

Flujos de capitales en América Latina (1990-1998)***

Introducción. I. Causas de las entradas de capital: 1990-1994. II. Reflujo de los capitales extranjeros. III. Beneficios y costos de la entrada de capitales extranjeros. Conclusiones. Referencias.

Introducción

La llegada de la década de los 90 marcó para América Latina el final de una época económica que fue denominada la década perdida. La región pasó en poco tiempo de ser el gran deudor internacional a convertirse en una región emergente, que generó el ingreso de volúmenes considerables de capital.

Aunque resulte paradójico la crisis que superaba la región había sido provocada en gran medida por los efectos de las entradas masivas de capital durante el periodo 1978-1982. En esa ocasión

la economía de la región se vio afectada, por un elevado déficit en cuenta corriente que en 1981 alcanzó en promedio cerca del 5.5% del PIB, tasas inflacionarias en aumento y grandes déficit fiscales. Los flujos de capital que llegaban a la región se redujeron alrededor del 20% con respecto a sus valores anteriores a la crisis; adicionalmente el incremento de las tasas de interés generó un mayor peso del servicio de la deuda.

Los países latinoamericanos fueron dejando atrás la crisis una vez que fueron consolidando su estabilidad macroeconómica a través de la implementación de una

*** Este artículo es una versión revisada del trabajo elaborado en la pasantía Programa Jóvenes Investigadores del Comité para el Desarrollo de la Investigación -CODI- de la Universidad de Antioquia.

serie de reformas estructurales, que incluyeron la apertura comercial, el saneamiento de las finanzas públicas, incluyendo privatizaciones, entre otras. A este paquete de políticas se le conoce con el nombre de Consenso de Washington. No obstante, la relativa estabilidad comenzaría a verse afectada por los efectos del ingreso masivo de capitales a la región.

Las fuertes entradas de capital a algunos países latinoamericanos han ocasionado efectos tanto positivos como negativos. Tales impactos dependen en gran medida de la naturaleza y composición de los flujos, principalmente si estos son de corto o de largo plazo.

En este artículo se presenta una reseña de la evolución y el comportamiento de los flujos de capital extranjero en América Latina, en dos etapas: la primera entre 1990-1994 caracterizada por la afluencia masiva de capitales y, una segunda, de 1995-1998, que corresponde a las consecuencias y recuperación de la crisis mexicana y de la reversión de ciertas condiciones externas que soste-

nían la entrada de capitales a la región.

El trabajo tiene tres capítulos. En el primero se analizan las causas que motivaron las entradas de capital a los países latinoamericanos desde 1990 hasta 1994, diferenciando entre causas internas y externas. El segundo contiene una descripción breve de la crisis mexicana, así como el comportamiento de los flujos de capital en los años posteriores a esta crisis. En el tercero, a modo de conclusiones, se destacan los principales costos y beneficios generados por las entradas de capital extranjero a América Latina y se hacen algunas recomendaciones de política económica para mejorar el manejo de estos flujos.

I. Causas de las entradas de capital: 1990-1994

Las fuertes entradas de capital extranjero registradas en los países emergentes, primordialmente, a partir de 1990 son atribuidas a diferentes factores tanto internos como externos. La mayor influencia de unos u otros ha estado sometida a diversas interpretaciones.

La clasificación de los países, según las causas que privilegiaron la afluencia de capitales es: los países latinoamericanos y los países asiáticos. Ambos grupos de países, comenzada la década de los 90 recibieron capitales extranjeros de forma masiva. La entrada de capitales a América Latina fue influida tanto por factores internos como externos, mientras que los países asiáticos atrajeron capitales exclusivamente por factores internos.

Los principales factores internos que influyeron en el comportamiento de los flujos extranjeros, en América Latina, fueron: el dinamismo del proceso de privatización, donde el sector público ha recibido parte de los flujos externos a través de la venta de sus activos. Los procesos de privatización que se efectúan en algunos países latinoamericanos como México, Argentina y Venezuela, han sido los promotores de sumas importantes de inversión extranjera directa (cuadros 1 y 2).

Cuadro 1
Privatizaciones*
(Millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina**	2130	1896	5312	4589	1441	1340	1033
Brasil	---	1564	2451	2621	1972	910	3752
Colombia	117	105	27	4	681	138	1476
México	3580	10716	6799	2507	771	---	---
Venezuela	10	2276	30	32	15	21	2090
América Latina	5876	16702	14886	10179	8929	4281	8351

Fuente: CEPAL

* Corresponde a ingresos en efectivo más ingresos en bonos de deuda externa e interna calculados según su valor en el mercado secundario; en el caso de Brasil, los títulos de deuda interna fueron considerados según su valor nominal.

** Incluye concesiones.

Cuadro 2
Inversión Extranjera Directa*
 (Millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997**
Argentina	1836	2439	4179	2555	2942	4026	4080	4500
Brasil	324	89	1924	801	2035	3475	9123	14500
Chile	582	400	321	375	847	971	3011	2500
Colombia	484	433	679	719	1515	2033	3250	2455
México	2634	4762	4393	4389	10973	9526	8169	12000
América Latina	6716	10652	11694	11447	34548	25041	34612	---

Fuente: CEPAL

* Corresponde a la inversión directa en la economía declarante deducida la inversión directa de residentes en el exterior. Incluye la reinversión de utilidades.

** Cifras preliminares

Un segundo elemento fue la recuperación del crecimiento económico en América Latina en los años 1990-1994 (cuadro 3). Otro factor a resaltar es la reducción

de la inflación, donde los mayores avances se lograron en Argentina, Nicaragua, Brasil y Perú (cuadro 4).

Cuadro 3
Producto Interno Bruto Total

	81-90	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	90-96
Argentina	-0.9	-0.5	10	9.5	5.7	7.5	-5	3.5	4.4
Brasil	1.3	-4.7	0.1	-1.1	4.5	.8	3.9	3.1	1.6
Chile	3	3.3	7.1	10.5	6	4.1	8.2	7.2	6.6
Colombia	3.7	3.8	1.6	4	5.8	6	5.9	2.2	4.2
México	1.7	5.2	4.3	3.7	1.8	4.6	-6.6	5.4	2.6
América Latina	0.9	-0.3	3.6	3.1	4	4.6	0.2	3.6	2.8

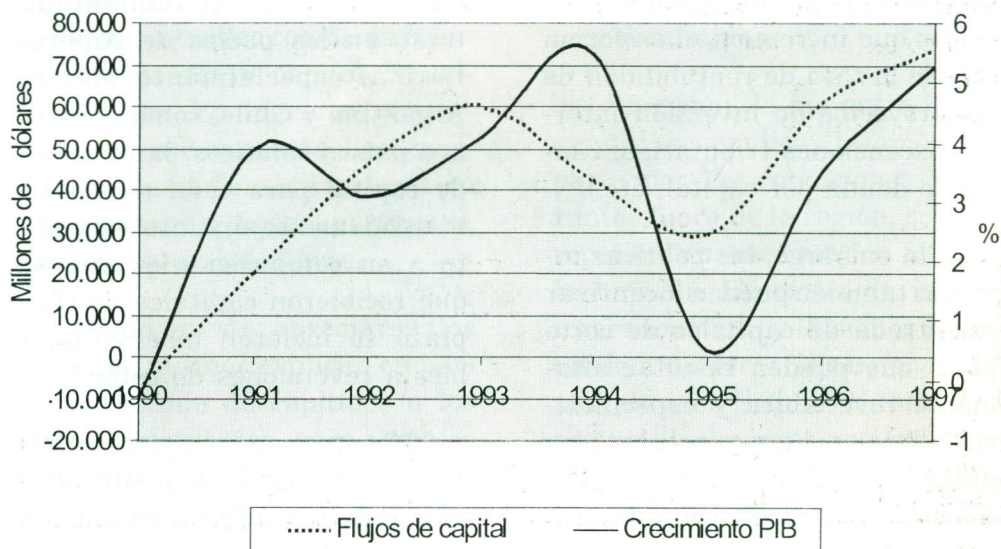
Fuente: CEPAL

Cuadro 4
Inflación
(Diciembre a diciembre)

	80-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	91-96
Argentina	753	84	17.5	7.4	3.9	1.6	0.1	19.1
Brasil	1163	475.8	1149.1	2497.6	929.3	22	9.1	847.2
Nicaragua	7516	865.6	3.5	19.5	12.4	11.1	12.1	154
Perú	4265	139.2	56.7	39.5	15.4	10.2	11.8	45.5
América Latina	1138.2	199.4	426.7	890.5	338.1	25.8	18.3	316.5

Fuente: CEPAL

Gráfico 1
Crecimiento PIB y flujos de capital



El fenómeno de la afluencia de capitales también se explica, en buena medida, por las reformas económicas y políticas fundamentales que emprendieron algunos países de América Latina, incluyendo la reprogramación de su deuda externa.

Algunos ejemplos de políticas que atraen capitales de largo plazo (posiblemente en forma de inversión directa) son: programas exitosos de estabilización de precios, ya que los mismos pueden estar acompañados de mejores fundamentos de política fiscal y una mayor estabilidad macroeconómica, así como las políticas que incrementan en forma creíble la tasa de rentabilidad de los proyectos de inversión interna (exenciones tributarias, canjes de deuda por capital, etc.).

Sin embargo, las políticas internas también pueden incentivar la entrada de capitales de corto plazo que pueden resultar altamente reversibles y especulativos. Tales políticas incluyen: los programas de liberalización del comercio y estabilización de precios sin ningún soporte de credibilidad, que repercuten en un au-

mento del consumo, llevando a un aumento del endeudamiento internacional de corto plazo; o la reducción de aranceles con rigideces de precios, que inducen transitoriamente la existencia de precios excesivamente elevados de los bienes nacionales, y en consecuencia un déficit en la balanza de cuenta corriente ante las expectativas de que el precio relativo de los bienes importables, en comparación con el de los bienes nacionales, aumentará en el futuro.

Cabe resaltar, que a pesar de que tales cambios y reformas estructurales fueron implantados tanto en los países de América Latina, especialmente México, Argentina y Chile, como en algunos países asiáticos, la afluencia de capital para cada región fue marcadamente distinta en cuanto a su composición y aquellos que recibieron capitales de corto plazo se hicieron más vulnerables a reversiones de estos.

Mientras en los países asiáticos el 44% del incremento de la afluencia de capital se produjo en la forma de inversión extranjera directa, en los países latinoame-

ricanos la inversión directa representó el 17% de dicho incremento. Esta diferencia ayuda a explicar la razón por la cual la preocupación acerca del capital

especulativo y una repentina reversión es más generalizada en los círculos de política latinoamericanos que en su contraparte de Asia (cuadro 5).

Cuadro 5

América Latina: indicadores de la cuenta de capital
(Promedios anuales - Millones de dólares)

	83-90	91-94	1995	1996
I.E.D	5.5	14	25	34.6
Inversión de Cartera	-0.1	29.4	4.5	30

Fuente: CEPAL

Por último, se puede destacar el narcotráfico como una fuente de afluencia de capital. Se evidencia que los ingresos generados por este concepto han mostrado una tendencia creciente en los últimos años, en particular, para el caso colombiano.

Como puede apreciarse los factores internos explican en parte la entrada de capitales a los países emergentes, pero como se vio también en la parte anterior, los rubros más significativos hacia América Latina fueron las inversiones de cartera, las cuales

en su mayoría son de corto plazo y especulativas.

La razón de las entradas de capital se explica, también, en parte por las condiciones imperantes fuera de la región, como la recesión en los Estados Unidos, la baja en las tasas de interés internacionales y la menor rentabilidad de otras inversiones, no sólo para los Estados Unidos sino también para otros países industrializados, las cuales se han combinado para estimular el desplazamiento de capitales de estas regiones hacia América Latina,

donde los rendimientos son mayores.

Por otro lado, las bajas tasas de interés imperantes en Estados Unidos redujeron el costo de servicio de la deuda externa y aumentaron la solvencia de los países deudores en desarrollo.

Por lo tanto, se infiere la posibilidad de que una reversión de estas condiciones, pueda determinar una salida de capitales y una mayor vulnerabilidad macroeconómica de las economías latinoamericanas¹.

Así las cosas, la reanudación de las corrientes de capital hacia América Latina se explica en cierta parte por influencias externas. Lo que ha sido demostrado por algunos autores a través de evidencia empírica, entre ellos, Calvo, Leiderman y Reinhart (1993). Chuhan, Claessens y Mamingi (1993), quienes hallaron resultados similares con respecto a las corrientes de bonos y acciones, en la que los factores externos explican alrededor de la mitad de

las mismas en el caso de seis países latinoamericanos.

Entre los factores externos más importantes que influyeron en la entrada de capitales a América Latina se destacan el diferencial de tasas de interés, pues éstas resultaban más bajas en el ámbito internacional, y el diferencial de rentabilidad elevado en los activos latinoamericanos que han sido asociados con el marcado aumento de las entradas de capital a la región, sin embargo, dichas entradas no han eliminado los grandes diferenciales.

Las considerables diferencias entre los rendimientos *ex-ante* y *ex-post* pueden explicarse por el hecho que los inversionistas asignan una probabilidad no insignificante al fracaso de las reformas de América Latina, al restablecimiento de los controles sobre el capital, a las grandes devaluaciones con respecto al dólar o a la posibilidad de que las tasas de interés de Estados Unidos se incrementen abruptamente.

1 Lo que se pudo evidenciar con la crisis mexicana, y el impacto de ésta en los demás países latinoamericanos a finales de 1994.

Con respecto a los diferenciales de interés podemos destacar tres características generales:

1. Existe poco paralelismo en las tasas de interés internas en dólares y por lo tanto en las diferencias en los países de América Latina.

2. La razón ruido-señal de las tasas internas en dólares varía substancialmente entre países. Los países que ofrecen mayor rentabilidad también muestran la mayor inestabilidad de los rendimientos.

3. A pesar de la considerable afluencia de capital, los diferenciales positivos no se han eliminado totalmente. La persistencia y la magnitud de esa diferencia entre las tasas internas y las externas también parecen variar marcadamente entre países.

A continuación se especificarán de manera detallada los factores externos que contribuyeron al ingreso de capital:

1. El impacto de una fuerte caída de las tasas de interés a corto plazo en Estados Unidos que se hallaban en la mitad de lo

alcanzado dos años atrás y en el nivel mínimo desde principios de los 60. Lo anterior se conjugaba con una caída de las utilidades en las empresas de Estados Unidos que cayeron un 4%, mientras en el resto del mundo aumentaban un 10%. Vale la pena resaltar el hecho de que la caída en las tasas de interés en Estados Unidos del 9.1% en 1989 al 5.8% en 1991 y al 4.1% en 1992, constituyó un incentivo a la repatriación de capitales mantenidos en Estados Unidos y al incremento de los empréstitos obtenidos por agentes latinoamericanos en los mercados de capitales de ese país.

2. Otros factores externos que dieron origen a la necesidad de financiar un déficit en cuenta corriente con mayores ingresos de capital, fueron la continuada recesión en Estados Unidos y otros países industrializados y el deterioro de los términos de intercambio de América Latina durante toda la década de los 80, que refleja principalmente una disminución en el precio del petróleo y otros productos básicos.

3. En ambos episodios de afluencia de capital hacia Améri-

ca Latina 1978-1982 y 1990- 1991 se produjeron fuertes variaciones en la cuenta de capital privado de la balanza de pagos de Estados Unidos, en forma de mayores salidas y menores entradas, 1990 y 1991 constituyen los primeros años de salidas netas de capital después de 8 años consecutivos de entradas netas, lo que está relacionado con las variaciones en la cuenta de capital de América Latina. Alrededor del 60% de las mayores entradas de capital registradas en 1991 se relaciona directamente con las mayores salidas de capital privado de Estados Unidos hacia América Latina, como lo registra la balanza de pagos del primero y así mismo y, esto es bien importante, el episodio de afluencia de capital a Estados Unidos de 1983-1989 fue igual a las mayores salidas de capitales en éste país, todo lo contrario de lo que pasó entre 1978 y 1982.

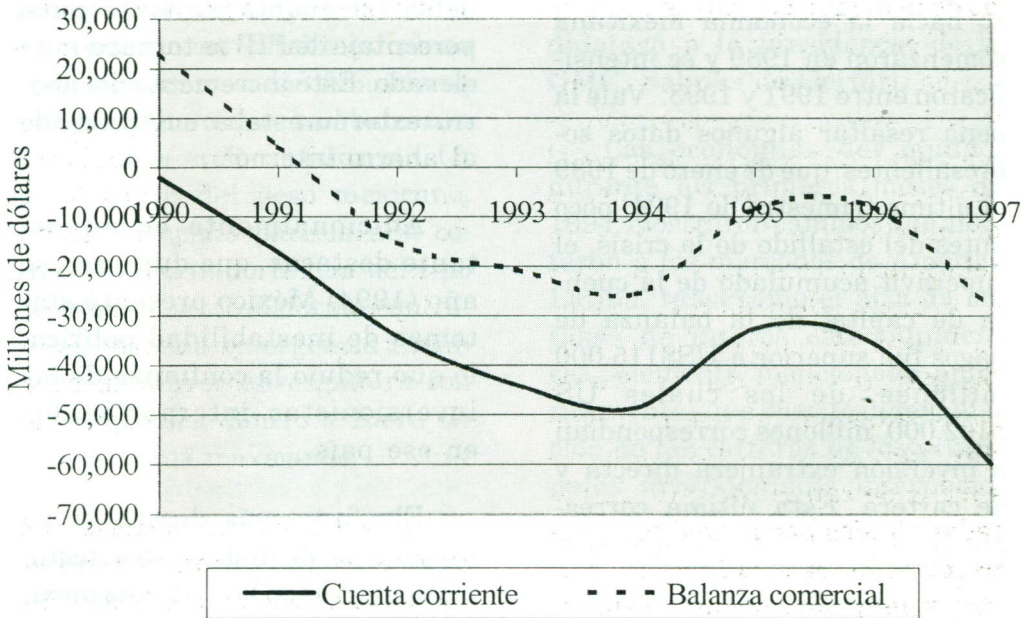
4. En 1990 se produjeron importantes cambios en la regla-

mentación de los mercados de capital de los países industrializados, que redujeron el costo de las transacciones para los agentes que accedían a los mercados internacionales de capital desde América Latina y otros países en desarrollo. Los cambios más importantes fueron la aprobación del "Reglamento 5" y la "norma 144a"² en Estados Unidos, que redujeron el costo de transacción y liquidez que enfrentaban los países en desarrollo al acceder a los mercados de capital de Estados Unidos.

5. Además, las autoridades japonesas redujeron el requisito de clasificación crediticia mínima para las emisiones de bonos públicos en el mercado samurai de una sola A a triple B. Por su parte, en enero de 1991 la autoridades suizas adoptaron medidas tendientes a eliminar la clasificación crediticia mínima para las emisiones de bonos extranjeros.

2 La regla 144^a de la comisión de valores de Estados Unidos (Securities and Exchange Commission - SEC) amplió la demanda de valores de países en vía de desarrollo por parte de inversionistas institucionales calificados de ese país, al autorizar su transacción en los mercados secundarios.

Gráfico 2
Cuenta corriente y balanza comercial



Se puede reiterar entonces que la afluencia de capitales a América Latina a partir de 1990, es atribuible a diferentes factores económicos, tanto internos como externos. Y que son los segundos los de mayor relevancia e influencia, ya que su reversión podrían llevar a la salida inmi-

nente de capital que se ha vuelto indispensable, principalmente para el sostenimiento del sistema financiero. El fundamento de esta afirmación, es la predominancia de capitales de corto plazo en las cuentas de Balanza de pagos de los países de la región, particularmente en México.

II. Reflujo de los capitales extranjeros

Los flujos de capital extranjero hacia la economía mexicana comenzaron en 1989 y se intensificaron entre 1991 y 1993. Vale la pena resaltar algunos datos sobresalientes: que de enero de 1989 al último trimestre de 1994, poco antes del estallido de la crisis, el superávit acumulado de la cuenta de capital de la balanza de pagos fue superior a US\$115.000 millones, de los cuales US\$102.000 millones correspondían a inversión extranjera directa y de cartera. Esta última correspondió a un 75% de la inversión total.

Las causas de la crisis, que estalló el 20 de diciembre de 1994, se clasifican básicamente en dos: por un lado, las causas externas; como ejemplo de éstas se encuentra la política monetaria restrictiva de la Reserva Federal de Estados Unidos, que llevó a una recuperación de las tasas de interés en este país.

Por otro lado, se consideran las causas internas, que se refle-

jan principalmente en que la deuda externa de México era en su gran mayoría de corto plazo y el déficit de cuenta corriente como porcentaje de PIB se tornaba muy elevado. Este incremento del ahorro externo estaba sustituyendo al ahorro interno³.

Adicionalmente es importante destacar que durante ese año (1994) México presentó síntomas de inestabilidad política, lo que redujo la confianza de los inversionistas internacionales en ese país.

El efecto más directo de la conjunción de todos estos factores negativos en la economía mexicana fue la acelerada devaluación. Como efecto de aquella, se generó una crisis financiera y productiva, así como un problema de deuda, ya que se duplicaron los pagos que había que realizar en moneda doméstica, sin que el país contara con reservas de divisas para afrontarlos, además tal insuficiencia de divisas desmejoró la posibilidad de responder a la demanda de capitales que deseaban abandonar el país.

3 En México se venía reduciendo la tasa de ahorro nacional y privado desde 1988.

Vale la pena resaltar los efectos internacionales de la crisis mexicana. A fines de 1994, cuando la capitalización de los mercados emergentes estaba en pleno apogeo, los mercados financieros internacionales se tambalearon debido a la crisis mexicana. La devaluación del peso mexicano, que al principio parecía una corrección sin importancia del tipo de cambio, se transformó con rapidez en una emergencia financiera de mayor envergadura con repercusiones dentro y fuera de las fronteras mexicanas.

Estos efectos llamados de contagio y que para el caso tomaron el nombre de «efecto tequila», afectaron notablemente a los países más industrializados de América Latina, con excepción de Chile⁴, repercutiendo en forma aguda en Argentina y en bastante menor medida en Brasil⁵. La crisis afectó coyunturalmente y en mayor medida la posición de Es-

tados Unidos en el plano económico, al debilitar el dólar frente al resto de monedas fuertes, y en el político, al retirarse de la candidatura a la presidencia de la OMC, Salinas de Gortari.

Las economías del mundo, durante los primeros meses de 1994, mostraron cambios que afectaron a los mercados de América Latina, tales como el alza de las tasas de interés estadounidenses, elemento mencionado anteriormente - que suscitó la revaluación de las carteras de los principales inversionistas internacionales -, la recuperación económica europea, la crisis turca y el surgimiento de elementos de incertidumbre en el mercado chino.

Además, también influye de manera importante en el reflujo de los capitales extranjeros, el cambio en la composición de estos en los países latinoamericana-

4 Debido a que Chile canalizó los flujos de capital externos a financiar inversión fija, lo que convierte a los capitales extranjeros en seguros, es decir poco volátiles.

5 Estos países presentaban un déficit de cuenta corriente muy grande precedido de la caída de las tasas de ahorro interno. Por tanto, se puede inferir de esto que el endeudamiento externo fue un recurso ampliamente utilizado para completar las importaciones y el consumo interno. Por otro lado, la inversión extranjera directa ha tomado la forma de intercambios de deudas por acciones (Swaps), que no necesariamente genera una acumulación de capital adicional.

nos. Entre 1992 - 1994 es significativo el cambio hacia inversiones de cartera (acciones, bonos y otros títulos transables en bolsa). Las entradas de capital provenientes de las inversiones de cartera y de los préstamos de corto plazo son volátiles, en el sentido que pueden revertirse con rapidez.

Desde este punto de vista, el cambio en la composición hacia una mayor inversión de cartera y una disminución de los préstamos de largo plazo en el periodo 1992 - 1994, indican un aumento en la volatilidad del capital externo. Esta situación alcanzó principalmente a México y Argentina (Held y Szalachman, 1998).

Los mercados bursátiles de México, Brasil y Argentina registraron una importante caída desde los últimos meses de 1994. En Chile⁶, aunque hubo algunas contracciones a finales de 1994

y principios de 1995, no se revertió la tendencia alcista del mercado de valores. Este desempeño representa un claro ejemplo de que el llamado «efecto tequila» repercutió con más dureza en aquellos países con ciertas características macroeconómicas, tales como bajos niveles de ahorro interno, grandes déficit en cuenta corriente, sistemas financieros frágiles y deudas cuantiosas de corto plazo.

Argentina, está dentro de aquellos países que fueron afectados en gran medida por la crisis mexicana, ya que el influjo de recursos no aumentó significativamente la inversión agregada por cuanto coincidió con una gran reducción de la inversión pública, inducida tanto por el ajuste fiscal como por la política de privatización. La apreciación real resultante generó un elevado y creciente déficit comercial que se sostuvo con la masiva entrada de

6 La respuesta de política económica y los ajustes macroeconómicos frente a una mayor disponibilidad de divisas, no provienen únicamente de incremento en las entradas de capital. Estos requerimientos también pueden provenir una disminución en el déficit en cuenta corriente, o bien, de un aumento en el superávit en esta cuenta. A modo de ejemplo, el déficit en cuenta corriente de Chile disminuyó de 6.3 % del PIB en 1983 - 1989 a 3.6 % en 1992 - 1994, en tanto que las entradas de capital aumentaron desde 6.6 % a 8.3 % del PIB entre esos periodos.

capital, pero que evidentemente fue insostenible ante la reducción o reversión de éste.

Es relevante considerar, que en países como Argentina, Brasil, México, Perú y Paraguay los aumentos en el ahorro externo coincidieron con importantes disminuciones en el ahorro nacional (cuadro 6). En estos países, el incremento en el consumo se situó alrededor de 4 o más puntos porcentuales del PIB en 1992 - 1994, en comparación con 1983 - 1989. Lo que evidentemente los hizo más vulnerables a los cambios externos y a la crisis mexicana.

Por el contrario, en Chile y en Ecuador, caídas en el ahorro externo coincidieron con aumentos en el ahorro nacional (cuadro 6), y por consiguiente, con caídas en sus proporciones de consumo.

En el caso chileno el ahorro nacional aumentó desde un 13.6 % en 1983 a un 26.1 % en 1992 - 1994, por lo tanto, estas condiciones explican porque Chile fue el país menos afectado ante la reversión de capitales en América latina.

Precisamente en estos países la reacción de los inversionistas extranjeros (principalmente, fondos y sociedades de inversión, es decir, inversionistas institucionales), fue la de reducir sus tenencias de activos más severamente.

De aquí que para los países en desarrollo resulte fundamental entender el comportamiento de los inversionistas institucionales, como condición básica para establecer los mecanismos preventivos necesarios ante posibles contagios de crisis financieras y la generalización del pánico en los mercados emergentes.

La reversión de flujos de capital que tuvo lugar, como ya se mencionó, en algunos países en 1994 y principios de 1995, puso de relieve la debilidad que presenta el sistema bancario seguidamente a la desregulación. En diversos grados, los precios de las acciones y otros activos sufrieron la presión a la baja.

En los últimos años de la década del 80 y primeros de la del 90, el crecimiento del crédito bancario que al parecer no respondía

a unas elevadas tasas de interés, fue firme en muchos países latinoamericanos. Claramente se observa esto en los grandes aumentos que experimentó el crédito bancario al sector privado en términos reales. En Venezuela, México y otros países, la desregulación también provocó un auge en los préstamos hipotecarios y en los precios de la propiedad.

Mirando algunos datos se aprecia que los flujos de capital neto hacia América Latina, que comprenden inversión extranjera directa y de cartera, colocación de bonos y préstamos, cayeron de US\$63.000 millones en 1993, a por lo menos US\$36.000 millones en 1994⁷.

Se nota que el movimiento de los flujos de capital en América Latina, en lo transcurrido de la década de los 90 se divide en dos etapas y un corte entre ellas. La primera etapa se podría considerar desde 1990 hasta 1994, que se caracterizó por fuertes y amplias entradas de divisas a los países en desarrollo, atraídas tanto por

factores externos como internos, pero imponiéndose los primeros, mostrando como principal causa la caída de las tasas de interés internacionales.

El corte entre las dos fases, sería la crisis financiera mexicana, que provocada por aspectos internos y foráneos, predominando los elementos internos en especial aquellos referidos a las condiciones políticas tanto de corto como de largo plazo, se puede considerar como el inicio de la salida de los capitales, que se notaban desde un principio como frágiles ante problemas de reversión y desconfianza⁸.

La segunda etapa, sería entonces aquella que corresponde a la salida de capital internacional de los países latinoamericanos, causada principalmente por los efectos de contagio o «efecto tequila» derivado de la crisis mexicana, y en segundo lugar, por la recuperación de las economías internacionales y especialmente por el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos.

7 FMI, World Economic Outlook, mayo de 1995. P.4 (Correa, 1995).

8 Este reciente episodio indica que mantener la confianza depende del sostenimiento de políticas macroeconómicas electivas.

Cuadro 6
Ahorro nacional y ahorro externo
(Porcentaje del PIB)

	85-90	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina								
A. Nacional	18.3	17.1	15.6	15.3	16.7	18.1	20.1	20.3
A. Externo	0.3	-3.2	0.4	4	4	4.8	1.2	1.8
Brasil								
A. Nacional	26.6	22	21.3	21.9	20.8	21.9	19.3	17.1
A. Externo	1.6	1	0.4	-1.7	0	0.3	4.2	5.5
Chile								
A. Nacional	17.1	24.5	25.3	26.4	24.3	27.6	32.5	26.2
A. Externo	6.2	1.8	-0.3	2	5.8	1.7	-0.3	6.1
Colombia								
A. Nacional	18.9	19.9	23	25.4	22.7	26	26.1	25
A. Externo	1.8	-0.13	-6.3	-2.3	5.8	7.7	9.8	10.6
México								
A. Nacional	19.1	18.8	16.8	15.9	16	15.6	15.5	22.4
A. Externo	32	3.1	5.9	9.3	8.4	9.8	0.2	
Perú								
A. Nacional	24.1	19.5	20.8	18.5	19.9	22.7	23.6	21.3
A. Externo	0.63	1.9	2.3	4.6	4.3	4.6	8.1	6.4
Paraguay								
A. Nacional	18.2	19.6	18.3	11.3	7.8	1.9	4.1	
A. Externo	5.7	3.3	5.9	11	14.2	20.3	18.3	
Ecuador								
A. Nacional	22.3	14.4	16.2	18.9	14.4	15.3	16.8	19.5
A. Externo	3	3	5.3	1.6	4.8	4.2	3.8	-1.6

Fuente: CEPAL

A pesar de tales circunstancias enmarcadas dentro de una crisis financiera, cabe destacar que después de superada la crisis mexicana se observa de nuevo la entrada de flujos de capital hacia los países de la región. En 1996 el flujo neto de capital privado a los países en desarrollo superó los US\$240.000 millones, seis veces más que al principio de la década y casi cuatro veces más que la cima alcanzada durante el auge de los préstamos de los bancos comerciales de 1978 a 1982⁹.

El capital privado se orientó cada vez más hacia los países en desarrollo. Estos captaron 40% del flujo de inversión extranjera directa en 1996, lo cual representa un gran avance con respecto al 15% en 1990. En el caso de la inversión en cartera los flujos representan casi 30%, cuando a principio de la década era de menos del 2%.

Por último, es importante mencionar que se ha ampliado de manera importante la composición de los flujos de capital priva-

do. Mientras que los préstamos tradicionales de la banca representaban más de 65% de todos los flujos privados de 1980 a 1982, la inversión extranjera directa se convirtió en el componente más importante de los flujos de capital privado en 1995 y 1996. Por otra parte, los flujos de cartera – tanto bonos como acciones – tras partir de un nivel muy bajo en 1989, llegan a representar más de un tercio de los flujos totales de capital privado en 1995 y 1996.

Aunque, se nota una rápida recuperación de la confianza de los inversionistas internacionales a través de la creciente afluencia de capitales a partir de la recuperación de la crisis, es importante tener en cuenta los efectos que tales flujos tienen en los países, por lo que es de vital importancia considerar las lecciones que deja esta última crisis.

III. Beneficios y costos de la entrada de capitales extranjeros

Las altas entradas de capital externo provocan en los países

9 Las cifras nombradas de aquí en adelante son obtenidas de Guillén (1998), p. 508.

receptores diversos riesgos macroeconómicos. En primer lugar, se puede mencionar el aumento en los déficit de cuenta corriente, debido a una expansión del gasto agregado, lo que provoca a la vez desequilibrios en la trayectoria del tipo de cambio real de mediano y largo plazo¹⁰.

Un segundo riesgo es el que se refiere a la inestabilidad en sus sistemas financieros, al aumentar fuertemente el crédito, ya que este depende del capital externo y de su permanencia en el sistema financiero. Un tercer riesgo, es el que se refiere a los ajustes recesivos ante bruscas caídas o reversiones en los flujos de capital. (Held, 1997)

Los flujos de capital no sólo afectan negativamente las economías receptoras, también traen consigo efectos positivos. Desempeñan un papel decisivo en el proceso de desarrollo de las economías. Entre los beneficios típi-

cos de la movilidad de capitales hacia los países en desarrollo, se destacan: la complementariedad hacia el ahorro interno, estímulo al aumento del crecimiento económico. Además, favorece la diversificación de los riesgos, y permite minimizar los costos de ajustes intertemporales derivados de discrepancias entre el ingreso y el gasto.

Esos flujos permiten compensar en los países receptores la reducción en la disponibilidad de divisas que originan fluctuaciones en sus exportaciones y en sus términos de intercambio. Al mismo tiempo posibilitan una mayor diversificación de los activos y pasivos financieros de los países involucrados.

A continuación, los costos y beneficios de manera más desagregada y explícita, provocados por la afluencia de capital extranjero a los países latinoamericanos.

10 Si el tipo de cambio se mantiene bajo el equilibrio por un tiempo demasiado prolongado, se producen al menos dos tipos de efectos no deseados. En primer lugar, se corre el riesgo de afectar negativamente al sector transable de la economía. En segundo lugar, tarde o temprano el valor de la divisa deberá volver a su nivel de equilibrio de largo plazo (o incluso superar ese nivel por algún tiempo), lo que ejercerá presiones sobre los precios, arriesgando así la meta de control de la inflación. (Aguilar, 1995).

Los costos más destacados son:

i. Una reducción potencial de la inversión doméstica: por la colocación en el exterior del ahorro doméstico lo que, agravado con la modesta disponibilidad interna de fondos para inversiones de largo plazo, llevaría a un menor crecimiento económico.

ii. Una potencial agudización de la inestabilidad cíclica de la economía: en algunas circunstancias, la tasa de cambio puede ser revaluada inicialmente a niveles no sostenibles debido a un ingreso coyuntural no permanente de capitales, estimulado en el corto plazo por la apertura de la cuenta de capitales, lo que daría lugar a serias ineficiencias en la localización de recursos productivos en una perspectiva más duradera. En principio, bajo tales circunstancias de sobreajuste

(*overshooting*) pudiera ameritarse alguna intervención en el mercado.

La posibilidad de sobreajuste surge en la medida en que otros mercados no se ajustan a la misma velocidad que el mercado de capitales, lo que impide que el sector real pueda suministrar la cantidad de bienes demandados a los precios corrientes y que el gobierno pueda percibir como innecesaria la consecución de una cuenta corriente superavitaria en un futuro previsible¹¹.

Con relación al impacto del sobreajuste sobre el sector de bienes transables, cabe mencionar que los costos incurridos en el corto plazo por la revaluación excesiva de la moneda nacional podrían conducir a la salida de productores domésticos que no lograrán reincorporarse al mercado una vez restablecida la tasa

11 La creencia común de que el exceso de volatilidad de precios constituye un buen caso para la intervención, está basada en que la volatilidad conduce al desperdicio de recursos. Sin embargo, estos argumentos deben ser tratados con debida cautela. El sobreajuste puede dar lugar a un incremento en la riqueza en respuesta a un mayor deseo de mantener activos domésticos, pero también a un mayor consumo y a una menor inversión. No obstante lo anterior, la sobrevaluación de la moneda nacional también puede conducir a incrementar la inversión agregada en el caso en que su contenido importado fuera lo suficientemente elevado. Al mismo tiempo, las altas tasas de interés transitorias pueden reflejar un valor de escasez de los instrumentos financieros domésticos. Y se podría aumentar así la tasa real de retorno de la inversión por encima del nivel internacional. (Garay, 1993).

de cambio sostenible, debido entre otros factores, a la presencia de costos fijos o a la existencia de imperfecciones en el mercado de capitales¹² o a la insuficiente disponibilidad de fondos crediticios.

Existe otra clase de impacto (esta vez en el mercado financiero) en virtud de que la aceleración de la inflación tiende a producir una disminución de la demanda de dinero en términos reales. En general, el uso del dinero que no paga interés desciende con la inflación, conduciéndose a una cierta dinámica de desmonezación. Así mismo, en un ambiente inflacionario la utilización de títulos de deuda pública empuja hacia arriba las tasas reales de interés.

iii. Una importante erosión de la efectividad de las políticas macroeconómicas como instrumento decisivo para conducir la economía doméstica bajo el régimen de tasa de cambio fija o administrada.

En lo referente a la política monetaria, es bien sabido que en el caso clásico de perfecta movilidad de capitales y de tipo de cambio fijo el banco central pierde todo su poder de influencia sobre las condiciones económicas domésticas¹³.

En la medida que el capital no sea perfectamente móvil, una política monetaria restrictiva resulta útil para el control y la administración de la demanda; pero

12 El teorema fundamental de la teoría del bienestar está basado en dos supuestos: 1-la información debe ser exógena, es decir, no debe verse afectada por las acciones de agente alguno en el mercado, 2- que en éste debe existir una oferta de una gama completa de productos. Estos supuestos no se cumplen en el caso de los mercados financieros, puesto que proveer información es una de sus funciones principales. Por otra parte, algunos riesgos pueden permanecer al margen de la cobertura de los seguros y no existen grandes incentivos para que las instituciones bancarias proporcionen financiamiento de largo plazo.

13 Suponiendo que las autoridades monetarias efectúan una compra de bonos de mercado abierto, lo que incrementa transitoriamente la oferta monetaria. La curva LM debería desplazarse hacia abajo y a la derecha. Los residentes nacionales intentarían vender sus bonos locales para adquirir bonos externos. A través del arbitraje en el mercado internacional de capitales, la tasa de interés interna volverá a subir rápidamente hasta i^* . Sobre la curva IS, con una demanda en el mercado de bienes consistente con la tasa de interés i^* , al mismo tiempo, habrá un exceso de oferta monetaria, por consiguiente, las familias convertirán parte de su dinero en bonos externos y el banco central venderá reservas y reabsorberá el incremento en M. En este proceso, se revertirá el incremento en la oferta monetaria y la curva LM retornará a su posición original. (Sachs y Larraín, 1994).

con un costo creciente en términos de su eficiencia, en la medida que se acentúe el grado de movilidad de capitales¹⁴.

Una cuenta de capital abierta limita la habilidad del gobierno para imponer tributos al capital o a los activos financieros, ante la facilidad de su evasión mediante la diversificación de los portafolios privados hacia activos en el exterior. La dificultad de asegurar la recolección de tributos sobre ingresos de nacionales ganados sobre activos en el exterior contribuye a la evasión impositiva, lo que viene a agravarse con la liberalización de la salida de capitales, a no ser que pudieran establecerse estrictos controles tributarios mediante la aplicación de acuerdos de intercambio de información con otros países.

Finalmente, buena parte de la desnacionalización del ahorro doméstico a través de la fuga de capitales proviene de la presencia de severos desequilibrios

macroeconómicos no sostenibles en el mediano plazo, de la existencia de tipos de cambio rezagados, de la inoportuna liberalización de los flujos de capital y del ambiente de incertidumbre reinante reproducido por una situación de crisis financiera en el ámbito doméstico, tal como ocurrió en países de Latinoamérica pocos años antes del estallido del problema de la deuda externa y que vino a prolongarse por varios años más.

Con respecto a los beneficios provocados por la entrada de flujos de capital, cabe destacar los siguientes:

i. Una probable ganancia debido a una mayor diversificación del portafolio susceptible de alcanzarse con la movilidad doméstica e internacional de capital. Si hubiera divergencia entre los precios domésticos e internacionales de activos riesgosos, los agentes individuales podrían beneficiarse del intercambio entre activos de diversa calidad o entre activos financieros y bienes.

14 Esto ha mostrado en variantes al modelo de Mundell bajo la existencia de rigideces en precios - aún si la tasa de interés es definida por los flujos de capitales - o bajo la presencia de una sustitución imperfecta entre activos.

ii. Un posible estímulo a la inversión en la medida en que se estableciera una tasa de cambio más competitiva. Pero ello siempre y cuando se cumplieran unas condiciones mínimas: que el nivel de inversión hubiera estado restringido por las propensiones a invertir antes que por el nivel de ahorro; que la liberalización de la salida de capital pudiera producir una fuga incipiente en vez de un desmedido y desestabilizador ingreso de capitales; que las autoridades responsables estuvieran dispuestas a dejar variar la tasa de cambio con la variación de los flujos de capital.

iii. La posibilidad de acceso fluido al crédito internacional por parte del gobierno, y a tasas tanto más competitivas cuanto mayor la credibilidad de la política económica gubernamental, lo que permitiría reducir el *crowding out* o intermediar los recursos crediticios a través del mercado financiero doméstico. Así, al menos en principio, no habría nece-

sidad primordial de que los agentes privados contrataran recursos en el mercado internacional de capitales.¹⁵

iv. Un potencial mejoramiento en la calidad de la inversión por una mayor participación de capital extranjero, por una mayor libertad a la iniciativa privada y, también, por una creciente competencia entre los capitales domésticos y los foráneos por el acceso a fondos financieros limitados. Aunque en este último caso es probable que en presencia de una aguda escasez de financiamiento tendería a reducirse el nivel de inversión doméstica.

v. Un mejor aprovechamiento de los beneficios potenciales de la apertura comercial mediante la consolidación de un ambiente lo más propicio posible para la dinámica exportadora y ante la pérdida de efectividad de los controles con la reproducción de posibilidades de arbitraje en los mercados internacionales.

15 Los riesgos de aplicar tal fórmula, son entre otros, producción de un sobreendeudamiento público, un exceso de gasto doméstico y un déficit fiscal no sostenible, que en últimas llevaría a dificultades de índole cambiaria, a una pérdida de credibilidad en las políticas gubernamentales y a un relativo marginamiento del país en el mercado internacional de capitales.

Como se pudo observar son muy diversos los costos y los beneficios de la movilidad de capitales o lo que es lo mismo de la liberalización de la cuenta de capitales en los países de Latinoamérica, los cuales repercutirán en las economías en menor o mayor medida dependiendo de la posición que asuman las autoridades monetarias y los gobiernos en los diferentes países.

Conclusiones

1. Para los hacedores de política económica es importante distinguir entre los diferentes tipos de flujos de capital, especialmente desde el punto de vista de su naturaleza y temporalidad, es decir, diferenciar fundamentalmente su estructura de largo plazo y corto plazo, siendo estos últimos de más cuidado por llevar con ellos la característica de ser volátiles, lo que representa inestabilidad para los países receptores.

2. Los países emergentes, latinoamericanos y asiáticos, recibieron entradas masivas de capital a partir de 1990; cada uno de estos países con diferentes caracte-

terísticas motivaron diversos tipos de flujos de capital. Las causas de esta afluencia son clasificadas básicamente en dos: factores externos (tasas de interés internacionales) y factores internos (PIB, Inflación, entre otros).

3. Los capitales extranjeros recibidos en los países emergentes fueron de diversos tipos, tanto de largo plazo como de corto plazo, pero los países latinoamericanos, como México, atrajeron en mayor proporción estos últimos, lo que lo hizo en gran medida más vulnerable a crisis financieras, lo que se vio reflejado con el descalabro financiero y cambiario en este país en diciembre de 1994.

4. Es importante resaltar que, los países que se ven más afectados por las crisis financieras y cambiarias internacionales, son aquellos que tienen, por decirlo de alguna manera, un manejo errado y poco coherente de sus metas macroeconómicas, ejemplos de estas son entre otros: déficit en cuenta corriente, déficit público, falta de regulación al sector financiero.

5. Los países, en particular los que están en desarrollo, deben tener en cuenta para estructurar su política macroeconómica, las lecciones que dejan las crisis financieras para elaborar recomendaciones, para que de esta manera se logre ser coherente, evitando la crisis así como sus posibles efectos, que en ocasiones podrían llegar a ser mucho más nocivos que los mismos tambaleos de los mercados internacionales.

6. Cabe resaltar que las entradas de flujos de capital a los países emergentes provocan tanto efectos negativos como positivos, unos u otros, dependen en buena medida del manejo que las autoridades encargadas de hacer política económica en los diferentes países hagan de estos ingresos externos.

Referencias

AGUILAR, Yamile y otros. "Flujos de capital y manejo macroeconómico en Colombia y América Latina: un breve sumario", *Tesis Universidad de Antioquia*, 1995.

ANINAT, E., Larraín, C. "Flujos de capital: lecciones a partir de la experiencia chilena", *Revista de la Cepal*, No. 60, Diciembre 1996.

Banco de Pagos Internacionales. "Política y flujos de capital en los mercados emergentes", *Boletín del Cemla*, Volumen XLI, No. 5, Septiembre-octubre 1995.

CALVO, A.G., LEIDERMAN, L. y REINHART, C. "El problema de la afluencia de capital". En: *Afluencia de capitales y estabilización en América Latina*, TM editores, Fedesarrollo, 1994.

----- "Afluencia de capitales y apreciación del tipo de cambio real en América Latina: el papel de los factores externos", En: *Macroeconomía de los flujos de capital en Colombia y América Latina*, TM editores, Fedesarrollo, Fescol, 1993.

④ CARDENAS, Mauricio y BARRERA, Felipe. "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano", En: *Afluencia de capitales y estabilización en América Latina*, TM editores, Fedesarrollo, 1994.

CARRADA-BRAVO, Francisco. "Análisis comparativo de los mercados emergentes de Asia y América Latina", *Comercio Exterior*, México, Volumen 46, No.1, enero 1996.

CEPAL. *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1995-1996*, Santiago de Chile, 1996.

----- *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 1997*, Santiago de Chile, 1998.

CORBO, V., Hernández, L. "Ajuste macroeconómico a las entradas de capital: comparación de enfoque entre América Latina y países de la

ASEAN". En: *Documento IECDI*, Banco Mundial, enero 1994.

CORREA, Eugenia. "La política monetaria estadounidense y los mercados emergentes de América Latina", *Comercio Exterior*, México, Volumen 45, No. 12, diciembre 1995.

DABAT, Alejandro. "La crisis mexicana y el nuevo entorno internacional", *Comercio Exterior*, México, Volumen 45, No. 11, noviembre 1995.

FERNÁNDEZ-ARIAS, Eduardo. "The new wave of private capital inflows: push or pull?", *The World Bank*, junio 1994.

Fondo Monetario Internacional. "La crisis financiera de México", En: *Perspectivas de la Economía Mundial, Anexo I*, Washington, mayo 1995.

----- "Desafíos de política económica que enfrentan los países en desarrollo", En: *Perspectivas de la Economía Mundial*, Washington, mayo 1995.

① GARAY, S., Luis J. "Análisis reciente sobre el ingreso de capitales en países en desarrollo: una síntesis reflexiva". En: *Macroeconomía de los Flujos de Capital en Colombia y América Latina*, TM Editores, Fedesarrollo, Fescol, 1993.

GARCÍA, Samuel. "Corrientes de capital y lecciones de la crisis financiera mexicana", *Comercio Exterior*, México, Volumen 45, No. 12, diciembre 1995.

② GONZÁLEZ, Jorge. "Afluencia de capitales y debilidad estructural", *Apuntes del Cenes*, Separata, No. 3, 1995.

GONZÁLEZ, M., César. "Entorno macroeconómico, apertura de capitales y sector financiero en Colombia", *Debate de Coyuntura Económica*. No. 25, octubre 1992.

HEATH, C. Jonathan. "La inversión extranjera de cartera de México", *Comercio Exterior*, México, Volumen 46, No. 1, enero 1996.

GUILLEN R., Héctor. "Movimientos internacionales de capital y crisis en América Latina", *Comercio Exterior*, México, Volumen 48, No. 6, junio 1998.

HELD, G., Szalachman, R. "Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe: en los años noventa: experiencias y políticas", *Revista de la Cepal*, No. 64, abril 1998.

HOPENHAYN, Benjamín. "Movimientos de capital y financiamiento externo", *Revista de la Cepal*, No. 55, Abril 1995.

LANGEBAEK, Andrés. "Diferencial de tasas de interés y flujos de capital en Colombia: 1980-1993", *Archivos de macroeconomía*, No. 14, agosto 1993.

LUSTIG, Nora. "México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa", *Comercio Exterior*, México, Volumen 45, No. 5, mayo 1995.

OCAMPO, José Antonio. «Más allá del Consenso de Washington: una visión desde la Cepal», *Revista de la Cepal*, No. 66, diciembre 1998.

SCHWARTZ, Moisés. "Los mercados emergentes y el desafío del capital externo", *Comercio Exterior*, México, Volumen 45, No.12, diciembre 1996.

STIGLITZ, Joseph E. «Más instrumentos y metas más amplias para el desarrollo. Hacia el Consenso Post-Washington», *Reforma y Democracia*, No. 12, octubre 1998.

⊕ URRUTIAM., Miguel. «Nota editorial. Inversión extranjera en Colombia:

un recuento», *Revista del Banco de la República*, Volumen LXIX, No. 829, noviembre 1996.

UTHOFF, Andras y TITELMAN, Daniel. «Afluencia de capitales externos y políticas macroeconómicas», *Revista de la Cepal*, No. 53, agosto 1994.