



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJERO
HACIA AMÉRICA LATINA EN LA
PRIMERA MITAD DEL SIGLO XXI,
BAJO UN PROCESO DE TRIPLE
ARBITRAJE**

T E S I N A

PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LICENCIADA EN ECONOMÍA

P R E S E N T A:

ANA PAULINA DÍAZ ALFARO

ASESOR: DR. ÓSCAR UGARTECHE GALARZA



CIUDAD UNIVERSITARIA, CD. MX., 2017



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

Gracias

A mis padres, que son la base de la persona que soy,
mis logros son suyos.

A mi hermana, por su apoyo incondicional y ejemplo
en toda circunstancia.

A mi familia, parte fundamental de mi.

Finalmente, gracias al Dr. Óscar Ugarteche, por el
conocimiento compartido, paciencia y gran apoyo.

Asimismo, una especial dedicatoria al Profesor
Emilio Caballero, cuyo trabajo inspiró el presente
texto.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	2
1 TEORÍA KALECKIANA.....	5
1.1 PENSAMIENTO DE MICHAEL KALECKI	5
1.2 MACROECONOMÍA KALECKIANA	6
2 FLUJOS DE CAPITAL Y SU EFECTO EN LA INVERSIÓN.....	11
2.1 EFECTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL SOBRE LA INVERSIÓN	11
2.2 PROCESO DE AJUSTE Y CRISIS	12
2.3 POLÍTICA MACROECONÓMICA ANTE LA INESTABILIDAD FINANCIERA	14
3 FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO HACIA AMÉRICA LATINA	17
3.1 RENTABILIDAD DEL ARBITRAJE	18
3.2 ARBITRAJE EN AMÉRICA LATINA	19
3.2.1 IMPACTO EN EL TIPO DE CAMBIO	19
3.2.2 CRECIMIENTO EN LAS EXPORTACIONES Y RESERVAS INTERNACIONALES	20
3.2.3 IMPACTO EN EL PRECIO DE LOS COMMODITIES	21
4 FLUJOS DE CAPITAL DE LARGO PLAZO HACIA AMÉRICA LATINA	23
4.1 EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA	28
4.2 DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA	37
5 CONCLUSIONES	42
BIBLIOGRAFÍA	47
ANEXO ESTADÍSTICO	50

INTRODUCCIÓN

En la actualidad, las relaciones y conexiones entre las principales variables de la política económica y el desempeño económico general se han convertido en el centro de atención de importantes discusiones. Sin embargo, en ocasiones las teorías económicas no son capaces de dar respuestas claras y satisfactorias sobre los efectos económicos que conlleva la aplicación de políticas macroeconómicas. Asimismo, la variación de los resultados estará en función de la economía de la que se trate.

La inestabilidad financiera, elemento indiscutiblemente presente en los últimos años, ha provocado efectos adversos especialmente en las economías subdesarrolladas, ante la incertidumbre y propia inestabilidad de las economías maduras, dando como resultado consecuencias negativas en sus mercados locales. Bajo esta óptica, la política monetaria y cambiaria juegan un papel importante para hacer frente a los desequilibrios en los mercados, de forma que si no se conduce una política económica eficiente, el impacto en el crecimiento de las economías no será favorable.

En este sentido, el objetivo del presente trabajo consiste en buscar un sustento teórico al análisis de la situación económica en América Latina en lo que va de la primera mitad del siglo XXI. Esto es, comprender la dinámica y evolución de los flujos de capital hacia la región bajo un proceso de triple arbitraje en el que intervienen necesariamente tres elementos: 1) tasas de interés; 2) tipos de cambio; y 3) la dinámica de precios en las bolsas de valores.

Lo anterior en virtud de que se identifiquen los efectos principales en la dinámica económica regional en los países latinoamericanos, a partir del desplazamiento de los capitales provenientes de las economías desarrolladas hacia las economías emergentes.

Una de las hipótesis de la investigación es que la cantidad y calidad de los flujos de capital hacia América Latina han llevado a niveles de reservas internacionales altas, lo que implica una situación de enfriamiento de la dinámica económica regional.

Bajo esta tónica, los aportes del economista Michal Kalecki (1899-1970) resultan oportunos para el sustento teórico del presente trabajo. Desde la perspectiva del autor, se prestará especial atención a la parte de la tasa de interés y tipo de cambio, retomando aportes con influencias Kaleckianas sobre la inestabilidad financiera y fluctuaciones económicas.

De esta manera, el documento se desarrolla en cinco secciones principales. En el primer apartado se expone el sustento teórico al análisis desde la perspectiva de la teoría Kaleckiana sobre el crecimiento económico, haciendo énfasis en la dinámica de las tasas de interés, tipos de cambio y fluctuaciones económicas.

El segundo apartado refiere específicamente a la literatura teórica sobre los flujos de capital, se realiza una descripción breve de éstos y los efectos que tienen sobre la inversión, para dar paso al proceso de ajuste y las respuestas de política económica ante la inestabilidad financiera.

Posteriormente, en el tercer y cuarto apartado se analiza el caso de los flujos de capital de corto y largo plazo hacia las economías de América Latina, mostrando

evidencia empírica sobre la evolución y dinámica de los flujos y los efectos principales de éstos sobre las economías de la región. Asimismo, se incluye el tema de la desaceleración económica en América Latina, sus causas y efectos.

Finalmente, en el quinto apartado se presentan las conclusiones principales del análisis sobre el impacto de los movimientos de capitales de las economías desarrolladas hacia los países de América Latina en la primera década y media del Siglo XXI.

1 TEORÍA KALECKIANA

1.1 PENSAMIENTO DE MICHAEL KALECKI

Kalecki proporciona una visión alternativa a la teoría económica para comprender el funcionamiento del sistema capitalista. Su análisis se centró en el principio de demanda efectiva, definida como la igualdad entre la Demanda Agregada (demanda de bienes de inversión y bienes de consumo) y la Oferta Agregada.

No obstante, Kalecki logró ampliar su influencia en diversos temas de la economía, pues no sólo centró sus investigaciones en temas de ciclos y fluctuaciones económicas, sino que además escribió sobre temas relacionados con países capitalistas subdesarrollados (Saludjian, 2008). En este sentido, el estudio de Kalecki sobre los ciclos económicos resulta de gran ayuda para comprender la actual inestabilidad económica presente en las economías de América Latina.

Saludjian (2008), economista con influencias Kaleckiandas, define a las crisis como una expresión de la propia organización de la economía y la capacidad del sistema para crear orden a partir de la inestabilidad. De esta manera, resulta conveniente estudiar el carácter cambiante del crecimiento económico para entender la situación actual de América Latina.

Bajo esta perspectiva, Kalecki integra elementos analíticos a su estudio de manera gradual a partir de un modelo simple con los siguientes supuestos: economía cerrada, sin ahorro por parte de los trabajadores y equilibrios presupuestario y externo. Sin embargo, conforme se asomaban las conclusiones de su trabajo,

integraba más elementos analíticos suplementarios como el mercado externo o el déficit presupuestario para otorgar una base más sólida a su análisis.

Posteriormente Kalecki explica, respecto al comercio internacional, que las ganancias externas tienen una fuerte relación con el imperialismo. Siempre existen nuevas estrategias para la exportación de capital ligada a la exportación de bienes, la cual puede ser vista como un esfuerzo para obtener un saldo positivo en la balanza comercial, fuente clásica de ganancias externas (Kalecki, 1954).

1.2 MACROECONOMÍA KALECKIANA

La macroeconomía Kaleckiana está fuertemente centrada en las decisiones de inversión sobre los movimientos de un periodo anterior, y posteriormente los costos, el grado de monopolio, el poder de negociación salarial y las capacidades ociosas. Cada uno de estos elementos es importante en la teoría Kaleckiana y fueron desarrollados a fondo por el autor.

Respecto a la inversión, uno de los aspectos de interés para este análisis, Kalecki (1954) expone que ésta se encuentra determinada –con un desfase temporal- por los niveles de actividades y por la tasa de modificación de dichos niveles, concluyendo que la inversión, en un momento dado, está determinada tanto por el nivel actual, así como por la tasa de modificación del nivel de inversión en un periodo precedente. A partir de lo anterior es posible demostrar la existencia de fluctuaciones económicas en el proceso de inversión debido al desfase temporal.

Asimismo, el autor desarrolla el concepto de grado de monopolio como una variable estructural que explica el funcionamiento de la economía, y que sería uno

de los elementos recurrentes en sus análisis. Además, introduce el concepto de capacidad ociosa a causa del desfase temporal en las decisiones de inversión, resaltando con ello la importancia de variables como la tasa de ganancia.

En estudios posteriores, Kalecki expone el mecanismo del ciclo de la economía con sus fases de expansión y recesión a causa del desfase de tiempo entre la demanda, la producción y la inversión. Asimismo, agrega dos elementos en sus estudios: la parte monetaria y financiera; introduciendo de manera rápida pero adecuada la importancia de la tasa de interés –la cual será función decreciente de la inversión (Kalecki, 1933).

Posteriormente, Kalecki otorga gran importancia al sector financiero en el funcionamiento de la economía; sin embargo, no lo hace responsable de las fluctuaciones económicas. Para el autor, la masa de ganancias y el acervo de capital -además de poner en evidencia las perturbaciones del sector financiero-, son los principales responsables de las fluctuaciones económicas y del movimiento cíclico de la inversión (Levy, 2000).

Desde esta perspectiva, Minsky (1919- 1996) formula una hipótesis sobre la inestabilidad financiera basada en los principios de Kalecki que establecen que la evolución de las prácticas financieras, así como la estructura de los compromisos financieros, son la principal fuente de cambio en una economía.

El análisis de Minsky se enfoca en los grandes desequilibrios aumentados por los flujos de capital a lo largo de un boom de inversión, lo cual hace que la economía sea más frágil y propensa a crisis. En este punto aparece la dificultad de manejar

la política macroeconómica, usando como uno de los únicos indicadores al nivel de reservas internacionales (Melo, 2012).

En cuanto al impacto de las variables monetarias, éstas rara vez se han considerado relevantes para la solución de equilibrio en los modelos post-keynesiano y kaleckianos de crecimiento. Sin embargo, Hein y Oschen (2002) ofrecen un modelo donde se incluye la tasa de interés bajo una perspectiva kaleckiana. En su modelo, la tasa de interés monetaria tiene una profunda influencia en la posición de equilibrio real del sistema económico. Pero la respuesta del equilibrio ante una variación en la tasa de interés no es única, sino que depende de los coeficientes de reacción en la inversión y las funciones de ahorro.

Asimismo, existen modelos Kaleckianos en los que la tasa de utilización de la capacidad de producción se presenta como una de las principales variables de influencia en la inversión. No obstante, diversos autores han tratado de introducir variables monetarias a los modelos Kaleckianos, tal es el caso de Amadeo (1986a, 1986b, 1987), Dutt (1984, 1987), Kurz (1994, 1995), Rowthorn (1981) y Taylor (1983).

Desde esta perspectiva, Lavoie (1995) presenta un modelo en el que supone que las decisiones de inversión están motivadas fuertemente por la tasa de interés. El autor expone que los efectos de la variación de la tasa de interés en la tasa de ganancia y utilización de capital, dependen de los parámetros de la inversión, de donde se puede asociar una tasa de interés en aumento con el incremento de las tasas de utilización.

Por otra parte, en cuanto al comercio internacional, para Kalecki (1935) el peso de las inversiones públicas y la conquista de nuevos mercados en el exterior resultan de suma importancia para el comercio internacional y como medio para la recuperación económica ante una crisis. A partir de este punto, Kalecki se centra entonces en fluctuaciones económicas, desfases temporales de inversión y su relación con la tasa de interés.

De esta manera, el estudio sobre las fluctuaciones económicas hace posible utilizar la teoría de Kalecki para el caso de regiones como América Latina, en donde las crisis son más irregulares y fuertes que en los países desarrollados, pues los mercados latinoamericanos suelen seguir la coyuntura internacional, resultando más perjudicados que beneficiarios y estableciéndose como economías de dependencia (Braudel, 1963).

Finalmente, respecto a la relevancia del tipo de cambio, el trabajo de Kalecki lo coloca como una variable cuyos movimientos que poco puedan contribuir a un comercio externo equilibrado.

Por su parte, la teoría del crecimiento estructuralista de la Escuela Latinoamericana destacó, desde sus inicios, la necesidad a la que se enfrenta cualquier país para equilibrar el sector externo (Prebisch, 1951). Así, diversas economías emprendieron políticas estabilizadoras de la balanza de pagos a través del tipo de cambio como la variable de equilibrio.

Esto es, los bancos centrales recurren al manejo cambiario, en el que apuestan por la depreciación de sus monedas para mejorar el saldo de su balanza comercial, dado el actuar de las tasas de interés.

Sin embargo, una depreciación de la moneda puede tener un impacto negativo sobre el nivel de producción, pues el precio de los insumos se encarece como resultado de la reducción del valor de la moneda. La aplicación de la política fiscal y monetaria adecuada, pueden compensar el efecto adverso de la pérdida de valor de las monedas, y así la depreciación puede ayudar a mantener una estrategia de reanudación del crecimiento en condiciones de equilibrio de la balanza de pagos (López, 2011).

En suma, con los elementos hasta ahora expuestos se evidencia que las aportaciones de Michal Kalecki se mantienen vigentes en la actualidad, generando planteamientos complementarios a las concepciones existentes de la teoría de la demanda efectiva y que permiten un mayor entendimiento de las economías en desarrollo.

2 FLUJOS DE CAPITAL Y SU EFECTO EN LA INVERSIÓN

En primera instancia, es necesario tener en cuenta la tipología de los flujos de capital, los cuales pueden ser de dos tipos según el origen de los recursos (Torres, 2004):

1. **FLUJOS OFICIALES:** se encuentran constituidos principalmente por préstamos de largo plazo y son efectuados por agentes externos, como gobiernos u organismos multilaterales.
2. **FLUJOS PRIVADOS:** se constituyen por préstamos de corto y largo plazo, tales como flujos de portafolio e inversión extranjera directa (IED). Este tipo de flujos de capital se originan en el sector privado de las economías extranjeras, como bancos y empresas.

2.1 EFECTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL SOBRE LA INVERSIÓN

El aumento de los flujos de capital de largo plazo tiene como consecuencia principal un boom de inversiones. Los flujos de capital crecientes pueden ser resultado de un grado de apertura mayor, un exceso de liquidez en los mercados de capitales, un relajamiento de los márgenes de seguridad, un incremento de los rendimientos, un tipo de cambio apreciado, o bien, de la atracción de capitales a través de tasas de interés atractivas respecto al resto del mundo (Melo, 2012), o bien, puede ser resultado de una modificación en la tasa de interés del dólar.

La apreciación del tipo de cambio se observa como resultado del incremento de los flujos de capital hacia una economía; al ser flujos de capital crecientes, las reservas internacionales crecen, dando lugar a una apreciación de la moneda nacional. De esta manera, los bienes de capital importados se abaratan y la oferta de bienes de inversión va en aumento, mientras que las exportaciones se encarecen.

Asimismo, los flujos de capital se relacionan fuertemente con los flujos de ingreso para financiar nuevos y mayores niveles de inversión. Si los flujos de capital incrementan –a través de la inversión extranjera directa (IED)-, los flujos de ingreso disponible también lo harán, logrando con ello mejorar la capacidad de financiamiento interno.

2.2 PROCESO DE AJUSTE Y CRISIS

El boom de inversión provocado por el aumento de flujos de capital conlleva a la acumulación de desequilibrios internos y externos gracias al rápido ritmo de crecimiento de los activos frente al ritmo de la tasa de beneficios. Desde esta perspectiva, el proceso de ajuste al boom de inversión se asocia a variables tales como la tasa de interés, tasa de beneficios y tipo de cambio (Melo, 2012).

En el proceso de ajuste, el tipo de cambio y tasa de interés juegan un papel muy importante para corregir los desequilibrios internos y externos. Se recurre a una devaluación y a un aumento de las tasas de interés, a fin de ocasionar que la tasa de beneficios se desacelere.

Por otra parte, los flujos de capital crecientes provocan que los márgenes de seguridad de los prestatarios se amplíen, de forma que los prestatarios deciden adquirir bienes de capital y colocar pasivos nuevos en circulación.

Un efecto del relajamiento de los márgenes de seguridad, es el incremento de los niveles de inversión, pues se presenta con ello un proceso de expansión en el que los prestamistas buscan colocar créditos en proyectos que ciertamente no considerarían con los márgenes de seguridad previos al aumento de flujos de capital.

Todo lo anterior provoca que la estructura financiera se torne más frágil, conduciendo inevitablemente a una crisis, misma que puede expresarse de dos formas (Melo, 2012):

1. **CRISIS TIPO I:** se caracteriza por desequilibrios internos que afectan el balance externo. En este tipo de crisis los flujos de capital ocasionan que los márgenes de seguridad se relajen y se aprecie el tipo de cambio, provocando un déficit en la cuenta corriente y el incremento de la deuda con el exterior. La mayor deuda se financia a través del capital externo, por lo tanto, se acumula el desequilibrio comercial y las exportaciones se desaceleran respecto a las importaciones, contrayendo de esta forma a la economía en conjunto.
2. **CRISIS TIPO II:** se caracteriza por su origen como resultado de los desequilibrios externos que afectan el balance interno. Aquí, los flujos crecientes de capital dan como resultado una apreciación del tipo de cambio y la relajación de márgenes de seguridad, tal como sucede en las

Crisis de Tipo I. Sin embargo, el proceso de ajuste se complica en este escenario, puesto que los desequilibrios se acumulan, la economía se torna más frágil y nuevamente se presiona el tipo de cambio al alza y los riesgos aumentan.

2.3 POLÍTICA MACROECONÓMICA ANTE LA INESTABILIDAD FINANCIERA

Como parte de las respuestas de política macroeconómica ante la inestabilidad financiera, surgen variables de gran importancia que delimitan los instrumentos de política. En este análisis, las variables de política más representativas son la tasa de interés y el tipo de cambio.

Para comprender el accionar de las políticas, se deben considerar los elementos que afectan a cada una de las variables mencionadas. De acuerdo a lo anterior, el análisis se dirige hacia la noción de reservas internacionales como principal instrumento de política y a los controles de capital (Melo, 2012).

Desde esta perspectiva, se define a las reservas internacionales como (Banco de México, 2015):

Los activos financieros que el banco central invierte en el exterior y que pueden ser fácilmente convertidos en medios de pago. Por esto último, su característica principal es la liquidez; es decir, la capacidad de los activos que la integran para liquidar, de manera expedita, obligaciones de pago fuera de nuestro país.

De manera simplificada, las reservas internacionales se refieren a los depósitos en moneda extranjera (principalmente dólares y euros) que son controlados por las autoridades monetarias. De acuerdo al Fondo Monetario Internacional, las reservas internacionales tienen como fin:

1. Financiar directamente desequilibrios en la balanza de pagos,
2. Intervenir en el mercado cambiario, buscando con ello influir en el tipo de cambio
3. Otros propósitos, como mantener la confianza en la moneda y servir para el pago de deuda externa

Se recurre a las reservas internacionales como instrumento para lograr mantener la estabilidad de los precios. Durante el boom de inversión a causa del aumento de los flujos de capital, el Banco Central se encarga de acumular reservas internacionales –lo que a su vez representa el incremento de los pasivos con el exterior-, aparentemente la economía tiene una buena capacidad de pago y se sustituye el crédito interno por el externo –que es más barato. Asimismo, por los efectos que se tiene sobre las tasas de interés, se induce nuevamente a un aumento de los flujos de capital, provocando que de nuevo la economía experimente altos niveles de fragilidad.

Asimismo, Melo (2012) identifica al control de capitales como otro tipo de instrumento de política útil para atenuar el boom de inversiones y la fragilidad de la economía. Si bien los flujos de capitales pueden llegar a desestabilizar la economía y llevarla a una crisis, también tienen la capacidad de mejorar la disponibilidad de recursos para la inversión.

Los controles de capital pueden estar referidos a los precios, como lo es el impuesto Tobin, o bien ser controles cuantitativos, los cuales se encuentran relacionados a las cantidades y plazos.

Así, los controles de capital, como medida de política que impone límites sobre las cantidades flujos de capital extranjero que entran a las economías país, contribuyen a que las economías en desarrollo hagan frente a los desequilibrios, así como a un mejor manejo de sus riesgos.

3 FLUJOS DE CAPITAL DE CORTO PLAZO HACIA AMÉRICA LATINA

El efecto que tiene el desplazamiento de los flujos de capitales de corto plazo de las economías desarrolladas hacia los mercados latinoamericanos, como consecuencia del manejo de tasas de interés muy bajas en las economías maduras, y su impacto sobre los tipos de cambio y el precio de los commodities, se conoce como triple arbitraje (Ugarteche, 2015).

Desde esta perspectiva, el arbitraje de las tasas de interés, como estrategia de inversión, tiene como fin principal aprovechar el diferencial entre las tasas que existen entre distintos países, específicamente entre los desarrollados y aquellos en desarrollo.

Esta práctica ha sido recurrente en los mercados latinoamericanos en los primeros años del siglo XXI, en donde la desregulación financiera ha sido un factor determinante, provocando un fenómeno en el que las expectativas sobre las tasas de interés juegan un papel esencial. Lo anterior en virtud de que si bien los capitales se mueven de las economías desarrolladas hacia las economías en vías de desarrollo a causa de las bajas tasas de interés, las expectativas favorables sobre posibles incrementos en éstas hacen que los flujos de capital regresen al país de origen.

En este sentido, los capitales comenzaron a desplazarse a las economías latinoamericanas en la primera década y media del siglo, a fin de aumentar su valor, pues la rentabilidad de dichos capitales de corto plazo en las economías desarrolladas presentaba niveles muy bajos. En este punto se presenta un doble

arbitraje, referente al diferencial de las tasas de interés y la apreciación de la moneda de la economía receptora (Ugarteche, 2015).

3.1 RENTABILIDAD DEL ARBITRAJE

El arbitraje se vuelve atractivo para los inversionistas en el momento en que encuentran mayor rentabilidad en las economías emergentes, que en el país de origen de los capitales.

El diferencial de las tasas de interés, el diferencial entre los tipos de cambio, y el diferencial en los precios de los activos financieros entre el país de origen y los mercados emergentes, da como resultado la rentabilidad del arbitraje (Brealy y Myers, 2000), lo que simplificando queda como sigue:

$$R = r_m - r_{fi}$$

donde:

r_m = rentabilidad en la economía en desarrollo

r_{fi} = rentabilidad en el país de origen

3.2 ARBITRAJE EN AMÉRICA LATINA

3.2.1 IMPACTO EN EL TIPO DE CAMBIO

En el marco de la desregulación financiera que se presentó a raíz de la crisis económica de 2008, la inestabilidad en los mercados financieros ha sido un factor que ha provocado el incremento de los riesgos y volatilidad cambiaria, de forma que el movimiento de los capitales de corto plazo hacia los países en desarrollo se volvió recurrente.

La perspectiva por parte de los inversionistas sobre una mayor rentabilidad en América Latina, provocó que estas economías experimentaran altos volúmenes de capitales que llegaron provenientes de las economías desarrolladas, principalmente de Estados Unidos. Consecuencia de ello fue la apreciación de los tipos de cambio y la mayor flexibilidad en los precios de los activos financieros. En este punto se presenta el triple arbitraje, en el cual intervienen las tasas de interés, el tipo de cambio y el precio de los activos financieros (Ugarteche, 2015).

No obstante, después de este primer periodo (hasta 2013) caracterizado por la llegada de flujos de capital extranjero a las economías latinoamericanas, se produjo un efecto inverso, en donde las expectativas sobre mayores rendimientos en los países de origen de los capitales, ocasionaron que los flujos de capital regresaran a estas economías, a causa de la percepción de la posible reducción de ganancias en los mercados emergentes en donde habían sido colocados los capitales.

3.2.2 CRECIMIENTO EN LAS EXPORTACIONES Y RESERVAS INTERNACIONALES

Uno de los efectos principales que los países en donde los flujos de capital de corto plazo tomaron gran relevancia, es la insuficiencia de las exportaciones y reservas internacionales para cubrir dichos montos de capital.

En este sentido, en diversas economías de América Latina, como es el caso de México, Brasil, Chile, Colombia y Perú, se presentó una acumulación de reservas internacionales a partir del 2011, con la finalidad de evitar efectos adversos en la tasa de inflación a causa de las fuertes inversiones de cartera.

Tabla 5. América Latina: Total de reservas internacionales, 2005-2012
(Meses de importaciones)

Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú
2005	2	5	4	6	8
2006	4	7	4	5	8
2007	5	11	3	5	10
2008	2	9	3	5	8
2009	4	13	4	6	11
2010	4	12	4	6	11
2011	4	12	5	5	10
2012	5	13	5	5	12

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Al observar los datos para diversos países de América Latina, se aprecia que –tras un proceso de desregulación financiera- los flujos de capital de corto plazo incrementaron motivados por la mayor rentabilidad en comparación con las economías desarrolladas.

En cuanto al diferencial entre las bajas tasas de interés en los países de origen de los capitales y las tasas con mayor rentabilidad en las economías latinoamericanas, provocó que los capitales se concentraran en instrumentos de

deuda pública de los países en desarrollo (Ugarteche, 2015). A la par del crecimiento de los capitales de corto plazo, las exportaciones incrementaron gracias al encarecimiento de los precios de los commodities.

Como consecuencia de lo anterior, el rendimiento de los instrumentos de deuda pública de los países latinoamericanos incrementó significativamente respecto al de las economías desarrolladas, provocando con ello el crecimiento del mercado de deuda en los países en desarrollo. Asimismo, este primer periodo del siglo XXI, se caracterizó por el crecimiento del mercado de capitales y de derivados financieros en las economías emergentes.

Otro de los elementos que contribuyeron al proceso de triple arbitraje en América Latina fue la tasa de crecimiento favorable en estas economías en comparación a las de los países desarrollados, de forma que la tendencia de las inversiones de los países del sur hacia el norte se invirtió entre el 2003 y 2014, al ser los mercados financieros latinoamericanos los más seguros en este periodo para invertir.

3.2.3 IMPACTO EN EL PRECIO DE LOS COMMODITIES

Otro de los efectos del manejo de bajas tasas de interés en las economías desarrolladas, además del impacto en el tipo de cambio, recae en los precios de los commodities.

A partir de las acciones implementadas en 2009 para inyectar liquidez al sistema financiero estadounidense, los mercados de commodities y las bolsas de valores de los países latinoamericanos observaron un periodo de crecimiento importante.

Los precios de los commodities y las exportaciones primarias estuvieron en auge, dando como resultado el incremento en el consumo, acumulación de reservas internacionales y apreciación del tipo de cambio en las economías en desarrollo (Ugarteche, 2015).

Sin embargo, como consecuencia de las declaraciones por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos, negando un incremento en las tasas de interés, pero con posibilidades de subir en el futuro, ocasionó que los inversionistas tuvieran altas expectativas sobre una mayor rentabilidad de las tasas en Estados Unidos. De esta manera, a partir del 2014 se observa el retiro de los capitales de los mercados latinoamericanos para regresar al país de origen.

El cambio de las expectativas de los inversionistas ha tenido efectos adversos para América Latina, provocando el descenso de las reservas internacionales, la depreciación de las monedas, disminución de las exportaciones, así como la caída de los precios de las materias primas.

Diversos commodities han sufrido caídas en los precios notables, tales como los productos primarios energéticos (petróleo, gas), metales industriales (cobre, aluminio) y agrícolas (trigo), entre otros.

4 FLUJOS DE CAPITAL DE LARGO PLAZO HACIA AMÉRICA LATINA

El crecimiento de los países en desarrollo puede ser resultado del aumento de la productividad total de sus factores, o bien, del aumento de los flujos de capital extranjero, lo que les permite impulsar su crecimiento de forma más acelerada. El objetivo principal de este apartado es reconocer si el aumento de flujos de capital estimula o frena el crecimiento económico de un país.

La dinámica de los flujos de capital es cada vez más relevante en la explicación del comportamiento económico de los países en desarrollo, ya que pueden tanto estimular el crecimiento en demasía, como son capaces de provocar grandes desequilibrios macroeconómicos en los países receptores.

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 (Torres, 2004).

En este sentido, dentro de los riesgos que representan las grandes entradas de capitales en los países en desarrollo se identifican: 1) desajustes externos severos en las fases expansivas; 2) vulnerabilidad del sistema financiero; y 3) ajustes drásticos en las fases de salida de los capitales (Torres, 2004).

Asimismo, tal como se ha visto, la entrada de capitales –además de implicar altos déficits en la cuenta corriente-, traen consigo apreciaciones cambiarias que pueden quitar del equilibrio al tipo de cambio.

De igual forma, los flujos de capital pueden ocasionar booms de crédito que se dirijan hacia sectores de baja productividad, de manera que se afecta el desempeño del sistema financiero interno. De ahí la importancia de dirigir y aprovechar adecuadamente la entrada de capitales.

Durante los últimos años, se ha desarrollado un profundo proceso de desregulación financiera, lo que representa una oportunidad de desarrollo y crecimiento para los países de la periferia principalmente. Como resultado de esta enorme integración financiera, las economías se enfrentan a una creciente interdependencia respecto a su desempeño económico y la dinámica económica internacional.

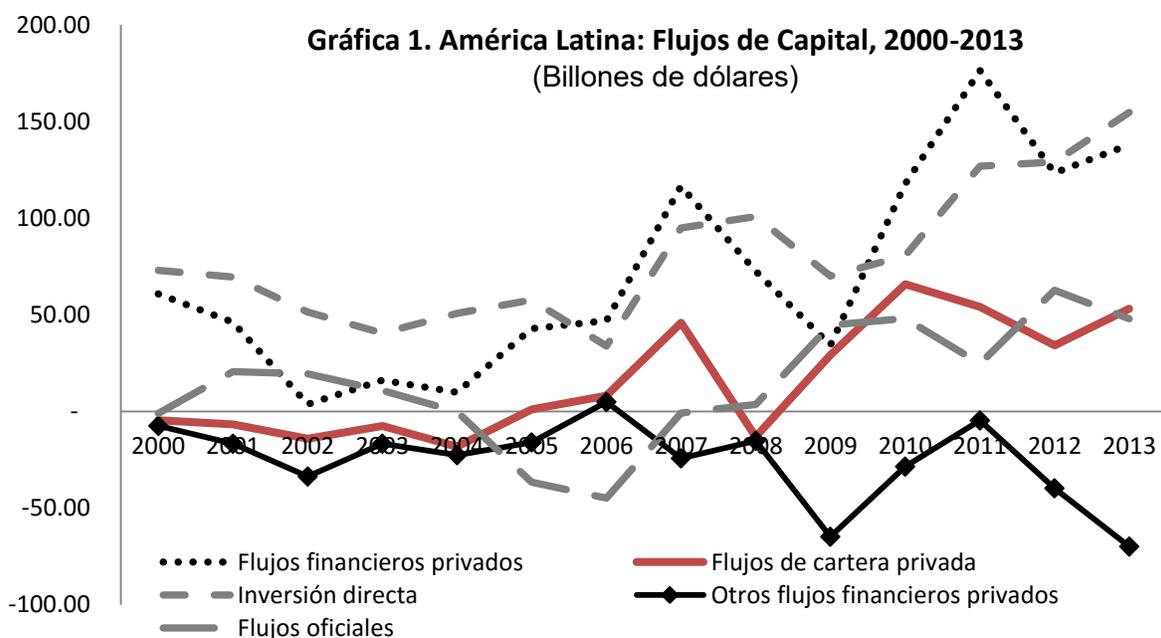
El mercado de capitales y la desregulación acelerada forman un gran vínculo, pues existen diversos factores que caracterizan su conexión, tales como la presencia de cada vez más innovaciones tecnológicas en diversos campos; la desregulación y liberalización de los mercados avanza favorablemente; y los capitales aumentan significativamente su movilidad entre países y regiones.

Desde este punto de vista, es necesario comprender qué fuerzas determinan la integración financiera en América Latina, de tal manera que se puedan trazar líneas de acción para aprovechar el potencial de los flujos financieros.

En los últimos años, los flujos de capital internacional han sido de suma relevancia en el financiamiento externo de los países subdesarrollados. La evolución del financiamiento mediante flujos estatales y préstamos de gobierno a un financiamiento a base de flujos de capital internacional, ha marcado el desarrollo de países de regiones como América Latina (Servén y Loayza, 2006).

Los flujos de capital han atravesado por una transformación significativa, provocando que las carteras nacionales de las economías del mundo se configuren. Esta transformación conlleva la privatización de los flujos de capital hacia los países en desarrollo, grandes incrementos de los flujos y la constitución de éstos esencialmente a base de inversión extranjera directa.

En este sentido, a principios del siglo XXI, la IED se convirtió en el tipo de flujo de capital de largo plazo más importante, aumentando del 20% al 70% en la primer década del siglo (Servén y Loayza, 2006).



Fuente: elaboración propia con datos de World Economic Outlook, FMI.

El financiamiento externo de los países de la periferia está cada vez más motivado por las decisiones de los inversores mundiales respecto a la diversificación de sus carteras. Tal como se pronuncia en la teoría, el aumento del flujo de capitales en los países subdesarrollados ha seguido un boom de inversiones –IED principalmente.

No obstante, el boom de IED no ha alcanzado por igual a todos los países en América Latina. En algunos casos, el boom de inversión se ha asociado más a la privatización de empresas de servicio público que a la adopción de nuevos proyectos de inversión (Servén y Loayza, 2006).

Desde hace varias décadas se han creado políticas que tienen como objetivo estimular la transferencia de capital de países ricos hacia los países pobres. Últimamente, con la liberalización de la cuenta de capital se ha llegado a un proceso de profunda integración financiera en la que los flujos de capital se dirigen desde las economías desarrolladas hacia las economías en desarrollo (Muciño, 2011). De esta manera, los flujos de capital han contribuido a mejorar el ahorro e inversión, incrementan la especialización de la producción y promueven el crecimiento económico.

El enorme capital debería fluir de los países ricos a los países pobres; sin embargo, no siempre se cumple la teoría. Existen estudios que indican que los flujos de capital no siempre se dirigen hacia las economías en desarrollo más atractivas (Muciño, 2011). Incluso países con una menor dependencia al capital extranjero crecen más rápido y los flujos de capital se dirigen esencialmente de un país desarrollado a otro desarrollado.

Entonces podemos preguntarnos ¿por qué el flujo de capitales hacia los países en desarrollo no es tan grande? ¿Por qué incluso el flujo de capitales se ha invertido? En los últimos años son los países en desarrollo los que han dirigido más capitales hacia las economías desarrolladas.

Una de las posibles razones que responde a la pregunta de por qué el capital es pequeño en los países en desarrollo, es que tales países no cuentan con el desarrollo tecnológico y capital humano suficiente para atraer nuevas inversiones, es por ello que los grandes flujos de capital se dan mayormente de una economía desarrollada a otra desarrollada, aun cuando los países en desarrollo mejoren aspectos como el riesgo de invertir o la rentabilidad.

Otro elemento que ayuda a comprender esta situación es el riesgo soberano, donde éste puede ayudar a comprender cómo se financia el flujo de capital hacia los países en desarrollo. La capacidad de pago de cada país es de gran importancia, ya que si un país tarda en cubrir sus deudas con el exterior, los países que cobran pueden adquirir los activos que el país deudor tiene en el exterior, y así utilizarlos para cubrir parcialmente la falta de pago. Asimismo, la demora de los pagos impide que los capitales sigan fluyendo hacia esa economía: a mayor riesgo soberano, mayor la disminución de los flujos de capital.

Sin embargo, uno de los elementos que llevaría mayor cantidad de flujos de capital de las economías desarrolladas hacia las economías en desarrollo, es que la economía exportadora disminuyera la rentabilidad nacional o el riesgo de producción en el país. Así, se crea un incentivo para invertir en los países que tienen poco capital cuando el promedio de rentabilidad del capital ajustada a riesgos disminuye a medida que se invierte más capital en el país (Servén y Loayza, 2006).

Asimismo, es importante considerar también que los países receptores no siempre cuentan con las políticas e instituciones idóneas para asignar correctamente los

flujos de capital a usos productivos, la capacidad de atracción de flujos de capital no es buena.

Para que los flujos de capital sean capaces de potenciar las inversiones, estimular las exportaciones, y con ello el crecimiento económico, es necesario el acompañamiento de políticas macroeconómicas sólidas orientadas hacia el crecimiento y desarrollo.

4.1 EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA

Los flujos de capital han desempeñado un papel de suma importancia en la promoción del crecimiento económico y en la expansión del potencial productivo de las economías de América Latina. Sin embargo, también se han asociado a la volatilidad en las variables utilizadas como metas de política monetaria.

En lo que va de la primera mitad del siglo XXI, los flujos de capital hacia América Latina han incrementado de manera notable gracias al incremento de la productividad, a un grado de apertura mayor o a un menor riesgo soberano.

La relajación en los controles de capital, la liberalización de la cuenta de capital, así como la mayor integración de los mercados internacionales, son elementos que explican de igual forma el aumento de los flujos de capital hacia las economías latinoamericanas.

A partir de lo anterior, es necesario destacar que si el saldo neto del flujo de capital en la balanza de pagos es positivo en un periodo determinado –o existe un nivel de ahorro excedente sobre el nivel de inversión–, la cuenta corriente de

la balanza de pagos se encuentra en superávit. Cuando, por el contrario, existe un excedente de inversión sobre el ahorro, estamos frente a un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que indica que el saldo neto de los flujos de capital es negativo y las economías recurren al capital extranjero para hacer frente a sus necesidades de inversión.

Para los países en desarrollo, en donde el capital suele ser escaso, es lógico contar con déficit en la cuenta corriente, puesto que el ahorro interno no es suficiente para cubrir oportunamente la inversión. Por otra parte, un déficit en cuenta corriente teóricamente acelera el crecimiento del producto y el desarrollo de una economía.

De esta manera, en la siguiente tabla se observan los flujos financieros en términos de la cuenta corriente de la balanza de pagos de diversos países de América Latina como proporción del PIB, mostrando el superávit o déficit según sea el caso.

Tabla 1. América Latina: saldo de la Cuenta Corriente, 2000-2015
(Porcentaje del PIB)

Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú
2000	-2.73	-3.76	-1.15	0.80	-2.90
2001	-2.44	-4.19	-1.54	-1.10	-2.23
2002	-1.91	-1.51	-0.83	-1.33	-1.93
2003	-1.17	0.76	-1.09	-1.05	-1.52
2004	-0.91	1.76	2.62	-0.78	0.09
2005	-1.03	1.59	1.54	-1.29	1.46
2006	-0.81	1.25	4.60	-1.86	3.16
2007	-1.41	0.11	4.09	-2.91	1.42
2008	-1.83	-1.71	-3.23	-2.81	-4.17
2009	-0.91	-1.50	2.04	-2.06	-0.57
2010	-0.34	-2.21	1.65	-3.04	-2.46
2011	-1.05	-2.12	-1.22	-2.86	-1.89
2012	-1.25	-2.41	-3.41	-3.20	-3.43

2013	-1.77	-3.63	-3.42	-3.32	-4.92
2014	-1.87	-3.63	-3.29	-3.34	-4.79
2015	-2.02	-3.72	-2.84	-3.19	-4.37

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Desde esta perspectiva, se observa que los movimientos de capital se han incrementado entre el 2000 y 2014, lo cual puede ser resultado de mecanismos financieros más desarrollados y de la alta demanda proveniente de otras regiones como Asia.

Chile, Brasil y Perú han seguido esta misma dinámica del superávit en cuenta corriente en algunos años, con superávits de casi 5% del PIB, lo que da señal de un saldo neto positivo del flujo de capitales, o bien, la existencia de un exceso de ahorro sobre el nivel de inversión, lo que los hace menos dependiente al país del capital extranjero.

Por otra parte, Colombia y México son países que en todo el periodo de estudio han presentado déficit en su cuenta corriente (déficits del 5% del PIB o incluso 15% del PIB en el caso de Panamá), lo que sugiere –por el contrario de los casos anteriores- un saldo negativo en el flujo neto de capitales, o dicho de otra forma, un nivel de inversión superior al ahorro interno, situación que hace más dependientes a cada uno de estos países al capital extranjero.

Bajo esta perspectiva, estudios sostienen que el capital debe fluir –entre los países en desarrollo- en mayor cantidad hacia aquellos que han crecido más rápido en un periodo determinado, es decir, hacia las naciones que tengan mejores y más rentables oportunidades de inversión (Gourinchas y Jeanne, 2006).

Sin embargo, los países de la región que dependen en menor medida del capital extranjero –financiando sus programas a través del ingreso obtenido de las exportaciones o del ahorro interno-, crecen más que aquellos países que financian su inversión mediante los flujos de capital extranjero. Esto es, crecen más que aquellos países que tienen un mayor déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La tabla 2 muestra la relación entre el saldo de la cuenta corriente y el crecimiento económico, donde los países de América Latina que dependen en menor proporción del financiamiento del exterior, -aquellos países con superávit en cuenta corriente-, crecen más rápido.

Tabla 2. América Latina: Producto Interno Bruto, 2000-2015
(Porcentaje de cambio)

Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú
2000	5.30	4.31	4.47	2.93	2.95
2001	-0.61	1.32	3.34	1.68	0.22
2002	0.13	2.66	2.17	2.50	5.02
2003	1.42	1.15	3.39	3.92	4.04
2004	4.30	5.71	6.80	5.33	4.98
2005	3.03	3.16	6.31	4.71	6.83
2006	5.00	3.96	5.83	6.70	7.74
2007	3.15	6.10	5.21	6.90	8.91
2008	1.40	5.17	3.17	3.55	9.80
2009	-4.70	-0.33	-0.91	1.65	0.86
2010	5.11	7.53	5.69	3.97	8.76
2011	3.97	2.73	5.73	6.65	6.86
2012	3.91	1.03	5.45	4.21	6.28
2013	1.06	2.28	4.23	4.27	5.02
2014	2.99	1.82	3.63	4.49	5.52
2015	3.49	2.65	4.05	4.47	5.81

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Evidencia de lo anterior es que los países que van mejorando su situación de déficit –como el caso de Panamá-, cuentan con tasas de crecimiento económico cada vez más favorables. Panamá es un ejemplo de aquellos países subdesarrollados que suelen tener déficits muy grandes como porcentaje del PIB, que son financiados a través de préstamos y de flujos de capital oficiales.

Un hecho inevitable de la integración financiera internacional es el aumento de los flujos de capital de largo plazo en los países latinoamericanos. Dentro de las principales modalidades de flujos de capital en América Latina encontramos la inversión extranjera directa (IED), inversión de portafolio y la deuda externa (Muciño, 2011).

América Latina es un buen ejemplo de la expansión del volumen y cambio en la composición de los flujos de capital. Los flujos oficiales en la región han dejado de ser poco a poco el tipo de flujo predominante, la transición del flujo público al privado puede entenderse como un reflejo del bajo riesgo soberano, así como resultado de la desregulación financiera y de las tasas de interés por niveles bajos en Estados Unidos y Europa. En contraste, la importancia del flujo de capital privado toma cada vez mayor presencia.

Un hecho importante en esta transformación de la composición de los flujos de capital es que la colocación de capital en las economías responde a incentivos económicos, y dado el aumento de la desregulación financiera de los mercados financieros, la mayor presencia del flujo privado puede explicarse a que hay más incentivos económicos que se utilizan con mayor libertad a medida que disminuyen las restricciones de capital.

Tabla 3. América Latina: Flujos de Capital, 2000-2013

(Miles de millones de dólares)

Periodo	Fujos financieros privados	Inversión directa	Flujos oficiales	Flujos de cartera privada	Otros flujos financieros privados
2000	60.83	72.94	-1.01	-4.59	-7.52
2001	46.10	69.50	20.59	-6.64	-16.76
2002	3.71	51.45	19.36	-14.09	-33.65
2003	16.10	40.45	10.79	-7.59	-16.76
2004	9.85	50.75	-0.27	-18.32	-22.58
2005	42.77	57.62	-36.64	1.11	-15.96
2006	46.90	33.82	-44.88	8.18	4.89
2007	116.54	94.88	-0.91	45.84	-24.19
2008	72.47	100.85	3.53	-13.19	-15.20
2009	34.31	69.96	44.70	29.15	-64.81
2010	117.72	80.49	48.14	65.73	-28.51
2011	176.32	126.85	24.73	54.06	-4.59
2012	123.37	129.00	62.67	34.10	-39.72
2013	137.89	154.68	47.90	53.05	-69.84

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

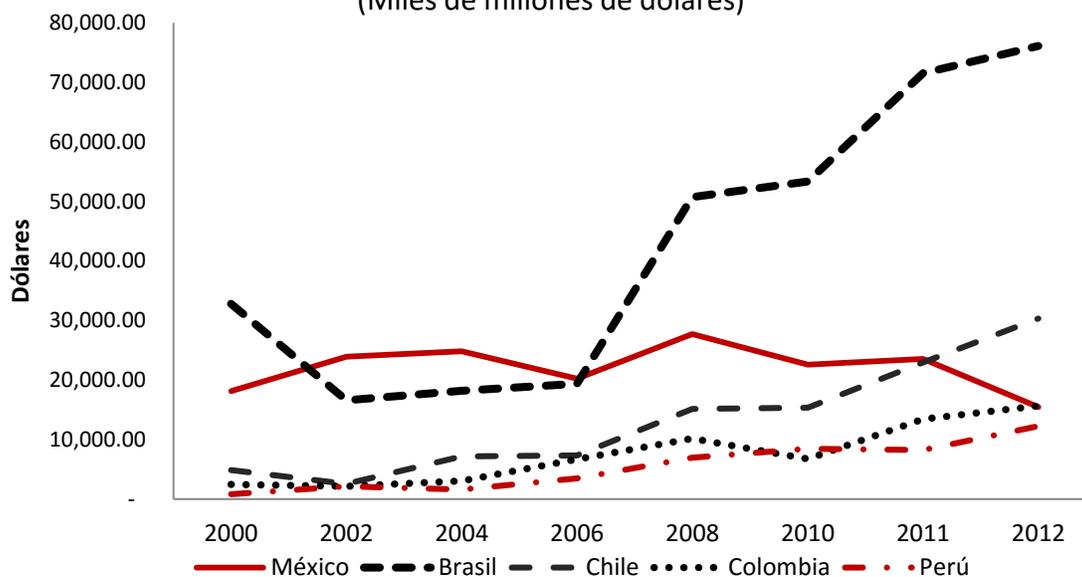
El aumento más significativo se ha dado en términos de flujos de IED y flujos financieros privados, mientras que los flujos de cartera privada presentan un comportamiento más volátil. Igualmente, la tabla 3 permite observar la disminución paulatina de los flujos de capital oficiales en los años previos a la crisis.

Actualmente la IED juega un papel de suma importancia en el ámbito internacional. Se tiene a una IED que se reorganiza, que busca mano de obra especializada, innovaciones tecnológicas, una inversión extranjera que transforma la competencia internacional cada vez con mayor rapidez. Además, dada la proliferación de IED, existe una gran competencia mundial por atraer inversiones.

La importancia en aumento de la IED en los países de América Latina puede ser resultado de la reducción de restricciones que en muchos países se habían impuesto a las inversiones directas. Esta relajación de las restricciones de capital se acompaña por la privatización masiva de empresas estatales, por lo que se daban las condiciones para una explosión de IED hacia economías en desarrollo (Servén y Loayza, 2006).

La siguiente gráfica muestra que los flujos de IED en América Latina se concentran principalmente en Brasil y México, siendo los principales receptores de recursos mediante este medio. Brasil cuenta con más de 50 mil millones de dólares de IED en los últimos cinco años, mientras que México se encuentra por debajo de los 30 mil millones de dólares de IED.

Gráfica 2. América Latina: Flujos de IED, 2000-2014
(Miles de millones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial

Para comprender mejor la importancia adquirida en los últimos años de la IED, en cuanto a volumen y composición de los flujos de capital en América Latina, es necesario asociarla con el proceso de integración financiera y liberalización de los mercados.

La enorme integración de los mercados internacionales, aunado a una serie de reformas económicas y estrategias de liberalización, resultan esenciales para el gran crecimiento de los flujos de IED en los últimos años. Evidencia del efecto de la integración de los mercados es la presencia de la IED, tanto en los países industrializados como en aquellos países en desarrollo.

Sin embargo, a la par que la integración financiera ofrece grandes oportunidades de desarrollo y crecimiento, también implica riesgos. La volatilidad de los flujos financieros internacionales es uno de los principales riesgos que conlleva la integración financiera y su rol en la propagación de inestabilidad financiera entre las economías.

Los países en desarrollo son los más vulnerables ante situaciones en las que los shocks mundiales y las malas políticas macroeconómicas y financieras hacen estragos en la dinámica económica; estos países han atravesado por dificultades en su cuenta corriente, paros inesperados del mercado y confusiones financieras.

Los países latinoamericanos suelen preferir la IED gracias a su capacidad de recuperación durante situaciones de inestabilidad. En periodos en los que las economías enfrentan inestabilidad financiera –como la ocurrida a raíz de la crisis económica del 2008-, la IED suele mantenerse más estable que otros tipos de flujos de capital privado.

Loungani y Razin (2001) exponen algunos beneficios de la IED, dentro de los que destacan:

1. La IED permite la transferencia de tecnología que no es posible conseguir con otras inversiones financieras, ni con el propio comercio de bienes y servicios.
2. Los países receptores de IED comúnmente reciben capacitación para sus empleados en el desempeño de las nuevas tareas, lo que indudablemente contribuye al desarrollo del capital humano del país.
3. Las ganancias que produce la IED incrementan el ingreso obtenido de los impuestos a las sociedades en el país.

De esta manera, se comprueba el efecto benéfico de la IED sobre los países en desarrollo. Sin embargo, las economías latinoamericanas deben enfocarse en el mejoramiento del clima para las inversiones de todo tipo de capital, tanto nacional como extranjero, crear mecanismos mejores mecanismos de ejecución de inversión y no sólo tratar de atraer más IED.

Finalmente, algunos de los factores externos que posiblemente influyeron en el aumento de este tipo de flujos de capital hacia la región latinoamericana, son la caída en las tasas de interés internacionales, las recesiones de las economías industrializadas y la relajación de las restricciones para la colocación de títulos soberanos.

En cuanto a los factores internos de mayor relevancia encontramos los procesos de liberalización financiera y comercial, la modernización del sistema financiero y las modificaciones en los regímenes cambiarios (Torres, 2004). Asimismo, la

privatización de grandes compañías estatales contribuyó de manera significativa para la entrada específica de IED y otros flujos privados.

4.2 DESACELERACIÓN ECONÓMICA EN AMÉRICA LATINA

Es posible que, dada la composición y concentración de flujos de capital, se presente una situación de inestabilidad financiera en los países receptores, puesto que gracias a la mayor presencia que han adquirido los flujos privados, es posible que se presente un aumento en la volatilidad de los flujos de capital, ya que existe mayor facilidad de entrada y salida de capitales. De igual manera, las variaciones de los flujos de capital tienen influencia sobre variables como la tasa de interés, tipo de cambio y el propio crecimiento económico.

Además, si se considera que los flujos privados suelen concentrarse en las economías de mayores ingresos –que representan un grupo pequeño-, la posibilidad de que estas economías enfrenten desequilibrios económicos y crisis financieras incrementa notablemente, implicando serios costos por la posibilidad de contagio a otras economías.

La integración financiera internacional, como instrumento de política para estimular el crecimiento y desarrollo económico entre los países en desarrollo, revela que a través de la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos se puede estimular el nivel de inversión e ingreso.

Sin embargo, la integración financiera, lejos de impulsar el crecimiento económico en América Latina, ha interrumpido la dinámica de crecimiento de las economías latinoamericanas. Prueba de lo anterior es que los bancos centrales se han

encargado de acumular una gran cantidad de reservas internacionales con la intención de contrarrestar los efectos adversos en las variables macroeconómicas fundamentales y con el objetivo de estabilizar las economías frente a los posibles choques externos (Muciño, 2011).

Los grandes flujos de capital hacia los países en desarrollo han estado acompañados de incrementos en los déficits en la cuenta corriente, teniendo como resultado el incremento de las reservas internacionales. El aumento en las reservas indica que los bancos centrales no están dispuestos a apreciar su tipo de cambio, a fin de reducir la demanda interna de moneda (Hoggasrth y Sterne, 2002).

Tabla 5. América Latina: Total de reservas internacionales, 2005-2012
(Meses de importaciones)

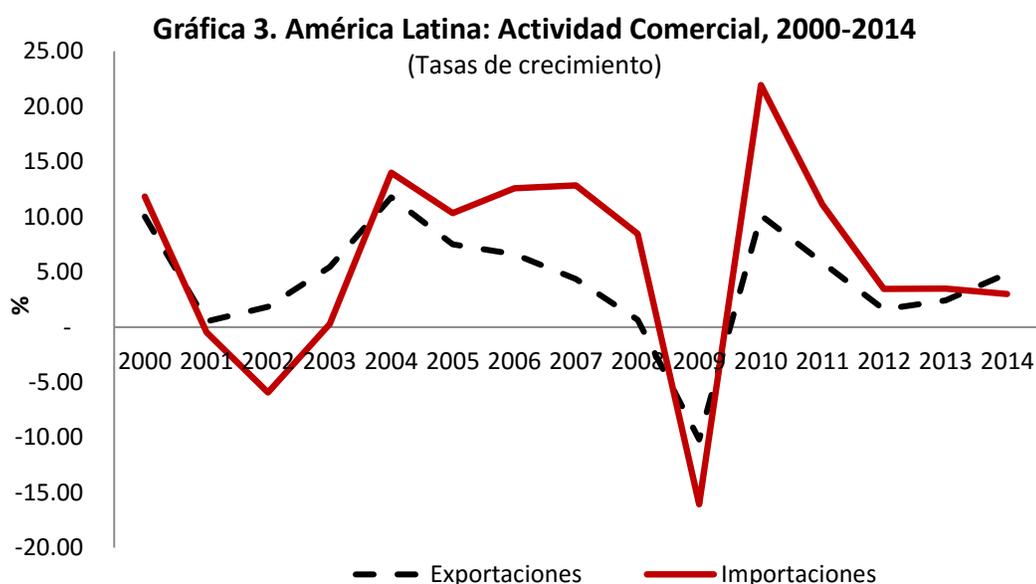
Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú
2005	2	5	4	6	8
2006	4	7	4	5	8
2007	5	11	3	5	10
2008	2	9	3	5	8
2009	4	13	4	6	11
2010	4	12	4	6	11
2011	4	12	5	5	10
2012	5	13	5	5	12

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Países que cuentan con altos déficits en su cuenta corriente, se basan en las reservas internacionales como principal instrumento de política para hacer frente a los pagos correspondientes a la deuda contraída. Sin embargo, al acumular cada vez mayor cantidad de reservas, los pasivos contraídos en el exterior también incrementan. De esta manera, la tabla 5 muestra que los países que cuentan con

una mayor acumulación de reservas, medida en meses de importaciones, son Brasil y Perú

Bajo esta perspectiva, uno de los efectos de los altos niveles de reservas internacionales es la revalorización de los tipos de cambio, provocando a su vez efectos negativos en el sector exportador y enfriando la dinámica económica.



Fuente: elaboración propia con datos de World Economic Outlook, FMI.

La gráfica 3 muestra el nivel de exportaciones de América Latina, el cual -en conjunto- se ha visto afectado en los últimos años, lo que implica un freno en el crecimiento económico de los países latinoamericanos, así como mayor fragilidad ante la inestabilidad financiera. De esta manera, la desaceleración del crecimiento de la región obedece a una ralentización de las economías en desarrollo.

Las perspectivas de crecimiento no son tan favorables para América Latina, donde se prevén tasas de crecimiento de apenas 2% o 3% para los próximos cinco

años. Incluso los gigantes de la región, Brasil y México, están creciendo por debajo del promedio de América Latina, a pesar de la puesta en marcha de numerosas reformas que tratan de incentivar a los inversores.

Se evidencia entonces cómo las grandes entradas de capital son causantes de grandes desequilibrios macroeconómicos en las principales economías receptoras, desequilibrios que se expresan como aumentos del déficit en cuenta corriente -y otros como apreciaciones de las monedas y booms de consumo y crédito-, de manera que se compromete el desempeño de las economías.

Asimismo, se observa que los flujos privados de capital se han dirigido principalmente hacia las economías que cuentan con un ingreso medio-alto. Mientras que las economías que cuentan con menor capacidad para conseguir financiamiento externo son aquellas de ingresos bajos.

La desaceleración económica y la gran volatilidad de los flujos de capitales en América Latina muestran incertidumbre -y hasta cierto punto pesimismo- sobre el futuro de la región. El debilitamiento del entorno exterior en la región puede resaltar más la dependencia a los flujos de capital.

No obstante, se puede tener una visión optimista si es que aquellos países con un marco de política monetaria basado en los objetivos de inflación y tipo de cambios flexibles pierden el temor a las depreciaciones para así poder atenuar los shocks externos y estimular la economía nacional.

La depreciación de la moneda en una recesión puede contribuir a mantener la balanza exterior bajo control y, al mismo tiempo, estimular la producción y el

empleo nacionales, al incentivar no sólo las exportaciones sino también la producción de bienes y servicios para el mercado interno (Banco Mundial, 2013).

Desde esta perspectiva, el Banco Mundial (2013) sugiere dejar de ver a las depreciaciones en América Latina como una señal de emergencia financiera, sino verlas como un proceso de ajuste macroeconómico eficiente ante la inestabilidad financiera causada por eventos del exterior.

El desempeño favorable de las economías de América Latina es uno de los elementos a considerar como positivo de las entradas de capital. Si las economías latinoamericanas lograran mantener esta tendencia en el futuro, el retorno de los capitales a la región sería mucho más factible.

Sin embargo, en la actualidad los niveles de flujos de capital en América Latina se encuentran en niveles bajos, debido a elementos como incertidumbre y cambio en las expectativas por parte de los inversionistas, lo cual representa limitaciones en cuanto a las posibilidades de financiamiento internacional en los países latinoamericanos, con consecuencias adversas para el escenario económico general.

5 CONCLUSIONES

El objetivo de este documento era otorgar un acercamiento a la teoría Kaleckiana sobre los ciclos económicos que pudiese ser empleada para el estudio de la situación de América Latina en cuanto a la dinámica de los flujos de capital hacia la región en la primera mitad del siglo XXI bajo un proceso de triple arbitraje, en el cual intervienen elementos como tasa de interés, tipos de cambio y precio de las materias primas.

Para ello se presentaron conceptos importantes de Michal Kalecki que dieran sustento teórico al análisis, conceptos tales como el de las fluctuaciones, inversión y tasa de interés, además de diversos aportes con ciertas influencias Kaleckianas en cuanto al comercio internacional y tipo de cambio.

Asimismo, se destacó que, aun cuando el trabajo de Kalecki se haya enfocado en el caso de economías desarrolladas, no exenta a las economías subdesarrolladas de su estudio, siendo este tipo de economías perfectamente compatibles a su análisis. La teoría Kaleckiana muestra que tanto las economías desarrolladas como subdesarrolladas atraviesan por fluctuaciones en su dinámica económica, como fenómeno propio del capitalismo.

Una vez analizada la teoría Kaleckiana, se pudo observar cómo los flujos de capital, tanto de corto como de largo plazo, aumentan los desequilibrios presentes en un boom de inversión, haciendo que una economía sea más frágil y propensa a una crisis. Lo anterior puede tener un origen doméstico e impacto en la situación

externa de la economía, o bien, tener un origen externo e impacto en la situación interna de la economía.

Al analizar los flujos de capital hacia América Latina en el periodo de 2000 – 2014, se expuso cómo el comportamiento de los flujos de capital se ha convertido en un elemento cada vez más significativo en la determinación de la dinámica de las economías en desarrollo.

En primera instancia, en cuanto a los flujos de capital de corto plazo hacia América Latina, el efecto que tiene el triple arbitraje entre las economías desarrolladas y las economías en desarrollo recae sobre la rentabilidad que se genera mediante la diferencia entre las tasas de interés, el tipo de cambio y el precio de los activos financieros.

De esta manera, la primera década y media del siglo XXI se caracterizó por ser un periodo en el que fue más atractivo para los inversionistas realizar inversiones en las economías latinas ante el manejo de bajas tasas de interés en las economías desarrolladas, Estados Unidos principalmente.

Entre el 2000 y 2014 se observaron, como efecto del triple arbitraje, las bajas tasas de interés en las economías desarrolladas, así como la acumulación de reservas internacionales, el auge en los precios de las materias primas y crecimiento económico en las economías de América Latina.

No obstante, tal efecto se revertiría a partir de 2014 con el cambio de las expectativas de los inversionistas ante el posible incremento en las tasas de interés en Estados Unidos, quedando claro el papel fundamental que tiene, tanto los anuncios por parte de las autoridades monetarias respecto a las expectativas

sobre las tasas de interés, como de la percepción por parte de los inversionistas en cuanto a la rentabilidad de invertir en las economías de América Latina y el momento en que deciden retirar sus capitales para regresar al país de origen.

Respecto a los flujos de capital de largo plazo hacia la región, el protagonismo lo tiene la inversión extranjera directa -mientras que los flujos oficiales han venido perdiendo participación. La IED ha ido ganando importancia entre las economías latinoamericanas, puesto que este tipo de capital es capaz de materializarse en infraestructura productiva, complementar la inversión nacional e incentiva la innovación tecnológica.

Asimismo, bajo la perspectiva de la integración financiera, se predice que los capitales fluyan desde las economías avanzadas hacia las economías en desarrollo. Sin embargo, no siempre se cumple la teoría en cuanto a la dirección del capital externo hacia las economías menos desarrolladas –incluso actualmente hay mayor movilidad de capitales de las economías en desarrollo hacia las economías desarrolladas, como consecuencia de la alta rentabilidad en las economías emergentes para la inversión y el cambio de expectativas.

La evidencia empírica en América Latina mostró que los países con menor dependencia al capital extranjero crecen con mayor rapidez, obedeciendo quizá a los mayores ingresos por las exportaciones y a un mayor ahorro interno.

De esta manera, podemos ver que la integración financiera como instrumento para estimular el crecimiento económico, ha desembocado en un proceso de financiarización de las economías latinoamericanas, lo que hace que el proceso de contagio entre las economías sea cada vez más veloz.

A causa de esta integración financiera, los flujos de capital hacia economías en desarrollo han incrementado notablemente, presentando efectos tanto positivos como negativos. Específicamente en América Latina, los efectos del aumento de los flujos de capital en los últimos años han sido adversos para las economías, pues se presentan daños al sector exportador y un enfriamiento de la dinámica económica regional.

En cuanto a los instrumentos de política para hacer frente a la inestabilidad financiera, se observó que las reservas internacionales son el instrumento más usual al que la mayoría de los países recurre. La gran acumulación de reservas internacionales que muchos países han perseguido con esmero durante los últimos años, es síntoma de su prudencia. Sin embargo, el uso de estrategias e instrumentos alternativos de diversificación de riesgos pueden agilizar los procesos.

En este mismo sentido, la apertura comercial es un elemento de suma importancia para contrarrestar los efectos de la inestabilidad financiera a causa del gran flujo de capitales. Las economías con un mayor grado de apertura comercial no tienen que atravesar por una depreciación mayor del tipo de cambio para ajustar su balanza comercial.

Asimismo, los países con mayor apertura comercial son menos vulnerables a los efectos de las interrupciones de capital externo y a las crisis financieras internacionales. Es por ello que en la actualidad –desde un contexto de integración financiera–, la presencia del comercio exterior es vital, ya que de no contar con éste, las entradas de capital pueden no dirigirse a los sectores estratégicos de cada país.

Finalmente, es importante hacer hincapié en que se necesita la complementación de las políticas económicas en América Latina para poder inducir los flujos de capital hacia los sectores estratégicos de cada país, de tal manera que se tenga un impacto positivo en las economías latinoamericanas. Si las economías cuentan con un mejor y más desarrollado sistema financiero, se pueden obtener muchos beneficios de la integración financiera, e incluso se podrían atenuar las posibilidades de contagio persistentes en la economía mundial

BIBLIOGRAFÍA

Banxico (2015), La Balanza de Pagos en 2015. Comunicado de prensa. Disponible en: <http://www.banxico.org.mx/informacion-para-la-prensa/comunicados/sector-externo/balanza-de-pagos/indexpage.html>

Banco Mundial (2013), La desaceleración en América Latina y el Tipo de Cambio como Amortiguador. Informe semestral, Octubre, Washington, DC.

Brealey, R. y Myers, S. (2000), *Principles of Corporate Finance*. Irwin-McGraw Hill, Boston.

Cervantes, Joel (1986), *Demanda de reservas internacionales: el caso latinoamericano en el período 1952-1982*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Departamento de Investigaciones, México.

FMI (2016) World Economic Outlook. Fondo Monetario Internacional, Washington, DC.

Hein, Eckhard y Carsten Ochsén (2002), *Regímenes de tipos de interés, acciones de ingresos, ahorros e inversión: un modelo kaleckiano y estimaciones empíricas para algunas economías avanzadas de la OCDE*. Universidad de Oldenburgo, Oxford, UK.

Hoggarth, Glenn y Gabriel Sterne (1997), *Flujos de capital: causas, consecuencias y respuestas de política*, Centro de Estudios de Banca Central, Londres. pp. 48.

Kalecki, Michal (1933), "Esbozo de una teoría del ciclo económico". En *Crecimiento y ciclo de las economías capitalistas: ensayos seleccionados y traducidos por Jorge Miglioli*. Sao Paulo, 1977.

Kalecki, Michal (1935), "Comercio internacional y exportaciones internas". En *Crecimiento y ciclo de las economías capitalistas: ensayos seleccionados y traducidos por Jorge Miglioli*. Sao Paulo, 1977.

- Kalecki, Michal (1937), “Una teoría de tributación de los bienes, los ingresos y el capital”. En *Crecimiento y ciclo de las economías capitalistas: ensayos seleccionados y traducidos por Jorge Miglioli*. Sao Paulo, 1977.
- Kalecki, Michal (1956), *Teoría de la dinámica económica*. Fondo de Cultura Económica, México.
- Lavoie, Marc (1995), “Interest rates in post-Keynesian models of growth and distribution”, *Metroeconomica*, Vol.46, Junio, pp. 146–77.
- Lavoie, Marc (1995), “The Kaleckian Model of Growth and Distribution and Its Neo-Ricardian and Neo-Marxian Critiques”, *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 19, Septiembre, pp. 789-818
- Levy, Noemí (2000), “Kalecki: inversión, inestabilidad financiera y crisis”, en *Comercio Exterior*, Bancomext, Vol. 50, Núm. 1, Diciembre, pp. 1053-1062.
- Levy, Noemí (2000), “Kalecki: inversión, inestabilidad financiera y crisis”, en *Comercio Exterior*, Bancomext, Vol. 50, Núm. 1, Diciembre, pp. 1053-1062.
- López, Julio; Sánchez, Armando y Spanos, Aris (2011), “Macroeconomic linkages in Mexico: a Keynesian-Structuralist Perspective”, *Metroeconomica*, Vol. 62, Mayo, pp. 356-385.
- Loungani, Prakash y Assaf Razin (2001), “¿Qué beneficios aporta la inversión extranjera directa?” En *Finanzas y Desarrollo*, Fondo Monetario Internacional. Junio 2001.
- Mantey de Anguiano, G. y Noemí Levy (2002), *Globalización financiera e Integración monetaria: una perspectiva desde los países en desarrollo*, Dirección General de Asuntos del Personal Académico, UNAM, México.

Melo, Jimmy (2012), “La hipótesis de inestabilidad financiera de Minsky en una economía abierta”, En *Ensayos de Economía*, No. 41. Universidad Nacional de Colombia.

Muciño, J. Israel (2011), *Flujos de Capital Extranjero y su Impacto en el Crecimiento Económico en México, América Latina y el Caribe*. Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía.

Prebisch, Raúl. (1951), “Problemas teóricos y prácticos del crecimiento económico”, En Gurrieri, Adolfo (1982), *La obra de Prebisch en la CEPAL*, Fondo de Cultura Económica, México.

Rogers, Colin (1989), *Money, Interest and Capital. A Study in the Foundations of Monetary Theory*, Cambridge University Press, New York.

Saludjian, Alexis (2008), “De los ciclos económicos a la volatilidad macroeconómica: el aporte de M. Kalecki”, en *Ensayos FEE*, Vol. 29, Núm. 1, Junio, pp. 133-156.

Servén, Luis y Norman Loayza (2006), *Flujo de Capital hacia Países en Desarrollo: pasado y presente*. I Congreso Internacional sobre Desarrollo Humano, Madrid. Disponible en: [http://www.reduniversitaria.es/ficheros/Luis%20Serv%20E9n%20\(e\).pdf](http://www.reduniversitaria.es/ficheros/Luis%20Serv%20E9n%20(e).pdf)

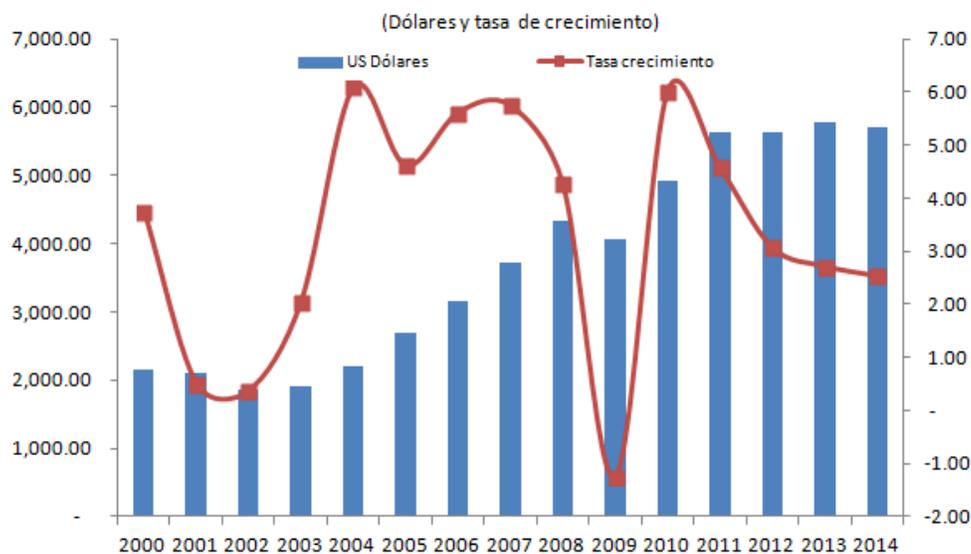
Torres, Alejandro (2004), “La dinámica de los flujos de capital hacia América Latina y los países en desarrollo, 1970-2002”, en *Perfil de Coyuntura Económica*, Universidad de Antioquia, Colombia.

Ugarteche, Oscar (2013), *Genealogía de la Arquitectura Financiera Internacional: 1850 - 2008*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.

Ugarteche, Oscar (2015), *Triple Arbitraje, Expectativas y Crecimiento Económico*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.

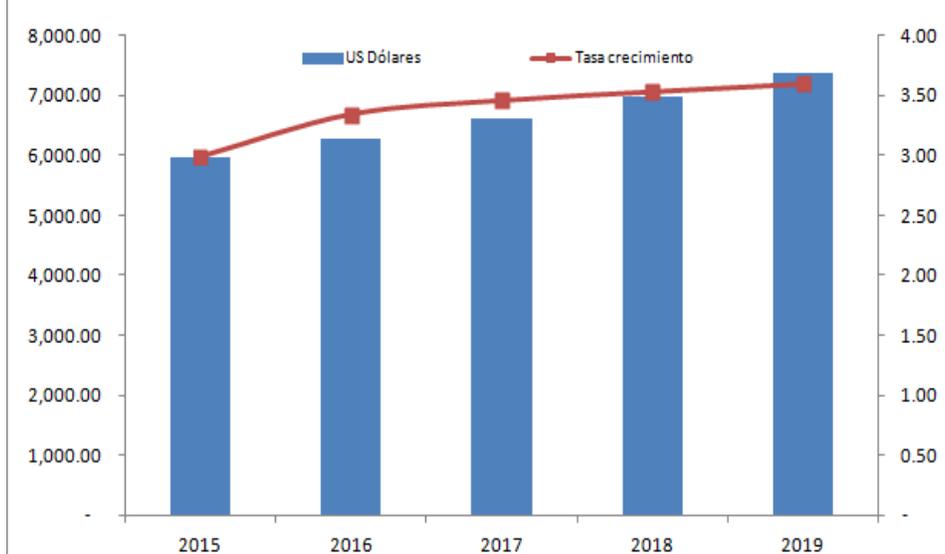
ANEXO ESTADÍSTICO

Gráfico 1. América Latina: Producto Interno Bruto a precios corrientes, 2000-2014



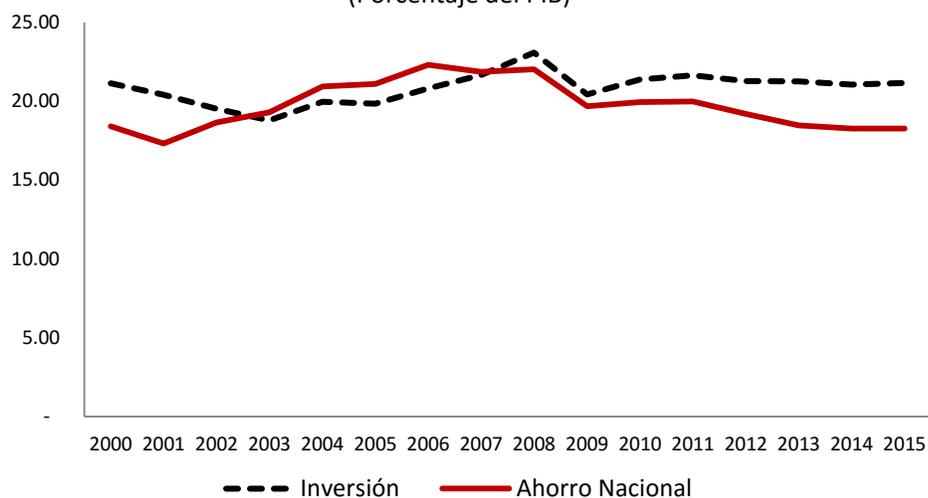
Fuente: elaboración propia con datos del World Economic Outlook, FMI.

Gráfico 2. América Latina: Proyecciones Producto Interno Bruto 2015-2019



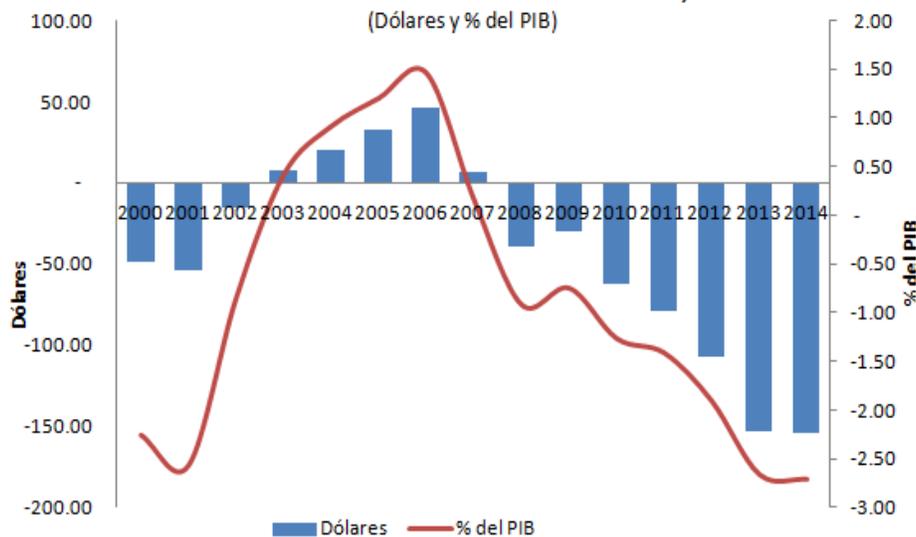
Fuente: elaboración propia con datos del World Economic Outlook, FMI.

Gráfica3. América Latina: Inversión y Ahorro, 2000 - 2014
(Porcentaje del PIB)

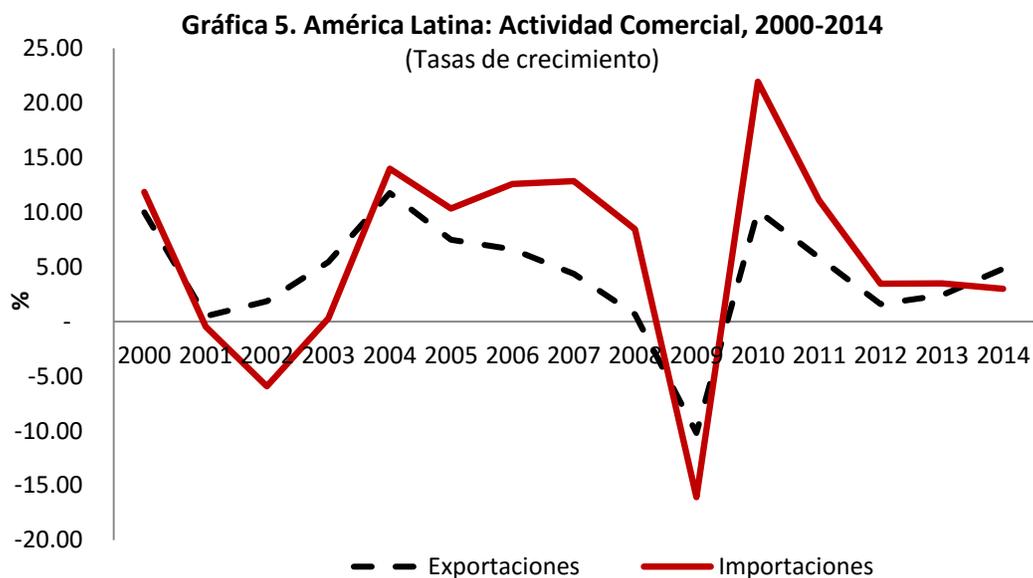


Fuente: elaboración propia con datos del World Economic Outlook, FMI.

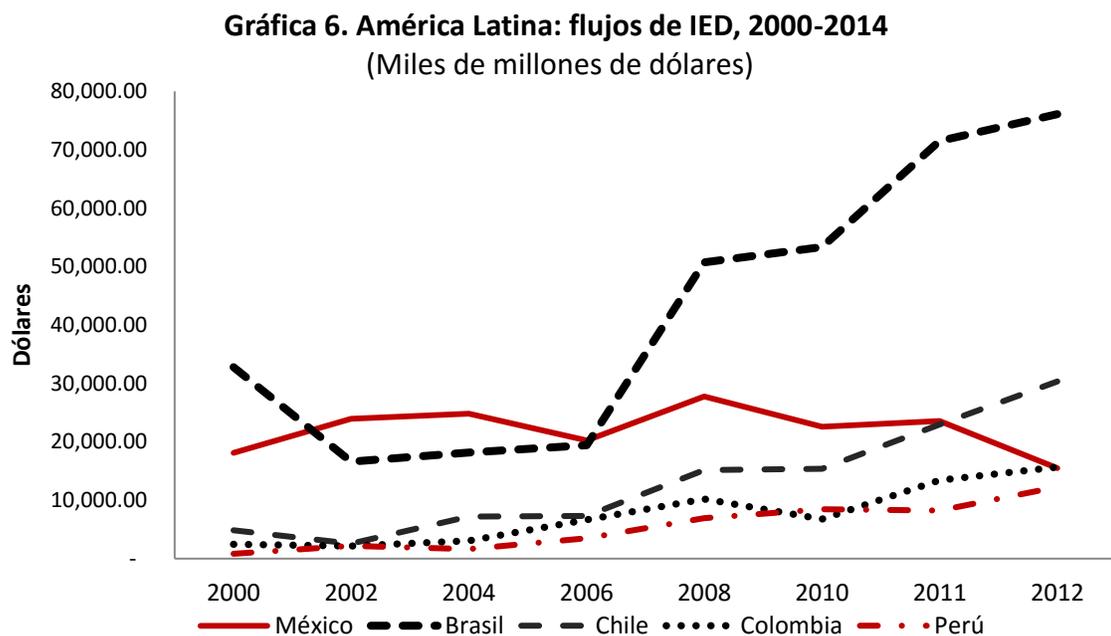
Gráfica4. América Latina: Saldo de la Cuenta Corriente, 2000-2014
(Dólares y % del PIB)



Fuente: elaboración propia con datos de World Economic Outlook, FMI.

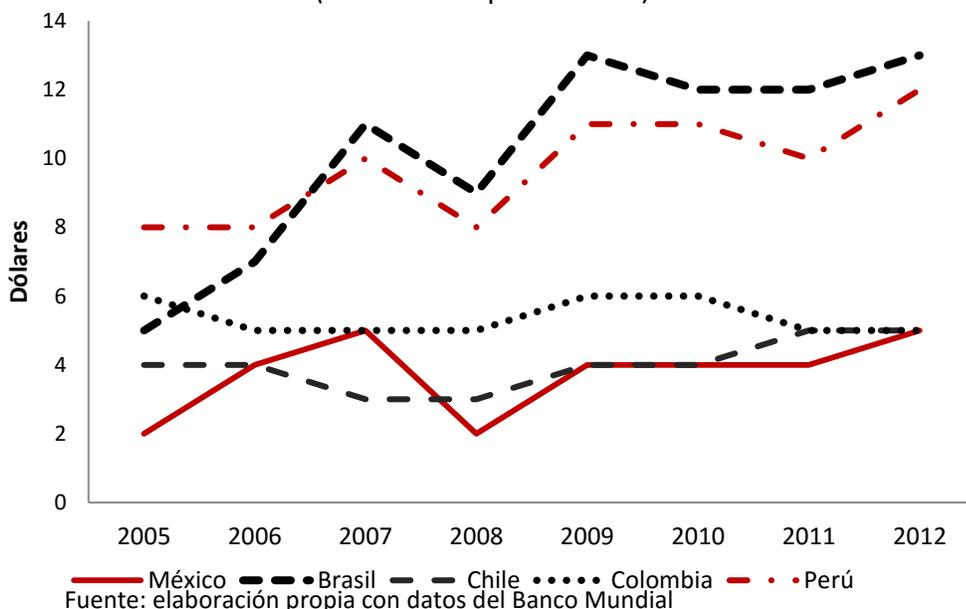


Fuente: elaboración propia con datos de World Economic Outlook, FMI.

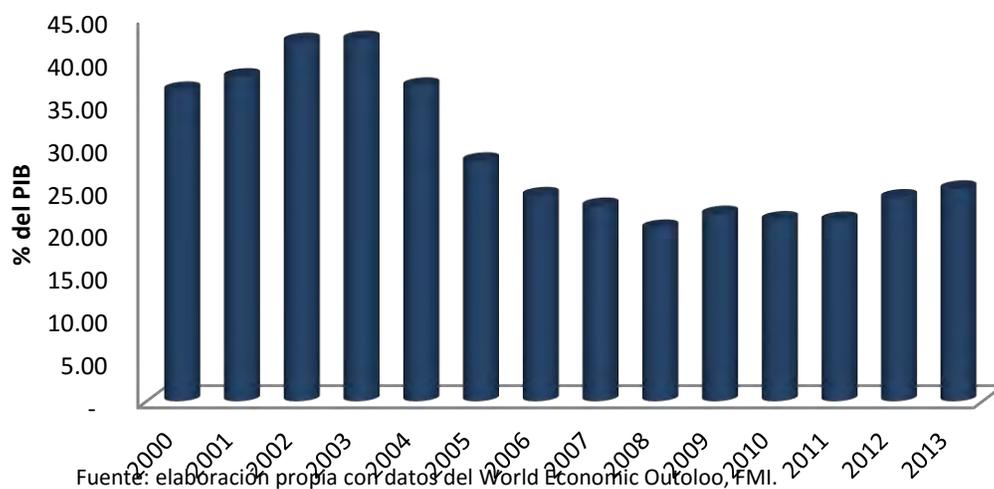


Fuente: elaboración propia con datos del Banco Mundial

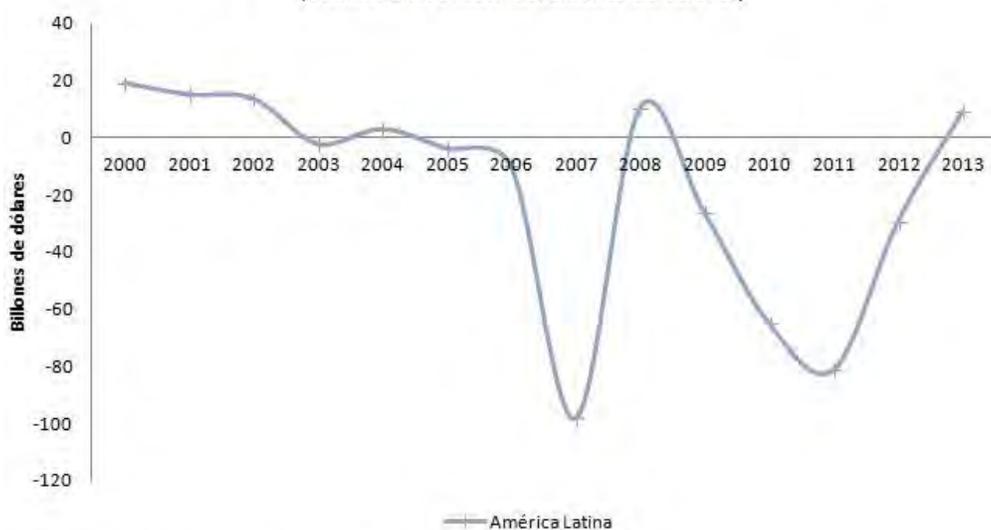
Gráfica 7. América Latina: Reservas Internacionales, 2005-2012
(Meses de importaciones)



Gráfica 8. América Latina: Deuda Externa, 2000 - 2013
(Porcentaje del PIB)

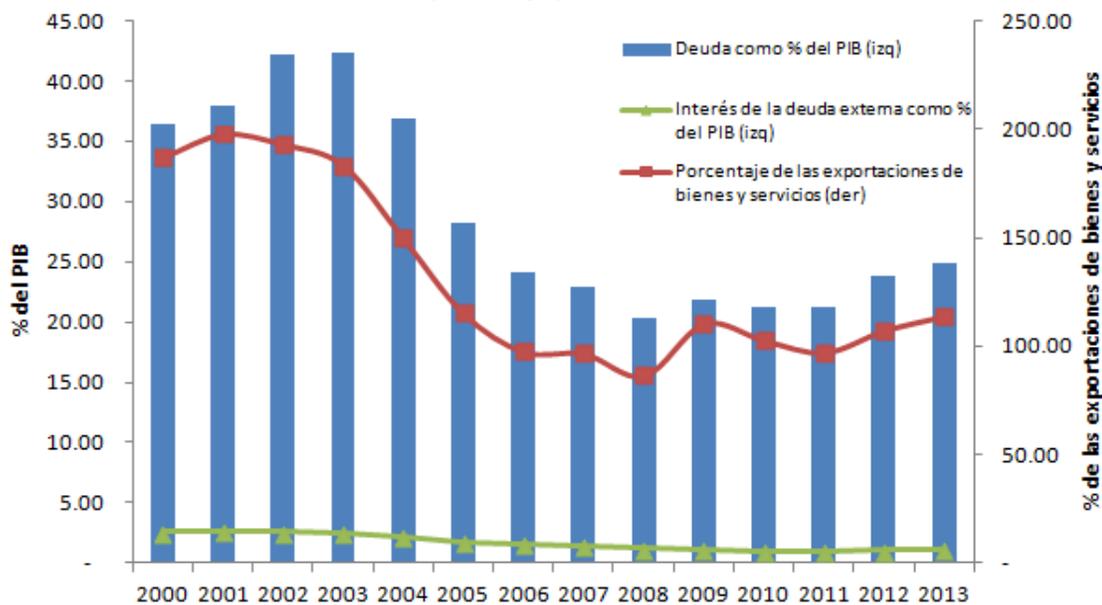


Gráfica 9. América Latina: Reservas Internacionales, 2000-2013
(Cambio en las reservas, billones de dólares)



Fuente: elaboración propia con datos de World Economic Outlook, FMI.

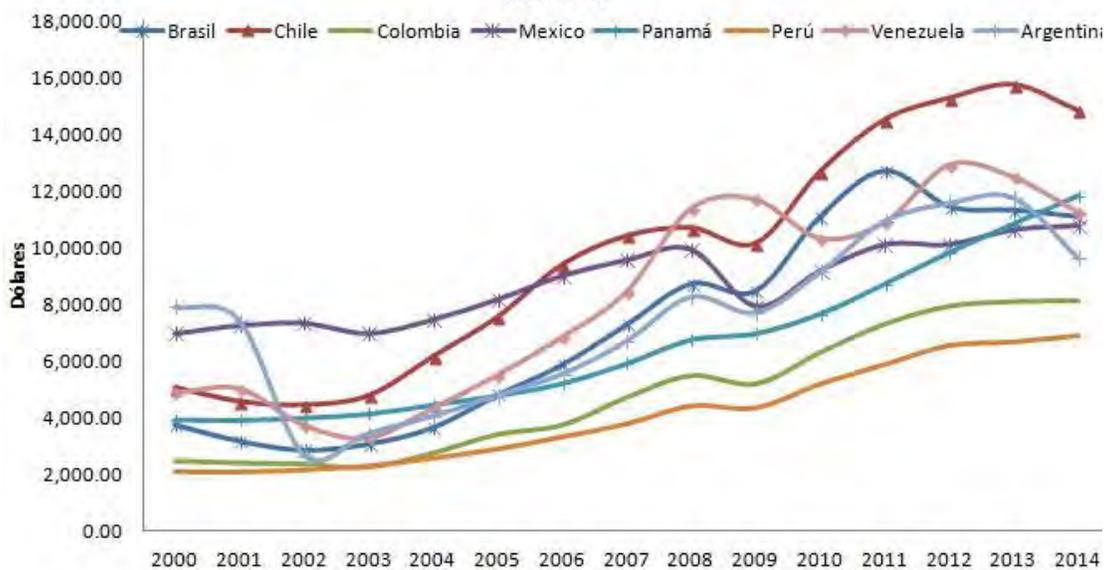
Gráfico 10. América Latina: Deuda Externa, 2000-2014
(Porcentajes)



Fuente: elaboración propia con datos del World Economic Outlook, FMI.

Gráfica 11. América Latina: PIB per cápita, 2000-2014

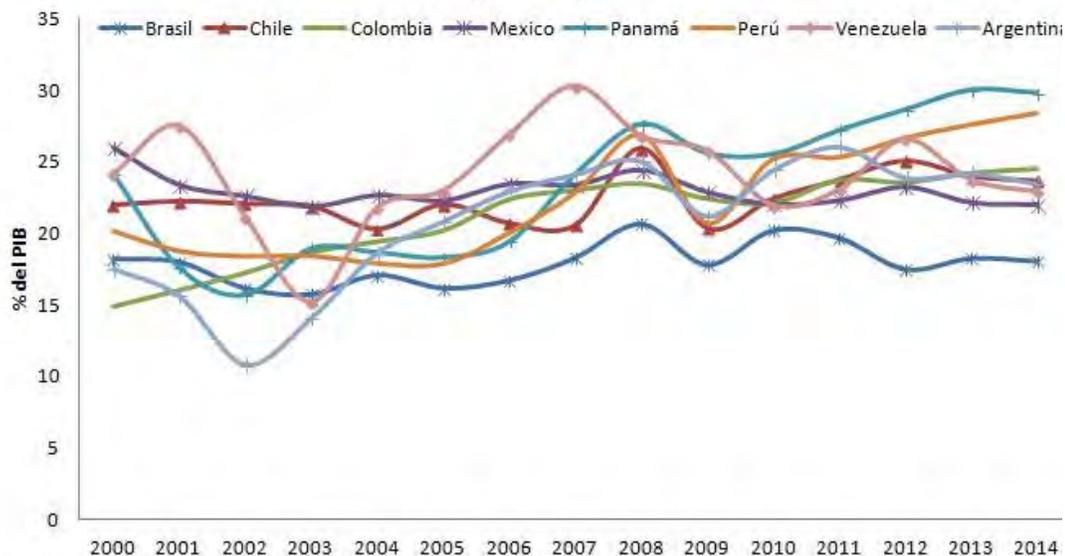
(Dólares)



Fuente: elaboración propia con datos de World Economic Outlook, FMI.

Gráfica 12. América Latina: Inversión Total, 2000-2014

(% del PIB)



Fuente: elaboración propia con datos de World Economic Outlook, FMI.

Tabla 1. América Latina: saldo de la Cuenta Corriente, 2000-2015
(Porcentaje del PIB)

Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú
2000	-2.73	-3.76	-1.15	0.80	-2.90
2001	-2.44	-4.19	-1.54	-1.10	-2.23
2002	-1.91	-1.51	-0.83	-1.33	-1.93
2003	-1.17	0.76	-1.09	-1.05	-1.52
2004	-0.91	1.76	2.62	-0.78	0.09
2005	-1.03	1.59	1.54	-1.29	1.46
2006	-0.81	1.25	4.60	-1.86	3.16
2007	-1.41	0.11	4.09	-2.91	1.42
2008	-1.83	-1.71	-3.23	-2.81	-4.17
2009	-0.91	-1.50	2.04	-2.06	-0.57
2010	-0.34	-2.21	1.65	-3.04	-2.46
2011	-1.05	-2.12	-1.22	-2.86	-1.89
2012	-1.25	-2.41	-3.41	-3.20	-3.43
2013	-1.77	-3.63	-3.42	-3.32	-4.92
2014	-1.87	-3.63	-3.29	-3.34	-4.79
2015	-2.02	-3.72	-2.84	-3.19	-4.37

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Tabla 2. América Latina: Producto Interno Bruto, 2000-2015
(Porcentaje de cambio)

Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú
2000	5.30	4.31	4.47	2.93	2.95
2001	-0.61	1.32	3.34	1.68	0.22
2002	0.13	2.66	2.17	2.50	5.02
2003	1.42	1.15	3.39	3.92	4.04
2004	4.30	5.71	6.80	5.33	4.98
2005	3.03	3.16	6.31	4.71	6.83
2006	5.00	3.96	5.83	6.70	7.74
2007	3.15	6.10	5.21	6.90	8.91
2008	1.40	5.17	3.17	3.55	9.80
2009	-4.70	-0.33	-0.91	1.65	0.86
2010	5.11	7.53	5.69	3.97	8.76
2011	3.97	2.73	5.73	6.65	6.86
2012	3.91	1.03	5.45	4.21	6.28
2013	1.06	2.28	4.23	4.27	5.02
2014	2.99	1.82	3.63	4.49	5.52
2015	3.49	2.65	4.05	4.47	5.81

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Tabla 3. América Latina: Flujos de Capital, 2000-2013

(Miles de millones de dólares)

Periodo	Fujos financieros privados	Inversión directa	Flujos oficiales	Flujos de cartera privada	Otros flujos financieros privados
2000	60.83	72.94	-1.01	-4.59	-7.52
2001	46.10	69.50	20.59	-6.64	-16.76
2002	3.71	51.45	19.36	-14.09	-33.65
2003	16.10	40.45	10.79	-7.59	-16.76
2004	9.85	50.75	-0.27	-18.32	-22.58
2005	42.77	57.62	-36.64	1.11	-15.96
2006	46.90	33.82	-44.88	8.18	4.89
2007	116.54	94.88	-0.91	45.84	-24.19
2008	72.47	100.85	3.53	-13.19	-15.20
2009	34.31	69.96	44.70	29.15	-64.81
2010	117.72	80.49	48.14	65.73	-28.51
2011	176.32	126.85	24.73	54.06	-4.59
2012	123.37	129.00	62.67	34.10	-39.72
2013	137.89	154.68	47.90	53.05	-69.84

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Tabla 4. América Latina: flujos de IED, 2000-2012

(Miles de millones de dólares)

Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú
2000	18,110.01	32,779.24	4,860.02	2,436.46	809.69676
2002	23,932.31	16,590.20	2,549.92	2,133.70	2155.836815
2004	24,820.54	18,165.69	7,172.72	3,015.64	1599.038389
2006	20,245.29	19,378.09	7,298.38	6,656.00	3466.531061
2008	27,728.62	50,716.40	15,149.84	10,158.36	6923.651285
2010	22,562.69	53,344.63	15,373.15	6,753.42	8454.627588
2011	23,553.05	71,538.66	22,930.59	13,403.49	8232.636979
2012	15,453.34	76,110.66	30,323.05	15,649.28	12244.22409

Fuente: World Economic Outlook, FMI.

Tabla 5. América Latina: Total de reservas internacionales, 2005-2012
(Meses de importaciones)

Periodo	México	Brasil	Chile	Colombia	Perú	
2005		2	5	4	6	8
2006		4	7	4	5	8
2007		5	11	3	5	10
2008		2	9	3	5	8
2009		4	13	4	6	11
2010		4	12	4	6	11
2011		4	12	5	5	10
2012		5	13	5	5	12