



Obraera china en una fábrica en la provincia de Anhui que exporta a la Unión Europea.

# La paradoja del capital

Eswar Prasad, Raghuram Rajan y Arvind Subramanian

**E**N TEORÍA, los flujos netos de capital financiero deberían ir de los países más ricos a los más pobres, es decir, de los que tienen más capital físico que mano de obra —y donde los rendimientos son más bajos— a los que tienen relativamente menos capital y, por lo tanto, ofrecen más oportunidades nuevas de inversión. En principio, esta tendencia debería beneficiar a los países pobres, que dispondrían de acceso a más recursos financieros para inversiones en capital físico —equipos, maquinaria e infraestructura— y les ayudaría a elevar los niveles de ocupación e ingresos.

Por intuición, la aceleración de la globalización financiera —es decir, los movimientos internacionales de diversas formas de capital— debería multiplicar los flujos de los países industriales a los países en desarrollo, con beneficios para todos. Pero en un artículo famoso de 1990, Robert Lucas señaló que los flujos de capital de los países ricos a los países pobres en realidad eran muy reducidos y distaban mucho de alcanzar sus niveles teóricos. Dado el avance de la globalización financiera en los últimos 15 años, cabe examinar si la paradoja empírica de Lucas sigue vigente o si la mayor integración financiera la ha resuelto.

Sorprendentemente, esta paradoja se ha intensificado con el tiempo. En el gráfico 1 se observa que el ingreso medio de los países exportadores de capital, en comparación con el de Estados Unidos, ha caído muy por debajo del de los países importadores de capital. Es decir, el capital ha fluido de los países pobres a los países ricos.

Gran parte de este fenómeno se debe sin duda a los recientes déficits en cuenta corriente de Estados Unidos y los superávits en cuenta corriente de China, pero hay varios factores más. Ahora son muchas las economías industriales con déficits en

cuenta corriente y las economías de mercados emergentes con superávits. En el gráfico 1 también se observa que el fenómeno de los flujos “ascendentes” no es inédito; algo similar ocurrió a mediados de los años ochenta.

En los países en desarrollo, los flujos oficiales son corrientes de capital que entran como ayuda externa y salen como reservas internacionales acumuladas. Los factores que determinan

estos flujos pueden ir más allá de las consideraciones básicas de rentabilidad ya mencionadas, y por eso cabe preguntarse si los capitales privados se mueven más al unísono con la teoría económica. La inversión extranjera directa (IED) sí fluye de los países ricos a los países pobres, lo cual es un alivio. Pero la IED, que ha aumentado con el tiempo, aún representa solo un 40% aproximado de los flujos pri-

vados a los países en desarrollo, y una fracción más pequeña de los flujos totales. La evolución general de los flujos es lo que influye a la larga en los recursos que un país tiene a su disposición para financiar la inversión. Veamos cómo se distribuye el capital en el mundo y si el capital extranjero realmente promueve el crecimiento en los países en desarrollo.

## La paradoja

La observación de Lucas quizá deje de ser paradójica si se la analiza más a fondo. Los problemas que afectan a muchos países en desarrollo son diversos: infraestructura deficiente, mano de obra no calificada, corrupción y una tendencia a suspender los pagos de la deuda externa, entre otros. Estos problemas, que reducen el rendimiento de la inversión ajustado en función del riesgo, podrían explicar por qué el capital no fluye hacia los países en desarrollo en las cantidades previstas. Los rendimientos ajustados según el riesgo que generan las inversiones en

**Si el capital extranjero no está vinculado al crecimiento económico, ¿por qué fluye “hacia arriba”?**



estos países pueden ser muy inferiores a la tasa de rentabilidad que podría esperarse si solo se tuviera en cuenta la escasez de capital y la abundancia relativa de mano de obra.

De todos modos, del capital que fluye a los países no industriales, un porcentaje mayor debería dirigirse a los países que, gracias a un crecimiento más vigoroso, deberían ofrecer las mejores oportunidades de inversión.

Para averiguar esto, clasificamos a los países en desarrollo en orden ascendente de sus tasas medias de crecimiento entre 1970 y 2004, y después los dividimos en tres grupos de poblaciones agregadas más o menos iguales, separando a China e India debido a sus enormes poblaciones. Sumamos los déficits en cuenta corriente de cada grupo y deflactamos los flujos computados en dólares en función del índice de precios al consumidor de Estados Unidos, para poder compararlos en el curso del tiempo. En principio, los países de crecimiento más rápido deberían recibir más capital y los de crecimiento menos rápido un mínimo.

El gráfico 2 muestra que, entre 1970 y 2004, así como en períodos más cortos, el flujo neto de capital extranjero a los países en desarrollo de crecimiento relativamente alto ha sido menor que el que reciben los de crecimiento mediano y bajo. Durante 2000-04, la tendencia fue verdaderamente perversa: China, India y los países de crecimiento alto y mediano exportaron mucho capital, mientras que los países de crecimiento bajo recibieron sumas importantes. El hecho de que el crecimiento en los países en desarrollo no arrastre flujos de capital es algo que Gourinchas y Jeanne (2007) denominaron el enigma de la distribución.

El enigma se agudiza si se examinan los flujos netos de IED (gráfico 3). En el período más reciente (2000-04), ni siquiera los flujos netos de IED fueron en pos del crecimiento. Pero durante el período más amplio de 1970 a 2004, los países no industriales de crecimiento más rápido sí acapararon la IED, y China recibió sumas considerables. Esto apunta a que los países de rápido crecimiento sí ofrecen mejores oportunidades de

inversión y por eso atraen más IED, pero no usan más capital externo en general, y en cifras netas China incluso lo exporta.

La aparente perversidad del financiamiento externo, en general, es más notoria aún si se analiza cómo se distribuye el capital entre los países en desarrollo. ¡O sea que la paradoja de los flujos internacionales de capital es peor de lo que Lucas imaginó!

## Factores de crecimiento

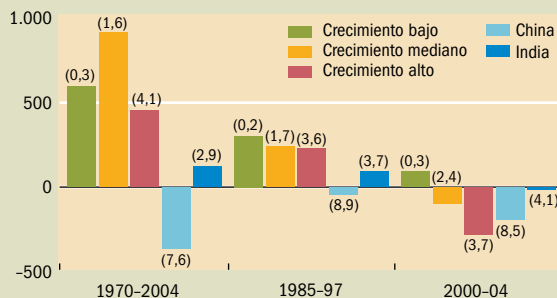
Pese a que gozan de una productividad marginal del capital (y quizá de una solvencia) más alta, los países no industriales que

Gráfico 2

### Tendencias perversas

Los países en desarrollo de alto crecimiento captaron menos capital extranjero neto que los países de crecimiento mediano y bajo.

(Flujos agregados hacia los países no industriales, miles de millones de dólares)



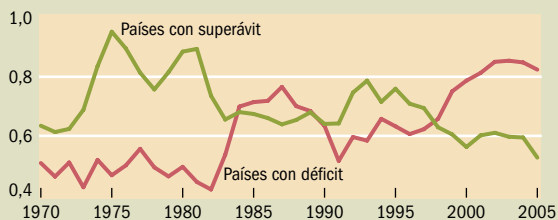
Fuente: Cálculos de los autores.

Notas: Las tasas de crecimiento medianas del PIB real de los países de cada grupo (promediadas en función del período pertinente a cada país) se indican entre paréntesis. Los países no industriales de la muestra se dividen en tres grupos, cada uno con una población total más o menos igual. China e India se tratan por separado. Cada panel muestra los déficits en cuenta corriente acumulados (en miles de millones de dólares, deflactados en función del índice de precios al consumidor de Estados Unidos, considerando a 2004 como año 1), agregados en cada grupo de acuerdo con el período pertinente. Las barras debajo de la línea cero denotan superávit.

Gráfico 1

### ¿Flujos ascendentes o descendentes?

El ingreso relativo de los países que exportan capital ha disminuido en comparación con el de Estados Unidos. (PIB per cápita relativo ponderado en función de las cuentas corrientes)



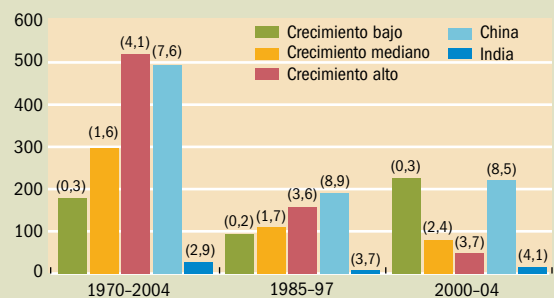
Fuente: Cálculos de los autores.

Notas: Para cada año, la muestra se divide en dos grupos; uno de países con superávit en cuenta corriente y otro de países con déficit en cuenta corriente. En el primer grupo se calcula el superávit de cada país como porcentaje del superávit en cuenta corriente total del grupo, para luego multiplicar ese porcentaje por el ingreso per cápita ajustado en función de la paridad del poder adquisitivo de cada país (medido en relación con el ingreso per cápita del país más rico de la muestra en ese año). Esto arroja un indicador ponderado de los ingresos relativos de los países con superávit. Se hace lo mismo con los países con déficit en cuenta corriente. Esto permite comparar los ingresos relativos de los países con superávit con los de los países deficitarios cada año.

Gráfico 3

### Mejores oportunidades

Salvo en el período más reciente, los países de crecimiento más rápido recibieron más inversión extranjera directa (IED). (IED neta hacia los países no industriales, miles de millones de dólares)



Fuente: Cálculos de los autores.

Notas: Las tasas de crecimiento medianas del PIB real de los países de cada grupo (promediadas en función del período pertinente a cada país) se indican entre paréntesis. Los países no industriales de la muestra se dividen en tres grupos, cada uno con una población total más o menos igual. China e India se tratan por separado. Cada panel muestra las afluencias acumuladas de IED neta (en miles de millones de dólares, deflactados en función del índice de precios al consumidor de Estados Unidos, considerando a 2004 como año 1), agregados en cada grupo de acuerdo con el período pertinente.

**crecen más rápido no atraen mucho capital extranjero, lo cual incluso puede frenar su crecimiento.**

Los datos macroeconómicos en general no permiten establecer una clara relación causal entre las afluencias de capital privado y el crecimiento económico. Pero entonces, ¿es nula la incidencia del capital extranjero?

Para cambiar el enfoque, examinamos la relación a largo plazo entre los saldos en cuenta corriente —que indican el capital extranjero total del que un país dispone para financiar la inversión— y el crecimiento. Este indicador resulta muy pertinente porque denota la diferencia entre el ahorro y la inversión nacional. **Los países que obtienen más financiamiento externo deberían poder invertir más (porque dependen menos del ahorro interno) y, por lo tanto, crecer más rápido.**

La correlación entre crecimiento y cuentas corrientes se examinó observando los promedios de datos de cada país durante un período largo. Sorprendentemente, en el caso de los países no industriales, la correlación es positiva (gráfico 4). Es decir que, a la larga, los países en desarrollo que han recurrido *menos* al financiamiento externo han crecido más rápido. Esto no niega que existan casos de países no industriales que crecieron rápido pese a tener fuertes déficits en cuenta corriente, y el caso de Asia oriental antes de la crisis es un buen ejemplo. Más allá de los altibajos fugaces del financiamiento externo, tratamos de determinar si en promedio y a largo plazo los países no industriales de más rápido crecimiento han dependido sobre todo de los fondos externos. La respuesta es que no.

En un análisis estadístico más exhaustivo, estudiamos varios otros factores que podrían impulsar el crecimiento y examina-

mos la robustez de los resultados de varias maneras. Por ejemplo, en el período 1985–97 —considerado el apogeo de la reciente integración mundial debido al repunte de los flujos de capital y la relativa calma de los mercados financieros internacionales (excepto por la crisis tequila de México)— las ventajas de las afluencias debían haber salido a relucir, pero en la mayoría de los casos la relación entre los saldos en cuenta corriente y el crecimiento en los países no industriales siguió siendo positiva (la correlación fue cero en el resto de los casos). En ningún caso se observó la relación negativa que prevé la teoría económica.

### El efecto del ahorro

**La correlación positiva entre el superávit en cuenta corriente y la tasa de crecimiento de un país puede estar determinada por el ahorro interno, que bien depende de fuerzas más profundas o es consecuencia del mismo crecimiento. Si en definitiva las afluencias externas se debieron en buena parte a las oportunidades de inversión, debería haber una relación claramente negativa entre el crecimiento y la cuenta corriente.**

**De hecho, la correlación positiva observada se debe sobre todo al ahorro interno. Los países no industriales que disponen de más ahorro para un determinado nivel de inversión crecen más.** Claro que la inversión en los países que ahorran mucho también podría ser más alta, y por lo tanto un abundante ahorro interno no implica un uso reducido del ahorro externo.

En el gráfico 5 dividimos la muestra de países no industriales en cuatro grupos, según sus coeficientes de inversión/PIB y de cuenta corriente/PIB estén por encima o por debajo de la media. Previsiblemente, el gráfico indica que cuanto mayor es la inversión mayor es el crecimiento. Lo interesante es que los países que tienen coeficientes de inversión elevados y recurren poco al capital extranjero (menores déficits en cuenta corriente) crecieron más rápido —media aproximada del 1% anual— que los países con inversión fuerte, pero con mayor uso del capital extranjero.

### ¿Qué está pasando?

**Una explicación de la correlación positiva entre el superávit en cuenta corriente y la tasa de crecimiento de un país es que el crecimiento más fuerte refleja —y genera— un mayor ahorro interno. O sea, es posible que los países de rápido crecimiento necesiten menos capital externo. El problema es que conforme crecen (es decir, si hay un shock positivo de productividad), los países tienden a consumir más (porque hay más riqueza) y a invertir más (porque hay oportunidades de inversión). Por lo tanto, la correlación debería ser, en todo caso, negativa.**

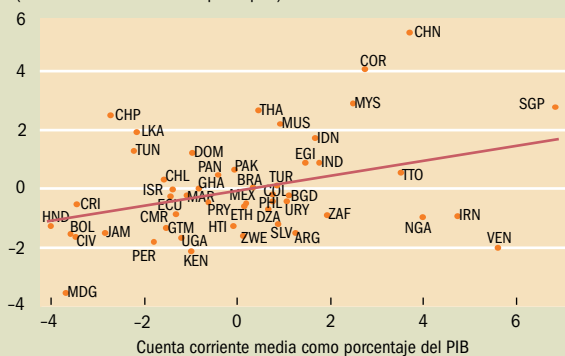
Aquí es donde el sistema financiero —en especial uno menos desarrollado— entra en juego. **Si el sector financiero fuera profundo y eficiente, un incremento sostenido de la productividad generaría no solo más inversión (ya que las empresas obtienen financiamiento para aprovechar las oportunidades de inversión) sino también más consumo, porque al prever mayores ingresos los consumidores recurrirían al crédito. En cambio, con un sector financiero deficiente, un aumento sostenido de la productividad de ciertos sectores podría traducirse en un menor crecimiento de la inversión y un mayor crecimiento del ahorro. La inversión empresarial podría limitarse a los fondos**

Gráfico 4

### Sin ataduras

En general, los países en desarrollo que han recurrido menos al capital extranjero han crecido con más rapidez.

(Crecimiento medio del PIB per cápita)



Fuente: Cálculos de los autores.

Nota: La muestra no incluye a Nicaragua.

ARG=Argentina, BGD=Bangladesh, BOL=Bolivia, BRA=Brasil, CHL=Chile, CHN=China, CIV=Côte d'Ivoire, CMR=Camerún, COL=Colombia, CRI=Costa Rica, CYP=Chipre, DOM=República Dominicana, DZA=Argelia, ECU=Ecuador, EGY=Egipto, ETH=Etiopía, GHA=Ghana, GTM=Guatemala, HND=Honduras, HTI=Haití, IDN=Indonesia, IND=India, IRN=República Islámica del Irán, ISR=Israel, JAM=Jamaica, KEN=Kenya, KOR=Corea, LKA=Sri Lanka, MAR=Marruecos, MDG=Madagascar, MEX=México, MUS=Mauricio, MYS=Malasia, NGA=Nigeria, PAK=Pakistán, PAN=Panamá, PER=Perú, PHL=Filipinas, PRY=Paraguay, SGP=Singapur, SLV=El Salvador, THA=Tailandia, TTO=Trinidad y Tabago, TUN=Túnez, TUR=Turquía, UGA=Uganda, URY=Uruguay, VEN=República Bolivariana de Venezuela, ZAF=Sudáfrica, ZWE=Zimbabue



que las empresas devengan internamente de inversiones previas, en tanto que los consumidores ahorrarían gran parte de los nuevos ingresos derivados del aumento de la productividad al no poder obtener crédito basado en sus mayores previsiones de ingreso.

Otra posibilidad es que si no facilitan la intermediación del capital extranjero, los sistemas financieros ineficientes podrían impedir una relación positiva entre los flujos de capital externo y el aumento del crecimiento. Pero si los sistemas financieros de los países en desarrollo son deficientes, ¿por qué aumenta la productividad? Nuestra teoría es que las fuerzas de la globalización —en especial las mejores cadenas de abastecimiento y la mayor competencia que fomenta la producción eficiente— pueden estar incrementando la productividad en los países no industriales pese a la debilidad de los sistemas financieros.

Corroborando la opinión de que el capital externo quizá no sea ni necesario ni útil debido a la deficiencia de los sistemas financieros, observamos que la correlación positiva entre los saldos en cuenta corriente y el crecimiento persiste cuando enfocamos los países con sistemas financieros menos desarrollados. En los que experimentan períodos de crecimiento, tanto las opciones de inversión rentable como el consumo privado pueden verse limitados por los impedimentos del sector financiero, lo que significa que el financiamiento de la inversión dependerá sobre todo del ahorro interno.

La dependencia excesiva del capital externo también puede ser nociva, ya que puede provocar una apreciación de la moneda y, en ciertas circunstancias, sobrevaluación (un tipo de cambio por encima de lo que justifican los factores básicos de la economía). Esto a su vez podría perjudicar la competitividad y las exportaciones de sectores clave, como el manufacturero. Estudios recientes de los episodios de crecimiento apuntan a que el dinamismo manufacturero es crucial para el crecimiento a largo plazo. Por tanto, para fomentar el desarrollo de un sector manufacturero

orientado hacia la exportación habría que reducir la dependencia del capital externo, y evitar la sobrevaluación.

### Proceder con cautela

Del análisis se desprende que los flujos de capital al parecer perversos de los países pobres a los países ricos no son necesariamente síntomas de ineficiencia en los mercados financieros mundiales, pero quizá sí denotan factores financieros y estructurales que impiden a los países pobres absorber capital externo.

Los resultados de por sí indican que el crecimiento mejora si se depende menos del financiamiento externo, pero sin que sea posible confirmar una relación causal. No obstante, el financiamiento de la inversión solo a partir del ahorro interno tiene un costo para los países no industriales. La inversión y el consumo serían mayores si estos países pudieran acceder al capital externo en las mismas condiciones que los países industriales.

Las ventajas de las políticas sobre la apertura de la cuenta de capital probablemente dependerán en forma muy específica de cada país. Nuestros resultados indican que —en la medida en que el desarrollo del sector financiero sea insuficiente y que se deba evitar la apreciación del tipo de cambio que provoquen las afluencias— ciertos tipos de flujos de capital externo podrían exigir una mayor cautela. Pero la apertura financiera también puede ser necesaria para impulsar el desarrollo financiero interno y para aprovechar las ventajas de los flujos financieros y de las mejores oportunidades de crecimiento.

La solución podría estar, por ejemplo, en fijar un plazo firme —y creíble— para la integración de los mercados, dándole margen al sistema financiero interno para que se desarrolle sin las desventajas potenciales de las afluencias de capital, e incluso invocando la amenaza de la futura competencia externa para alentar a los participantes a prepararse para la integración. Esto fue lo que hizo China cuando, para incentivar la reforma bancaria, se comprometió a abrir el sector bancario a la competencia extranjera como parte de sus obligaciones para ingresar en la Organización Mundial del Comercio.

Hay que estudiar mucho más a fondo lo que permite a los países incrementar su capacidad de absorción, de tal manera que los países en desarrollo puedan beneficiarse del financiamiento externo incluso durante el proceso de desarrollo. ■

*Eswar Prasad dirige una cátedra de política comercial en la Universidad Cornell; Raghuram Rajan es catedrático distinguido en la Facultad de Estudios de Posgrado en Economía y Negocios de la Universidad de Chicago, y Arvind Subramanian es Director Adjunto del Departamento de Estudios del FMI.*

*Este artículo se basa en un documento de la serie "IMF Working Papers", de próxima publicación, en el que los autores presentan resultados detallados y referencias bibliográficas.*

#### Referencias:

Gourinchas, Pierre-Olivier, y Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle", IMF Working Paper, de próxima publicación.

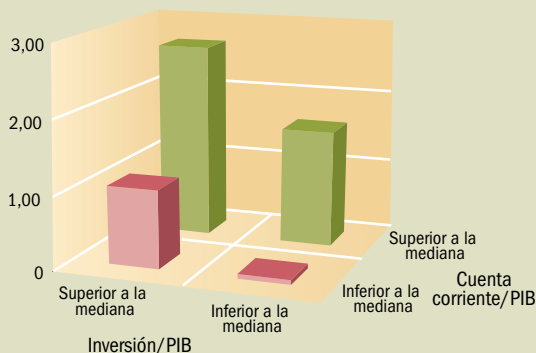
Lucas, Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" American Economic Review, vol. 80 (mayo), págs. 92–96.

Gráfico 5

### Menos dependencia

Los países con coeficientes de inversión elevados y déficits en cuenta corriente reducidos crecieron más rápido que los que dependieron más del capital extranjero.

(Crecimiento medio del PIB per cápita; porcentaje)



Fuente: Cálculos de los autores.