte al PIB en el 2000 del 20,9 % a 22,5% en el 2015 (Figura 5), y dentro de ese grupo los bancos aportaron un 28% al crecimiento del PIB. Si bien el crecimiento a lo largo del periodo es de aproximadamente 3 puntos porcentuales (pp) es de resaltar que para los dos casos el sector financiero es el que más le aporta al PIB. Sin embargo, el sector de industria que genera encadenamientos en la economía se ha reducido significativamente. Adicionalmente, de acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) la participación del sector financiero y el aporte al PIB ha sido creciente en los últimos 15 años, mostrando así uno de los factores por los cuales se puede establecer que la economía podría estar entrando en un proceso de financiarización.

Como lo sustentaba Palley la economía le está dando lentamente a través de la distribución de los recursos al sector que menos gasta. No solamente, el sector industrial ha perdido participación sino que en el año 2015 el sector financiero fue el que más aportó al PIB. El sector minero por su parte, en el año 2000 contribuyó en un 8,6% al PIB, en el 2013 del 10% y al final del período disminuyó en un 2.3%, pasando a un 7,8%. Esto también podría demostrar que la participación depende directamente de la dinámica de tales flujos de capital, pues el flujo de inversión directa también disminuyó al final del período. Cabe aclarar que en el transcurso de los años este sector le representó al país su principal fuente de crecimiento, pero al darse el choque negativo que empujó los precios del petróleo a sus niveles más bajos, la economía se ajustó.

A partir de esto, también se puede concluir que si la economía no está en la capacidad de canalizar los flujos de capitales a los sectores productivos, los beneficios de los flujos de capitales no pueden verse en un horizonte de tiempo de largo plazo. Como se ha mostrado hasta ahora, el sector de minas y petróleo fue el mayor receptor de flujos, sin embargo al terminar el período de análisis, la participación incluso disminuyó; es decir, los beneficios solo se han aprovechado en un horizonte de tiempo corto.

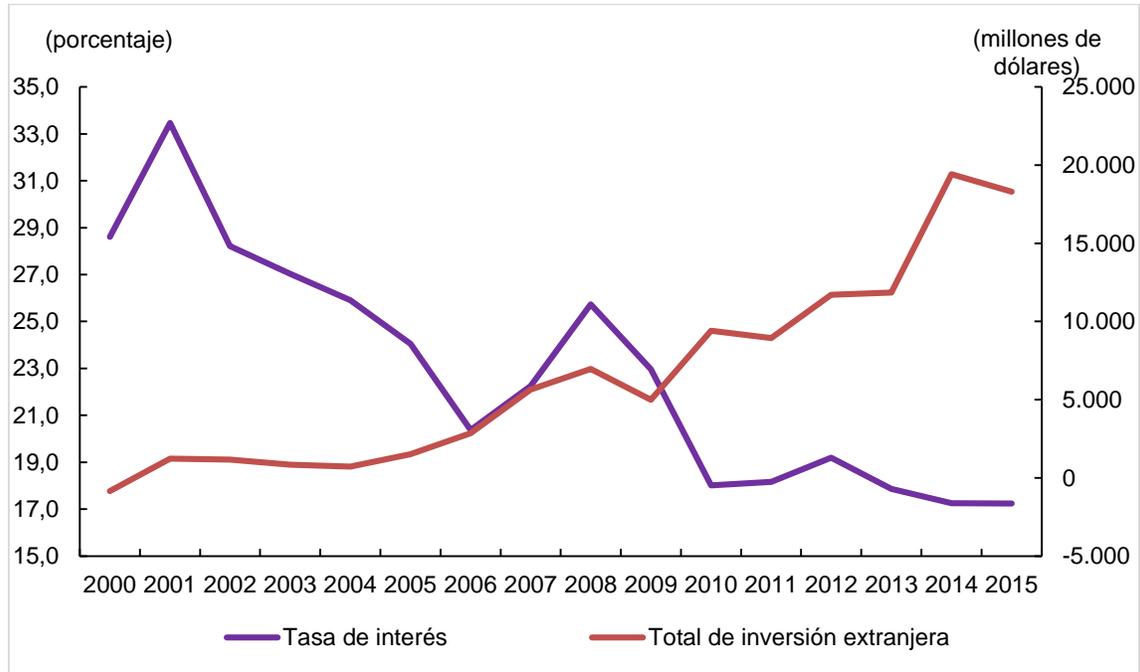
Al mismo tiempo, como se soporta en el marco teórico, una llegada masiva de capitales, tiene influencia en los movimientos de la tasa de interés, y los bancos, motivados por sus perspectivas más alentadoras sobre la economía, empiezan a disminuir las tasas de interés comerciales. En el período analizado, como se puede ver en la figura 6, las tasas de interés respondieron a esta dinámica. Pues bien, las cifras corroboran esta correlación; ante un aumento de los flujos de capitales, las tasas de interés bajan.

Por ejemplo, a inicios de los años 2000, los flujos eran escasos y las tasas de interés altas, ya que se encontraban alrededor del 29%, sin embargo, a medida que los flujos fueron aumentando las tasas de interés de consumo¹¹ fueron disminuyendo. Se observa además, cómo en los años de la crisis financiera y el rezago que dejó en cuanto a la caída de los flujos de capitales hacia el país, la tasa aumentó. Se encuentra esta relación inversa nuevamente, ya que en este año el país tuvo una disminución de flujos, al tiempo que la tasa de interés pasó del 19% al 26% en el transcurso de un año. Así mismo, se está

¹¹ Esta tasa está calculada como el promedio de las tasas activas cobradas por las entidades financieras y monitoreadas por el Banco de la República.

sintiendo esta dinámica en la actualidad ante la caída de los flujos dirigidos a las actividades minero-energéticas, las tasas han ido aumentando paulatinamente.

Figura 6
Tasas de interés de consumo



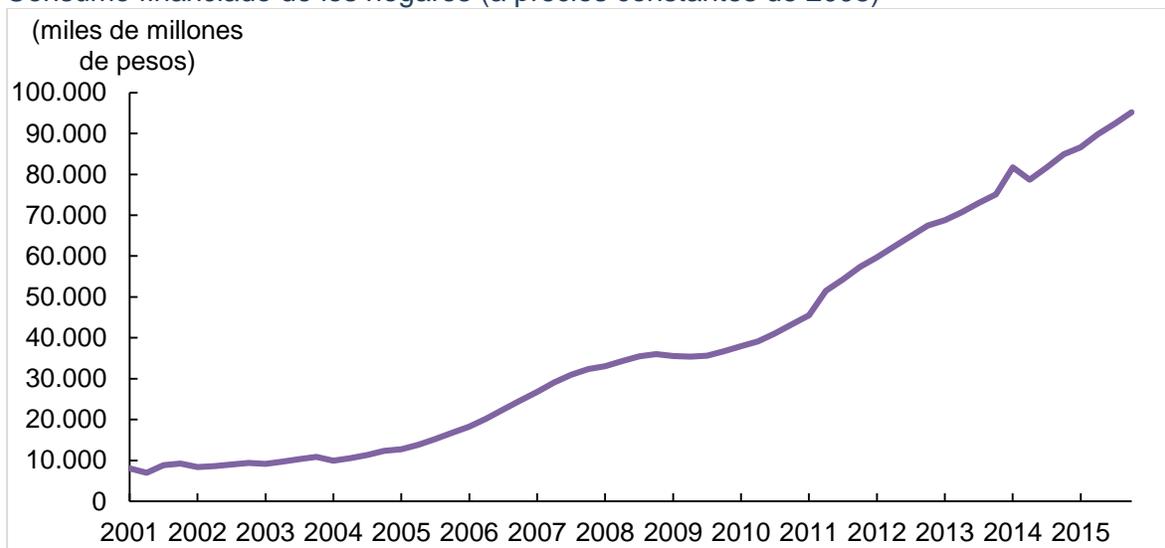
Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

Esa disminución de las tasas de interés genera en la economía una motivación para endeudarse en los agentes ante un costo de crédito más favorable; al tiempo que la percepción positiva de la economía se fortalece, como sucedió en el país en los años de bonanza petrolera. En ese sentido es importante resaltar la relación que existe entre la tasa de interés y el consumo financiado.

La entrada masiva de capitales internacionales explicados por una flexibilización de las restricciones adoptadas en marco de la apertura económica y del programa de “confianza inversionista”, bandera de política pública del entonces presidente Uribe Vélez en los primeros años de la década, permitió un exceso de dinero circulante en la nación que ocasionó una revaluación del peso colombiano y una caída inicial de las tasas de interés de los créditos comerciales, lo que conllevó a un mayor crecimiento del consumo y un mayor acceso al crédito por parte de los agentes. La figura 7 muestra la tendencia creciente de los créditos destinados para el consumo en los hogares desde inicio de la década pasada.

No es de extrañar esta conducta en el periodo 2001 – 2007, si se tiene en cuenta el contexto que se vivía para la época, ya que Colombia vivió un proceso de auge económico durante ese intervalo de tiempo, teniendo en el año 2007 un pico de variación porcentual del PIB cercano al 7%, situación que no se vivía desde finales de la década de los setenta. Durante dicha senda expansionista, el crecimiento promedio del producto interno fue de 5,1%, siendo la construcción; transporte, almacenamiento y comunicaciones y minas y canteras las ramas económicas de mayor dinamismo en el PIB según datos de del Banco de la República.

Figura 7
Consumo financiado de los hogares (a precios constantes de 2005)



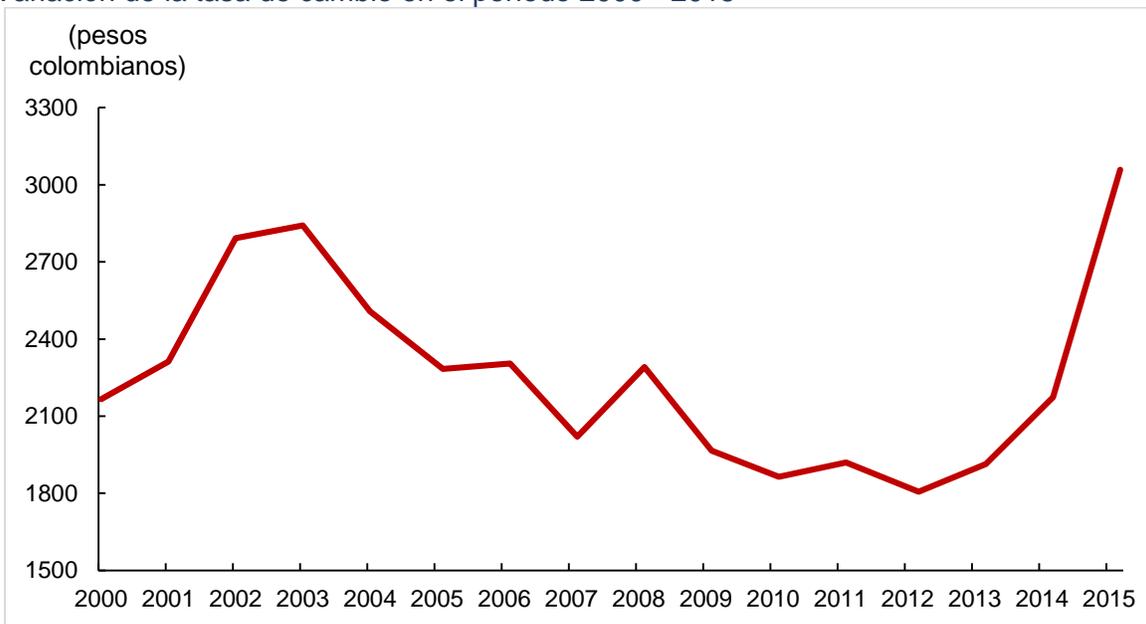
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; elaboración propia.

Sin embargo, si se observa en el periodo comprendido entre 2008–2015, el consumo financiado ha ido incrementando, hecho que llama la atención y supone una señal de alerta dadas las condiciones en las que se encuentra la economía. Es preocupante cómo, aun en años de bajo crecimiento como en los años 2014 y 2015, el porcentaje de consumo financiado sigue aumentando, aun con una tasa de interés de créditos comerciales con perspectiva estable-creciente (Figura 6), explicado por la alta propensión de consumo de la región, sin importar el nivel de ingreso de la persona o de crecimiento que la economía tenga. El problema ante este constante aumento del crédito de consumo es la participación que van tomando los pasivos financieros sobre el ingreso de los hogares. En esta gráfica se evidencia un argumento fundamental del concepto de inestabilidad financiera y, es que, una vez se desencadena el proceso de endeudamiento, un aumento de la tasa de interés no reduce el ritmo de deuda si no que obliga a que los agentes sigan financiando su

consumo con endeudamiento nuevo pues su ingreso se ha copado en el pago de obligaciones anteriores.

La abundancia de fondos financieros internacionales en aquellos períodos de crecimiento económico, además de afectar las tasas de interés también tiene efectos sobre la tasa de cambio la cual tiende a reevaluarse, sustentando ya en el marco teórico. Analizar estos efectos es importante porque incide de manera directa en variables como el nivel de endeudamiento, la balanza comercial y en la estabilidad de la balanza de pagos. Anexo a esto, indirectamente tiene influencia en la inflación, ya que el consumo del país tiene un gran porcentaje de bienes importados. El figura 8, muestra la variación de la tasa de cambio, corroborando el efecto que, ante una entrada masiva de capitales, la tasa de cambio se revalúa.

Figura 8
Variación de la tasa de cambio en el período 2000 - 2015



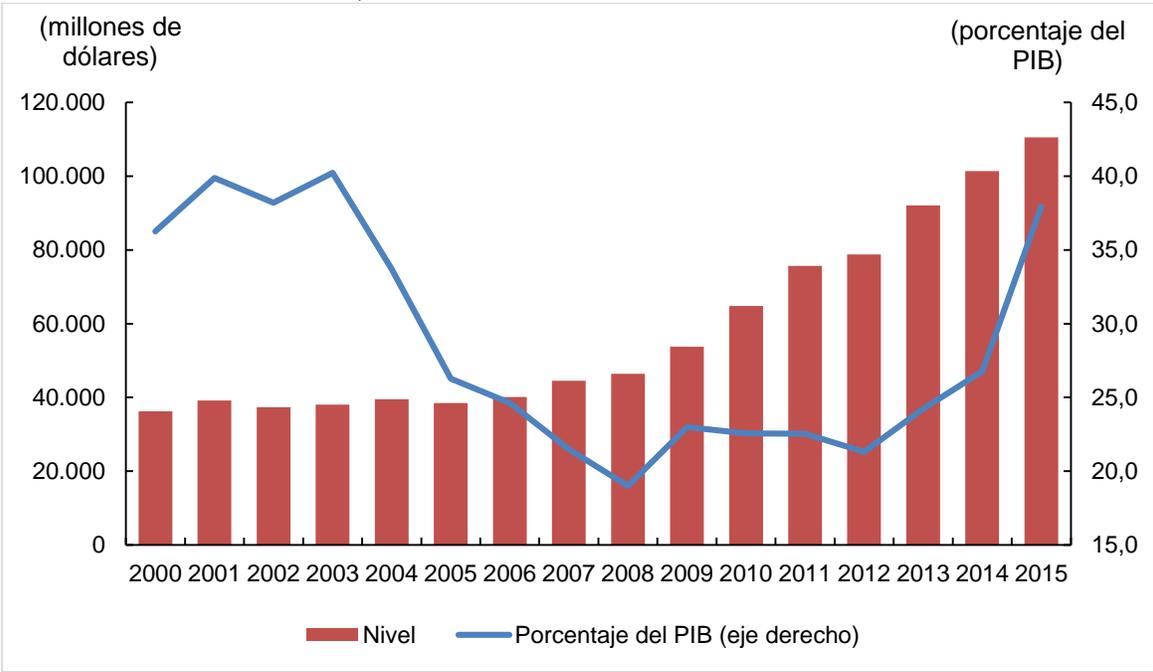
Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

Como se mencionó con anterioridad, el año 2012 fue el período donde más flujos de capital recibió la economía local, al tiempo que la tasa de cambio se revaluó, llegando a promediar COP 1.700 por dólar. Según estadísticas de la subgerencia de estudios económicos del BR, los efectos de esta caída en la moneda se apreciaron al incentivarse el consumo de bienes importados, entretanto, las exportaciones se desaceleraron y se impulsó el endeudamiento externo, el cual a partir de 2013 mostró tendencias al alza. Mientras que en

2012 la deuda externa como porcentaje del PIB representaba un 21,3% en el 2015 fue del 37,9%. El endeudamiento, por efectos de tasa de cambio y de servicio a la deuda ante una divisa más cara, la cual en el año 2015 tocó el techo de los COP 3.000 por dólar presionó el aumento del mismo (Figura 9). A su vez, si se observa con detenimiento en los años de inicio del período en estudio, el porcentaje de endeudamiento para el año 2003 era de 40,2% al tiempo que la divisa llegaba a valores cercanos a los 2.800 pesos por dólar.

Esto confirma que la relación de la divisa y el endeudamiento si genera desequilibrios en cuanto a los balances de los agentes, y de los efectos que tiene para estos los movimientos de la tasa de cambio causados por la fluctuación de los flujos de capitales.

Figura 9
Deuda externa en Colombia, 2000 - 2015

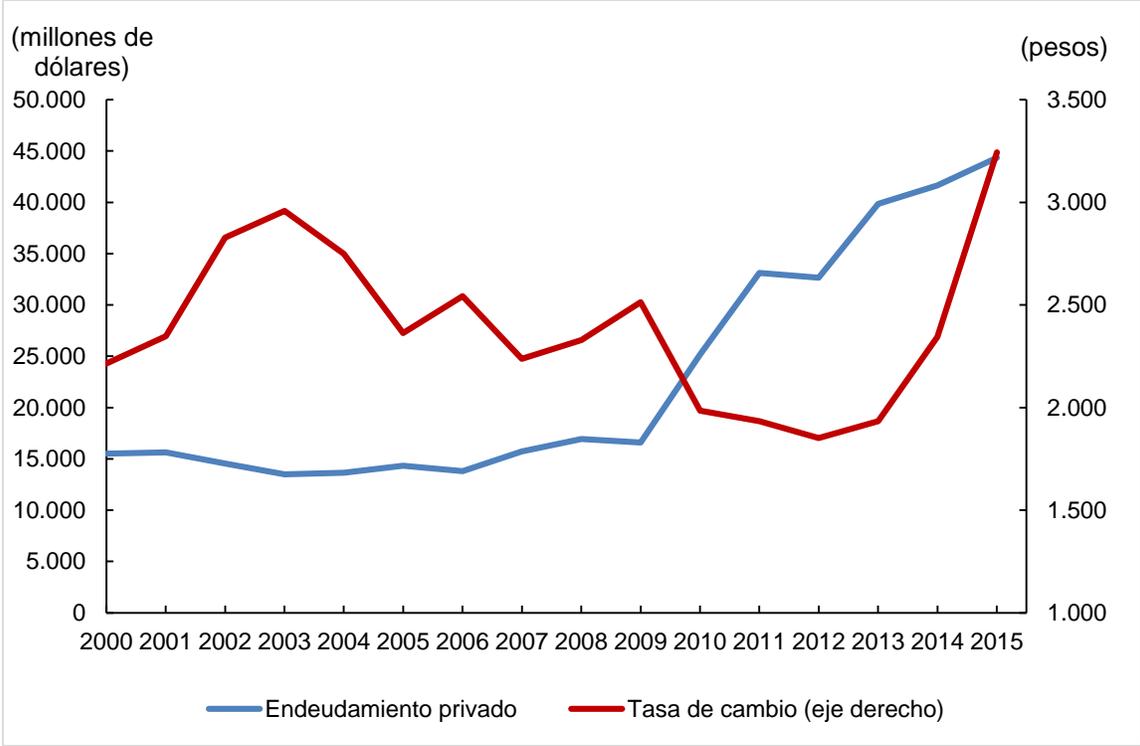


Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

Como se afirma en el esquema del capítulo anterior, los efectos de la tasa de cambio sobre el endeudamiento son directos, incrementándose proporcionalmente los niveles de deuda internacional; al analizar el endeudamiento privado, encontramos una dinámica interesante. La figura 10 muestra la relación entre este último y la tasa de cambio, como es evidente, hay un periodo de 2000 a 2008, en los que la tasa de cambio tuvo oscilaciones más marcadas, mientras que el endeudamiento estuvo relativamente estable. A partir del 2009 la tasa de cambio bajó, pasando de COP 2.500 por dólar aproximadamente a valores cercanos a los COP 1.700 en 2012, paralelamente el endeudamiento privado fue

aumentando también, de USD 16.590 m a USD 32.669 m respectivamente, lo que corrobora que ante una revaluación de la moneda local, los agentes se ven motivados a financiarse en mayores proporciones con el mercado externo. Ahora bien, a partir de 2013, cuando se empezó a sentir la fluctuación de la tasa de cambio como consecuencia de la turbulencia económica, y de los efectos de un exceso de oferta del crudo, golpeando las exportaciones y la entrada de divisas por este concepto, la tasa de cambio tomó un ciclo ascendente, y a la par también el endeudamiento privado, los cuales llegaron al pico más alto en el periodo con COP 3.244 por dólar y USD 44.334 m respectivamente.

Figura 10
Deuda externa privada en Colombia, 2000 - 2015



Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

Todo lo anterior muestra que si hay una relación entre la tasa de cambio y el endeudamiento y por lo mismo en los efectos sobre los balances de los agentes. Cuando las fluctuaciones de la tasa son, como paso en Colombia a partir de 2014, rápidas y abruptas, el endeudamiento aumenta de la misma forma.

Además del efecto sobre el endeudamiento, los movimientos de la tasa de cambio también afectan la balanza comercial. Al contemplar con detenimiento, vemos cómo la relación inversa entre flujos y tasa de cambio se confirma en el país para el período comprendido

entre 2013–2015, el ciclo alcista de la tasa estuvo causado por la disminución de flujos destinados al sector minero-energético, todo producto de un exceso de oferta y de la débil demanda, ante el cambio de concepción del modelo económico Chino¹². En consecuencia, se sintieron los efectos sobre la canasta familiar de los hogares colombianos, ya que gran parte de ella depende de los bienes importados, que al incrementar su valor, presionaron el aumento del costo de vida de los hogares. El *pass-through*¹³ se hizo más fuerte a principios de 2016. Todo ello repercutió en la estabilidad de la inflación y en el ingreso disponible para los hogares al deteriorarse el poder adquisitivo de su dinero.

La tabla 1 presenta como se comportan las importaciones en el período analizado; de éste es importante resaltar que las importaciones en bienes de consumo no duraderos y en productos intermedios y materias primas aumentó, además de una distribución más inclinada hacia los bienes no duraderos. Si analizamos la tendencia al inicio del período de análisis encontramos que la importación era más heterogénea, sin embargo en el año 2015, los bienes de consumo no duradero representaban un 11,5% del total, siendo el segundo componente de las importaciones, después de las materias primas intermedias para uso industrial con un 30%. Es decir, para este año el segundo componente de las importaciones fue la de bienes duraderos, mientras que en el año 2000 lo era en un tercer orden. Esto podría mostrar que a medida que se incrementa el consumo financiado de los agentes, se incrementa el valor de importación de bienes de consumo no duraderos y de materias primas, demostrando qué el país se endeuda internacionalmente para la compra de bienes de consumo pero del exterior en mayor proporción, creando más tensión sobre el aparato productivo nacional.

¹² China en los últimos años ha tomado medidas para volcar el crecimiento hacia su demanda interna, fortaleciendo el consumo interno, dejando de lado la tendencia a importar que había mantenido en los años previos. Como es bien sabido, China es el principal comprador de materias primas en el mundo, lo cual presiona todavía más la fragilidad de las exportaciones colombianas.

¹³ El *pass-through* de la tasa de cambio es el porcentaje de cambio del precio de las importaciones en moneda local como resultado de una variación de uno por ciento en la tasa de cambio nominal entre países exportadores e importadores. (Jiménez, D., 2009).

Tabla 1
Importaciones según uso o destino económico

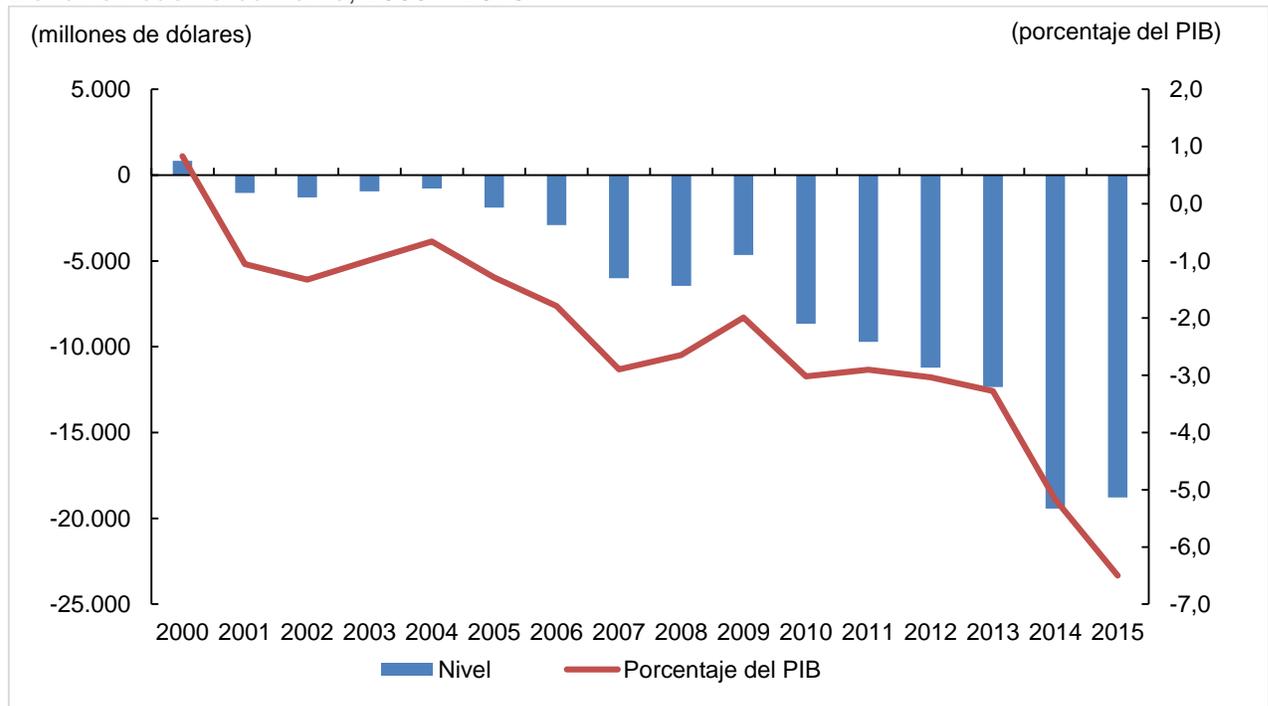
Importaciones según uso o destino económico (millones de dólares CIF)										
Período	Total	Bienes de Consumo		Bienes Intermedios y Materias Primas			Bienes de Capital			
		No duraderos	Duraderos	Combustibles y lubricantes	Sector agrícola	Sector industrial	Materiales de construcción	Sector agrícola	Sector industrial	Equipo de transporte
2000	11.538,5	1.407,9	762,3	234,3	496,1	5.232,7	171,0	23,8	2.210,0	1.000,7
2001	12.833,7	1.550,5	965,5	188,9	497,1	5.192,5	188,8	40,1	2.603,6	1.606,7
2002	12.699,0	1.502,9	1.197,0	189,1	491,5	5.202,0	187,4	45,8	2.366,2	1.517,0
2003	13.888,5	1.402,1	1.278,0	239,2	560,5	5.638,6	223,5	54,9	2.890,1	1.601,5
2004	16.747,6	1.538,6	1.633,5	262,4	700,6	7.081,5	296,9	56,2	3.365,6	1.812,4
2005	21.204,2	1.857,3	2.134,7	544,0	771,5	8.220,4	446,2	64,7	4.780,6	2.384,7
2006	26.162,3	2.331,8	2.957,7	680,6	863,2	9.986,9	583,4	63,0	5.635,9	3.059,9
2007	32.897,0	2.819,4	3.974,6	908,0	1.114,2	12.150,2	815,7	96,3	7.164,0	3.854,7
2008	39.668,8	3.405,9	4.166,7	1.812,7	1.695,6	14.195,1	1.226,0	142,3	8.536,0	4.488,6
2009	32.891,0	3.278,8	3.395,9	1.197,1	1.236,4	10.781,9	1.050,0	126,3	6.889,6	4.935,0
2010	40.485,6	3.960,0	5.043,9	2.070,6	1.391,4	13.696,0	1.152,0	110,1	8.328,9	4.732,8
2011	54.232,6	5.151,8	6.163,6	3.844,6	1.844,5	16.946,9	1.898,5	174,2	10.494,7	7.713,1
2012	59.111,4	6.282,5	6.658,6	5.731,9	2.030,3	17.817,4	1.958,7	175,9	11.772,3	6.683,8
2013	59.381,2	6.421,6	6.700,8	6.376,0	1.991,0	17.324,4	1.918,6	172,2	12.131,6	6.345,0
2014	64.028,9	6.793,4	7.457,6	7.545,8	2.061,4	18.370,2	1.981,5	176,0	12.866,1	6.776,9
2015	54.057,6	6.212,6	5.912,0	5.134,8	1.955,2	16.242,4	1.739,3	162,8	11.006,0	5.692,6

Fuente: Banco de la República; elaboración propia.

La figura 11 muestra el déficit en cuenta corriente de la economía local para el periodo analizado, es notorio el aumento constante del mismo a partir de 2009, siendo mucho más fuerte en 2014 y 2015; el déficit se incrementó en medio de una depreciación, y esto pudo ser por el proceso de reestructuración productiva que se presionó en la fase anterior. Esto se explica por la disminución de la inversión como ya se dijo en el sector minero-energético, lo que presionó al alza la tasa de cambio, haciendo que se encarecieran las importaciones. El país aún no ha podido ajustarse a unos términos de intercambio desfavorables, y la competitividad que le proporciona una divisa más cara no la ha logrado aprovecharla el sector exportador, por lo que la presión en el déficit en cuenta corriente es todavía mayor.

En conclusión, a través del análisis descriptivo realizado apoyado en cifras del país para los últimos 15 años encontramos que el país ha seguido una tendencia bajo la cual, poco a poco ha entrado a un proceso de financiarización. La fluctuación de los flujos de capital marca una tendencia en la que la economía ha redistribuido el ingreso haciendo que lentamente las mayores ganancias le sean entregadas al sector financiero, que si bien representa un sector importante en cualquier economía no genera los encadenamientos suficientes que produce un sector como la industria.

Figura 11
Déficit en cuenta corriente, 2000 – 2015



Fuentes: Banco Mundial y Banco de la República; elaboración propia.

Si bien es cierto, que la economía no ha entrado en un estado que pueda denominarse como crítico, si muestra señales de tensión en diferentes puntos como se mostró en este capítulo.

Por un lado el consumo financiado ha incrementado constantemente a lo largo del periodo de análisis, es preocupante teniendo en cuenta que la importación de bienes de consumo no duradero se incrementó, que aunque ha subido menos que los bienes duraderos si ha ganado mayor participación, lo que va creando una tensión sobre la dinámica del sector real. Por otro lado, no se evidencia con base a las cifras que los beneficios en términos de productividad y aumento de la competitividad se den en sectores que aporten mayor valor agregado, ni qué como sustenta los autores citados en el marco teórico la inversión haya producido un efecto multiplicador en el largo plazo en cuanto al crecimiento económico. Adicionalmente, el crecimiento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos también ha mostrado una tendencia creciente al alza, que de mantenerse puede dejar muy vulnerable la economía ante los choques tanto externos como internos que se puedan presentar.

4. CONCLUSIONES

Según muestra el análisis, los flujos de capitales en Colombia se han dirigido en su mayoría a sectores extractivos en el período 2000 a 2015, llegando a consolidar una participación promedio de más del 50% del total de la IED recibida y encontrando que, después de la bonanza de capitales y de crecimientos del PIB cercanos al 7%, justificados en gran parte por la bonanza de capitales, no se implementaron medidas que permitieran construir una economía competitiva, a través de la creación y fortalecimiento de sectores dinámicos.

El análisis descriptivo llevado en esta monografía muestra que si bien la economía colombiana no ha entrado a un estado de desequilibrio, presenta puntos de tensión que aunque no están tan acentuados pueden conducirla a una inminente crisis, tal como concluye el esquema presentado. Por un lado, se evidencia que la teoría de Romer acerca de los beneficios de la inversión extranjera en el largo plazo no se han dado en el país, ya que dichos dineros se focalizaron en actividades con poco valor agregado, confirmando así los postulados de Rodríguez, Gómez y Ferrero. Por otro lado, la liquidez existente en el mercado colombiano ha provocado caídas en el porcentaje de la tasa de interés, propiciando el aumento del consumo financiado de los hogares, lo que ha llevado a incrementos en el endeudamiento de los agentes, tal como se sustenta en el marco teórico. Así mismo, los niveles de endeudamiento externo ha ido creciendo impulsado por las fluctuaciones en la tasa de cambio, que como fue referenciado, ante la abundancia de fondos financieros internacionales la apreciación de la moneda nacional se hace presente. Por tanto, se encuentra en la investigación que el endeudamiento de los agentes aumento paralelamente cuando la tasa de cambio lo hizo, además, si nos concentramos en el endeudamiento del sector privado, éste incremento tanto en volumen como en porcentaje del PIB.

Teniendo como contexto la tendencia creciente del endeudamiento de la economía nacional y sumado a los choques de tipo exógeno como la caída de los precios internacionales del barril de petróleo -que produjeron una fuerte disminución de flujos- han dejado a la economía colombiana muy vulnerable. Esto confirma que el aparato productivo local está presentado señales de alarma ante escenarios de inestabilidad como los que plantea Minsky, ya que hay un endeudamiento creciente, aún en períodos de bajo crecimiento.

En relación al proceso de concentración de la inversión que se ha dado en el país, se encuentra una dinámica en la que sectores con una mayor gama de cadenas productivas

como el sector industria ha perdido participación dentro del PIB en el periodo estudiado, mientras que el sector financiero e inmobiliario ha ido ganando participación, por lo cual se valida la tesis de Tyc, ya que son estas actividades las que presentan mayor crecimiento cuando hay brotes de liquidez y en las que se pueden formar burbujas especulativas. No obstante, basándonos en el comportamiento de la cuenta financiera de Colombia y en los hallazgos anteriores, se validan también los argumentos expuestos de la teoría de Foley, ya que los flujos de capital se trasladaron de las actividades del sector real a inversiones en el sector financiero.

En esa línea, se encontró que el sector financiero ha crecido de tal manera que al final del año 2015, es la actividad con mayor ponderación dentro del PIB. Esto permite establecer, tal como lo comenta Palley, que la economía ha ido entrando a un estado de financiarización, en el que en el proceso de redistribución del ingreso, se le está entregando cada vez más recursos al que menos gasta. Y esto ha sido posible no solo por eventos coyunturales sino estructurales, sustentado esto por la ausencia de políticas efectivas en cuanto a incrementar la productividad y competitividad de las cadenas productivas industriales del país. El modelo de crecimiento económico y basado en la corriente neoliberal que se ha venido desarrollando en el país, centrado en la exportación de productos minero-energéticos y uso intensivo de intangibles financieros, ha desechado el desarrollo industrial y de sectores con posibilidad de integrarse, tanto horizontal como verticalmente, en cadenas productivas con uso intensivo en tecnología y amplio espectro de investigación. Las consecuencias en el largo plazo, pueden llevar a la economía a una crisis puesto que depende de sectores muy vulnerables a choques externos, y más aún, un sector productivo que no ha logrado desarrollarse, permitiéndole ser competitivo y sostenible en el largo plazo; además de ello los desequilibrios pueden ser más fuertes si la salida de capitales llega a consolidarse sin que haya un mecanismo que pueda compensar esa ausencia. Esta monografía y los hallazgos encontrados pueden servir como punto de partida para estudiar a fondo de qué manera puede el país aprovechar los beneficios de la inversión extranjera, logrando así tener una economía más robusta y estable en el largo plazo.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, J. (2008). La banca española ante la actual crisis financiera. *Estabilidad financiera*, 15, 21-38.
- Archaina, C. "El efecto tequila. Su impacto en el sistema económico, financiero y en la política Argentina", Argentina: Instituto de Profesorado Sedes Sapientiae, 2007 (disponible en <http://www.sedessapientiae.edu.ar/alum-docs/EI-EFECTO-TEQUILA-Impacto-para-Argentina.pdf>)
- Baylis, J., Smith, S., & Owens, P. (2013). *The globalization of world politics: An introduction to international relations*. Oxford University Press.
- Berger, A. & Bouwman, C. (2009). Bank liquidity creation. *Review of Financial Studies*, 22(9), 3779-3837.
- Bertocco, G. (2011). *Global saving glut and housing bubble: a critical analysis*. Universidad of Insubria, Italia
- Boyer, R. (1999). *Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización*.
- Dunning, J. H., "Re-evaluating The Benefits Of Foreign Direct Investment", en *Transnational Corporation*, vol. 3, No 1, 1994.
- Echavarría, J. J., & Arbeláez, M. A. (2005). Tasa de cambio y crecimiento económico en Colombia durante la última década. *Borradores de Economía*, 338.
- Foley, Duncan K. (2001) "Financial Fragility in Developing Economies". Graduate Faculty, New School for Social Research, Department of Economics
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF." *Foreign Affairs* (March/ April); 20-33
- French-Davis, R. "El efecto Tequila, sus orígenes y su alcance contagioso", *Desarrollo Económico*, vol. 37, núm. 146, pp. 195-214, 1997
- Gómez, E.; Silva, L; et al. "Flujos de capitales y fragilidad financiera", *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes*, pp. 266, 2013. Bogotá: Banco de la República.
- González-Tablas, A. M. (2007). *Economía política mundial*. Barcelona: Ariel.
- Kalecki, M. (1937). The principle of increasing risk. *Economica*, 4(16), 440-447.
- Levine, R. "International Financial Liberalization and Economic Growth", *Review of International Economics*, núm. 9, pp. 688-702, 2001
- Krugman, P. (1999). ¿WHAT HAPPENED TO ASIA?. *Global competition and integration*, 4, 315.
- Levy, Noemi (2000) "Kalecki: inversión, inestabilidad financiera y crisis", *Revistas*, Bancomext.gob.mx, [en línea], consultado el 14 de febrero de 2017, en <http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/magazines/41/4/RCE.pdf>
- Lozano, I., & Melo, L. (2013), *Flujos de capitales y política fiscal en las economías emergentes de América Latina*. En: *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes*, encontrado en: <http://www.banrep.gov.co/libro-flujos-capitales>. Bogotá: Banco de la República
- Mántey de Anguiano, G. (2000). "Hyman P. Minsky en el pensamiento económico del siglo XX", *Revistas*, Bancomext.gob.mx, [en línea], consultado el 15 de

diciembre de 2016, en <http://revistas.bancomext.gob.mx/rce/sp/articleReader.jsp?id=6&idRevista=41>

- Manz, T. (2011). De la crisis mundial hacia una nueva política económica. Fundación Friedrich Ebert.
- Maynard Keynes, J. (1936). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero.
- Melo, J. (2012). La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta. *Ensayos de Economía*, 22(41).
- Melo, L., & Rincón, H. (2013), Choques externos y precios de los activos en Latinoamérica antes y después de la quiebra de Lehman Brothers. En: *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes*, encontrado en: <http://www.banrep.gov.co/libro-flujos-capitales>. Bogotá: Banco de la República.
- Minsky, Hyman P (1986). *Las Razones de Keynes*. Fondo de Cultura Económica.
- Munhoz, V. D. C. V., & Libânio, G. (2013). Volatilidad de los flujos financieros y fuga de capitales: la vulnerabilidad externa de Brasil, 1995-2010. *Investigación económica*, 72(286), 65-100.
- Novales, A. (2014). *Modelos vectoriales autoregresivos (VAR)*. Universidad Complutense.
- Palley, T. (2007). *Financialization: What it is and why it matters (Working Paper 525)*. The Levy Economics Institute
- Palley, T. (2012). *From financial crisis to stagnation: The destruction of shared prosperity and the role of economics*. Cambridge University Press.
- Rajan, R. "Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence", *Quarterly Journal of Economics*, núm. 109, pp. 399-442, 1994.
- Roca, R. (1998). *Causas y lecciones de la crisis financiera internacional*. Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Rodriguez, C., Gomez, C., Ferreiro, J., Fingleton, B., López-Bazo, E., Watt, A., ... & Jayme, F. (2007). 10. Foreign direct investment and productivity spillovers: a sceptical analysis of some OECD economies. *Economic Growth: New Directions in Theory and Policy*, 136.
- Romer, P. (1993), *Idea Gaps and Object Gaps in Economic Development*, *Journal of Monetary Economics*: 32(3), 543-573
- Schneider, M.; Tornell, A. "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises", *Review of Economic Studies*, núm. 71, pp. 883-913, 2004.
- Tyc, W. (2013). The price bubble morphology. *Folia Oeconomica Stetinensia*, 13(1), 76-94.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1998): *Informe sobre comercio y desarrollo 1998*, Nueva York.
- Uribe, J. (2012). *Algunas lecciones relevantes aprendidas de la crisis financiera colombiana 1998-1999*. XLV Reunión de Gobernadores de Bancos Centrales de América Latina y España.