

La dinámica de los flujos de capital hacia América Latina y los países en desarrollo, 1970-2002*

Alejandro Torres G.**

Introducción. I. La dinámica de los flujos de capital hacia los países en desarrollo. II. Teoría y evidencia sobre los determinantes de los flujos de capital. III. ¿Hacia una nueva fase de entrada de capitales en América Latina? Conclusiones. Anexos. Referencias.

Resumen

Los flujos de capital durante las últimas tres décadas han adquirido importancia paulatina en el escenario internacional, especialmente para las economías en desarrollo. Su dinámica cada vez es más importante para explicar el comportamiento macroeconómico de estas, toda vez que permiten potenciar el crecimiento económico, aunque, simultáneamente, pueden ocasionar desequilibrios macroeconómicos importantes en las economías receptoras. El objetivo del presente trabajo es evaluar el comportamiento de los flujos de capital hacia los países en desarrollo, haciendo énfasis en las economías de América Latina. Los resultados señalan cuatro características

de los flujos: un comportamiento cíclico durante el período de estudio, caracterizado por dos fases de auge y dos de contracción; un aumento en la entrada de recursos durante la última década, tanto en términos relativos como absolutos; un cambio en su composición a favor de los flujos privados y una tendencia hacia su concentración en las economías de mayores ingresos.

Palabras clave: Flujos de capital, América Latina, Países en desarrollo, factores de atracción, factores de expulsión.

Abstract

The flows of capital during last the three decades have acquired gradual importance

* Este artículo es uno de los productos del proyecto de investigación titulado “*Volatilidad de los flujos de capital y desempeño macroeconómico en América Latina: 1980-2001*”, financiado por el Comité de Desarrollo de la Investigación –CODI– de la Universidad de Antioquia. La primera parte de este trabajo fue desarrollada con base en el trabajo de grado para optar al título de Economista de la Universidad de Antioquia, realizado por el autor en conjunto con Sandra Liliana Moreno. Se agradecen los comentarios de Remberto Rhenals, Coordinador del proyecto, y de Sandra Liliana Moreno.

** Economista. Universidad de Antioquia. Estudiante de la Maestría en Economía y Asistente de investigación del Centro de Investigaciones Económicas –CIE– de la Universidad de Antioquia. Correo electrónico: atorres@agustinianos.udea.edu.co

in the international scene, specially for the developing economies. Its dynamics every time is more important to explain the macroeconomic behavior of these, every time they allow to harness the economic growth, although, simultaneously, can cause important macroeconomic imbalances in the receiving economies. The objective of the present paper is to evaluate the behavior of the capital flows towards the developing countries, making emphasis in the economies of Latin America. The results indicate four characteristics of the flows: A cyclical behavior during the period of study, characterized by two phases of height and two of contraction; an increase in the entrance of resources during the last decade, as much in relative terms as absolute; a change in its composition in favor of the private flows and a tendency towards its concentration in the economies of greater income.

Key words: Flows of capital, Latin America, developing Countries, factors of attraction, factors of expulsion.

Introducción

En las últimas dos décadas, se ha registrado una integración paulatina de los mercados de bienes y servicios mundiales en el marco de la globalización económica, lo que debe traducirse, en teoría, en una mejor asignación de los recursos mundiales, la potenciación del crecimiento y el desarrollo económico y la disminución de las desigualdades existentes entre los países. Este fenómeno ha dado como resultado una creciente interdependencia entre el desempeño de las economías de los países emergentes y la dinámica del mercado mundial.

Sin embargo, hablar de integración adquiere una connotación especial cuando se hace referencia a los mercados internacionales de capital. En los últimos veinte años, su integración ha aumentado ostensiblemente y más que en cualquier otro tipo de mercado, lo que los ha hecho más amplios, líquidos, complejos y con una mayor gama de opciones de inversión. Esta alta integración ha encontrado su explicación, en gran parte, en los avances tecnológicos en los campos de la informática, redes de información y telecomunicaciones, además de la progresiva desregulación y liberalización de los mercados a nivel local, lo que ha terminado por aumentar la movilidad del capital entre países y regiones. Tal situación ha hecho que los inversionistas internacionales hayan encontrado nuevos destinos para sus inversiones, resaltándose la entrada de grandes montos de inversión en los países en desarrollo, especialmente en la década de 1990, los cuales se encontraban prácticamente excluidos de los mercados internacionales antes de la década de 1970, o apenas si eran considerados como destinos de inversión de manera marginal y en casos excepcionales.

América Latina no ha sido ajena a este fenómeno. Uno de los hechos más destacables de la década de 1990, en términos económicos para la región, fue el reingreso de las corrientes de capital extranjero, interrumpidas desde principios de los años ochenta después de iniciarse la crisis de la deuda externa. Esta nueva fase de entrada de capitales fue incluso mayor a la ocurrida entre los años 1970-1981, ya que mientras en este período los flujos netos agregados alcanzaron un promedio de 3,3% del

PIB anual, en el período 1990-1998, estos alcanzaron un promedio del 4,2% del PIB anual. Sin embargo, pese al dinamismo experimentado en este segundo período, actualmente los flujos de capital hacia los países en desarrollo, incluyendo América Latina, se encuentran de nuevo en niveles muy bajos, situación ocasionada por múltiples factores los cuales se señalarán a lo largo de este trabajo, lo que ha limitado las posibilidades de financiamiento internacional en estos países y ha alterado su escenario macroeconómico general.

Y es que, en efecto, la dinámica de los flujos internacionales de capital cada vez se encuentra más relacionada con el desempeño de los países en desarrollo. La mayor disponibilidad de recursos externos permite a los agentes nacionales responder de manera más adecuada ante choques de distintas características facilitando la suavización intertemporal del consumo y la diversificación del riesgo. Así mismo, permite complementar el ahorro interno por medio de la movilización del ahorro desde los países exportadores de capital, lo que posibilita el aumento del acervo de capital en la economía receptora (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1994). Esto ha hecho que, como varios estudios señalan, el ciclo económico de las economías en desarrollo se encuentre cada vez más relacionado con la dinámica de los flujos de capital (Gavin y Hausman, 1996), tal como ha ocurrido en las últimas décadas en América Latina: altas entradas de capital en la década de 1970 junto con un comportamiento favorable en términos de crecimiento económico; suspensión del financiamiento externo en la década de

1980 a la par de una disminución sin precedentes en materia de crecimiento y, para la década de 1990, reanudación de los flujos de capital acompañado de mayores niveles de crecimiento económico.

Pero la entrada de capitales no solo genera efectos favorables sobre las economías receptoras. En general, pueden señalarse tres riesgos macroeconómicos a los que los países receptores pueden verse enfrentados: desajustes externos severos en las fases expansivas, vulnerabilidad del sistema financiero y ajustes drásticos en las fases de salida de los capitales (Held y Szalachman, 1997). Con relación al primero, las entradas de capital usualmente traen consigo altos déficit en cuenta corriente, además de fuertes apreciaciones cambiarias (tanto nominales como reales) que pueden situar el tipo de cambio por fuera de su senda de equilibrio de manera prolongada. Adicionalmente, dependiendo de los tipos de flujos percibidos, la situación de la economía interna y el régimen cambiario, las entradas de capital pueden generar aumentos en la volatilidad del producto (cuando las entradas son en su mayoría capitales financieros de corto plazo), presiones inflacionarias vía demanda, principalmente si las economías se encuentran cerca de su producto potencial al momento de las entradas, así como disminuciones significativas en el valor de las exportaciones.

En segundo lugar, las entradas de capital pueden comprometer el desempeño del sistema financiero doméstico, ya que pueden ocasionar *booms* de crédito, dirigidos básicamente hacia el consumo y a sectores de baja productividad, así como

generar burbujas de precios en los mercados de activos y bienes raíz, dejando seriamente comprometido el sistema una vez los capitales se reviertan. Finalmente, si las entradas pueden trastornar el escenario macroeconómico, las salidas pueden terminar por colapsar las economías receptoras. En efecto, la reversión súbita de tales flujos, explicada tanto por el deterioro de los fundamentales macroeconómicos, como por los denominados comportamientos de “manada” y los efectos de “contagio”, sumado a la incapacidad de las autoridades para responder ante esta situación, puede sumergir a las economías en grandes recesiones, altas devaluaciones de sus monedas, quiebra de empresas, aumento del desempleo y, en el peor de los casos, crisis financieras tales como las ocurridas en México (1994), los países del sudeste asiático (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001), entre otras.

Esta creciente dependencia entre el comportamiento de los flujos de capital y el desempeño económico en América Latina y, en general, en los países en desarrollo, ha despertado nuevamente el interés de los investigadores por conocer más sobre la dinámica de los flujos de capital, sus determinantes y las alternativas de política existentes que permitan aprovecharlos de la mejor manera posible. El objetivo de este trabajo, entonces, es analizar la dinámica y principales características de los flujos de capital que han ingresado a las economías de América Latina entre 1970 y 2002,¹

tratando de establecer los factores que permiten explicar su comportamiento desde una perspectiva macroeconómica de largo plazo.

Para dar cuenta de este objetivo, el trabajo ha sido dividido en tres partes, además de esta introducción. En la primera sección se presenta la evolución de los flujos de capital en las economías en desarrollo, haciendo énfasis especial en el caso de América Latina; a continuación se presentarán los desarrollos teóricos y empíricos más aceptados en la literatura sobre los determinantes de los flujos de capital, mientras en la tercera se analizará de manera breve la posibilidad de que las economías de la región se encuentren *ad portas* de una nueva entrada masiva de capitales. Finalmente se presentarán algunas consideraciones y conclusiones sobre el tema.

I. La dinámica de los flujos de capital hacia los países en desarrollo

Siguiendo la metodología del Banco Mundial, los flujos de capital pueden dividirse en dos tipos, dependiendo del origen de los recursos. El primer tipo de flujos son los oficiales, constituidos por préstamos de largo plazo realizados por agentes extranjeros tales como gobiernos, organismos multilaterales y el sector público en general, además de las donaciones, entre las que se cuentan, por ejemplo, las realizadas por los países industrializados y organizaciones multilaterales a los países emergentes con el fin de promover el

¹ Las cifras del Banco Mundial del *Global Development Finance (2004)* comprenden hasta este año. Las posteriores son fragmentarias.

crecimiento y el desarrollo económico.² La asignación de estos recursos no necesariamente se realiza por medio del mercado, ya que puede derivarse de acuerdos entre las entidades involucradas. El segundo tipo de capitales son los privados, caracterizados por originarse en este sector de las economías extranjeras (bancos, empresas y ahorradores, por ejemplo), y están conformados por préstamos de corto y largo plazo, flujos de portafolio e Inversión Extranjera Directa (IED).³ A diferencia de los primeros, estos recursos se gestionan a través de los mercados, exceptuando algunos casos como donaciones de organismos no gubernamentales y asociaciones sin fines de lucro; sin embargo, estos representan una pequeña proporción del total.

Ahora bien, al analizar los flujos de capital hacia los países en desarrollo en las últimas tres décadas (1970-2002) pueden destacarse cuatro características importantes: en primer lugar, un comportamiento cíclico, donde resultan claramente identificables períodos de altas entradas de capital (auges) a los cuales han seguido fases de fuertes salidas (contracciones); en segundo lugar, se evidencia un importante aumento en sus montos durante la última década, no solo en términos absolutos, sino también relativos. En tercer lugar, un cambio sustancial en su composición entre flujos oficiales y privados, disminuyendo la participación de los primeros mientras aumen-

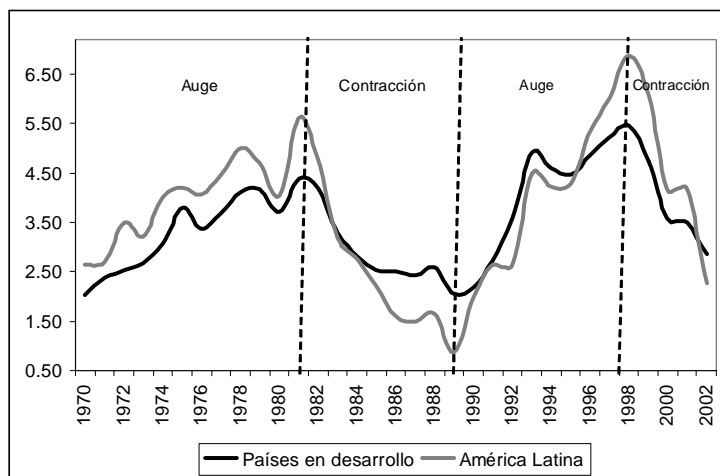
tó la de los últimos. Finalmente, se presenta una tendencia a la concentración de estos en los países de ingreso medio (medio-bajo y medio-alto), mientras que los países de ingreso bajo pierden cada vez más la capacidad para atraer capitales extranjeros (básicamente privados).

La primera característica puede corroborarse en el gráfico 1, donde se observa el comportamiento cíclico de los flujos de capital, constituido por dos fases de auge, comprendidas entre 1970-1981 y 1990-1998, al igual que dos de contracción, la primera entre 1982-1989 y la segunda iniciada en 1999 y que aún no termina. Claramente se evidencia un aumento de los flujos de capital en la última fase de entrada (la segunda característica), ya que mientras en el primer episodio alcanzaron una participación en el PIB de 3,3% promedio anual, con un nivel máximo de 4,4% del PIB en 1981, en la segunda su participación fue de 4,2% del PIB promedio anual, alcanzando un máximo de 5,4% del PIB en 1998, lo que representa un aumento de casi un punto porcentual en promedio entre ambos ciclos. En términos absolutos, la situación es igualmente clara, ya que mientras entre 1970 y 1981, los flujos netos agregados de capital alcanzaron los US\$ 485.514 millones, en el período 1990-1998 sumaron US\$ 1'825.426 millones, casi cuatro veces más que lo registrado en la anterior fase de auge (Cuadro 1. Anexo estadístico).

² Las cifras sobre flujos oficiales, que se tratarán en este trabajo, no consideran ni los préstamos del Fondo Monetario Internacional (FMI) ni la cooperación técnica.

³ Todas las cifras sobre flujos de capital hacen referencia a flujos netos y no incluyen la distribución de beneficios o pagos del principal. Para ver la definición exacta de cada una de las series y sus componentes, véase el anexo 1.

Gráfico 1.
Flujos netos agregados de capital. 1970-2002
(Como porcentaje del PIB)



Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM]. 2004.
 Cálculos propios.

El ciclo señalado se repite de igual forma para el caso de América Latina (gráfico 1), aunque difiere en magnitud, siendo tanto las fases de auge como las de contracción más pronunciadas en este caso. Así, en el primer período de auge, los flujos externos netos alcanzaron el 4,0% del PIB regional promedio anual, presentándose su máximo en 1981 cuando registraron el equivalente a 5,6% del PIB. En el segundo período de auge, un poco más intenso que el primero, éstos alcanzaron un promedio de 4,3% del PIB promedio anual, con un máximo en 1998 de 6,9% del PIB. En el período 1982-1989, por su parte, los flujos hacia los países en desarrollo disminuyeron hasta el 2,5% del PIB promedio anual, con un mínimo de 2,0% en 1989, mientras que para América Latina alcanzaron el 2,0% del PIB promedio anual, con un mínimo de 0,9% del PIB en el mismo año.

La explicación de la dinámica de los flujos de capital hacia América Latina ha sido un tema recurrente en la literatura económica, encontrándose consensos importantes. En el caso de la primera fase de entradas se destacan dos situaciones. Por un lado, el desarrollo y flexibilización de los mercados financieros internacionales (especialmente el mercado de euromonedas), que facilitó el acceso y la fluidez de los capitales entre países. Por otro lado, el alza de los precios internacionales del petróleo en 1973-1974 y 1977-1979, que permitió la acumulación de grandes excedentes financieros de los países de la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) en bancos comerciales alrededor del mundo, además que generó un fenómeno de estanflación generalizada en los países industrializados y de la OCDE, hechos que instaron a la banca privada de las economías desarro-

lladas a reorientar sus recursos hacia las economías en desarrollo.

Sin embargo, las inconsistencias en las políticas económicas internas, la acumulación de desequilibrios macroeconómicos derivados en gran parte del exceso de capital extranjero en la región y la reversión de los factores externos, antes favorables para el influjo de capitales, revirtieron de manera drástica la dinámica de los capitales, lo que generó un grave problema de liquidez e incapacidad de financiamiento externo para los países, dándose así origen a la crisis de deuda de los ochenta.

La crisis solo pudo ser superada desde 1989, después de que se realizaron ingentes esfuerzos por parte de organismos multilaterales y la banca mundial para reprogramar la deuda externa de los países más endeudados, así como el otorgamiento de préstamos no voluntarios a algunos de estos. Pero, además, los países debieron orientar sus políticas hacia la generación de superávit comerciales y la búsqueda del equilibrio en cuenta corriente, para lo cual debieron soportar tipos de cambio real excesivamente altos, problemas inflacionarios, aumentos en las tasas de interés, además de que debieron realizar recortes severos en la inversión pública con el fin de contrarrestar el déficit fiscal, situaciones que generaron una profunda recesión en la economía regional haciendo mucho más adverso el ambiente doméstico para la entrada de capitales internacionales (Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 1995).

A pesar del escepticismo por parte de la comunidad internacional, las corrientes internacionales de capital retornaron a la

región desde principios de la década de 1990. La drástica caída en las tasas de interés internacionales, la recesión de las economías industrializadas (por ejemplo, Estados Unidos, Alemania, Japón y Francia), además de la relajación de las restricciones para la colocación de títulos soberanos en los mercados de Estados Unidos (Regla 144^a y el Reglamento 5), así como en Japón y Suiza (Fresard y Martínez, 1999), entre otros, se constituyeron en los aspectos externos más importantes para explicar esta nueva fase.

Por su parte, los factores internos más destacables fueron los procesos de liberalización financiera y comercial, la modernización del sistema financiero, las modificaciones en los regímenes cambiarios y el desempeño positivo, en términos macroeconómicos, de las economías latinoamericanas en este período (crecimiento, inflación, cuenta corriente, endeudamiento externo, entre otros). Adicionalmente, las políticas de privatización de las principales compañías estatales y las de repatriación de capitales (realizadas por medio de amnistías y la posibilidad de denominar activos en moneda extranjera) de principios de la década generaron fuertes entradas vía IED y flujos privados (Calvo, 1993 y Calvo, Leiderman, Reinhart 1994).

Nuevamente, las grandes entradas de capital ocasionaron fuertes desequilibrios macroeconómicos en las principales economías receptoras, traducidos en *booms* de consumo y crédito, revaluación, aumentos en el déficit en cuenta corriente y aumentos en la liquidez doméstica, entre otros, los cuales terminaron por generar fenómenos de crisis financieras y

“*suddens stops*”, comprometiendo el desempeño de las economías que los experimentaron⁴ además de algunas otras de la región por medio del efecto “contagio”. La crisis mexicana (1994), aunque no afectó de manera drástica la entrada de capitales a la región (Gráfico 1), permitió evidenciar el riesgo en que se encontraban los países receptores. Sin embargo, situaciones posteriores, como las crisis asiática (1997), rusa (1998) y brasileña (1999), agudizaron la percepción de riesgo por parte de los inversionistas internacionales, interrumpiéndose nuevamente los flujos de capital hacia la región a partir de 1998-1999, situación favorecida, además, por la recuperación de las tasas de interés internacionales y el mejoramiento en el desempeño económico de los países industrializados.

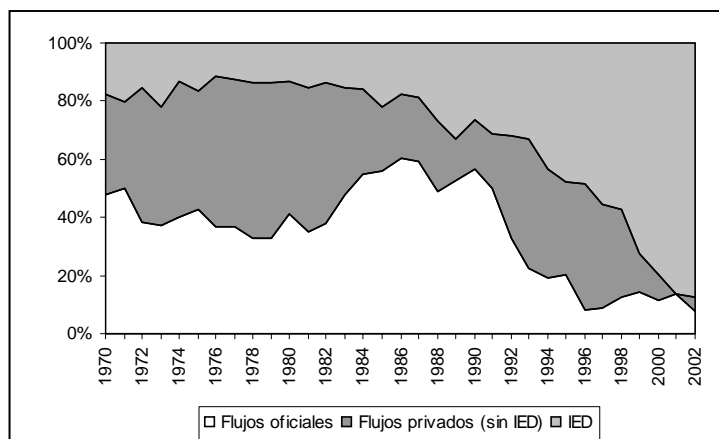
El comportamiento de los flujos de capital y sus distintos determinantes han dado origen a la tercera característica, señalada anteriormente, y es el cambio en su composición. En efecto, en la actualidad los flujos privados de capital han adquirido un gran protagonismo, en particular la IED, mientras que los flujos oficiales han venido perdiendo participación desde principios de la década de 1990 hasta casi desaparecer

para el 2002 (Gráfico 2). Sin embargo, la predominancia de los flujos privados depende en gran medida de la región a la que se haga referencia. Como se aprecia en el Cuadro 1, en Europa y Asia Central (incluye los países de la antigua Unión Soviética), Asia Oriental y Pacífico y América Latina, los flujos privados han predominado sobre los oficiales, con una participación de 78,4%, 82,7% y 91,5% del total, respectivamente. Por el contrario, en las regiones de Medio Oriente y Norte de África, Sur de Asia y el África Sub-Sahara, la participación de los flujos oficiales continúa siendo mayor que la de los flujos privados, lo que muestra la dependencia de estas regiones de los préstamos de gobiernos y organismos multilaterales.

La recomposición de los flujos de capital se repite en el caso de América Latina (Gráfico 3). Mientras que en el período 1970-1982, los préstamos bancarios de corto y largo plazo, tanto privados como públicos, fueron predominantes, seguidos por la IED, (Cuadro 2. Anexo), la crisis de deuda generó una recomposición del endeudamiento regional, caracterizada por la disminución del endeudamiento privado, a favor de un aumento en los flujos oficiales.

⁴ La importancia de los flujos de capital en el desempeño económico (auge y recesión) de los países latinoamericanos ha sido resaltada en varios estudios (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; Calvo, Izquierdo y Talvi, 2003 y Cárdenas y Barrera, 1997, por ejemplo).

Gráfico 2
Composición de los flujos netos de capital hacia los países en desarrollo, 1970-2002
 (Participación como porcentaje del total)



Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM]. 2004. Cálculos propios.

Cuadro 1
Composición de los flujos de capital por regiones, 1970-2002
 (Como porcentaje del total de los flujos)

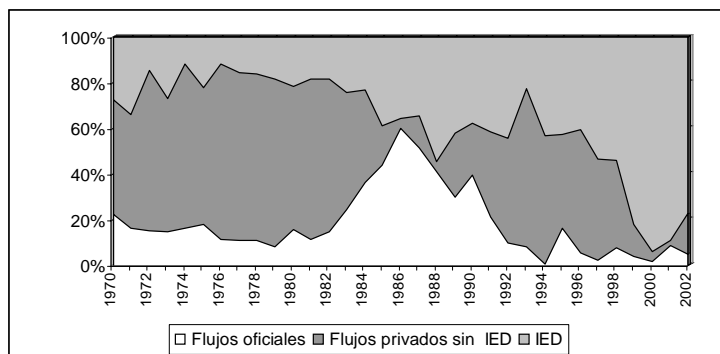
	Europa y Asia Central	Asia Oriental y Pacífico	América Latina	Medio Oriente y Norte de África	Sur de Asia	Africa Sub- Sahara
Flujos oficiales netos	21,5	17,2	8,4	57,8	57,0	68,4
Prestamos de largo plazo	10,4	13,9	6,2	22,9	35,9	27,1
Donaciones	11,1	3,3	2,3	34,9	21,1	41,3
Flujos privados netos	78,5	82,8	91,6	42,2	43,0	31,6
Prestamos	38,3	54,4	38,3	20,7	19,8	9,0
Flujos de portafolio	6,4	14,2	8,7	3,1	10,3	4,2
Inversión Extranjera Directa	33,8	14,2	44,6	18,4	12,8	18,3
Flujos agregados netos	100	100	100	100	100	100

Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM]. 2004. Cálculos propios.

En la década de 1990, sin embargo, los flujos privados de capital presentaron una fuerte recuperación, en tanto que los oficiales registraron una participación cada vez menor en el total. Este hecho se explica, básicamente, por el aumento en la participación de la IED, así como por la entrada de fuertes sumas de capital vía

inversión en portafolio (flujos prácticamente inexistentes en los períodos anteriores). Finalmente, el período 1999-2002 evidencia una disminución en los flujos netos agregados superior al 50% con relación al período de entradas, originada en la disminución del endeudamiento privado y la salida de los flujos de portafolio.

Gráfico 3
América Latina. Composición de los flujos de capital, 1970-2002
 (Como porcentaje del total)



Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM]. 2004.
 Cálculos propios

La cuarta y última característica a considerar es la concentración de los flujos de capital. El cuadro 1 del anexo presenta la distribución de los flujos de capital hacia las economías en desarrollo, tomando en cuenta su nivel de ingreso. La muestra está conformada por 46 países de bajos ingresos, 31 de ingreso medio-bajo y 16 de ingreso medio-alto. Como puede apreciarse, los flujos privados de capital se han dirigido principalmente hacia las economías de ingreso medio-alto, ya que las 16 economías consideradas en este rango obtuvieron entre el 35% y el 38% de los flujos totales en cada una de las fases (exceptuando la fase de salida 1981-1989). Las economías de ingreso medio-bajo (31 en total), por su parte, captaron entre el 47% y el 58% de los flujos totales, mostrando un aumento considerable en su captación en el período 1999-2002.

Por el contrario, las cifras demuestran que las economías de bajos ingresos cada vez poseen menos capacidad para obtener financiamiento externo. En efecto,

exceptuando el período 1982-1989, los países de bajos ingresos cada vez participan en una menor proporción en la captación de flujos privados de capital (14,5% del total en 1970-1982 y 3,0% en 1999-2002). Tales economías sólo se ven favorecidas en el caso de los flujos oficiales, pues son estas las principales receptoras de este tipo de capitales (49% en 1970-1982 y 63% en 1999-2002).

Con el fin de verificar lo anterior, se presenta un índice de concentración (C) de los flujos de capital oficiales y privados (Cuadro 2). Este se construyó para cada grupo de países considerando el cociente entre los flujos de capital percibidos por el grupo sobre el total de los flujos y el cociente entre el PIB del grupo y el PIB total del conjunto de países en desarrollo o de América Latina, según el caso, así:

$$C = \frac{\frac{\text{Flujos captados por grupo}}{\text{Flujos totales}}}{\frac{\text{PIB grupo}}{\text{PIB total}}}$$

Cuadro 2
Coefficientes de concentración de los flujos de capital, 1970-2002

Países en desarrollo	1970-1989	1990-2002	1970-2002
Flujos oficiales			
Bajos ingresos	2,15	3,13	2,71
Medio bajos ingresos	0,74	0,64	0,68
Medio altos ingresos	0,36	0,35	0,34
Flujos privados			
Bajos ingresos	0,72	0,42	0,48
Medio bajos ingresos	0,88	0,97	0,96
Medio altos ingresos	1,63	1,47	1,53
<hr/>			
América Latina	1970-1989	1990-2002	1970-2002
Flujos oficiales			
Bajos ingresos	15,03	59,28	31,40
Medio bajos ingresos	1,24	1,11	1,20
Medio altos ingresos	0,60	0,53	0,57
Flujos privados			
Bajos ingresos	0,45	0,61	0,51
Medio bajos ingresos	0,95	0,92	0,92
Medio altos ingresos	1,06	1,08	1,08

Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM]. 2004.
Cálculos propios

De esta forma, si el índice es mayor a uno, por ejemplo, los países del grupo poseen una mayor participación en flujos de capital que en el PIB total, indicando entonces una concentración de éstos. El índice se calculó considerando un ciclo completo de entradas y salidas de capital, cubriendo entonces los períodos 1970-1989 y 1990-2002, así como el período completo, esto con el fin de considerar su evolución entre ambos ciclos.

Los resultados ratifican la tendencia hacia la concentración de los flujos de capital privados en las economías de mayores ingresos, principalmente en el conjunto de los países en desarrollo. El índice para el período completo, señala a los países de ingreso medio-alto como aquellos que poseen una mayor concentración de flujos privados (1,53), mientras el caso contrario se presenta para los países de ingresos bajos (0,48). La situación para este

rango de países se agrava al considerar la evolución entre ambos ciclos, ya que perdieron participación en los flujos privados en el segundo ciclo, pasando de 0,72 a 0,42. Lo opuesto sucede en el caso de los países de ingreso medio-bajo, ya que aumentaron su participación en el segundo ciclo, pasando de 0,88 en el período 1970-1989 a 0,97 entre 1990-2002.

Otro aspecto claro es el tipo de flujos percibido por los diferentes grupos de países. Como se observa, los flujos oficiales se han concentrado básicamente en las economías de bajos ingresos (2,71 para el período completo), aumentando su participación en el segundo ciclo, seguidas por las economías de ingreso medio-bajo y medio-alto, respectivamente. Esta situación, sumada a las consideraciones anteriores, demuestran el carácter redistributivo de este tipo de flujos.

En el caso de América Latina, se observa una tendencia similar, aunque más débil, debido posiblemente a lo restringido de la muestra en el caso de los países de bajos ingresos. El cuadro 3 del anexo estadístico, presenta la orientación de los distintos tipos de capitales tomando en cuenta el nivel de ingreso de los países receptores. La muestra incluye 2 países de ingreso bajo (Haití y Nicaragua), 12 países de ingreso medio-bajo y 12 de ingreso medio-alto. La concentración desde esta perspectiva no se presenta de manera tan clara como en el caso mundial, ya que, omitiendo los países de bajos ingresos, los cuales representan una parte limitada de la muestra, en los períodos anteriores a 1990 la participación de los distintos niveles de ingresos en los flujos netos totales ha sido relativamente igual, con ligeras variaciones. Sólo en el período 1990-1998 se presentó una divergencia considerable en términos de captación, ya que mientras los países de ingreso medio-bajo obtuvieron el 42% del total de los flujos, los de medio-alto captaron el 57% del total.

Sin embargo, al considerar las entradas de capital de cada país por separado, la situación cambia sustancialmente. Como se aprecia en el cuadro 4 del anexo, durante el período en consideración, la mayor parte de los capitales se han dirigido hacia un grupo selecto de países, entre los que se cuentan Brasil (ingreso medio-bajo), México y Argentina (los dos de ingreso medio-alto), quienes en todas las fases han ocupado los tres primeros lugares en términos de captación, en su respectivo orden, y en conjunto obtienen más del 60%

de los flujos hacia la región. Los puestos siguientes son ocupados por Chile, Venezuela y Colombia, en distinto orden, según el período analizado.

El índice de concentración en el caso de América Latina (Cuadro 2) muestra cómo en todos los períodos considerados, los flujos privados se concentraron en las economías de ingreso medio-alto, contrario a lo ocurrido en los países de ingreso bajo. Sin embargo, la situación para estas economías mejoró entre ambos ciclos aumentando su captación, mientras para los otros grupos la situación permaneció relativamente estable. Nuevamente, los flujos oficiales son percibidos en su mayoría por las economías de ingresos bajos, las cuales presentan un índice de concentración excepcionalmente alto (31,4 para el período completo),⁵ mientras los países de ingreso medio-alto poseen una baja participación en este tipo de flujos, evidenciado por su bajo índice de concentración.

La dinámica de los flujos de capital en términos de composición y concentración, señaladas anteriormente, plantea serios interrogantes. Por un lado, la predominancia paulatina que han adquirido los flujos privados, especialmente los flujos de portafolio, puede implicar un aumento en la volatilidad de los flujos de capital ya que estos pueden entrar y salir de los países con relativa facilidad (excepcionalmente la IED), característica que ha sido asociada a su vez con una mayor inestabilidad macroeconómica en los países receptores, dado que las variaciones súbitas en los flujos externos pueden terminar por

⁵ La extraordinariamente alta participación de estos países (Haití y Nicaragua) se explica por las circunstancias especiales que registraron en el período analizado.

afectar la dinámica de variables agregadas como la tasa de interés, el tipo de cambio y el crecimiento económico. Si a lo anterior se suma que este tipo de flujos se concentra de manera importante en un “pequeño” grupo de economías (las de mayores ingresos), el riesgo de que éstas enfrenen desequilibrios macroeconómicos y crisis financieras aumenta de manera importante, lo que implica altos costos, no solo para los países que las enfrentan, sino además para la comunidad internacional, ya que en los casos recientes de crisis financieras los organismos multilaterales han debido realizar fuertes préstamos de rescate a los países afectados.⁶

Pero, lo más preocupante quizás, está relacionado con las posibilidades reales de crecimiento y desarrollo para las economías más pobres vía financiamiento externo. La predominancia de los flujos oficiales de capital en estos países, los cuales cada vez son menores a nivel mundial, sumado a su baja participación en los flujos privados de capital, evidencia la incapacidad de estas economías para atraer recursos externos vía mercado, lo cual pone en duda los beneficios de la integración financiera como motor del crecimiento económico y mecanismo para cerrar las brechas entre países ricos y pobres, mientras obliga a pensar en formas alternativas para que estas economías logren integrarse de manera favorable en el nuevo escenario financiero y económico mundial.

II. Teoría y evidencia sobre los determinantes de los flujos de capital

Si bien en la sección anterior se hizo referencia a algunos de los principales determinantes de los flujos de capital hacia América Latina en el periodo de estudio, resulta conveniente analizar de manera más detallada lo que la literatura, tanto teórica como empírica, considera como las principales variables al momento de explicar las entradas o salidas de capital hacia los países.

En general, la literatura económica sobre los movimientos internacionales de capital se ha desarrollado tratando de identificar las condiciones generales que caracterizan a las economías receptoras de capital, tales como la situación macroeconómica, características estructurales y aspectos de política. Si bien este no es el único enfoque que se ha utilizado para comprender este fenómeno,⁷ puede afirmarse que es el más aceptado y el de mayor corroboración empírica.

La primera consideración bajo este enfoque, es que los inversionistas internacionales reaccionan a las diferencias de rentabilidades entre diferentes países. Esta situación se captura por medio de la denominada condición de paridad descubierta de la tasa de interés, que relaciona la tasa de interés doméstica y la tasa de interés externa, con el fin de determinar

⁶ Como ejemplo de esto, pueden citarse los préstamos de rescate que el Fondo Monetario Internacional ha realizado a países como Indonesia, Corea, Tailandia, Rusia, Brasil y México, en la segunda mitad de la década de 1990 (Ocampo, 1999), además de los que otorgaron a Argentina en años recientes.

⁷ Un enfoque alternativo se fundamenta en la consideración de factores asociados con la teoría de la firma y la organización industrial, así como la evaluación de la disponibilidad de materias primas y recursos naturales en los países receptores, entre otros criterios. Para un ejemplo, véase Woodward y Rolfé, 1993.

en qué lugar existe una mayor rentabilidad de las inversiones. En términos formales, si suponemos que dos activos de distintos países otorgan la misma tasa de rendimiento, puede escribirse:

$$(1+i) = \left(\frac{1}{E_t}\right)(1+i^*)(E_{t+1}^e) \quad (1)$$

Donde:

i = tasa de interés doméstica

i^* = tasa de interés externa

E_t = Devaluación en el período t

E_{t+1}^e = Devaluación esperada en el período $t+1$

Realizando algunas manipulaciones algebraicas, la expresión anterior puede aproximarse a la siguiente:

$$i = i^* + \Delta E^e \quad (2)$$

Donde: ΔE^e = Devaluación esperada o expectativas de devaluación

De esta forma, los movimientos de capitales entre países se originan cuando se rompe esta condición, originándose diferencias de rentabilidad entre los activos, ocasionadas por fluctuaciones en las tasas de interés (doméstica o externa) o cambios en las expectativas de devaluación, lo que induce a los inversionistas a adquirir activos en los países donde los rendimientos son mayores. Bajo el supuesto de movilidad perfecta de capitales, la recomposición de los portafolios por parte de los agentes actuará como condición de arbitraje en los mercados financieros internacionales, con lo cual,

en un lapso no muy amplio de tiempo (dependiendo del nivel de integración de los mercados y la magnitud del desajuste), las diferencias de rentabilidad serán corregidas por los excesos de oferta o demanda de activos, retornando el mercado a una situación de equilibrio.

Lo anterior es válido bajo el supuesto de que los activos de los distintos países son sustitutos perfectos, sin embargo, cuando esto no se cumple, la condición de paridad debe considerar las diferencias en la percepción de riesgo por parte de los inversionistas ante los diferentes activos, por lo que debe incluirse una prima de riesgo sobre el rendimiento de los activos. La inclusión de tal modificación da pie a la condición de paridad cubierta de la tasa de interés, la cual puede escribirse como:

$$i = i^* + \Delta E^e + \lambda$$

Donde λ es la prima de riesgo, cuyo valor estará asociado con el grado de aversión al riesgo del inversionista. Así, si $\lambda > 0$, el retorno sobre el activo doméstico será mayor que el retorno sobre el activo externo, lo que implicará un mayor rendimiento de los activos domésticos, ya que se percibe un mayor riesgo-país en estos.

Pero más allá de la simple diferencia en los rendimientos, la literatura reconoce otra serie de factores que afectan la dinámica de los capitales. En un trabajo pionero, Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) distinguen, además, dos tipos de variables que afectan los flujos de capital: los factores de atracción o *Pull*, asociados a la existencia de condiciones favorables en la economía receptora tales como programas exitosos de estabilización de pre-

cios, política fiscal sostenible, mejoras en la capacidad de pago, liberalización comercial y de la cuenta de capitales, políticas que incrementan en forma creíble la tasa de rentabilidad de los proyectos de inversión interna (exenciones tributarias y canjes de deuda por capital, por ejemplo) y, en general, todas aquellas que procuran una mayor estabilidad macroeconómica. Por otro lado, consideran los factores *Push* o de expulsión, asociados con las condiciones imperantes en los mercados internacionales, especialmente en los países industrializados, entre las cuales se destacan el desempeño de la tasa de interés externa y el comportamiento de la actividad económica.

Una vez reconocida la importancia de estas variables en las dinámicas de los movimientos de capital, la literatura empírica ha tratado de determinar qué tipo de variables son más importantes (las *push* o las *pull*), ya que esto permitiría determinar la estabilidad y continuidad de los flujos hacia las economías receptoras. Si bien se han realizado diversos trabajos, utilizando información estadística diversa y diferentes métodos econométricos, los resultados obtenidos no resultan ser concluyentes.

Un primer grupo de trabajos destaca la importancia de los factores de expulsión como los principales determinantes de los flujos de capital, entre los cuales se destacan los estudios de Fernández-Arias (1996) y Fernández-Arias y Montiel (1995), los cuales consideran distintos países y periodos de tiempo, tratando de establecer los factores más importantes en la atracción de flujos privados de capital. Las conclusiones obtenidas seña-

lan la tasa de interés de Estados Unidos (*proxy* de la tasa de interés internacional) como una de las variables más significativas para explicar dichos capitales. Por su parte, Frankel y Okongwu (1996), realiza un análisis sobre los determinantes de los flujos de portafolio en seis economías latinoamericanas y asiáticas en el período 1987-1994, las conclusiones apoyan la importancia de los factores *push*, ya que nuevamente la tasa de interés de Estados Unidos determina la dinámica de los flujos de capital.

Pero no todos los trabajos realizados apoyan esta hipótesis. Hernández y Rudolph (1997) y Corbo y Hernández (1999), usando series anuales y técnicas de *datos de panel* y series de tiempo para examinar diferentes episodios de entradas de capital en los países en desarrollo, encontraron que en el mediano y largo plazo los flujos de capital son menos sensibles a cambios en la economía mundial que a modificaciones en las condiciones macroeconómicas de los países receptores: las tasas de ahorro e inversión domésticas, el crecimiento del PIB y los términos de intercambio tienen efectos positivos sobre los flujos de capital, mientras que la incertidumbre macroeconómica y el grado de endeudamiento externo tienen una influencia negativa. Agénor, Diwan y Al-Kibbi (2000) realizan un estudio similar para los países del Medio Oriente y el Norte de África (*MENA* por sus siglas en inglés), encontrando que factores internos, como la tasa de crecimiento del PIB per cápita, el grado de apertura de la economía, la estabilidad en la tasa de cambio y la formación bruta de capital, son importantes en la dinámica de los movimientos de capital hacia

estas economías. Adicionalmente, destacan la tasa de interés internacional (LIBOR) y la estabilidad política como factores que explican también estos movimientos. Finalmente, Chuhan, Claessens y Mamingi (1998), muestran que ambos factores (expulsión y atracción) son determinantes en el caso de las economías de América Latina, mientras que los factores de atracción poseen mayor importancia al considerar las economías asiáticas.

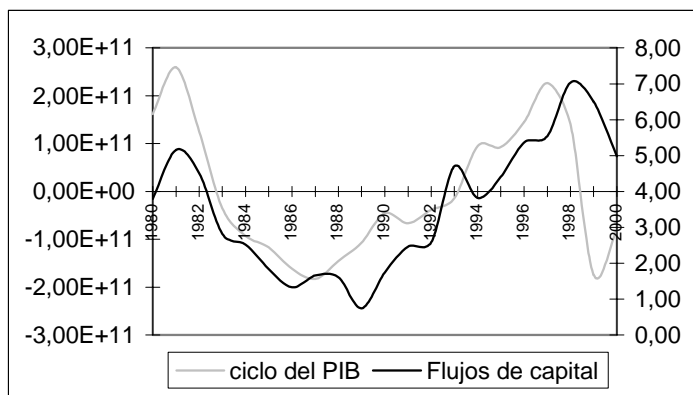
III. ¿Hacia una nueva fase de entrada de capitales en América Latina?

Después de presentar un leve repunte en el 2003, las transferencias netas de recursos hacia América Latina en 2004 muestran una salida de capitales de la región de casi US\$ 40.000 millones en comparación con el 2003, equivalente al 2,2% del PIB global (CEPAL, 2004). Este resultado ha puesto nuevamente

sobre la mesa la pregunta de hasta cuando durará la fase de contracción de los flujos iniciada desde 1998, cuestionamiento válido debido a la creciente importancia que los flujos de capital han adquirido como dinamizadores del crecimiento de la región (Gráfico 4). Para tratar de dar luces sobre este tema, resulta conveniente evaluar el desempeño y tendencias futuras de las variables que determinan la dinámica de los flujos de capital, señaladas en el apartado anterior.

Ante todo, existen dos aspectos claros que sugieren que las entradas de capital a corto plazo, en caso de que ocurran, no serán tan fuertes como las experimentadas a principios de la década de 1990. En primer lugar, los procesos de privatización y repatriación de capitales, decisivos en los inicios de dicha década para atraer capitales internacionales, principalmente IED, difícilmente podrán repetirse, ya que en la actualidad las privatizaciones potenciales por parte de los gobiernos

Gráfico 4
América Latina: Flujos de capital (%PIB) y ciclo del PIB
(millones de dólares).



Fuente: CEPAL y Banco Mundial. Cálculos propios

regionales son pocas. En segundo lugar, los procesos de reformas económicas como la apertura comercial y financiera ya han sido asimilados por los inversionistas extranjeros, de tal forma que estos factores, que promovieron el reingreso de capitales en los inicios de esa década, ya no serán un factor determinante en el desarrollo de un nuevo episodio de entradas de capital (Banco de la República, 2004).

El escenario internacional igualmente dista mucho de lo ocurrido en la segunda fase de auge y la dinámica de las variables *Push* no resulta tan favorable para la región en esta ocasión. El crecimiento de la economía mundial ha sido positivo en el 2004, alcanzando cerca del 4,0% del PIB en términos globales, impulsado especialmente por las economías de Estados Unidos, China y Japón, las cuales crecieron 4,0%, 9,5% y 4,0%, respectivamente. Para el 2005, si bien se ha pronosticado una desaceleración del producto debido, en parte, a los esfuerzos del gobierno chino por estabilizar su economía, la acumulación de déficit externos en Estados Unidos y el aumento en los precios del petróleo, se espera un buen desempeño a nivel global con un crecimiento del PIB cercano al 3,0% (CEPAL, 2004).

Por otro lado, desde mediados de 2004 se presentó un cambio en la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, haciéndola más restrictiva, lo que se tradujo en aumentos moderados de las tasas de interés, situación que

seguramente se repetirá en el futuro próximo. Este hecho contrasta con lo ocurrido en la mayoría de las economías de América Latina, donde la política monetaria ha sido más flexible en el último año con el fin de impulsar el crecimiento del producto, marcándose una tendencia sostenida hacia la disminución de las tasas de interés. Si a lo anterior se suman las crecientes necesidades de financiamiento externo que actualmente enfrenta Estados Unidos con el fin de soportar el aumento en los déficit fiscal y de cuenta corriente, es de esperarse que los inversionistas centren sus ojos en economías como la norteamericana, pues en términos de rendimiento y nivel de riesgo resulta favorecida.⁸

Otro aspecto que puede jugar en contra de las entradas de capital, en términos de rendimiento, es la modificación de la política cambiaria de las economías regionales. Mientras en la década de 1990 prevalecieron los regímenes de tipo de cambio fijo o semifijo, en la actualidad el sistema de flotación de la tasa de cambio impera en la mayoría de las economías. Este mecanismo puede limitar la entrada de capitales de portafolio y especulativos, en la medida que otorga mayor volatilidad a la tasa de cambio, lo cual puede desestimular a los inversionistas toda vez que otorga mayor incertidumbre sobre los rendimientos esperados (Banco de la República, 2004).

Dos situaciones, relacionadas con los factores de atracción, podrían favorecer a las

⁸ Esta situación ha sido clara en la segunda parte del 2004, donde los flujos netos de capital hacia Estados Unidos alcanzaron cifras importantes. En Junio, registraron US\$ 81.100 millones, cifra similar a la reportada en noviembre (US\$ 81.000 millones), mientras en octubre estos se ubicaron alrededor de los US\$ 48.300 millones.

economías regionales. Por un lado, desde diciembre de 2002 se ha presentado una disminución sostenida en los indicadores de riesgo-país a nivel regional, acercándose al mínimo histórico de la serie en noviembre de 2004, donde registró 451 puntos básicos. Esto sugiere que la salida de capitales no es atribuible a un aumento en el riesgo regional, sino a la reducción en las tasas de interés locales (CEPAL, 2004).

El desempeño positivo de las economías de América Latina se convierte en un segundo elemento a favor de las entradas de capital. Después de reportar una caída en el PIB del -0,5% en 2002, el crecimiento ha retornado durante segundo año consecutivo, alcanzando el 5,5% en 2004, mientras en el 2003 este alcanzó el 1,9% (CEPAL, 2004). El mantenimiento de esta tendencia en el futuro puede convertirse en un elemento clave para el retorno de los capitales a la región; sin embargo, tomando en cuenta que el gran dinamismo de la economía regional en el 2004 se debe principalmente a condiciones externas, tales como el mejoramiento de los términos de intercambio y el aumento en la demanda externa debido al repunte de la economía mundial, es de esperarse que el deterioro del escenario internacional previsto para el 2005 afecte de igual forma a las economías de América Latina, marcando una tendencia a la baja en los niveles de crecimiento.⁹

No obstante, para que el aumento del producto produzca el efecto deseado, debe ir acompañado de un aumento en la capa-

cidad de pago de las economías. Sumado a que las cargas de endeudamiento contraídas en la anterior fase de entradas no han sido cubiertas en su totalidad, se presenta una situación compleja en materia fiscal, lo cual pone en duda la capacidad de pago de las economías receptoras. En este sentido, los gobiernos deben propiciar un clima más favorable para la inversión vía mejoramiento de las cuentas estatales. Si bien el déficit primario efectivamente mejoró en la mayoría de los países durante el 2004, este se ha debido más a un aumento en los ingresos que a una disminución en los gastos, lo que puede revertirse fácilmente ante una caída en el ritmo de crecimiento de la economía.

Esta visión general del escenario interno y externo para América Latina permite sugerir dos cosas: En primer lugar, es poco factible que en el corto plazo se repita un reingreso masivo de capitales hacia la economía regional, pues el aumento en los rendimientos externos y las crecientes necesidades de financiamiento de la economía norteamericana pueden instar a los inversionistas a buscar otro tipo de destinos para su inversión. En este sentido, la entrada de capitales que responden básicamente a diferenciales de rentabilidad, como es el caso de la inversión en portafolio, puede ser limitado. Sin embargo, el buen desempeño de la economía regional y el mejoramiento del ambiente macroeconómico pueden atraer otro tipo de capitales, principalmente IED, como efectivamente ha ocurrido en el 2004 en países como Argentina, Chile y México.

⁹ CEPAL prevé que el crecimiento en América Latina para el 2005 podría estar alrededor del 4,0%, evidenciándose un ligero desplome en el ritmo de crecimiento regional.

Conclusiones

Durante las últimas décadas, el comportamiento de los flujos de capital se ha convertido en un elemento cada vez más importante para determinar la dinámica de las economías en desarrollo, obligando a los investigadores y hacedores de política a realizar mayores esfuerzos con el fin de comprender su comportamiento y principales determinantes para aprovechar sus beneficios y controlar sus riesgos de la manera más efectiva posible.

En los países en desarrollo, la década de 1990 marcó el retorno de los capitales internacionales, después de superar una crisis de deuda de grandes proporciones que suspendió la afluencia de recursos. Sin embargo, su dinámica con relación a la presenciada en la década de 1970, de abundantes flujos, también ha cambiado significativamente. El aumento sustancial en el monto de los flujos, el cambio en su composición a favor de los flujos privados y la tendencia hacia la concentración en las economías de mayores ingresos, se han convertido en elementos característicos de la segunda fase de entradas, lo cual ha planteado nuevos retos en términos de política. Por un lado, la prevalencia de flujos privados, especialmente la inversión en cartera, puede traducirse en aumentos en la volatilidad de los flujos agregados, lo cual a su vez puede generar un ambiente macroeconómico más inestable, hasta el punto de generar crisis financieras como las experimentadas a finales de la década de 1990 por algunos países asiáticos y latinoamericanos, entre otros. En este sentido, el desarrollo de políticas que controlen tal

volatilidad y mitiguen los efectos negativos que acarrea la entrada de capitales, es fundamental.

Por otro lado, la pérdida paulatina de capacidad para atraer capitales privados por parte de las economías de menores ingresos y su dependencia creciente de los flujos oficiales, los cuales cada vez son más exigüos, puede ocasionar un marginamiento progresivo de estos países del escenario financiero internacional, que podría traducirse, finalmente, en aumentos en la brecha entre países ricos y pobres. El mejoramiento de esta situación pasa por superar los desequilibrios macroeconómicos internos, así como garantizar un ambiente más favorable para los inversionistas extranjeros en términos de rendimiento, regulación y estabilidad macroeconómica, factores que señala la literatura como determinantes al momento de atraer corrientes privadas de capital.

En la actualidad los flujos de capital hacia la región se encuentran prácticamente suspendidos, situación que se inició desde 1998 y es difícil pronosticar cuan perdurable sea. Sin embargo, las dinámicas internacionales y regionales sugieren que la reversión de esta tendencia no ocurrirá en el corto plazo, principalmente en cuanto flujos privados de cartera se refiere. Sin embargo, de continuar el buen desempeño de la economía regional y el mejoramiento del ambiente macroeconómico, puede esperarse que la entrada de IED iniciada en el 2004 se sostenga, mejorando entonces las condiciones para la llegada de otro tipo de inversiones en un horizonte temporal más amplio.

Anexo 1.

Discriminación de los flujos de capital según el Banco Mundial

Flujos netos agregados de recursos

1. Prestamos oficiales netos (no incluye FMI)
 - 1.1 Deuda de largo plazo a prestamistas públicos
 - 1.2 Donaciones. No incluye cooperación técnica
2. Flujos privados netos de recursos
 - 2.1 Deuda de largo plazo a prestamistas privados
 - 2.2 Flujos de portafolio
 - 2.3 Inversión Extranjera Directa

Definiciones de las series:

Flujos netos agregados de capital: son la suma de los flujos netos de deuda de largo y corto plazo (excluyendo préstamos del FMI) más Inversión Extranjera Directa, flujos netos de portafolio y donaciones oficiales (excluyendo la cooperación técnica). Los flujos netos son desembolsos menos reembolsos al principal.

Flujos oficiales netos: son la suma de flujos netos oficiales en deuda a largo plazo a acreedores oficiales (excepto el FMI) más donaciones oficiales (excepto la cooperación técnica). Los flujos netos son desembolsos menos reembolsos al principal.

Donaciones (excluyendo cooperación técnica): se definen como los flujos derivados de compromisos legales que obligan a otorgar un valor específico de fondos disponibles para el desembolso de los cuales no hay requerimientos de repago.

Flujos privados netos de recursos (Flujos privados): se definen como la suma de los flujos netos de deuda a los acreedores privados, más la inversión extranjera directa neta y los flujos de portafolio. Los flujos netos son desembolsos menos reembolsos al principal.

Flujos de portafolio: se definen como la suma de los fondos mutuales, papeles de depósitos (Americanos o globales) y compras directas de acciones o bonos por inversionistas extranjeros

Inversión extranjera Directa neta (IED): La inversión directa extranjera muestra el cambio neto en la inversión extranjera en el país en cuestión. La inversión extranjera directa se define como aquella que se realiza con el fin de adquirir control sobre la firma (generalmente de 10 por ciento de las acciones) en una empresa que funciona en un país distinto al del inversionista. Es la suma del capital de acciones ordinarias, de la reinversión de ganancias, de otro capital a largo plazo y de capital a corto plazo.

Transferencias netas agregadas: son iguales a los flujos netos agregados de recursos menos los pagos de intereses a préstamos de largo plazo y beneficios derivados de inversión extranjera directa.

Anexo estadístico

Cuadro 1

Distribución de los flujos de capital por rangos de ingresos hacia las economías en desarrollo, 1970-2002
(Millones de dólares y porcentaje del total)

	1970-1981		1982-1989		1990-1998		199
	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$
Total flujos agregados netos	485513,98		504814,31		1825426,14		831518,8
Ingresos bajos	132508,83	27,29	192410,82	38,12	327996,51	17,97	84893,4
Ingresos medio-bajos	223223,42	45,98	220464,23	43,67	933865,53	51,16	461322,7
Ingresos medio-altos	129781,73	26,73	91939,26	18,21	563564,10	30,87	285302,74
Flujos oficiales netos	181643,58		258718,01		360344,94		100446,7
Ingresos bajos	88634,33	48,80	140332,52	54,24	187349,81	51,99	63520,5
Ingresos medio-bajos	80482,32	44,31	97539,13	37,70	135088,73	37,49	34967,8
Ingresos medio-altos	12526,93	6,90	20846,36	8,06	37906,40	10,52	1958,4
Flujos privados netos*	303870,60		246096,70		1465081,30		731072,2
Ingresos bajos	43874,50	14,44	52078,30	21,16	140646,70	9,60	21372,1
Ingresos medio-bajos	142741,30	46,97	122925,50	49,95	798776,90	54,52	426355,0
Ingresos medio-altos	117254,80	38,59	71092,90	28,89	525657,70	35,88	283344,3
Flujos de portafolio	135,00		4557,00		180135,60		34615,4
Ingresos bajos	0,00	0,00	768,40	16,86	14881,10	8,26	7713,7
Ingresos medio-bajos	0,00	0,00	2725,70	59,81	83842,50	46,54	38551,7
Ingresos medio-altos	135,00	100,00	1062,90	23,32	81412,00	45,19	-11650,000
IED	70627,00		102187,70		830020,90		669671,1
Ingresos bajos	11073,70	15,68	13289,30	13,00	91484,80	11,02	40968,1
Ingresos medio-bajos	35454,30	50,20	52899,20	51,77	468135,00	56,40	390608,6
Ingresos medio-altos	24099,00	34,12	35999,20	35,23	270401,10	32,58	238095,2

*incluyen flujos de portafolio e IED. Los flujos agregados son iguales a los flujos oficiales mas privados.

Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM]. 2004. Cálculos propios

Cuadro 2
América Latina. Composición de los flujos de capital. 1970-2002
 (Millones de dólares y porcentaje del total)

	1970-1981		1982-1989		1990-1998		199:
	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$
1. Flujos oficiales netos	28428,47014	12,81	49170,78003	35,53	37148,99834	5,81	15728,91989
Deuda de largo plazo	26080,70014	11,75	39716,00003	28,70	16051,39941	2,51	7693,599904
Donaciones	2347,77	1,06	9454,78	6,83	21097,59994	3,30	8035,319984
2. Flujos privados netos	193578,5997	87,19	89222,79942	64,47	602236,801	94,19	289547,9009
Prestamos de corto y largo plazo	152963,0995	68,90	42058,29946	30,39	222225,502	34,76	9639,800704
Flujos de portafolio	135	0,06	799	0,58	86245,89949	13,49	-281,50016
Inversión extranjera directa	40480,50022	18,23	46365,49997	33,50	293765,3996	45,94	279626,6001
Total flujos agregados netos	222007,0698	100,00	138393,5795	100,00	639385,8004	100,00	305276,8208

Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM]. 2004. Cálculos propios

América Latina. Distribución de los flujos de capital por rangos de ingresos, 1970-2000
 Cuadro 3
 (Millones de dólares y porcentaje del total)

	1970-1981		1982-1989		1990-1998		1991
	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$	Porcentaje del Total	Millones de US\$
Total flujos agregados netos	222007,07		138393,58		639385,80		305276,82
Ingresos bajos	2299,70	1,04	5410,84	3,91	8297,65	1,30	3723,83
Ingresos medio-bajos	108681,10	48,95	69497,77	50,22	269019,60	42,07	147942,60
Ingresos medio-altos	111026,27	50,01	63484,97	45,87	362068,55	56,63	153610,39
Flujos oficiales netos	28428,47		49170,78		37149,00		15728,92
Ingresos bajos	1658,30	5,83	5295,74	10,77	7656,65	20,61	2582,63
Ingresos medio-bajos	19334,70	68,01	27735,87	56,41	13146,60	35,39	14856,30
Ingresos medio-altos	7435,47	26,16	16139,17	32,82	16345,75	44,00	-1710,01
Flujos privados netos	193578,60		89222,80		602236,80		289547,90
Ingresos bajos	641,40	0,33	115,10	0,13	641,00	0,11	1141,20
Ingresos medio-bajos	89346,40	46,16	41761,90	46,81	255873,00	42,49	133086,30
Ingresos medio-altos	103590,80	53,51	47345,80	53,06	345722,80	57,41	155320,40
Flujos de portafolio	135,00		799,00		86245,90		-281,50
Ingresos bajos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Ingresos medio-bajos	0,00	0,00	171,00	21,40	30400,20	35,25	10129,40
Ingresos medio-altos	135,00	100,00	628,00	78,60	55845,70	64,75	-10410,90
IED	40480,50		46365,50		293765,40		279626,60
Ingresos bajos	195,80	0,48	53,90	0,12	750,50	0,26	981,50
Ingresos medio-bajos	23167,80	57,23	20300,20	43,78	122989,10	41,87	131801,90
Ingresos medio-altos	17116,90	42,28	26011,40	56,10	170025,80	57,88	146843,20

Fuente: World Bank, Global Development Finance [CD-ROM]. 2004. Cálculos propios

Cuadro 4
 América Latina. Flujos de capital por países. 1970-2002
 (Millones de dólares y porcentaje del total)

	1970-1981		1982-1989		1990-2002	
	Millones de U\$	Porcentaje del Total	Millones de U\$	Porcentaje del Total	Millones de U\$	Porcentaje del Total
Argentina	20936,22	9,46	16654,00	12,12	141526,32	15
Belize	137,94	0,06	152,39	0,11	1015,01	0,
Bolivia	2565,38	1,16	2091,35	1,52	13155,30	1,
Brasil	78788,76	35,59	33293,48	24,23	279731,22	29
Chile	10142,58	4,58	12457,75	9,07	69720,91	7,
Colombia	5770,07	2,61	11764,35	8,56	44067,16	4,
Costa Rica	2387,31	1,08	2169,56	1,58	5492,93	0,
Rep. Dominicana	2197,15	0,99	1923,50	1,40	8077,60	0,
Ecuador	5325,26	2,41	3705,48	2,70	11716,27	1,
El Salvador	902,56	0,41	2606,43	1,90	7652,40	0,
Granada	32,19	0,01	173,79	0,13	657,98	0,
Guatemala	1980,81	0,89	2091,98	1,52	4513,47	0,
Haiti	629,61	0,28	951,96	0,69	2801,56	0,
Honduras	1391,19	0,63	2318,35	1,69	6244,41	0,
Jamaica	1436,31	0,65	2200,36	1,60	5528,40	0,
México	58249,88	26,31	29936,94	21,79	235054,49	25
Nicaragua	1670,09	0,75	4458,88	3,25	9219,92	0,
Panama	3092,92	1,40	524,04	0,38	9119,80	0,
Paraguay	1068,80	0,48	1268,20	0,92	2443,80	0,
Perú	6700,10	3,03	5745,08	4,18	31146,59	3,
Trinidad y Tobago	2141,52	0,97	1327,87	0,97	6218,70	0,
Uruguay	2130,87	0,96	1281,53	0,93	6171,97	0,
Venezuela, RB	11718,47	5,29	-1710,48	-1,25	38470,58	4,
Total América Latina	221395,99	100,00	137386,79	100,00	939746,79	101

Fuente: World Bank. Global Development Finance [CD-ROM], 2004. Cálculos propios

Referencias

AGÉNOR, Pierre-Richard, (2000). *The Economics of Adjustment and Growth*, Estados Unidos, Academic Press.

_____; DIWAN, Ishac y AL-KIBBI, Jamal, (2000). “Non-Debt Financing of Development in Countries of the Middle East and North Africa Region (MENA)” [artículo en internet], Washington, World Bank Institute, <http://www.worldbank.org/mdf/mdf3/papers/finance/Al-Kibbi.pdf>. Acceso febrero de 2003.

BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA, (2004). “¿Se puede repetir la experiencia de flujos de capital de los años noventa?”, *Reportes del Emisor*, No 59.

CALVO, Guillermo; IZQUIERDO, Alejandro y TALVI, Ernesto. Sudden Stops, The Real Exchange Rate, and Fiscal Sustainability: Argentina’s Lessons. NBER Working Paper. No. w9828. 2003.

CALVO, Guillermo; LEIDERMAN, Leonardo y REINHART, Carmen, (1994). “El problema de la afluencia de capitales”. En: STEINER, Roberto. *Afluencia de capitales y estabilización en América Latina*, Bogotá, Tercer Mundo editores.

CARDENAS, Mauricio y BARRERA, Felipe. On The Effectiveness of Capital Controls. The Experience of Colombia During The 1990's. *Journal of Development Economics*. Vol. 54. 1997.

CEPAL, (2004). *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2004*. Diciembre de 2004.

_____, (1993). “Afluencia de capital y apreciación del tipo de cambio real en América Latina: el papel de los factores externos”. En: CÁRDENAS, Mauricio y GARAY Luis Jorge. *Macroeconomía de los flujos de capital en América Latina*, Bogotá, TM editores.

CHUHAN, P.; CLAESSENS, S. Y MAMINGI, N., (1998). “Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: the Role of Global and Country Factors”, *Journal of Development Economics*, Vol. 55, pp.439-463.

CORBO, Victorio y HERNÁNDEZ, Leonardo, (1998). “Private Capital Inflows and the Role of Economic Fundamentals”, [artículo en internet], Chile, Banco Central de Chile. *Documento de trabajo No.45*. <http://www.bcentral.cl/esp/estudiospublicaciones/estudios/documentostrabajo/pdf/dtbc45.pdf>. Acceso marzo de 2003.

FERNÁNDEZ-Arias, Eduardo, (1996). “The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?”, *Journal of Development Economics*, Vol.48, No.2, pp.389-418.

_____ y MONTIEL, Peter, (1995). "The Surge in Capital Inflows to the Developing Countries: Prospects and Policy Response", Washington, The World Bank. (Serie Working Paper; No.1473).

FFRENCH, Davis y GRIFFITH-JONES, Stephany, (compiladores), (1995). "Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas", *Serie de Lecturas de Trimestre Económico*, No.81.

FRANKEL, Jeffrey y OKONGWU, Chudozie, (1996). "Liberalized Portfolio Capital Inflows in Emerging Markets: Sterilization, Expectations and the Incompleteness of Interest Rate Convergence", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 1, No.1, pp. 1-24.

FRESARD, Cristian y MARTÍNEZ, Sandra, (1999). Flujos de Capitales en América Latina, *Lecturas de economía*, No.50, pp. 165-193.

GAVIN, M Y HAUSMMAN, R., (2002). *Sources of Macroeconomic Volatility in Developing Economies*, International Monetary Found, Working Paper No. 02/64. Abril de 2002.

GRIFFITH-JONES, Stephany, (2000). "Una arquitectura financiera internacional para prevenir las crisis". En: FFRECHS-DAVIS, Ricardo. *Crisis financieras en países exitoso*, Chile, Mac Graw-Hill.

HELD, Gunter y SZALACHMAN, Raquel, (1997). *Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe: experiencias y políticas en los noventas*, Chile, Cepal, (Serie Financiamiento del Desarrollo).

HERNÁNDEZ, L. Y RUDOLPH, Heinz, (1997). *Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries: Is a Generalized Reversal Likely?*, Washington, World Bank, (Serie Policy Research Working Paper, No.1518)

LUCAS, Robert E., (1990). "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review Papers and Proceedings*, Vol. 80, No.1, pp. 92-96.

OCAMPO, José Antonio, (1999). "La reforma financiera internacional: una agenda ampliada", *Revista de la CEPAL*, No.69, pp.7-31.

WOODWARD, D. y ROLFE, R., (1993). "The Location of Export-oriented Foreign Direct Investment in the Caribbean Basin". *Journal of International Business Studies*, Vol.24 No.1, pp. 121-144.

WORLD BANK. Global Development Finance [CD-ROM], Washington, The World Bank, varios años.