



# Los flujos de capital privado y el crecimiento

Los flujos internacionales de capital han aumentado muchísimo, pero no se sabe qué repercusión han tenido en los países en desarrollo. En algunos, han estado asociados con mayores tasas de crecimiento pero también han estado vinculados a una mayor incidencia de las crisis. ¿Los beneficios justifican el costo?

*Deepak Mishra, Ashoka Mody  
y Antu Panini Murshid*

EN LA SEGUNDA mitad de la década de los noventa, varios países registraron crisis financieras en un contexto de crecientes flujos internacionales de capital, y surgieron dudas sobre la capacidad de estos flujos para estimular el crecimiento económico a largo plazo en las economías en desarrollo. La inestabilidad de los flujos de capital inhibe el crecimiento, pero parecería que los países están aprendiendo a controlarla mejor. Por consiguiente, el proceso inexorable de integración financiera mundial ofrece la posibilidad de un dividendo del crecimiento; pero este dividendo no es automático, hay que ganárselo.

En la medida en que los países abren su cuenta de capital, el aumento de las salidas de capital y el cambio en la composición de los flujos producirán una evolución del efecto de promoción del crecimiento que tienen estos flujos. Su principal estímulo no será ya la promoción del crecimiento a través de nuevas inversiones, sino el mejoramiento de la productividad. La repercusión de los flujos de capital sobre el crecimiento depende de la existencia de un mejoramiento gradual de las políticas internas, la rapidez con que los países reducen los controles

sobre el capital, y la medida en que cambia la composición de los flujos.

La mayoría de los países en desarrollo han sido partícipes del incremento mundial de los flujos de capital, sobre todo en los años noventa (gráfico 1), cuando se observó un claro aumento de los flujos hacia los países en desarrollo. Sin embargo, se redujo la proporción del capital privado internacional en los países de bajo ingreso, que ya era bastante baja, al igual que sus tasas de crecimiento. En el mismo período, los 10 principales receptores de capital adquirieron una proporción mayor de capital privado y aumentaron sus tasas de crecimiento.

Es difícil determinar con certeza si los flujos de capital promueven el crecimiento, pero creemos que, en muchos casos, el crecimiento interno promueve los flujos de capital. Sin embargo, los hechos observados parecen indicar que los flujos de capital pueden sustentar el crecimiento. Por lo tanto, a medida que avanzaba la integración en los años noventa, la distribución de los beneficios derivados de los flujos internacionales de capital acentuaron las diferencias de ingreso entre los países, reflejando los sucesos del anterior proceso importante de globalización, que tuvo lugar hace unos 100 años.

## Los flujos de capital y la inversión interna

Según la teoría económica, el capital se desplazará desde los países donde abunda hacia los países donde escasea, puesto que el rendimiento de las nuevas inversiones es mayor cuando el capital es limitado. Esta redistribución del capital fomentará la inversión en el país receptor y, como lo señala Summers (2000), tendrá enormes beneficios sociales. Esta teoría se basa en el supuesto de que el rendimiento del capital se reduce a medida que se instalan más maquinarias y se construyen nuevas estructuras, aunque en la práctica esto no es siempre así. Las nuevas inversiones son más productivas en los países que cuentan con una fuerza laboral calificada e infraestructura física adecuada, como lo señala Lucas (1990) al explicar por qué el capital no pasa de los países ricos a los países pobres. En general, los nuevos flujos de capital se destinan a países que han recibido importantes afluencias en el pasado, y los inversionistas buscan un entorno económico favorable (Mody y Srinivasan, 1998). En consecuencia, no es sorprendente que disminuyan los flujos de capital hacia los países de bajo ingreso.

La teoría económica y las investigaciones empíricas pueden contribuir en gran medida a determinar el lugar de destino de los flujos de capital, pero son menos concluyentes en lo que respecta a su repercusión. Una vez en el país, el capital privado puede incrementar el consumo o la inversión internos o —sobre todo— aumentar las reservas de divisas del país. Si los flujos son impulsados por incentivos para evadir el pago de impuestos u otros obstáculos jurídicos, el capital puede salir del país con la misma rapidez con que entró.

No obstante estas ambigüedades, generalmente se estima que los flujos de capital privado tienen un efecto importante en la inversión interna. Esta relación es más dinámica en el caso de la inversión extranjera directa y el crédito bancario internacional y más débil en el caso de los flujos de inversiones de cartera (Bosworth y Collins, 1999). Cuando un país es pobre y ahorra poco, los nuevos capitales provenientes del exterior pueden ayudarle a crear oportunidades de inversión. Por ejemplo, nuestro análisis indica que un incremento del 1% de las entradas de capital en África se traduce en un aumento de la inversión superior al 1%. Sin embargo, el capital extranjero invertido en África

es escaso y, en gran medida, se limita a unos pocos países con importantes recursos naturales. Además, dado que en muchos de estos países el rendimiento de la inversión no es alto, la repercusión a largo plazo del capital extranjero podría ser pequeña.

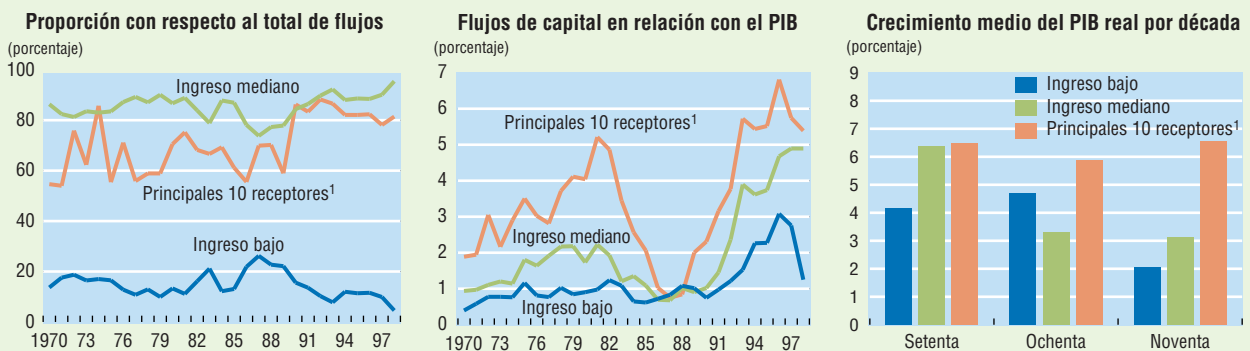
Con el tiempo, a medida que un país se integra mejor al resto del mundo, un dólar de capital extranjero eleva la inversión menos que en el pasado (gráfico 2). Esto tiene varias explicaciones. Primero, está cambiando la composición de los flujos de capital. La inversión extranjera directa se utiliza cada vez menos para proyectos totalmente nuevos (como la construcción de nuevas fábricas), en tanto que las fusiones y adquisiciones se han hecho más frecuentes. Al mismo tiempo, ha aumentado la proporción del capital de cartera con respecto a la afluencia total. Segundo, recientemente los países han acumulado mayores reservas de divisas, debido en parte a la mayor necesidad de contar con liquidez para contener las crisis financieras generadas por las fugas súbitas de capital privado. Tercero, aparentemente están aumentando las salidas de capital. Estas salidas no se reflejan bien en las estadísticas internacionales, aunque al parecer las “fugas” tradicionales de capital interno y la “ida y vuelta de fondos” (es decir, la salida y posterior retorno de los capitales en un país) para evadir el pago de impuestos internos no son las únicas causas de las salidas de capital. Parte de los flujos de capital representan una diversificación de las carteras de inversión por parte de los residentes y, en última instancia, benefician tanto a los residentes como a la economía mundial.

## Productividad

Si bien la relación entre los flujos de capital y la inversión interna ha perdido fuerza, aparentemente los flujos privados de capital están incrementando la productividad en mayor medida que en el pasado. En el gráfico 3 —un diagrama de dispersión parcial en el que se indica la relación entre el crecimiento, por un lado, y las afluencias de capital y el PIB por el otro— no se toman en cuenta diversas variables tradicionales del crecimiento, incluida la tasa de inversión interna. En los años noventa, los países donde la razón flujos de capital/PIB era superior al promedio registraron también tasas de crecimiento superiores al promedio.

Gráfico 1

### Flujos de capital privado y crecimiento en los países en desarrollo



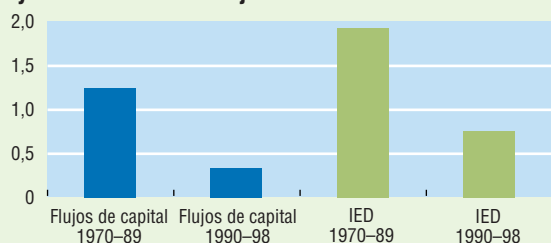
Fuentes: Banco Mundial, 2001, *Global Development Finance: Country Tables*, y *Global Development Finance*, “Building Coalitions for Effective Development Finance” (Washington).

Nota: Los “flujos de capital privado” son los flujos de recursos privados a largo y corto plazo.

<sup>1</sup> Argentina, Brasil, Chile, China, Corea, India, Indonesia, Malasia, México y Tailandia. Esta agrupación de países se basa en Banco Mundial, 1999, *World Development Indicators* (Washington).

Gráfico 2

### La relación marginal entre los flujos de capital privado y la inversión se redujo en la década de los noventa



Fuentes: Banco Mundial, 2001, *Global Development Finance: Country Tables*, y *Global Development Finance*, "Building Coalitions for Effective Development Finance" (Washington).

Nota: Todas las variables se miden en relación con el PIB. Los flujos de capital son transferencias agregadas netas de recursos a corto y largo plazo e incluyen la IED.

Los datos relativos a las condiciones necesarias para incrementar los beneficios en materia de productividad son más concluyentes: evidentemente, en los países que cuentan con una fuerza laboral capacitada y una infraestructura física adecuada los beneficios en materia de productividad son mayores. Por ejemplo, los estudios demuestran que en Malasia, la provincia china de Taiwán, y las provincias sudorientales de China la inversión extranjera directa fomenta la productividad. En cambio, en los estudios sobre Marruecos, Túnez y Uruguay no se observaron beneficios similares. Hay indicios de que, tras la llegada de las empresas extranjeras, las empresas nacionales no obtienen ningún beneficio "secundario" derivado de los conocimientos especializados que podrían aportar esas empresas extranjeras. En cambio, se reduce su participación en el mercado y la consiguiente contracción disminuye su productividad (Aitken y Harrison, 1999). Las empresas nacionales que cuentan con mayor capacidad de investigación y desarrollo pueden aprovechar mejor los beneficios derivados de la presencia de empresas extranjeras.

Estos estudios microeconómicos se complementaron con los resultados de las regresiones multinacionales de Borensztein, De Gregorio, y Lee (1998), quienes determinaron que la inversión extranjera directa es más productiva en los países que cuentan con una fuerza laboral mejor formada. En un análisis reciente de las publicaciones especializadas, Eichengreen (de próxima publicación) observa también que los estudios corro-

boran la hipótesis de que los flujos de capital privado son más eficientes en los países de ingreso más alto.

Del mismo modo, la información disponible parece indicar que los flujos de capital privado —especialmente los flujos de inversión de cartera— han estado asociados con el desarrollo de los mercados internos de capital, lo cual, a su vez, alienta el crecimiento. Sin embargo, los flujos de capital privado pueden incrementar la vulnerabilidad de un país con mercados financieros poco desarrollados frente a las crisis bancarias y cambiarias.

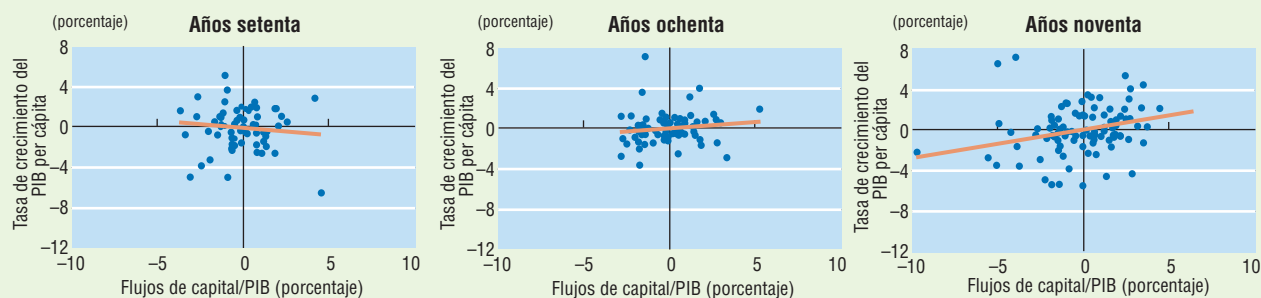
### Inestabilidad

Las crisis financieras de la segunda mitad de la década de los noventa, que amenazaron a veces con absorber el sistema financiero mundial, sirvieron para recordar que existe la posibilidad de que ocurran graves y onerosos accidentes. Si bien estas crisis produjeron reducciones extraordinarias de la producción en el corto plazo, la información parece indicar también que la actual inestabilidad de los flujos de capital (una variación más elevada de estos flujos medida por la desviación estándar) está asociada con un menor crecimiento a largo plazo. Los datos a este respecto, en el gráfico 4, no deben considerarse concluyentes.

La inestabilidad de los flujos de capital puede tener su origen en el ámbito nacional o en el extranjero, aunque algunos observadores sostienen que sus causas son predominantemente de origen interno. Por ejemplo, los cambios de política originan variaciones de los flujos; cuando estas variaciones son frecuentes e impredecibles, el nivel de inestabilidad será elevado y el crecimiento será bajo. Desde esta perspectiva, la inestabilidad, en sí, no es una causa sino un síntoma de las deficiencias de la política interna. Por otro lado, se plantea el argumento de que los recientes movimientos de los flujos de capital tienen escasa relación con la evolución de los factores económicos fundamentales de los países y que la arbitrariedad de los flujos se debe a cambios en las condiciones de la liquidez mundial y al "comportamiento de rebaño" de los inversionistas. Una posición intermedia vincula la inestabilidad interna —especialmente en el sector financiero— a las imperfecciones en la distribución de los flujos mundiales de capital. Esta relación afecta, en particular, a los países que liberalizan el sector financiero interno al mismo tiempo que abren su economía al capital externo. Esta última perspectiva ha llevado a una amplia aceptación de la

Gráfico 3

### La relación entre los flujos de capital privado y el crecimiento se ha fortalecido gradualmente



Fuentes: Banco Mundial, 2001, *Global Development Finance: Country Tables*, y *Global Development Finance*, "Building Coalitions for Effective Development Finance" (Washington).

Nota: Dispersiones parciales tras tomar en cuenta el PIB real inicial, la escolaridad inicial, la proporción de inversión, una medida de la política económica, y la inestabilidad.

importancia de fortalecer el sector financiero interno a medida que un país se integra financieramente con el resto del mundo.

No obstante la considerable atención prestada a las crisis financieras de la segunda mitad de la década de los noventa, la inestabilidad a largo plazo de los flujos de capital (la desviación estándar de esos flujos), que en algunos países era elevada e incluso registraba un crecimiento moderado, se redujo en ciertas regiones del mundo en desarrollo. En vista de las indicaciones de una disminución de la inestabilidad, junto con la percepción de que en algunos países la recuperación tras la crisis ha sido relativamente rápida, algunos observadores han concluido que los países han aumentado gradualmente su capacidad para hacer frente a esa inestabilidad (Cline, 2000). Esto puede deberse a que los países han diversificado mejor sus estructuras de producción, a que la práctica más generalizada de permitir la flotación del tipo de cambio acelera la recuperación del crecimiento, o a que la mayor conciencia de la necesidad de crear salvaguardias ha inducido a los responsables de la política económica a mantener una mayor liquidez internacional, reforzar el sector financiero, y gravar las afluencias de capital para limitar las más inestables.

### Conclusión

La prematura complacencia ante el auge de los flujos de capital durante la primera mitad de la década de los noventa ha sido remplazada, en los últimos años, por un escepticismo que tampoco se justifica. Es improbable que los flujos de capital privado permitan resolver todos los problemas del desarrollo; además, pueden generar importantes costos. Sin embargo, cuando se en-



**Ashoka Mody (izq.), Asesor en el Departamento de Estudios del FMI, y Antu Panini Murshid, Consultor en el Banco Mundial.**

cauzan eficazmente, pueden estimular la inversión y el crecimiento de la productividad. Las políticas internas que propician inversiones más eficientes también atraerán capital extranjero productivo. En última instancia, la solidez interna, que incluye un sector financiero robusto y prudente, también protegerá a un país de la inestabilidad inducida por los flujos de capital. No obstante, en ciertos casos, podría ser recomendable adoptar salvaguardias especiales, por ejemplo, un nivel más alto de reservas de divisas o una línea de crédito contingente. **F&D**



**Deepak Mishra, economista en el Banco Mundial.**

Este artículo se basa en "Building Coalitions for Effective Development Finance", Global Development Finance (Washington: Banco Mundial, 2001).

#### Bibliografía:

Aitken, Brian J. y Ann E. Harrison, 1999, "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela", *American Economic Review*, vol. 89, págs. 605–18.

Borensztein, Eduardo, José De Gregorio y Jong-Wha Lee, 1998, "How Does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?" *Journal of International Economics*, vol. 45, págs. 115–35.

Bosworth, Barry P. y Susan M. Collins, 1999, "Capital Flows to Developing Economies: Implications for Saving and Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, *Brookings Institution*, págs. 143–69.

Cline, William R., 2000, "The Management of Financial Crises", estudio preparado por *Kiel Week Conference 2000*, "The Role of the Private Sector in Resolving Financial Crises in Emerging Markets", Woodstock, Vermont, National Bureau of Economic Research, octubre 19–21.

Eichengreen, Barry, "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", de próxima publicación, *World Bank Economic Review*.

Lucas, Jr., Robert E., 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 80 (mayo), págs. 92–96.

Mody, Ashoka y Krishna Srinivasan, 1998, "Japanese and US Firms as Foreign Investors: Do They March to the Same Tune?" *Canadian Journal of Economics*, vol. 31, págs. 778–99.

Summers, Lawrence, 2000, "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 90 (mayo), págs. 1–16.

