

## EL RETORNO DE LOS CAPITALES PRIVADOS A AMERICA LATINA EN LA DECADA DE LOS NOVENTA \*

FELIPE LARRAÍN B. \*\*

### ABSTRACT

*After a decade of almost complete financial isolation from world private capital markets, Latin America became an effective magnet for private capital in the 1990s. Capital returned to the region in many different forms, but foreign direct investment and portfolio flows have been the leading force behind the renewed inflows in the 1990s. This sharply contrasts to the dominance of syndicated bank loans in the late 1970s and early 1980s. Most countries of the region have experienced the surge in capital inflows. Important differences, however, can be found among them in terms of the precise timing in which private capital inflows reappeared, the size and composition of these inflows over time, the main (internal and external) factors explaining this trend, their impact on the domestic economies, and the way in which the economic authorities reacted to the renewed inflows.*

*The return of private capital has reversed the foreign exchange constraint which severely affected Latin America in the 1980s, forcing major adjustments on imports, investment and growth in the region. Nonetheless, the renewed inflows of the 1990s have created significant challenges as well. One of their main macroeconomic consequences has been to create significant pressures toward the appreciation of real exchange rates in the region. Argentina, Brazil, Chile and Mexico have all suffered currency appreciation in excess of 30% during the 1990s. Currency appreciations of this magnitude have squeezed the profitability of the export sector, the key engine of economic development for small economies.*

*This paper analyzes the significant increase of private capital inflows to the region in the 1990s and studies the main policy options available to economic authorities under these new circumstances. In particular, the paper analyzes the factors behind the renewed inflows, their impact on the domestic economies, the way in which local economic authorities have reacted to them, and the effectiveness of these policies in changing the size and/or composition of capital inflows.*

\* Agradezco los valiosos comentarios de Raúl Labán.

\*\* Profesor de la Universidad de Harvard; Profesor (en sabático) del Instituto de Economía de la Pontificia Universidad Católica de Chile.

## 1. INTRODUCCIÓN

Después de casi una década de virtual aislamiento de los mercados de capitales mundiales, luego de la crisis de deuda externa de principio de los años 80, América Latina se transformó en un eficaz imán para el capital privado en la década de 1990. El contraste es marcado. Los flujos netos privados hacia la región entre 1985 y 1988 eran, en promedio, negativos. En 1989 esta tendencia se revirtió y unos \$6.400 millones de dólares ingresaron a la región. En apenas 4 años estos flujos se multiplicaron casi por un factor de diez, al llegar a \$62.000 millones en 1993. Los flujos privados declinaron ligeramente por debajo de los \$45.000 millones en 1994 y luego a \$35.000 millones en 1995, caída significativamente influenciada por la crisis mexicana. En 1996 se recuperaron a un nivel récord de casi \$78.000 millones de dólares (Cuadro 1).

CUADRO 1  
INGRESOS DE CAPITALES PRIVADOS A AMERICA LATINA EN LA DECADA  
DE 1990  
(En miles de millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Inversión extranjera	24.1	25.4	43.5	74.5	82.3	12.4	57.0
- Inversión extranjera directa	6.6	10.9	12.9	13.4	21.5	19.9	29.9
- Inversión de cartera	17.5	14.5	30.6	61.1	60.8	-7.5	27.1
Otros flujos privados (incluyendo créditos)	-13.8	-0.5	12.0	-12.8	-37.5	23.3	20.7
Flujo de capitales total (Neto)	10.3	24.9	55.5	61.7	44.9	35.7	77.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1997).

El capital retornó a la región en diversas formas, pero la inversión extranjera directa y los flujos de cartera han sido las principales fuentes de los renovados flujos en los 90, con una participación combinada de casi el 100 por ciento del total del flujo neto de capitales. Esto contrasta marcadamente con la predominancia de los créditos bancarios sindicados a fines de los 70 y principios de los 80. Préstamos de corto y largo plazo a través de créditos bancarios y la colocación de bonos de compañías latinoamericanas en el exterior también han sido parte de los nuevos flujos a la región.

Esta tendencia se ha observado en la mayoría de las economías de América Latina. Sin embargo, existen diferencias entre los países en cuanto al momento preciso en que dichos flujos de capital privado reaparecieron, su tamaño y composición a través del tiempo, los principales factores (internos y externos) que explican esta tendencia, su impacto sobre las economías domésticas y la manera en que las autoridades económicas reaccionaron a la renovación de los flujos.

El retorno del capital privado ha sido ciertamente bienvenido. La restricción externa de divisas fue pronunciada durante la década de los 80 y requirió de ajustes

severos en las importaciones, la inversión y el crecimiento de la región. Esta situación se ha revertido en los 90. En la presente década se ha incrementado la disponibilidad de capital privado, permitiendo que los países complementaran sus esfuerzos de ahorro interno para financiar tasas de inversión mayores. No obstante, la renovación de los flujos ha traído consigo importantes desafíos. Una de las principales consecuencias de los grandes superávits de cuenta de capitales es la presión hacia la apreciación del tipo de cambio real en la región. Argentina, Brasil, Chile y México han sufrido apreciaciones reales de sus monedas por encima del 30 por ciento durante los 90. Estas apreciaciones de gran magnitud han disminuido la rentabilidad del sector exportador, la fuerza clave del desarrollo económico en las economías pequeñas.

El presente número de *Cuadernos de Economía* recoge este importante tema y lo estudia desde dos perspectivas distintas. Este artículo da una visión global del retorno de los capitales a América Latina y los tres que lo siguen analizan la experiencia reciente de Argentina (Joshua Coval y Federico Sturzenegger), Colombia (Mauricio Cárdenas y Roberto Steiner) y Chile (Raúl Labán y Felipe Larraín). El análisis se centra en el aumento significativo de la entrada de capital privado a la región en los noventa, particularmente a estas tres economías, y estudia las principales opciones de política disponibles a las autoridades económicas en estas nuevas circunstancias.

Los estudios de países, escritos por economistas que han vivido los episodios de entrada de capitales y han realizado su propia investigación en el tema, proveen la perspectiva nacional en cada caso. Algunos de los temas tratados más generalmente en este artículo son analizados específicamente para cada país en los trabajos que siguen, en un intento de explicar los factores económicos detrás de la entrada de capital a varias de las principales economías de la región en los 90. En particular, los artículos analizan la secuencia, tamaño y composición de los flujos de capital, los factores que los estimularon, su impacto en las economías domésticas, la forma en que las autoridades económicas locales reaccionaron a ellos y la efectividad de las políticas en alterar el tamaño y/o composición de los flujos de capital.

## 2. LAS FUERZAS DETRÁS DE LA RENOVACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITALES

Tanto académicos como autoridades de política económica han dedicado considerable tiempo y esfuerzo a analizar y comprender los factores detrás del impresionante aumento en la entrada de capitales a las economías en desarrollo en la década de los 90. Esta discusión intenta contestar, entre otras, las siguientes preguntas. ¿Qué puede hacer un país en desarrollo para atraer capital extranjero? Y, ¿qué puede hacer para atraer al tipo de capital “correcto”, esto es, recursos de largo plazo para apoyar el esfuerzo interno de inversión? Existen dos posiciones en este debate respecto a los fundamentos de la entrada de capital. Una sostiene que los factores externos tienen el papel predominante, la otra enfatiza la importancia de las políticas económicas internas.

Según Calvo, Leiderman y Reinhart (1993), factores externos (*push fac-*

*tors*) han sido más importantes que factores internos (*pull factors*) en explicar los flujos significativos de capital hacia las economías en desarrollo. Entre los primeros factores se contaron un desempeño económico débil y bajas tasas de interés en algunas de las principales economías industrializadas a principios de los 90, particularmente en Alemania, Japón y Estados Unidos. Los factores internos se refieren a mejores oportunidades de inversión (una mejor combinación riesgo/retorno) en los países receptores de los flujos. El argumento de Calvo *et al.* (1993) se basa principalmente en el hecho de que el capital volvió en cantidades significativas a países que tenían programas macroeconómicos muy distintos y mostraban un desempeño económico y una realidad política muy diferentes.

Sin embargo, la secuencia, magnitud (relativa al tamaño de la economía), composición y sensibilidad de los flujos de capitales privados a *shocks* (por ejemplo, la crisis mexicana) varían significativamente entre países. Esto sugiere que los factores internos pueden haber jugado un papel importante en explicar el comportamiento de estos flujos financieros.

Varios autores han proporcionado evidencia estadística útil en esta discusión. Por ejemplo, Corbo y Hernández (1997) usan un análisis de panel para varios países en desarrollo y reportan una fuerte asociación entre los fundamentos económicos internos y la entrada de capitales de largo plazo a los países en desarrollo. Adicionalmente, sostienen que el efecto prolongado del contagio de la crisis mexicana sobre la economía argentina en relación a economías con fundamentos internos más sólidos, como Chile, apoya sus conclusiones.

Coval y Sturzenegger (1997), por su parte, argumentan que la decisión de Argentina de mantener su programa original de reformas, incluyendo una completa integración a los mercados de capitales mundiales, previno una crisis negativa más prolongada como resultado del contagio de México. Consecuentemente, la economía se pudo recuperar en un período de tiempo corto sin requerir la implementación de un programa de ajuste.

Larraín, Labán y Chumacero (1997) concluyen que la significancia estadística de los factores *pull* versus *push* en Chile depende críticamente del tipo de entrada de capital. Sus resultados indican que los flujos de largo plazo tienden a responder a factores domésticos fundamentales y no son sensibles a condiciones de arbitraje de corto plazo o a medidas de política dirigidas a alterar la brecha entre las tasas de interés locales y externas (tales como impuestos y controles de capital). Por otra parte, los flujos de capital de corto plazo dependen crucialmente de las oportunidades de arbitraje, una mezcla de condiciones internas y externas, y son menos sensibles a las variables estructurales. Este resultado sugiere que el uso de instrumentos de política para reducir la brecha de las tasas de interés puede ser efectivo en variar la composición de los flujos privados de capital, eliminando flujos de corto plazo sin tener un efecto negativo de importancia sobre la entrada de capital de largo plazo<sup>1</sup>.

1 El hecho de que algunas medidas de política puedan afectar la composición de los flujos de capital es un argumento positivo, no normativo; como tal, no sugiere nada sobre el efecto de dichas medidas sobre el bienestar social.

Un ejemplo interesante de un evento con influencia especial en un país es la aprobación de NAFTA en noviembre de 1993. Según Sales (1997), este acuerdo comercial es el responsable principal del incremento de la inversión externa en México en 1994. Es debatible en qué medida se puede considerar la incorporación a NAFTA como un evento externo, dado que las autoridades mexicanas estuvieron tan involucradas en las negociaciones como sus contrapartes canadienses y estadounidenses. Sin embargo, es claro que el elemento clave de dicha aprobación, el voto en el Congreso norteamericano, fue un evento exógeno a México.

### 3. IMPACTOS ECONÓMICOS Y REACCIONES DE POLÍTICA

Ante una entrada masiva de capitales, las economías receptoras experimentan diversas consecuencias macroeconómicas de importancia:

- incremento significativo en los precios de las acciones domésticas y de otros activos financieros locales
- apreciación del tipo de cambio real, que disminuye la rentabilidad del sector productor de bienes transables
- acumulación de reservas internacionales, derivada del intento de las autoridades monetarias de contrarrestar la apreciación real cambiaria
- reducido control de las autoridades sobre la política monetaria, particularmente con respecto a la posibilidad de incrementar la tasa de interés para desacelerar la expansión de la demanda agregada interna.

Las autoridades económicas de varios países latinoamericanos no han permanecido impasibles frente a los crecientes flujos de capitales. Algunos países han usado una colección de medidas de política enfocadas a reducir los flujos netos o a minimizar aquellas consecuencias que se perciben como negativas. Sin embargo, Argentina y México proporcionan un contraejemplo de países que permitieron libre movilidad de capitales, sin contar con ninguna clase de control de capitales para confrontar los nuevos flujos.

Se han utilizado dos políticas para reducir la entrada neta de capitales: los controles a la entrada de capitales y la liberalización de la salida de capitales. Ambos mecanismos se han practicado en Brasil, Colombia y Chile. El aumento de los controles ha sido en la forma de encajes no remunerados (Colombia y Chile) o impuestos directos sobre los flujos (Brasil)<sup>2</sup>. La liberalización de la salida de

2 En ausencia de restricciones de liquidez, un encaje no remunerado puede ser equivalente a un impuesto a la entrada de capital. De hecho, el Banco Central de Chile ha establecido requerimientos de encaje iguales al 30% por un año o, alternativamente, un impuesto de 3% sobre el crédito externo.

capitales ha incluido la relajación de las restricciones sobre la repatriación de capital y de utilidades de la inversión extranjera directa, el aumento de la flexibilización de los requisitos para que los inversionistas institucionales y otros agentes privados inviertan en el exterior y la reducción del requerimiento de cambiar sus divisas por moneda local a los exportadores.

Economistas académicos y autoridades de política económica continúan debatiendo respecto de la efectividad y los beneficios netos potenciales de los controles de capitales como un instrumento para detener la entrada masiva de capitales especulativos de corto plazo. El trabajo más conocido en favor del control de capitales es el de Tobin (1978). Otros economistas han seguido la huella de Tobin, entre ellos Krugman (1987), Summers (1988) y Calvo *et al.* (1993). Todos ellos proveen justificaciones para el control de capitales. La razón principal en favor del control de capitales es su potencial para reducir la volatilidad del tipo de cambio real, la cual afecta negativamente al sector real de la economía. Por el lado de los costos, los controles pueden provocar ineficiencias en los mercados de capitales, entre ellas la reducción en la habilidad de los agentes de diversificar riesgo.

El análisis costo-beneficio de los controles de capitales se basa, no obstante, en la premisa de que el aumento de los controles efectivamente reduce los flujos. Tampoco existe consenso en este punto. Varios trabajos analizan la efectividad empírica de los controles de capital. Valdés y Soto (1997) y García y Barcinski (1997) proveen evidencia sugiriendo que los controles de capital han sido inefectivos en detener los flujos de capital hacia Chile y Brasil, respectivamente.

Larraín, Labán y Chumacero (1997) sugieren una realidad más compleja para Chile. Sus resultados indican que el principal efecto de corto plazo de los controles de capital ha sido el cambio en la composición de los flujos de corto plazo, al tiempo que existe algún efecto de reducción de la entrada de capitales en el mediano plazo. Cárdenas y Steiner (1997) señalan que en Colombia los impuestos a la entrada de capital tienen un efecto significativo solamente en la composición de los flujos, pero no en su nivel general.

Frente a la entrada masiva de capitales privados que presiona el tipo de cambio real a la baja, muchos analistas han recomendado liberalizar la salida de capitales. El supuesto básico de este argumento es que esta política promueve efectivamente la salida de capitales. Sin embargo, la experiencia de varios episodios de liberalización de los controles de salida sugiere lo contrario. Williamson (1991), Schadler *et al.* (1993) y Labán y Larraín (1997a) encuentran que el patrón de estos episodios es exactamente el opuesto, esto es, un aumento en los flujos netos. Teóricamente, Labán y Larraín sugieren una razón para este resultado: la liberalización de la salida de capitales reduce efectivamente el riesgo de invertir en el país y ello promueve la entrada de capitales. Por eso, aunque liberalizar la salida de capitales puede tener méritos propios, no parece ser la medida de política apropiada para defender al tipo de cambio real en la presencia de una entrada masiva de capitales.

En resumen, la evidencia indica que los esfuerzos para reducir la entrada de capitales de corto plazo han sido en el mejor de los casos sólo parcialmente exitosos. Las autoridades económicas los han usado para salvaguardarse de la

entrada masiva de capitales en los 90. ¿Qué hacer en esta situación? Una política consistente en América Latina ha sido la esterilización, como lo documentan García y Barcinski (1997) para Brasil, Cárdenas y Steiner (1997) para Colombia, Labán y Larraín (1997b) para Chile y Sales (1997) para México. Dado su esquema monetario de caja de compensación (*currency board*), Argentina no ha usado la esterilización.

Para los países que la han utilizado, el esfuerzo de esterilización ha resultado en un aumento significativo del déficit cuasi-fiscal debido a las altas tasas de interés domésticas en relación a las tasas internacionales y a las pérdidas de capital para los bancos centrales causadas por la apreciación de las monedas locales. Más aún, esta política también ha llevado a perpetuar la brecha entre las tasas de interés domésticas y externas, lo cual ha resultado en renovados flujos de capitales. A la luz de estos problemas, Colombia abandonó la esterilización en 1993.

Otra respuesta de política frente al aumento de la entrada de capitales ha sido el movimiento en la dirección de una mayor flexibilidad cambiaria, la cual permite recuperar el control sobre la política monetaria. Esta medida se ha practicado con distintas intensidades en Colombia, Chile y México, los tres países que han tenido una banda cambiaria durante la mayor parte de los noventa. Colombia desplazó su banda cambiaria hacia abajo en 1994, mientras México la ampliaba. Chile ha sido el país más activo flexibilizando su política cambiaria en los 90. Chile partió con una banda angosta y una tasa central fijada respecto del dólar en 1990, y luego se movió a una banda de una amplitud de  $\pm 12.5\%$  respecto de la tasa central, con muchos movimientos en la banda a lo largo del camino. Adicionalmente, la fijación del dólar se cambió a una canasta de monedas (dólar, yen y marco alemán). Sin embargo, está claro que la esterilización se ha usado más activamente que la flexibilización de los regímenes cambiarios en los países mencionados.

#### 4. LA SOSTENIBILIDAD DE LOS FLUJOS

Hasta mediados de 1997, la crisis mexicana de diciembre de 1994 había sido la mayor prueba a la sostenibilidad de los flujos de capitales hacia América Latina durante los 90. La historia reciente pesa, y muchas personas hicieron una analogía desfavorable con lo acontecido en 1982, cuando México comunicó a sus acreedores bancarios que no continuaría sirviendo su deuda en las condiciones pactadas. Este fue el punto de partida para la crisis que afectó a la región por el resto de la década. Pero la situación era diferente en 1994. Estados Unidos lideró la estructuración de un paquete financiero del orden de \$50.000 millones para México, lo que le permitió superar sus problemas financieros más inmediatos. Otros países de la región, en especial Argentina, también fueron afectados. Pero se recuperaron rápidamente.

Por supuesto, México fue el país más afectado por la crisis de 1994. Pero, como Sales (1997) nota, el gobierno mexicano pudo colocar bonos en el mercado internacional apenas seis meses después de la crisis. Chile, en el otro extremo, fue el país menos afectado por la crisis. Labán y Larraín (1997b) señalan que el único efecto aparente de la crisis mexicana en Chile fue una reducción temporal de la entrada de

capitales durante 1995, centrada principalmente en las inversiones de cartera, pero dejando prácticamente inalterada la inversión extranjera directa.

Más allá del comportamiento específico de los flujos de capitales como resultado de la crisis mexicana, es clave medir en forma más amplia la sostenibilidad de los flujos de capitales privados. Los artículos en este número especial de *Cuadernos de Economía* pueden ayudar a la comprensión de este tema. Un punto de partida en el análisis es, sin embargo, diferenciar entre flujos de corto y largo plazo. Los flujos de capitales de corto plazo parecen responder a las oportunidades de arbitraje entre las tasas de interés locales e internacionales, sobre las cuales las autoridades monetarias domésticas tienen reducido control. Los países receptores de estos tipos de flujos tienen que estar preparados a ajustarse frente a posibles reversiones de los flujos resultantes de aumentos de las tasas de interés o ciclos expansionarios en las economías industrializadas.

Por otra parte, los flujos de largo plazo están relacionados primordialmente con los fundamentos económicos. Así, si los países latinoamericanos mantienen y profundizan con éxito las reformas estructurales que se han esparcido en la región, sosteniendo simultáneamente la estabilidad macroeconómica y política, es muy probable que los capitales privados de largo plazo continúen siendo atraídos a la región.

#### REFERENCIAS

- Cárdenas, M. y R. Steiner (1997), "El Flujo de Capitales Privados a Colombia", en *Cuadernos de Economía* N° 103, diciembre.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1.
- Corbo, V. y L. Hernández, (1997), "Private Capital Inflows and the Role of Economic Fundamentals". Versión revisada del trabajo presentado en el seminario "El Retorno de los Capitales Privados a América Latina", mimeo, Universidad Católica de Chile.
- Coval, J. y F. Sturzenegger (1997), "La Experiencia Argentina con Flujos de Capital en los Noventa", en *Cuadernos de Economía* N° 103, diciembre.
- Fondo Monetario Internacional (1997), *International Capital Markets*, noviembre.
- García, M. y A. Barcinski (1997), "Capital Flows to Brazil in the 1990's: Macroeconomic Aspects and the Effectiveness of Capital Controls", Versión revisada del trabajo presentado en el seminario "El Retorno de los Capitales Privados a América Latina", mimeo, Universidad Católica de Chile.
- Krugman, P (1987), "The Narrow Moving Band, the Dutch Disease, and the Competitive Consequences of Mrs. Thatcher: Notes on Trade in the Presence of Dynamic Scale Economics," *Journal of Development Economics*, octubre.
- Labán, R., y F. Larraín. (1997a), "Can Liberalization of Capital Outflows Increase Net Capital Inflows?", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 16, N° 3.

- Labán, R., y F. Larraín. (1997b), "El Retorno de los Capitales Privados a Chile en los Noventa: Causas, Efectos y Reacciones de Política", en *Cuadernos de Economía* N° 103, diciembre.
- Larraín, F. y A. Velasco (1990). "Can Swaps Solve the Debt Crisis? Lessons from the Chilean Experience", *Princeton Studies in International Finance*, noviembre.
- Larraín, F., R. Labán, y R. Chumacero (1997), "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", Faculty Research Working Paper N°R97-09, John F. Kennedy School of Government, Harvard University. Versión revisada del trabajo presentado en el seminario "El Retorno de los Capitales Privados a América Latina", Universidad Católica de Chile.
- Sales-Sarrapy, C. (1997), "The Mexican Experience with International Capital Flows", Versión revisada del trabajo presentado en el seminario "El Retorno de los Capitales Privados a América Latina", mimeo, Universidad Católica de Chile.
- Schadler, S., M. Carkovic, A. Bennet y R. Kahn (1993), "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows", Occasional Paper 108, IMF, Washington D.C., diciembre.
- Summers, L. (1988). "Tax Policy and International Competitiveness," *International Aspects of Fiscal Policies*, editado por Frankel, 349-75. University of Chicago Press.
- Tobin, J. (1978), "A Proposal for International Monetary Reform", *Eastern Economic Journal*, Vol. 4, pp. 153-59.
- Valdés, S. y M. Soto (1997), "New Selective Capital Controls in Chile: Are they Effective?", versión revisada del trabajo presentado en el seminario "El Retorno de los Capitales Privados a América latina", mimeo, Universidad Católica de Chile.
- Williamson, J. (1991), "On Liberalizing the Capital Account", *AMEX Bank Review*, Oxford University Press.