



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Departamento de Economía

Maestría en Economía

*Las dos caras de la inversión extranjera directa.
Una mirada institucional del caso latinoamericano*

Megan BALLESTY

34.810.243

Mentor: Mariano TOMMASI

Buenos Aires

18 de febrero, 2020

Tesis de Maestría en Economía de

Megan BALLESTY

“Las dos caras de la inversión extranjera directa. Una mirada institucional del caso latinoamericano”

Resumen

En este artículo proponemos una hipótesis para explicar por qué el impacto de la inversión extranjera directa (IED) es positivo en algunas economías anfitrionas y nulo o negativo en otras. Basándonos en un modelo de Hoff y Stiglitz (2004) sobre la relación entre estado de derecho e inversión local, derivamos las implicancias para economías abiertas a la IED. Dada la posibilidad de equilibrios múltiples con distintos niveles de institucionalidad, la apertura irrestricta a la inversión extranjera en equilibrios “malos” puede acentuar compartimientos rentistas. Utilizamos este esquema para racionalizar la experiencia de América Latina y profundizamos en el caso de la expropiación y reestatización de Repsol YPF en Argentina.

Palabras clave: IED, inversión extranjera directa, instituciones, estado de derecho, reforma, América Latina.

“The two sides to foreign direct investment. An institutional overview of the Latin American case”

Abstract

In this paper, we hypothesize about why the impact of foreign direct investment (FDI) is positive for some host countries and nonexistent or negative for others. Using as a steppingstone a model by Hoff and Stiglitz (2004) about the relationship between the rule of law and local investment, we derive the implications for economies that are open to FDI inflows. Given the possibility of multiple equilibria with different degrees of institutionalization, opening the economy to unrestricted FDI inflows under a “bad equilibrium” can exacerbate rent-seeking behaviors. We use this framework to rationalize the Latin American experience and feature the case of the expropriation and nationalization of Argentina’s Repsol YPF.

Keywords: FDI, foreign direct investment, institutions, rule of law, reform, Latin America

Códigos JEL: F210, H130

1. Introducción

¿Por qué la inversión extranjera directa (IED) tiene efectos transformadores positivos sobre algunas economías, y nulos o perjudiciales en otras? Si bien hay una creencia compartida que asocia a la IED con la adopción de nuevas tecnologías, aumentos de la productividad, generación de empleo, y efectos derrame sobre la estructura productiva doméstica, la evidencia empírica es ambigua¹. Las bondades de la IED se verifican en algunas regiones como en Asia y en países desarrollados², pero los resultados en América Latina no estuvieron a la altura de las expectativas de la ola reformista de los 80 y los 90. La noción de que cuando se trata de IED, “más es mejor” justificó políticas de promoción agresivas y costosas como parte del Consenso de Washington. Aún así, ante la falta de resultados consistentes, comenzaron a aflorar recomendaciones más cautelosas advirtiendo que los beneficios de la IED no se manifiestan automáticamente³.

El objetivo de este trabajo es ayudar a entender qué pudo haber salido mal en el caso de América Latina desde una perspectiva institucional. Para hacerlo, proponemos un esquema basado en un modelo de Hoff y Stiglitz (2004) que explica por qué falló el proceso de privatización acelerada en los países que transicionaron al capitalismo tras la caída de la U.R.S.S. En el modelo original, existen complementariedades estratégicas entre las decisiones que se toman en el sector privado y esto puede dar lugar a equilibrios múltiples con distintos niveles de institucionalidad. Cuando algunas firmas invierten y agregan valor, crece la probabilidad de que emerja un estado de derecho que proteja la propiedad privada, aumentando el retorno a la inversión de todas las firmas. Pero el sector privado también puede optar por desarrollar actividades rentistas, una alternativa menos explorada por la literatura. Cuantas más firmas apuestan por esta estrategia alternativa, los derechos de propiedad quedan expuestos a mayor riesgo político, y la estrategia de invertir se vuelve menos atractiva para todos.

Partiendo de esta base derivamos las implicancias que tiene el modelo para una economía abierta a la IED. Desde el punto de vista de la empresa extranjera, la decisión consiste en ingresar a la economía o realizar una inversión libre de riesgo y recibir como retorno la tasa de interés internacional. De ingresar al mercado doméstico, la firma enfrenta la misma decisión que sus contrapartes locales; adoptar un comportamiento productivo, o rentista. El resultado es que las firmas internacionales que optan por entrar al mercado tienden a replicar el patrón de inversión y desinversión prevalente en la economía anfitriona. Los países que están

¹ Alfaro y Charlton 2007, Sumner 2005 y Agosin y Machado 2005.

² Agosin y Machado 2005, UNCTAD 2003.

³ OCDE 2002, Porzecanski y Gallagher 2007.

posicionados en equilibrios “buenos” gozan de credibilidad institucional, seguridad jurídica e incentivos atractivos para firmas extranjeras que buscan agregar valor y proteger sus inversiones. En equilibrios “malos” donde la sociedad no apoya al estado de derecho, las tasas de rentabilidad locales también pueden ser lo suficientemente atractivas para los capitales extranjeros. Pero, conforme a la situación institucional precaria que caracteriza a estos equilibrios y los riesgos asociados a invertir en estos contextos, tenderá a prevalecer la actividad rentista por sobre la inversión productiva. Se trata de la cara menos explorada de la inversión extranjera directa.

La hipótesis es consistente con los hallazgos de la literatura empírica, que encuentra evidencia mixta a la hora de evaluar los beneficios de la IED sobre las economías anfitrionas⁴. También permite dilucidar qué pudo haber salido mal en el caso de muchos países latinoamericanos que abrieron sus fronteras al capital extranjero en condiciones institucionales iniciales débiles. Concluimos que la IED tiene gran potencial de transformación para los países receptores pero, si las condiciones institucionales no están dadas, la entrada irrestricta de estos capitales puede acentuar problemas preexistentes. Esperamos que este sea un aporte más a la literatura que pone en tela de juicio la apertura acrítica y ajena a la dimensión institucional de la inversión extranjera directa. También destacamos la necesidad de avanzar en una agenda de medición de calidad de la IED que permita poner a prueba esta y otras hipótesis y tomar decisiones de política pública basadas en evidencia.

1. Reforma e inversión extranjera en América Latina

Durante las décadas de los 80 y 90, los países de América Latina pusieron en marcha un amplio proceso de reformas económicas en el marco de un proceso conocido como Consenso de Washington. Las medidas fueron respuesta al resurgimiento del paradigma liberal a nivel global y a la necesidad de un plan de acción para enfrentar la crisis de deuda en la región. El conjunto de políticas implementadas apostaba a los mercados como determinantes de incentivos y principal mecanismo de regulación de la economía. Además de reducir el tamaño del Estado, desregular el sector financiero y liberalizar el comercio, se buscó promover activamente la entrada de inversión extranjera directa como parte de un proceso amplio de privatización y como estrategia de modernización de la estructura productiva.⁵

⁴ Alfaro y Charlton 2007, Sumner 2005, Agosin y Machado 2005

⁵ Para una revisión de las medidas implementadas, ver Castañeda Rodríguez y Díaz-Bautista 2017. Para un análisis desde el punto de vista de la economía política de las reformas en varios países latinoamericanos, ver Ardanaz, Scartascini y Tommasi 2010. Para una revisión con foco en la inversión extranjera directa, ver Porzecanski y Gallagher 2007.

Si a inversión extranjera directa se refería, la opinión generalizada era que “cuanto más, mejor”⁶. Los países en desarrollo no habían logrado tasas de ahorro y acumulación de capital consistentes con el salto de productividad que necesitan para iniciar un proceso de crecimiento sostenido y *catch-up*. En un contexto de globalización todavía incipiente, la IED apareció como un modo de lidiar con este cuello de botella que era menos volátil que otras formas de financiamiento y traía aparejada una lista de beneficios adicionales. Entre ellos, promover directa e indirectamente la productividad y el crecimiento, el nivel y calidad del empleo, la innovación y la incorporación de tecnología, el *know-how* y las capacidades locales, las técnicas de gestión, el acceso a nuevos mercados, el incremento de la competitividad, el comercio y las exportaciones, la integración de las firmas domésticas a cadenas productivas, y la relajación de la restricción externa⁷.

En línea con los beneficios esperados, se hicieron esfuerzos importantes por atraer más IED. Gran parte de la literatura empírica se aboca a identificar sus determinantes y a emitir recomendaciones acordes al objetivo de maximizar los flujos⁸. Los hacedores de política económica de alrededor del mundo se esforzaron por ofrecer mejores climas de negocios y condiciones propicias para los inversores. América Latina fue de las regiones más tenaces en sus acciones para promover la IED. La apertura de los procesos de privatización a los capitales externos fue acompañada por la firma de tratados bilaterales de inversión, exenciones arancelarias, incentivos fiscales, beneficios adicionales en Zonas Económicas Especiales y la creación de un gran número de agencias de inversión⁹.

La realidad, sin embargo, no convalidó las expectativas optimistas de la región. La evidencia empírica acerca del impacto beneficioso de la IED es, en el mejor de los casos, mixta¹⁰ y muestra que también hubo efectos adversos. En etapas iniciales los flujos entrantes fueron tales que apreciaron los tipos de cambio, mientras que más adelante, con el proceso de inicial de privatizaciones y adquisiciones ya agotado, se observaron dificultades en la cuenta corriente

⁶ Por ejemplo, el Financial Times publicó en 2014 “si hay un área en la que todos los políticos alrededor del mundo parecen estar de acuerdo, es en que la inversión extranjera directa es Algo Bueno”, disponible en: <https://www.ft.com/content/6f71229d-d74d-34fa-a30d-39e4ac07de8b>

⁷ Alfaro y Charlton 2007, Sumner 2005, Adam 2000, Agosin y Machado 2005, UNCTAD 1999.

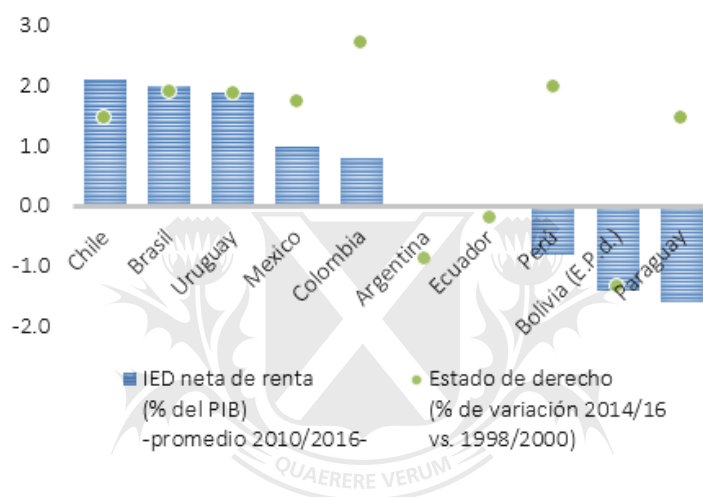
⁸ Entre los principales determinantes identificados en la literatura se encuentran las tasas de crecimiento (Büthe y Milner 2008), el tamaño del mercado y otros factores gravitacionales (Demirhan y Masca 2008, Chudnovsky et al. 2002, Bengoa Calvo y Sanchez-Robles 2003), la estabilidad macroeconómica (Demirhan y Masca 2008), el costo laboral (Cassou 1997), el desarrollo del sistema financiero (Alfaro et al. 2004, Hermes y Lensink (2003), el nivel de capital humano (Borensztein, De Gregorio y Lee, 1998), y el contexto institucional (Egger y Winner 2005, Asiedu 2006).

⁹ Para el detalle del número y tipo de medidas implementadas en varios países de América Latina y de Asia, ver Stanley 2020.

¹⁰ Alvarado, Iñiguez, y Ponce 2017, Alfaro y Charlton 2007, Sumner 2005, Agosin y Machado 2005.

a medida que crecía el peso de la repatriación de utilidades.^{11,12}. En la figura 1 puede observarse que, para el período 2010-2016, los ingresos en concepto de IED netos de repatriación de utilidades fueron positivos solamente para cinco países de América del Sur¹³. Para los restantes cinco países, el peso de las remisiones fue tal que anuló o superó los flujos entrantes.

Figura 1 – IED neta de repatriaciones versus índice del estado de derecho para América del Sur y Mexico



Fuente: elaboración propia con base en CEPAL 2017 para la serie de IED neta y World Governance Indicators para el índice de estado de derecho.

En Argentina, por ejemplo, la repatriación de utilidades fue sistemáticamente mayor a la reinversión de utilidades para todo el período 1994-2011. La prevalencia de la reinversión de 2011 en adelante puede explicarse, al menos parcialmente, por un cepo cambiario que las autoridades impusieron ese mismo año para restringir la salida de divisas y reestablecer el balance cambiario (ver figura 2). Al mismo tiempo se observaba que los coeficientes de importación de las firmas extranjeras eran mayores a los locales, pero que no había diferencias significativas en los coeficientes de exportación, lo cual empeoró aún más las balanzas de pagos de los países deficitarios¹⁴.

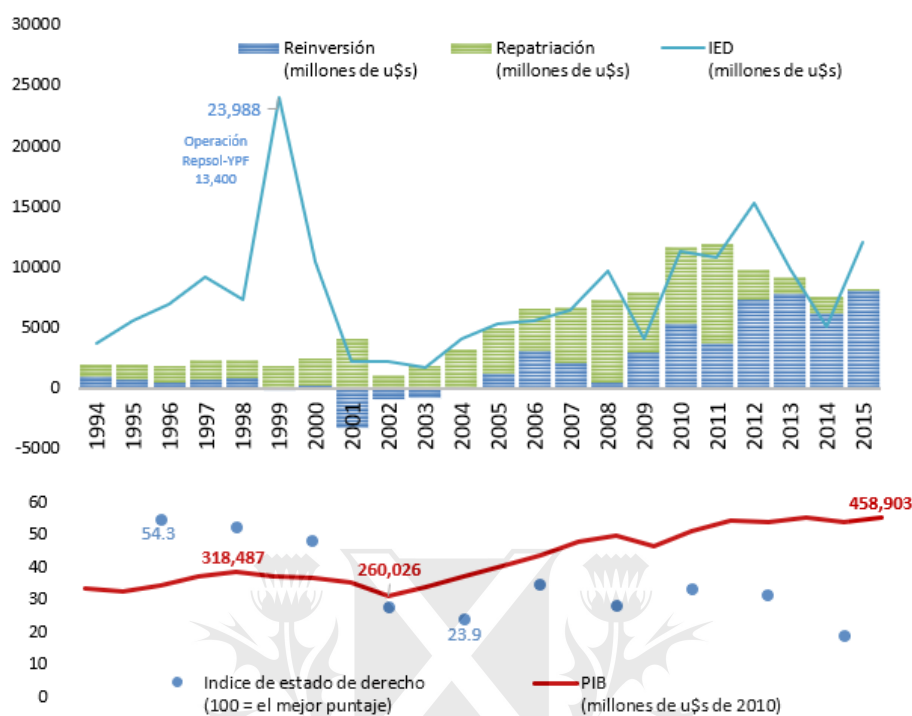
¹¹ La CEPAL destaca año tras año qué países sufren este tipo de dificultades en los informes anuales de Inversión Extranjera Directa en América Latina. Ver, por ejemplo, CEPAL 2015.

¹² Este último problema se vería acentuado en países en desarrollo porque estos sufren una mayor propensión a las repatriaciones (Sumner 2005).

¹³ El conjunto incluye a los 9 países de América del Sur más México.

¹⁴ Chudnovsky y Lopez (2002).

Figura 2 – Variables económicas y estado de derecho en Argentina (1994-2015)



Fuente: elaboración propia con base en CEPAL para el PIB, INDEC para la IED, reinversión y repatriación de utilidades, y World Governance Indicators para el índice de estado de derecho.

En términos de productividad y transferencia de tecnología a las firmas locales, los beneficios observados fueron menos generalizables de lo que se esperaba. Gran parte de la literatura que encuentra efectos positivos verifica que estos se concentran entre las firmas locales que actúan como proveedoras de las extranjeras pero no entre las compradoras¹⁵ y, además, que son mayores para firmas completamente extranjeras en lugar de mixtas¹⁶. Las ventajas parecen estar mediadas por una variedad de factores adicionales. Entre ellos está el tipo de actividad u objetivo de la firma, con mayor impacto cuando las empresas extranjeras se orientan al mercado interno y no a la exportación¹⁷. En la misma línea, si las firmas extranjeras dominan los sectores más altos de la cadena de producción (*upstream*), las contrapartes en eslabones inferiores se pueden ver perjudicadas por la IED¹⁸. El factor espacial también podría ser tener un rol relevante. Varios análisis hallaron que el impacto positivo de la IED sobre la productividad de las firmas locales disminuye a mayor distancia geográfica entre empresas.¹⁹

¹⁵ Ver Blalock y Gertler 2008 o Kugler 2006

¹⁶ Javorcik 2004

¹⁷ Smarzynska 2004

¹⁸ Newman et al. 2015

¹⁹ Por ejemplo, Thang Pham y Barnes 2016

En la industria manufacturera de Venezuela, por ejemplo, se verificaron dos resultados. Primero, las firmas pequeñas que recibieron IED incrementaron su productividad. Las grandes, en cambio, eran más productivas *per se*, correlación que fue erróneamente interpretada como causal en muchos estudios. Segundo, la IED perjudica a las firmas locales que no reciben capitales externos. El efecto neto para la economía local es, entonces, cercano a cero²⁰. En Argentina los hallazgos fueron similares, pero se detectó que, entre las empresas domésticas, un conjunto minoritario con mayor capacidad de absorción tecnológica, sí logró beneficiarse de la IED recibida por otras²¹.

El efecto sobre el crecimiento, por su parte, se limitó en América Latina a los países con ingresos más altos (Chile y Uruguay), pero fue ambiguo para los de ingreso medio y negativo para los de ingresos bajos²². Relacionado a este fenómeno, se profundizó una especialización sectorial ya acentuada en producción primaria, minera y de alimentos²³. Contrariamente a lo esperado, hubo casos de *crowding out* de la inversión doméstica y no se verificó mayor integración en cadenas globales o locales²⁴. Dado que no todos los flujos externos devinieron en ingreso real de capitales, tecnología y empleo, diferentes autores y organismos advirtieron sobre los riesgos de usar el término “inversión extranjera directa” como si se tratara de algo homogéneo, y emergió el término “calidad de la IED”²⁵. Con el propósito de entender qué tipo de IED es deseable y ante la inexistencia de indicadores consensuados de calidad, emergieron distinciones, por ejemplo entre inversiones *greenfield* y *adquisiciones y fusiones*²⁶, entre industrias receptora de la inversión²⁷, o entre posibles objetivos perseguidos por parte de la empresa extranjera²⁸. La literatura comenzó a hacerse eco de los resultados observados

²⁰ Aitken y Harrison 1999

²¹ Chudnovski, López y Rossi 2003

²² Alvarado, Iñiguez, y Ponce 2017

²³ CEPAL 2013

²⁴ Agosin y Machado 2005 encuentran que este efecto se dio principalmente en América Latina, en menor magnitud en África y que el efecto contrario se observó en Asia.

²⁵ Bellak 1998 hace un análisis detallado de las mediciones de la IED y sus limitantes. Alfaro y Charlton 2007 abordan la medición de calidad a través de diferentes *proxies*.

²⁶ Una inversión *greenfield* implica la apertura de una subsidiaria antes inexistente en la economía receptora, mientras que una *fusión o adquisiciones* es la compra de una ya existente, por ejemplo, la privatización de una empresa estatal. Harms y Meon 2011 y Doucouliagos y Paldam 2010 elaboran sobre los impactos de cada tipo.

²⁷ Por ejemplo, la IED en sectores extractivos es más propensa a comportamientos rentistas (Hoff y Stiglitz 2004), y genera menos encadenamientos con firmas domésticas (UNCTAD 2001, en Alfaro y Charlton).

²⁸ Si apunta a ganar participación en el mercado local en oposición a incrementar el capital, el impacto sobre la economía local y su productividad podría ser negativo.

reconociendo que, si bien la IED tiene potencial transformador, no hay garantías de que los efectos positivos se materialicen²⁹.

Los modestos resultados de las reformas se verificaron tanto en los indicadores socioeconómicos como en la percepción de amplios sectores de la sociedad. El desencanto generalizado combinado con elementos de oportunismo político, explicaron la reversión de la opinión pública y el resurgimiento de políticas de sesgo nacionalista³⁰. Entre las medidas de retractación más extremas se verificó a partir de la década del 2000 una serie de expropiaciones de empresas extranjeras por parte de varios gobiernos nacionales, con países como Venezuela, Argentina y Bolivia liderando los rankings de reestatización³¹. Los argumentos de los gobiernos siempre se construyeron alrededor de alusiones a la soberanía y a la falta de inversión por parte de las firmas. Estas, por su parte, evocaban a condiciones institucionales y macroeconómicas desfavorables propiciadas por el Estado.

Uno de los casos más notorios por las condiciones de la expropiación y su repercusión internacional fue la de la petrolera Repsol YPF por parte del estado argentino. En 1999 la compañía española Repsol había adquirido casi la totalidad de los derechos de propiedad de la petrolera estatal argentina, Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF), la principal responsable del abastecimiento energético en el país. Con el correr de los años vendió un 26% de las acciones al grupo argentino Peterson y el 17% a otras empresas, conservando el 57% del paquete accionario total para sí. Esta era la composición accionaria de Repsol YPF cuando, en mayo de 2012, el Congreso argentino sancionó la Ley de Soberanía Hidrocarburífera. La Ley declaraba de interés público la cadena productiva completa del petróleo con el objeto de lograr el autoabastecimiento energético de todo el país. Para lograrlo, el texto de la propia Ley establecía que el 51% de las acciones de YPF serían sujetos de expropiación por parte del Estado Nacional Argentino, expropiación que se llevó a cabo tras su reglamentación³².

Las autoridades políticas argentinas fundamentaron la decisión acusando a Repsol de gestionar la empresa de manera predatoria. Específicamente de reducir los niveles de producción de manera artificial para que la menor oferta resulte en mayores precios. Este comportamiento habría sido responsable del déficit comercial energético que se verificó en el año 2011 por primera vez desde la privatización de la empresa. Repsol, por el contrario, argumentaba que la estrategia productiva de la empresa era acorde al contexto económico vigente y que el verdadero motivo de la expropiación se debía al descubrimiento de reservas de hidrocarburos

²⁹ Autores como Buchanan et al. 2012, y organismos como CEPAL, y UNCTAD en sus reportes anuales son algunos de los que se refieren a la IED con tono de cautela.

³⁰ Forteza y Tommasi 2005.

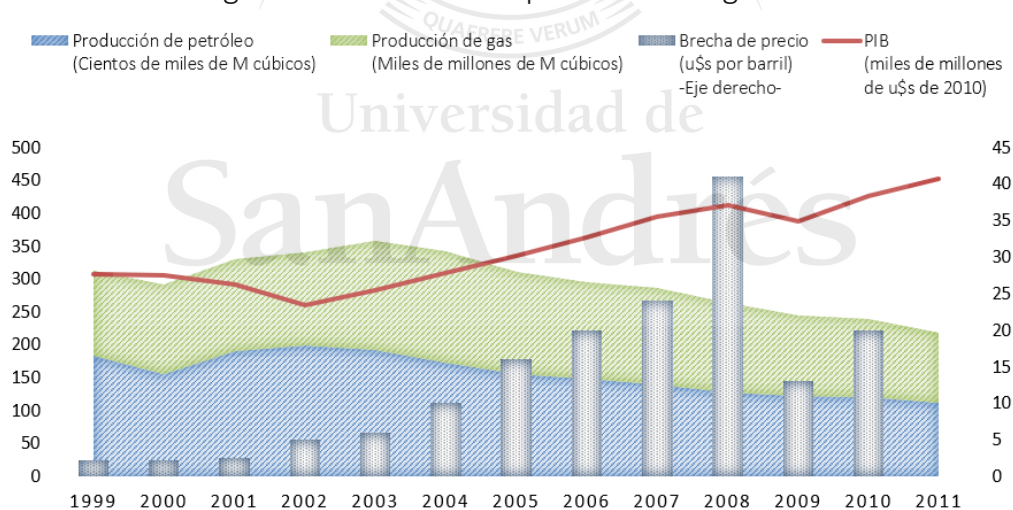
³¹ El diario El País 2012 hace un recuento de las políticas de expropiación en estos tres países, disponible en: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2012/05/04/empresas/1336298336_850215.html.

³² Bonnefoy 2016, Fernandez Gonzalez et al. (2019)

no convencionales extraordinarias en el yacimiento Vaca Muerta. El hallazgo había tenido lugar el año anterior y habría despertado el interés del Gobierno de recuperar el control sobre la petrolera³³.

Es posible que ambas afirmaciones fueran al menos parcialmente ciertas. Por un lado, como se observa en la figura 3, la producción de la empresa decrecía marcadamente en contra de la tendencia creciente del PIB, dando lugar al déficit energético al que aludía el gobierno. Por otra parte, los incentivos para invertir eran escasos. Las autoridades habían implementado topes de precios para la venta de combustibles en el mercado interno, desacoplado el precio del barril local de la evolución de los precios internacionales, llegando a un pico de u\$s40 de brecha en 2008³⁴. Esta política se daba en un contexto de crisis global, signos de agotamiento del modelo macroeconómico vigente³⁵ y percepciones de riesgo político ante otras expropiaciones que habían tenido lugar. El enfoque que proponemos permite entender qué pudo haber salido mal en América Latina en general, y en casos como los de Repsol YPF en particular. El argumento enfatiza la interdependencia entre factores institucionales, específicamente el estado de derecho, y las estrategias de las firmas extranjeras.

Figura 3 – El caso de Repsol YPF en Argentina



Fuente: elaboración propia con base en CEPAL para el PIB, Barrera 2013 para la brecha de precios y Ministerio de Desarrollo Productivo³⁶ para los datos de producción.

³³ Bonnefoy 2016, Fernandez Gonzalez et al. (2019)

³⁴ Barrera 2013.

³⁵ Gerchunoff y Kacef 2016.

³⁶ <https://www.argentina.gob.ar/produccion/energia/hidrocarburos/produccion-de-petroleo-y-gas>

2. Literatura relacionada

Nuestra contribución toma elementos de la literatura de economía política de reforma, instituciones e inversión. El punto de partida es el modelo de Hoff y Stiglitz (2004) y el paradigma que estos autores denominaron “nueva economía del desarrollo”. Su crítica a la teoría tradicional es la premisa de que los *fundamentals* son los únicos determinantes del crecimiento, y que factores como la distribución del ingreso, la historia y las instituciones no tienen un rol en el desarrollo. Mientras que el pensamiento neoclásico suele atribuir distorsiones y fallas de mercado a las intervenciones que el gobierno realiza o convalida, la nueva economía del desarrollo trata como endógenos a muchos de los procesos políticos y estudia cómo limitar las distorsiones a través de diseños institucionales apropiados³⁷.

La interpretación de la IED como inherentemente positiva es consistente con la teoría neoclásica del crecimiento. Según el modelo original de Solow (1956) y variantes que lo sucedieron, las diferencias de ingreso entre países desarrollados y países rezagados se debe esencialmente a que los últimos iniciaron su proceso de acumulación de capital en forma tardía. Eliminando barreras y distorsiones, el capital de los países avanzados debería fluir a las economías en desarrollo en donde este factor es más escaso y tiene retornos más altos. Con las tasas de acumulación resultantes, los países lograrían crecer y converger a los niveles de producción del mundo desarrollado. La IED actúa como una solución a las restricciones de capital compatible con la lógica de mercado.

Una de las críticas a este modelo es la que se construyó alrededor de la idea de interdependencia entre industrias introducida originalmente por Paul Rosenstein-Rodan en los 40 y popularizada años más tarde por Murphy, Schleifer y Vishny (1989). Rosenstein-Rodan acuñó el término *big push* como explicación a la recuperación de la posguerra de Europa Oriental y la idea fue utilizada para interpretar procesos históricos anteriores, como la Revolución Industrial. La hipótesis incorpora la noción incipiente de complementariedad estratégica entre las acciones de los agentes, de modo que el retorno de una actividad es creciente en el desarrollo de otras. Si las interdependencias son lo suficientemente fuertes, invertir en una industria depende de que los demás inviertan en actividades relacionadas.

En la Inglaterra de la Revolución Industrial, por ejemplo, la industria algodonera no podría haberse expandido sin el ferrocarril, pero el ferrocarril dependía de la demanda de transporte de la industria algodonera. Ambas se desarrollaron porque el entorno era propicio para

³⁷ Hoff y Stiglitz 2001

coordinar expectativas y acciones. En el paradigma del *big push* y los problemas de coordinación, dos economías que comparten los mismos *fundamentals* pero tienen diferentes capacidades de coordinación, pueden arribar a equilibrios diferentes³⁸. Este tipo de interacción estratégica comenzó a ser estudiada a través de la teoría de juegos, en donde aparecen en el centro de la escena nociones novedosas para la teoría tradicional como la multiplicidad de equilibrios, los problemas de coordinación, la dependencia histórica y los círculos viciosos.

La teoría de juegos también es útil para analizar instituciones, ya que, dependiendo de la especificación del modelo, los equilibrios del juego pueden interpretarse como entornos institucionales diferentes³⁹. La literatura se refiere a las instituciones para describir costumbres, hábitos y usos (Rhodes et al. 2006), patrones de comportamiento estables, valorados y recurrentes (Huntington 1968) o, según la elocuente definición de North (1991), las reglas formales e informales que limitan el comportamiento de las personas. En la literatura económico-institucional, mejores instituciones se consideran indicador y condición para el desarrollo. Los mecanismos específicos varían de acuerdo al tema de estudio, pero los argumentos enfatizan la importancia de las normas creíbles y que puedan “auto-sostenerse”⁴⁰. Un ejemplo de este tipo de institución es un estado de derecho que garantice los derechos de propiedad y, de esta manera, promueva las inversiones⁴¹ o, en un nivel más fundamental, la distribución del poder político en forma igualitaria y consistente con un modelo de crecimiento sostenido e inclusivo⁴².

No somos los primeros en proponer interacciones entre IED e instituciones. Alfaro (2008), encuentra que entre 1970 y 2000 la paradoja de Lucas⁴³ se explica por los bajos niveles de institucionalidad de algunos países en desarrollo. Zheng Yu (2014) Biglaiser and Staats (2010) sostienen que las instituciones que garantizan los derechos de propiedad y las reglas de negocios estables son más importantes que el carácter democrático o autocrático del régimen político para atraer inversores extranjeros. En la misma línea, Daude y Stein (2007) proponen que las instituciones débiles incrementan el costo y la incertidumbre asociada a invertir en una

³⁸ Wydick 2008 provee varios ejemplos de *Big Push*, y Hoff y Stiglitz 2001 hacen un recuento de variantes que van incorporando mayor complejidad.

³⁹ Greif y Kingston 2011 explican el enfoque de instituciones como equilibrio y lo complementan con un enfoque historicista que permite explicar también el paso de un equilibrio a otro. Scartascini y Tommasi (2012) presentan un modelo de equilibrios múltiples donde los distintos equilibrios representan precisamente distintos niveles de institucionalidad en la toma de decisiones políticas.

⁴⁰ “self-enforcing norms” según Jütting 2007.

⁴¹ Rodrik et al. 2004.

⁴² Acemoglu y Robinson 2004, 2012.

⁴³ La paradoja de Lucas reconoce que no se verificó empíricamente el fenómeno que predice la teoría neoclásica según el cual los capitales fluyen a países en desarrollo, en donde es más escaso.

economía, y Buchanan (2012) agrega que, en contextos de instituciones débiles, los flujos de inversión extranjera se vuelven mucho más volátiles, generando problemas para la economía receptora.

Por otro lado y en concordancia con nuestra hipótesis, algunos autores identifican casos en los que instituciones débiles logran atraer inversiones, pero no necesariamente beneficiosas para el país anfitrión. Delgado y McCloud (2017) demuestran que la IED puede tener un impacto sobre el crecimiento, pero este está mediado por efectos heterogéneos de los niveles de corrupción y de capital humano de las economías anfitrionas. Albornoz, Galiani y Heymann (2012) proponen un modelo en donde la inversión puede ser rentista. Bajo ciertas condiciones, las empresas extranjeras invierten en el sector más productivo de la economía a cambio de beneficios extraordinarios de corto plazo, aunque haya riesgo de eventual expropiación. Aidt y Albornoz (2011) encuentran que los países de ingresos bajos pueden recibir capitales externos orientado a financiar golpes de estado, debilitando las instituciones democráticas locales.⁴⁴ El esquema que proponemos también permite racionalizar la decisión de las firmas extranjeras de ingresar a una economía que no necesariamente ofrece garantías institucionales confiables, ofreciendo un marco compatible con los casos de fracaso y de éxito de la IED.

3. ¿Invertir o desinvertir? Esa es la cuestión

Hoff y Stiglitz (2004) desarrollaron el modelo que usamos como punto de partida como explicación al fracaso del régimen de privatización acelerada que tuvo lugar en los países que transicionaban al capitalismo tras la disolución de la U.R.S.S. Se esperaba que, con los derechos de propiedad en sus manos, el sector privado tendría los incentivos correctos para invertir y demandar instituciones que cuidaran su propiedad privada, de manera que el estado de derecho surgiría endógenamente. En lugar de esto, sobrevino un clima generalizado de desinversión, fuga de capitales e indiferencia hacia las instituciones. Hoff y Stiglitz caracterizaron lo sucedido como un problema de equilibrios múltiples en el cual los agentes coordinaron sus expectativas alrededor de instituciones débiles y, en una suerte de profecía autocumplida, el estado de derecho no emergió. En la sección 3.1 presentamos el modelo de estos autores. Luego, en el apartado 3.2. introducimos la participación de firmas extranjeras para derivar las implicancias del esquema para economías abiertas a la IED.

⁴⁴ Los hallazgos de Asiedu (2002), quien encuentra que existe una relación negativa entre el PBI per cápita y la IED de los países de Africa Subsahariana pero una relación positiva entre el PBI per cápita y la IED en el resto de Africa, también son consistentes con nuestra hipótesis de que la institucionalidad juega un rol en la calidad de la inversión que ingresa.

3.1. Instituciones e inversión doméstica

La economía está constituida por un gobierno, el universo de firmas locales y un conjunto de firmas extranjeras potencialmente interesadas en ingresar a la economía. El juego se desenvuelve en tres etapas. En la primera, se desarrollan las interacciones propuestas por Hoff y Stiglitz en el mercado local, quedando definidos los pagos a las firmas domésticas, así como la probabilidad de que el gobierno implemente el estado de derecho en la economía. En una segunda etapa, las firmas extranjeras observan los resultados, definen si ingresar o no a la economía y, de hacerlo, optan por una estrategia de inversión productiva, o una estrategia rentista. En la última etapa, el gobierno implementa o no implementa el estado de derecho, los agentes reciben sus pagos, y se da por terminado el juego.

En la primera etapa del juego, el entramado productivo está conformado por las empresas locales. Cada firma decide si realizar una inversión productiva, estrategia que denominamos “agregar valor” (AV), o si utilizar los activos de su firma con fines rentistas, o “desinvertir” (D)⁴⁵. La capacidad de las firmas para beneficiarse de una estrategia rentista es heterogénea, ya que depende de su productividad, la actividad que realiza, el valor del capital y otras características propias. Estos atributos se resumen en la variable θ_i para cada una de las i firmas locales. La firma de tipo θ_{max} es la que tiene mayor capacidad de extraer activos de la empresa y, por lo tanto, mayores incentivos a desinvertir. Formalmente, θ se distribuye en forma continua a lo largo de la función de densidad $h(\theta)$.

La segunda variable que miran los agentes para definir su estrategia es el entorno institucional, que se resume en dos estados posibles: o bien existe un estado de derecho que limita y castiga la actividad rentista, o bien el estado de derecho no está implementado. En este último caso, los derechos de propiedad sobre las inversiones y los bienes privados no están garantizados y, por lo tanto, agregar valor es riesgoso. Quien define si el estado de derecho se implementa es el gobierno, pero no toma la decisión en forma aislada, sino que es susceptible a las presiones del sector privado. Las empresas que deciden agregar valor presionan al gobierno para que consolide el estado de derecho como mecanismo para proteger sus activos y capitalizar los retornos de sus inversiones. Recíprocamente, los que desarrollan actividades rentistas ejercen presión para que el estado de derecho no se consolide y así continuar con su estrategia de desinversión sin mayores consecuencias. En términos formales, la probabilidad de que el gobierno implemente el estado de derecho, π , depende del porcentaje de firmas que vote a favor y en contra de la medida

$$\pi = \pi(x)$$

⁴⁵ A partir de ahora los términos “desinversión” y “estrategia rentista” se usan con el mismo significado.

con x representando la proporción que vota en contra del estado de derecho, y $(1 - x)$ la que vota a favor. $\pi'(x) \leq 0$ refleja que la probabilidad de implementación cae cuando un agente más vota en contra. $\pi(1) = 0$ y $\pi(0) = 1$ indican las probabilidades de implementación si todos votan en contra y si todos votan a favor, respectivamente.

En resumen, las firmas locales tienen que tomar dos decisiones en simultáneo, pero una implica a la otra, de manera que pueden optar por la combinación agregar valor y votar a favor del estado de derecho, o desinvertir y votar en contra del estado de derecho. En la figura 4 pueden verse los pagos que recibirá la firma de tipo i en cada uno de los resultados posibles.

Figura 4. El juego que enfrenta la firma local

| | | Gobierno | |
|-------------|---|------------------------------------|---|
| | | Estado de derecho $pr = \pi(x)$ | No estado de derecho $pr = 1 - \pi(x)$ |
| Firma local | Agregar valor y votar a favor del ED | $\{f[1 + g^L(\theta_i)] - I\}$ | $\{f[1 + g^N(\theta_i)] - I\}$ |
| | Desinvertir y votar en contra del ED | $fs(\theta_i)[1 - \lambda]$ | $fs(\theta_i)$ |

f es la función de rendimientos constantes a escala que determina cuando rinde cada unidad de activo en el mercado local. I es la inversión fija que realizan todas las empresas deciden agregar valor. $g^L(\theta)$ y $g^N(\theta)$ indican cuánto crece cada unidad invertida al agregar valor ante la implementación del estado de derecho o la no implementación, respectivamente. Se cumple que $g^L(\theta) > g^N(\theta)$, de manera que el estado de derecho es siempre la estrategia elegida por quienes agregan valor. $s(\theta)$ representa el retorno de desinvertir dada la capacidad rentista de la firma de tipo θ_i . Por último, λ mide la represalia por desinvertir bajo el estado de derecho, de manera que todas las firmas rentistas prefieren que no se implemente el estado de derecho.

Los pagos esperados de cada firma dependen de su tipo θ_i . Igualando el pago esperado de agregar valor (AV) con el pago esperado de desinvertir (D) se puede aproximar el tipo de firma θ^* indiferente entre las dos estrategias. Para las empresas domésticas de tipo $\theta_i > \theta^{*i}$, es decir aquellas con capacidad rentista mayor a la de indiferencia, es conveniente desinvertir. Para las de tipo $\theta_i < \theta^{*i}$ agregar valor reporta mayor beneficio esperado. Si la probabilidad de implementación del estado de derecho fuera exógena, habría un único valor θ^* de equilibrio y el comportamiento de las firmas quedaría unívocamente determinado. Este sería el caso si se

tratara de un Estado ajeno a las presiones del sector privado, como podría ser un gobierno benevolente o uno autocrático con intereses independientes. No obstante, la probabilidad de implementación se define endógenamente; cada vez que un agente más decide desinvertir y votar en contra del estado de derecho (aumenta x), disminuye la probabilidad de que el gobierno lo ponga en marcha (cae $\pi(x)$) y, por lo tanto, cae el θ^{*i} de equilibrio. La intuición es que cuando se vuelve menos probable que haya un estado de derecho consolidado, la estrategia rentista se vuelve tentadora para una proporción mayor de empresarios. Esta relación entre x y θ^* se traduce en una curva con pendiente negativa que muestra cómo el tipo de firma indiferente cambia a medida que se modifica el nivel esperado de institucionalidad⁴⁶.

Figura 5 – Equilibrios múltiples en la economía doméstica



Una segunda curva surge de la función de distribución acumulada de $h(\theta)$, denominada $H(\theta)$, que mide sencillamente la proporción de firmas que se acumulan hasta θ^* y que, por ende, vota a favor del estado de derecho. El complemento, $1 - H(\theta^*)$, indica la proporción que vota en contra, y es la que aparece en la figura 5 con forma de “S” inclinada⁴⁷.

⁴⁶ La curva surge de igualar los pagos esperados de agregar valor y desinvertir para hallar el tipo de firma indiferente: $AV(x, \theta) = D(x, \theta) \rightarrow \pi(x)(f\mu[1 - g^L(\theta)] - I) + [1 - \pi(x)](f\mu[1 - g^N(\theta)] - I) = \pi(x)f\mu s(\theta)[1 - \lambda] + [1 - \pi(x)]f\mu s(\theta) \rightarrow AV - D = f\{1 + \pi(x)g^L(\theta^*) + [1 - \pi(x)]g^N(\theta^*) - s(\theta^*)[1 - \lambda\pi(x)]\} - I = 0$

⁴⁷ La forma supone que las firmas tienen distribución normal en θ pero Hoff y Striglitz (2003, 2004) ejemplifican con diferentes distribuciones, algunas de las cuales resultan en equilibrios únicos.

Los equilibrios del juego local de esta primera etapa están dados por todas las intersecciones de las curvas y, ante la complementariedad de las estrategias de las firmas, puede haber múltiples equilibrios estables⁴⁸ con distintos niveles de institucionalización e inversión. En los equilibrios “buenos”, la confianza en el estado de derecho es alta y la percepción general es que los derechos de propiedad estarán asegurados, con lo cual, para una porción importante de las empresas, la decisión óptima es agregar valor y votar a favor del estado de derecho. En los equilibrios “malos”, en cambio, la creencia compartida es que los derechos de propiedad pueden ser vulnerados, el retorno de invertir es comparativamente menor y, por lo tanto, más firmas prefieren implementar una estrategia rentista y desinvertir. En el modelo de Hoff y Stiglitz, instituciones débiles y comportamientos rentistas pueden reforzarse mutuamente atentando en contra de la inversión y el desarrollo institucional.

3.2. La inversión extranjera

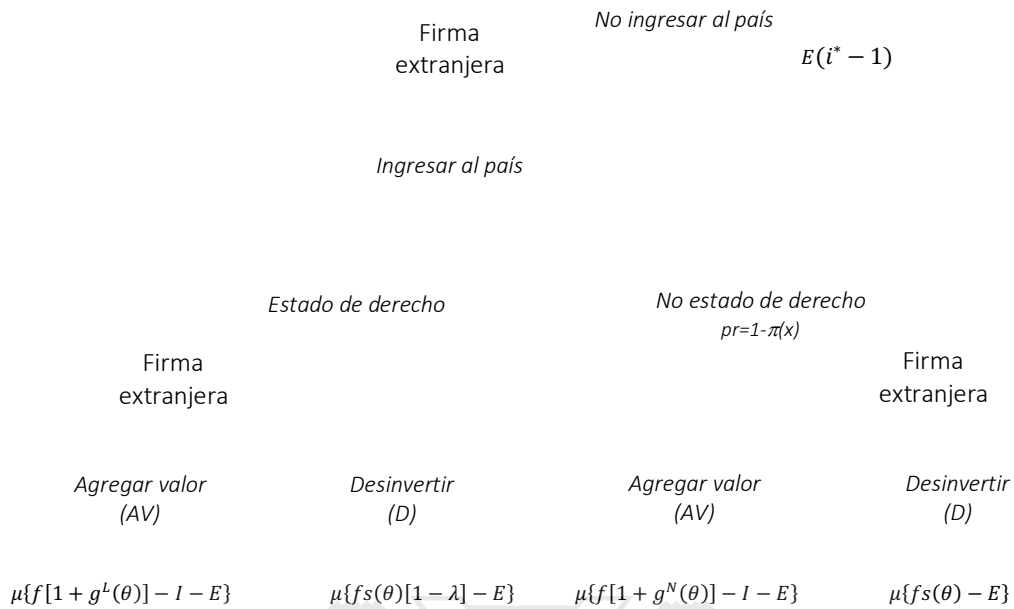
Una vez determinado el nivel de inversión e institucionalización de la economía local, el conjunto de empresas extranjeras interesadas en invertir en la economía observa los resultados. Los pagos que enfrenta se esquematizan en la figura 6.

Aparecen dos parámetros nuevos relevantes para la firma extranjera. $\mu \in (0, \infty)$ sintetiza las políticas de inversión extranjera directa vigentes en la economía local. Toma valor 1 para regímenes neutrales, valores mayores a 1 si se ofrecen ventajas a las empresas extranjeras por sobre las locales, y menores a 1 si las empresas extranjeras pagan algún tipo de costo adicional explícito o implícito por operar en la economía. E representa el flujo de capital que ingresa por única vez cuando la firma adquiere la propiedad de los activos locales. Al igual que en la etapa 1, cada una de las j firmas extranjeras tiene asignado un tipo θ_j , con mayor θ representando mejores condiciones para la actividad rentista, y menor θ indicando mejores habilidades para agregar valor. Las demás variables y parámetros reflejan características propias de la economía doméstica y por lo tanto no cambian.

Las firmas extranjeras no tienen poder de voto sobre las instituciones locales, de manera que no se involucran en interacciones estratégicas. Para los valores de equilibrio de la primera etapa (x^*, θ^{*i}) , comparan la tasa internacional con el pago de ingresar y agregar valor (AV) o ingresar y desinvertir (D). El tipo de firma extranjera indiferente entre las estrategias, θ^{*j} , posiblemente sea diferente al tipo local θ^{*i} , porque está sujeta al régimen de inversión

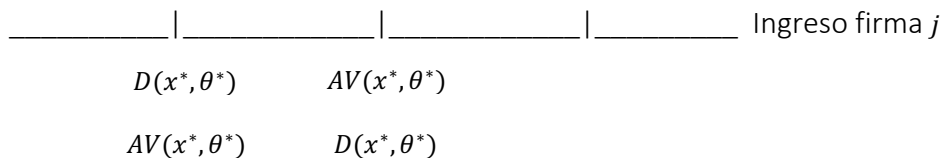
⁴⁸ La condición para que existan equilibrios múltiples estables está dada por la existencia de un equilibrio inestable para $0 < x^{*i} < 1$ y está probada en Hoff y Stiglitz 2004.

Figura 6. Las alternativas que enfrenta la firma extranjera



extranjera, μ , y al costo de entrada, E . Una firma local tendrá retornos superiores a una extranjera en la medida en que el régimen de promoción a la IED no compense el costo de entrada, pero la relación se invierte para regímenes de promoción más generosos. Si las firmas extranjeras tienden a ser más productivas, como sugiere la literatura, esto se reflejará en una función de densidad diferente a la del mercado doméstico $h(\theta_j)$, con más firmas capaces de agregar valor. Dados estos parámetros y los valores de equilibrio locales, x^*, θ^{*i} , queda definida la variable de equilibrio θ^{*j} que indica el tipo de firma extranjera j indiferente entre agregar valor y desinvertir en el mercado local. La firma j se encuentra en uno de tres casos posibles.

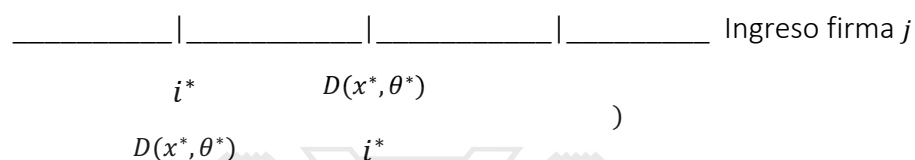
Caso 1: la firma extranjera no ingresa al mercado



En el caso 1, la tasa de interés libre de riesgo arroja rendimientos que superan al ingreso esperado de entrar al mercado local. Independientemente del nivel de desarrollo de las instituciones y del tipo de equilibrio en el que se coordine la economía, un país puede atraer poca IED porque no ofrece rendimientos atractivos en relación con el costo de oportunidad. Bajo la premisa de que la IED es inherentemente buena para la economía receptora y la

filosofía de que “más es mejor”, muchas recomendaciones de política económica estuvieron orientadas a revertir esta situación y posicionarse como un destino atractivo para los inversores. Según la estática comparada del modelo, si el régimen de promoción de la IED se vuelve más atractivo (aumenta μ), no se modificará el equilibrio local, pero se incrementará el número de firmas extranjeras ingresando al país⁴⁹. Esta fue la estrategia seguida por muchos países de América Latina en la búsqueda de inversiones que impulsen la productividad y las capacidades locales. Sin embargo, como ilustran el caso 2 y 3, no todo ingreso de capital extranjero tiene el mismo impacto.

Caso 2: la firma extranjera ingresa al mercado y agrega valor



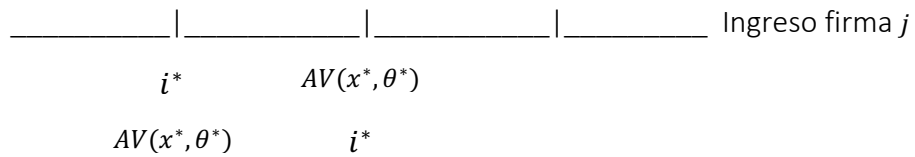
Aquí la firma extranjera espera mayores retornos si ingresa al mercado doméstico y realiza inversiones productivas, con un pago esperado

$$\mu\{f[1 + g^L(\theta)] - I - E\}\pi(x) + \mu\{f[1 + g^N(\theta)] - I - E\}(1 - \pi(x))$$

Esta situación es más plausible cuando la tasa de retorno de la economía local, $g^L(\theta)$ o $g^N(\theta)$, es elevada, la economía tiene una política activa de atracción a la IED, o la tasa internacional es baja, porque estos factores definen la competitividad doméstica. Pero, más importante, es más probable a mayor valor de θ^{*i} en el equilibrio local. En este tipo de equilibrio “bueno”, la probabilidad de que al terminar el juego se implemente el estado de derecho es elevada y, como las instituciones protegen a firmas locales y extranjeras en igual medida, crece el retorno a la inversión general. Por lo tanto, agregar valor es rentable para un rango amplio de firmas, tanto locales como extranjeras. El equilibrio local alcanzado en la primera etapa del juego tiene efectos sobre la cantidad de IED de calidad que ingresa a la economía.

⁴⁹ El resultado es directo asumiendo que las firmas extranjeras θ_j se distribuyen en forma continua.

Caso 3: la firma extranjera ingresa al mercado con fines rentistas



Por último, la firma extranjera puede tener incentivos a ingresar al país con fines rentistas. El retorno esperado es

$$\mu\{fs(\theta)[1 - \lambda] - E\}\pi(x) + \mu\{fs(\theta) - E\}(1 - \pi(x))$$

Como en el caso anterior, el atractivo de ingresar aumenta cuanto más competitiva sea la economía doméstica comparada con el retorno de la tasa internacional. Pero, contrario al caso 2, la estrategia se vuelve más probable cuanto *menor* sea el tipo de firma θ^{*i} en el equilibrio local. Con un tipo θ^{*i} relativamente bajo, la probabilidad de implementación del estado de derecho es reducida y solo las firmas con gran capacidad productiva agregan valor. Para las empresas extranjeras, podemos afirmar que la firma de equilibrio tiene mayor capacidad de agregación de valor que la del caso 2, es decir que empresas extranjeras que en el caso anterior hubiesen agregado valor⁵⁰, en este caso, ingresan para desinvertir. Los problemas de inversión subóptima y comportamientos rentistas que la economía sufría se ven exacerbados por la entrada de flujos de IED.

Los resultados pueden echar luz sobre el debate acerca del rol de la IED en los países en desarrollo. Para las empresas extranjeras pueda ser óptimo invertir en un país para agregar valor, fomentar el crecimiento y tener un impacto positivo en la economía local, o, en ciertos casos, ingresar para aprovechar la baja institucionalidad, extraer activos de la empresa y dejar que el capital se desvalore. El resultado que predice el modelo para los casos de baja institucionalidad no es necesariamente bajos niveles de IED, sino bajos niveles de IED productiva y de calidad. Esta posibilidad debería alertar sobre los riesgos de sobreestimar la IED cuando las instituciones locales son débiles, los regímenes políticos corruptos o el Estado tiene baja credibilidad.

⁵⁰ O, dependiendo de la tasa de interés, no hubiesen ingresado a la economía.

4. América Latina ¿inversión extranjera rentista?

Uno de los mensajes principales que se desprende del esquema propuesto, es que las condiciones domésticas iniciales son esenciales para determinar el tipo de IED que la economía será capaz de atraer. Al momento de implementar las políticas del Consenso de Washington, muchos países de América Latina atravesaban o se recuperaban de violentos procesos dictatoriales. Las instituciones que garantizan libertades y derechos básicos en tiempos de democracia habían sido completamente diezmadas. Independientemente de las habilidades *ad hoc* de los diferentes regímenes dictatoriales para suplir estas instituciones y generar climas más o menos favorables para los negocios, es razonable esperar que la credibilidad institucional de la región estuviese fuertemente comprometida.

Adicionalmente, los países venían de décadas de experimentos fallidos de políticas de desarrollo económico, como las orientadas a desarrollar la industria sustitutiva de importaciones, además de las crisis de deuda e inflación que precedieron las reformas. En el caso particular de Argentina, por ejemplo, la década previa a la implementación de las políticas de apertura estuvo marcada por eventos extraordinarios que moldearon la realidad económica e institucional. Entre ellos una dictadura militar, una guerra, un default externo, la estatización de la deuda privada, dos procesos hiperinflacionarios, la asunción de 12 ministros de economía, y la vigencia de tres monedas diferentes. Si bien la experiencia argentina de los años 80 es de las más dramáticas, el resto de la región compartió en mayor o menor medida alguno de estos elementos de inestabilidad y crisis.

Es posible que la certidumbre e incentivos a la producción que debían venir aparejados con compromisos macroeconómicos del Consenso de Washington, se vieran parcial o totalmente contrarrestadas por el historial de la región, que era incapaz de ofrecer la credibilidad y estabilidad necesarias para alinear expectativas en la dirección correcta. En términos del modelo, la combinación de condiciones iniciales adversas con gobiernos incapaces de romper con la inercia, impidió a la mayoría de los países de la región posicionarse en equilibrios más favorables en los que la IED podría haber tenido impactos positivos más significativos.

Volviendo al ejemplo de Repsol YPF, podemos ensayar dos interpretaciones de lo sucedido inspiradas en el esquema presentado. Para enriquecer el ejercicio, nos abstraemos de algunas restricciones impuestas por la simplicidad del modelo, como la ausencia del factor temporal y la simultaneidad en las decisiones de los jugadores.

En la primera variante, el juego se repite en dos momentos del tiempo, con un shock entre el primer y el segundo período. En este primer escenario las condiciones institucionales iniciales

podieron haber sido favorables. Las reformas del Consenso de Washington actuaron como un golpe de confianza que colocó a Argentina en un equilibrio relativamente “bueno” y, en un primer momento, Repsol ingresó al mercado agregando valor. Sin embargo, en una segunda instancia se produjo un shock externo que desvió al gobierno de la estrategia institucionalista del equilibrio inicial. El detonante podría haber sido, por ejemplo, la radicalización del régimen político-económico venezolano o, como argumentaba Repsol, el descubrimiento de las reservas extraordinarias en el yacimiento Vaca Muerta en suelo argentino. En la segunda instancia, por lo tanto, el gobierno muestra menor predisposición a garantizar el estado de derecho. El país viró de una situación en que los derechos de propiedad privada no estaban en riesgo, hacia un escenario donde las expropiaciones pasaron a ser plausibles. Cuando la petrolera percibió que la situación institucional argentina era menos predecible y comenzó a temer por sus propios derechos de propiedad, efectuar inversiones de largo plazo dejó de ser una estrategia óptima. Como respuesta, Repsol cambió su estrategia a una de desinversión, lo cual es consistente con la caída observada en los niveles de producción de gas y petróleo en la figura 3. En el nuevo equilibrio, tanto los niveles de inversión productiva como de apoyo al estado de derecho son bajos.

En el segundo escenario propuesto, las condiciones iniciales de Argentina previo al ingreso de Repsol al mercado eran en realidad extremadamente desfavorables. Las crisis en diversos planos que sufrió el país en los años 80 y el largo historial de desencanto económico sentaron las bases para que las reformas de los 90 no tuvieran credibilidad. Las políticas de apertura y desregulación fueron percibidas por los agentes locales como otro plan destinado al fracaso. El equilibrio local que precedió a la apertura de la economía y al ingreso de capitales extranjeros ya era un “equilibrio malo”, sin ninguna perspectiva de consolidar un estado de derecho que proteja la propiedad privada en forma sostenida. En este caso YPF habría ingresado al mercado argentino desconfiando de las instituciones argentinas desde un primer momento, maximizando retornos de corto plazo en una trayectoria cada vez más acelerada de desinversión. Ante un clima generalizado de comportamientos rentistas y de bajos niveles de institucionalidad, el gobierno decidió comenzar una estrategia de expropiación consistente con este equilibrio desfavorable.

La literatura que analiza este caso de estudio suele tomar partida sobre cuál de los dos actores, Repsol o el Estado, fue el verdadero responsable de cómo se desarrollaron los hechos. Sin embargo, en un contexto histórico de sociedades propensas a caer en círculos viciosos como el que proponemos en este trabajo, determinar cuál fue el desencadenante es posiblemente mucho menos relevante que tratar de reposicionar a la economía en un equilibrio más favorable. La evidencia es compatible con la hipótesis de que las instituciones latinoamericanas

no estaban lo suficientemente desarrolladas como para capitalizar los beneficios potenciales de la apertura a la IED que se llevó adelante.

5. Limitaciones y agenda

El modelo presentado se abstrae de muchos elementos de la realidad que lógicamente tienen un rol a la hora de explicar el papel de la inversión extranjera en las economías receptoras. Entre los más importantes está, en primer lugar, el factor temporal. En nuestro esquema no transcurre el tiempo, de manera que las firmas extranjeras deciden su estrategia de inversión o desinversión en forma premeditada y simultánea. En un esquema más realista es plausible que las firmas extranjeras que acaban por tener comportamientos rentistas, desarrollen esta estrategia a lo largo de su estadía en la economía receptora como respuesta a condiciones cambiantes. Una extensión a modelos repetidos con estrategias definidas de retaliación sería apropiada para capturar estas posibilidades. Una segunda limitante del modelo es la estrategia complaciente del gobierno. El artilugio de atar las acciones sus decisiones a las demandas del sector privado captura un elemento importante de la política pero no toma en cuenta otros, como la puja entre distintos sectores de la sociedad⁵¹ o los sesgos ideológicos y preferencias del propio gobierno. Esto implica que cualquier estrategia activa del gobierno debe ser exógena. También está claro que las condiciones internacionales, la macroeconomía local y el aparato regulatorio, entre muchos otros factores, pueden tener un papel determinante para explicar el comportamiento de los inversores que no estamos considerando. Por último, el enfoque altamente agregado del modelo deja de lado toda distinción al interior del sector productivo, incluyendo dimensiones relevantes como sectores de actividad y variables geográficas, dimensiones que sería deseable explorar a futuro.

Por otro lado, es importante desarrollar una agenda empírica que permita comenzar a evaluar la calidad de la inversión extranjera directa para dar lugar a decisiones política económica internacional más informadas. Una gran limitación es la falta de datos comparables de IED desagregados por economía anfitriona, sector receptor y componente de la IED⁵². Ningún organismo internacional disponibiliza datos a este nivel de desagregación y, los que más detalle publican, como la OCDE, la CEPAL o la UNCTAD, lo hacen para un conjunto limitado de países. El componente de la IED *aportes de capital*, que incluye las adquisiciones de derechos de propiedad de firmas locales por parte de extranjeros, se divide en inversiones *greenfield* y

⁵¹ Por ejemplo, en Argentina, una proporción importante del público general estaba a favor de la expropiación de YPF cuando esta se llevó a cabo en 2012, aún si esto debilitaba considerablemente el estado de derecho.

⁵² La inversión extranjera directa se clasifica en aportes de capital, reinversión de utilidades, y préstamos entre filiales (UNCTAD).

fusiones y adquisiciones. Esta distinción, que es indispensable para entender si la IED se traduce en un ingreso de capital genuino o una operación más bien contable de la cuenta de capital de un país, no es parte de los requerimientos de la contabilidad internacional y no está disponible para la mayoría de los países.

6. Conclusiones: un camino sin atajos

En respuesta a la pregunta de cuál es el efecto de la inversión extranjera directa sobre la economía anfitriona, en este trabajo sugerimos que es ambigua. La IED productiva y de calidad es causa y efecto de instituciones sólidas y de un estado de derecho que proteja activamente los derechos de propiedad de los inversores. Cada una es condición necesaria para que la otra emerja y se sostenga en el tiempo. Análogamente, puede haber IED rentista o de mala calidad, y esta se retroalimenta con instituciones débiles que convalidan la desinversión.

El mecanismo que proponemos para explicarlo sucede en dos etapas. A nivel de política doméstica usamos el modelo de Hoff & Stiglitz (2004) para ilustrar la interdependencia entre la decisión de las firmas locales de invertir o desinvertir y su decisión política de apoyar o vetar el estado de derecho. Para economías abiertas, derivamos que la apertura a los capitales extranjeros magnificada por regímenes agresivos de atracción a la IED, promueve el ingreso de empresas extranjeras que tienden a reproducir el patrón de comportamiento de las firmas locales, acentuando los comportamientos del equilibrio de la economía cerrada. Si la economía doméstica tiene instituciones débiles y tasas de inversión bajas en equilibrio, las únicas firmas que encuentran atractiva esa economía son aquellas con baja capacidad de agregar valor.

El esquema es consistente con fenómenos observados en América Latina tras la ola reformista de los 80 y los 90, como impactos ambiguos de la IED sobre indicadores económicos, y con ejemplos de expropiación y reestatización, como el de Repsol YPF. En los casos más mediáticos de desinversión o expropiación de empresas, es frecuente ver a firmas, gobiernos y analistas envueltos en acusaciones cruzadas sobre quién es el culpable de la situación. Es posible, no obstante, que el origen de algunos de estos problemas se remonte a entramados productivos e institucionales que conspiran en contra de la inversión sostenida.

El potencial transformador de la IED requiere de condiciones institucionales apropiadas para manifestarse y las políticas de promoción irrestricta en ausencia de estas condiciones puede acentuar los problemas y riesgos. Concluimos enfatizando la necesidad de desarrollar indicadores para medir la calidad de la IED que permitan evaluar esta y otras hipótesis para desarrollar esquemas de promoción basados en evidencia y no en supuestos. Por último,

hacemos un llamado a la cautela a la hora de diseñar políticas de promoción a la inversión extranjera sin considerar los entornos institucionales. Es posible que la IED no sea el atajo libre de riesgos que la región creyó haber encontrado cuando profesaba la filosofía de “más es mejor”.

7. Referencias bibliográficas

Acemoglu, D., Johnson, S. y Robinson, J., 2004. Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth. IDEAS Working Paper Series from RePEc, pp. IDEAS Working Paper Series from RePEc, 2004

Acemoglu, D., Robinson, D. y Robinson, J., 2012. Why nations fail : the origins of power, prosperity and poverty, London: Profile Books.

Agosin, M.R. y Machado, R., 2005. Foreign Investment in Developing Countries: Does it Crowd in Domestic Investment? Oxford Development Studies, 33(2), pp.149–162.

Aidt, T.S. y Albornoz, F., 2011. Political regimes and foreign intervention. Journal of Development Economics, 94(2), pp.192–201.

Aitken, B. y Harrison, A., 1999. Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela. The American Economic Review, 89(3), 605–618

Albornoz, F., Galiani, S. y Heymann D., 2012. Foreign investment and expropriation under oligarchy and democracy", Economics and Politics, 24(1), 24-46.

Alfaro, L. y Charlton, A., 2007. Growth and the Quality of Foreign Direct Investment: Is All FDI Equal? IDEAS Working Paper Series from RePEc, pp. IDEAS Working Paper Series from RePEc, 2007.

Alfaro, L. et al., 2004. FDI and economic growth: the role of local financial markets. Journal of International Economics, 64(1), pp.89–112.

Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S. and Volosovych, V., 2008. Why doesn't capital flow from rich to poor countries? An empirical investigation. The review of economics and statistics, 90(2), pp.347-368.

Alvarado, R., Iñiguez, M., Ponce, P., 2017. Foreign direct investment and economic growth in Latin America. 10.1016/j.eap.2017.09.006. Economic Analysis and Policy

Ardanaz, M., Scartascini, C. y Tommasi, M., 2010. Political Institutions, Policymaking, and Economic Policy in Latin America, IDB Working Paper Series, No. IDB-WP-158, Inter-American Development Bank (IDB), Washington, DC

Asiedu, E., 2002. On The Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different?. World Development, 30(1), 107-119

Bellak, C., 1998. The measurement of foreign direct investment: A critical review. The International Trade Journal, 12(2), pp.227–257.

- Bengoia Calvo, M. and Sanchez-Robles, B., 2003. Foreign direct investment, economic freedom and growth: new evidence from Latin America. *European Journal of Political Economy* 19(3), 529–45
- Bezchinsky et al., 2007. Inversión extranjera directa en la Argentina. Crisis, reestructuración y nuevas tendencias después de la convertibilidad. Publicado en: Crisis, recuperación y nuevos dilemas. *La economía argentina, 2002-2007 - LC/W.165 - 2007 - p. 149-185*
- Blalock, G. y Gertler, P., 2008. Welfare gains from foreign direct investment through technology transfer to local suppliers. *J. Int. Econ.* 74, 402–421.
- Bonnefoy, P., 2016. Argentina: la expropiación de Repsol-YPF. *Estudios internacionales: Revista del Instituto de Estudios Internacionales de la Universidad de Chile*, (184), pp.39–73
- Borensztein, E. De Gregorio, J. y Lee, J-W-, 1998. How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?, *Journal of International Economics*, vol. 45, págs. 15–35
- Buchanan, B., Le, Q. y Rishi, M., 2012. Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 21, p.81.
- Büthe, T., y Milner, H. V., 2008. The Politics of Foreign Direct Investment Into Developing Countries: Increasing FDI Through International Trade Agreements? *American Journal of Political Science*, 52(4),741-762.
- Cassou, S. P. 1997. The Link between Tax Rates and Foreign Direct Investment. *Applied Economics*, 29(10), 1295-1301
- Castañeda Rodríguez, V. M. y Díaz-Bautista, O., 2017. El Consenso de Washington: algunas implicaciones para América Latina *Revista Apuntes del CENES*, vol. 36, núm. 63, enero-junio, 2017, pp. 15-41 Universidad Pedagógica y Tecnológica de Colombia
- Chudnovsky, D. y López, A., 1998. Las estrategias de las empresas transnacionales en la Argentina y Brasil. ¿Qué hay de nuevo en los años noventa? *Desarrollo Económico*, 38, pp.69–103.
- Chudnovsky, D., Lopez, A. y Rossi, G., 2008. Foreign direct investment spillovers and the absorptive capabilities of domestic firms in the Argentine manufacturing sector (1992–2001). *The Journal of Development Studies*, 44(5), 645–677
- Chudnovsky, D., López, A., Laplane, M., Hiratuka, C., Sabbatini, R., Masi, F., Bittencourt, G. and Domingo, R., 2002. Integración regional e inversión extranjera directa: El caso del mercosur. Buenos Aires, BID-INTAL.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). 2013. *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe*, 2013, Santiago de Chile
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). 2015. *La Inversión Extranjera Directa en América Latina y el Caribe*, 2015, Santiago de Chile
- Daude, C. y Stein, E., 2007. The quality of institutions and foreign direct investment. *Economics y Politics*, 19(3), pp.317–344.
- Delgado, M. y McCloud, S., 2017. Foreign direct investment and the domestic capital stock: the good–bad role of higher institutional quality. *Empirical Economics*, 53(4), pp.1587–1637

- Demirhan, E., y Masca, M., 2008. Determinants of Foreign Direct Investment Flows to Developing Countries: A Cross-Sectional Analysis. *Prague Economic Papers*, 4, 356-369.
- Doucouliagos, H. y Paldam, M., 2010. Conditional aid effectiveness: A meta-study. *Journal of International Development*, 22(4), pp.391–410.
- Egger, P., y Winner, H., 2005. Evidence on Corruption as an Incentive for Foreign Direct Investment. *European Journal of Political Economy*, 21(4), 932-952.
- Fernández González, R., Arce Fariña, M.E. y Garza Gil, M.D., 2019. Resolving Conflict between Parties and Consequences for Foreign Direct Investment: The Repsol-YPF Case in Argentina. *Sustainability*, 11(21), p.6012
- Forteza, A. y Tommasi, M., 2005. Understanding reform in Latin America. Documento de Trabajo / FCS-DE; 22/05. UR. FCS-DE
- Gerchunoff, P. Kacef, O., 2016. ¿Y ahora qué hacemos? La economía política del kirchnerismo. Documentos de trabajo. IELAT-Instituto Universitario de Investigación en Estudios Latinoamericanos, Universidad de Alcalá, N. 87, (jun. 2016). ISSN 1989-8819
- Greif, A. et al., 2011. Institutions: Rules or Equilibria? In *Political Economy of Institutions, Democracy and Voting*. Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg, pp. 13–43.
- Harms, P. y Méon, P. G., 2011. An FDI is an FDI is an FDI? The growth effects of greenfield investment and mergers and acquisitions in developing countries, *Proceedings of the German Development Economics Conference, Berlin 2011, No. 38, ZBW*
- Hermes, N. y Lensink, R., 2003. Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth," *Journal of Development Studies*
- Hoff, K. y Stiglitz, J.E., 2004. After The Big Bang? Obstacles To The Emergence Of The Rule Of Law In Post-Communist Societies," *American Economic Review*, v94 (3,Jun), 753-763.
- Hoff, K. y Stiglitz, J., 2001. J.E. Modern Economic Theory and Development, en Meier, G. y J. E. Stiglitz (comp.), *Frontiers of Development Economics: The Future in Perspective*, Oxford University Press, Nueva York, pág. 389-485.
- Huntington, S.P., 1968 .Political order in changing societies. Center for International Affairs, 1968. New Haven ; London: Yale University Press.
- Javorcik, B., 2004. Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages. *Am. Econ.Rev.* 94, 605–627
- Jütting, J. y Organisation for Economic Co-operation Development. Development Centre, 2007. Informal institutions. How social norms help or hinder development. Edited by Johannes Jütting et al., Paris: OECD.
- Kugler, M., 2006. Spillovers from foreign direct investment: within or between industries? *J. Dev. Econ.* 80, 444–477
- Murphy, K. Shleifer A. M. y Vishny, R.W., 1989. Industrialization and the Big Push," *Journal of Political Economy*, 97 (5): 1003-1026

- Newman, C., Rand, J., Talbot, T. y Tarp, F., 2015. Technology transfers, foreign investment and productivity spillovers. *European Economic Review*, 76, 168–187
- North, D. C. 1991. Institutions. *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, no. 1. pp. 97–112
- Organisation for Economic Co-operation Development y Organisation for European Economic Co-operation, 2002. *Foreign Direct Investment for Development: Maximising benefits, minimising costs* / Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris: OECD Publishing.
- Organisation for Economic Co-operation Development, Organisation for European Economic Co-operation y European Commission Content Provider, 1999. *Foreign Direct Investment Policy and Promotion in Latin America* Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris: OECD Publishing.
- Porzecanski, R. y Gallagher, K.P., 2007. Economic reform and foreign direct investment in Latin America: a critical assessment. *Progress in Development Studies*, 7(3), pp.217–233.
- Rhodes, R.A.W., Binder, S., Rockman, B., 2006. *The Oxford Handbook of Political Institutions*. Oxford University Press, New York.
- Rodrik, D., Subramanian, A. y Trebbi, F., 2004. Institutions Rule: The Primacy of Institutions Over Geography and Integration in Economic Development. *Journal of Economic Growth*, 9(2), pp.131–165.
- Scartascini, C. y Tommasi, M., 2012. The Making of Policy: Institutionalized or Not? *American Journal of Political Science*, 56(4), pp.787–801.
- Solow, R. M., 1956. A Contribution to the Theory of Economic Growth, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, No. 1. (Feb., 1956), pp. 65-94
- Stanley, L., 2020. La regulación de la inversión extranjera directa: los casos de la Argentina, Colombia, el Perú, la República de Corea y Tailandia, *Documentos de Proyectos (LC/TS.2019/120)*, Santiago, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Sumner, A., 2005. Is foreign direct investment good for the poor? A review and stocktake. *Development in Practice*, 15(3-4), pp.269–285.
- Thang, T. T., Pham, T. S. H. y Barnes, B. R. (2016). Spatial spillover effects from foreign direct investment in Vietnam. *The Journal of Development Studies*, 52(10), 1431–1445
- Wydick, B., 2008. *Games in economic development*, Cambridge University Press, New York
- Zheng, Y., 2014. *Governance and Foreign Investment in China, India and Taiwan: Credibility, Flexibility, and International Business*