

FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJERO EN CHILE: Reflexiones sobre sus usos.

Alvaro Calderón
Stephanie Griffith-Jones
Agosto 1994

I. INTRODUCCIÓN

Antes de comenzar nuestro análisis haremos una breve referencia a la reciente evolución económica chilena y su vínculo con los flujos de capital extranjero. Luego definiremos el marco analítico en el cual analizaremos el uso de dichos flujos en Chile.

Chile cumplió en 1993 ocho años de crecimiento económico sostenido. Este proceso se llevó a cabo en conjunto con profundos cambios estructurales, entre los que destacan la apertura comercial, financiera y con respecto a la inversión extranjera; un masivo programa de privatizaciones; un ambicioso mecanismo de conversión de deuda externa en inversión; reformas en los mercados del trabajo y de la previsión social; y un crecimiento y profundización del mercado de capitales.

El crecimiento económico, ha sido liderado por las exportaciones, cuya participación en el PIB ha aumentado notablemente, de 12.6 por ciento en 1970 a 28.6 por ciento en 1985 hasta alcanzar el 36.5 por ciento en 1993, según datos de la CEPAL.

El éxito de esta estrategia y la obtención de un crecimiento económico sostenido ha contribuido a atraer al capital extranjero, tanto en su forma de inversión directa como de portafolio¹. La confianza en la economía chilena ha sido creciente y se ha consolidado con la reciente obtención de la clasificación "investment grade" en los mercados internacionales².

Cuando se producen importantes entradas de capitales en la economía de un país, se producen dos tipos de efectos. El primero es de naturaleza Keynesiana, que se refleja -vía una mayor demanda efectiva y una reducción de la restricción externa- en un aumento de la tasa de crecimiento del producto. En tanto la entrada de capitales sea sólo transitoria, este efecto Keynesiano también lo será. El riesgo de esta situación es que, si el crecimiento en el gasto fue financiado por endeudamiento externo o aportes de capital extranjero, la reversión de estos flujos puede ocasionar caídas futuras en el producto y la inversión.

El segundo tipo de efecto de la entrada de capitales (que debe distinguirse del anterior) es el que afecta la capacidad de producción del país. Lo que es crucial en este contexto es la proporción de flujos externos que se dedican a inversión en el país receptor, cuan productiva es esa inversión,

¹ Los flujos de capital hacia países como Chile también estaban influenciados por las bajas tasas de interés internacionales, y en especial las de Estados Unidos, y por otros factores externos a los países receptores (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993).

² Las empresas clasificadoras de riesgo Standard & Poor's y Moody's otorgaron a Chile la clasificación BBB+ y Baa3; las cuales sitúan al país por debajo de los miembros de la OCDE y de las economías recientemente industrializadas del Sudeste asiático, pero por sobre el resto de los países de América Latina y el Caribe. Estas clasificaciones establecen que el país posee una adecuada capacidad de pago, a pesar que es susceptible a situaciones adversas.

y que parte de ésta es -directa o indirectamente- destinada a producir rubros transables. Si una parte suficientemente grande de los recursos va hacia inversión eficiente (y una proporción alta de la producción generada por dicha inversión conduce a un aumento en la producción de bienes transables en el país o remesas de utilidades hacia el país generadas por inversión nacional en el extranjero), es mucho más probable que el servicio futuro de la deuda generado u otros pagos (como remesas de utilidad hacia el exterior) generados por las entradas originales puedan ser financiados sin problema. En tal caso, el aumento de deuda o de inversión extranjera tendría un efecto positivo en el mediano plazo, ya que habría aumentado la tasa de crecimiento del país receptor.

Sin embargo, si el aumento de la inversión resultante de los flujos externos es insuficiente y/o ineficiente, y no genera suficiente aumento en la producción de transables, o utilidades remesadas desde el extranjero, está el riesgo de que el aumento inicial del producto sea seguido por un problema de deuda, lo que podría llevar a niveles de absorción en la economía debajo de los que hubieran sido sostenibles sin la entrada inicial de capitales. Tales efectos negativos se podrían ver acentuados por tendencias adversas en los términos de intercambio o por aumentos en los costos de servir los flujos externos, que escapan el control del país receptor.

Es por ello crucial intentar evaluar que proporción de los flujos externos hacia un país se destina a la inversión en el país y cual proporción de ella va a producir transables, así como que proporción se dedica a inversión nacional en el extranjero, y cual será su capacidad de generar remesas de utilidades hacia el país.

Para determinar el destino de los flujos externos hacia la economía chilena, es importante examinar distintas categorías de flujos.

II. REINGRESO A LOS MERCADOS DE CAPITALS

Durante gran parte de la década de los ochenta, Chile al igual que América Latina en su conjunto, tuvo su proceso de crecimiento condicionado por la aguda crisis de la deuda externa.

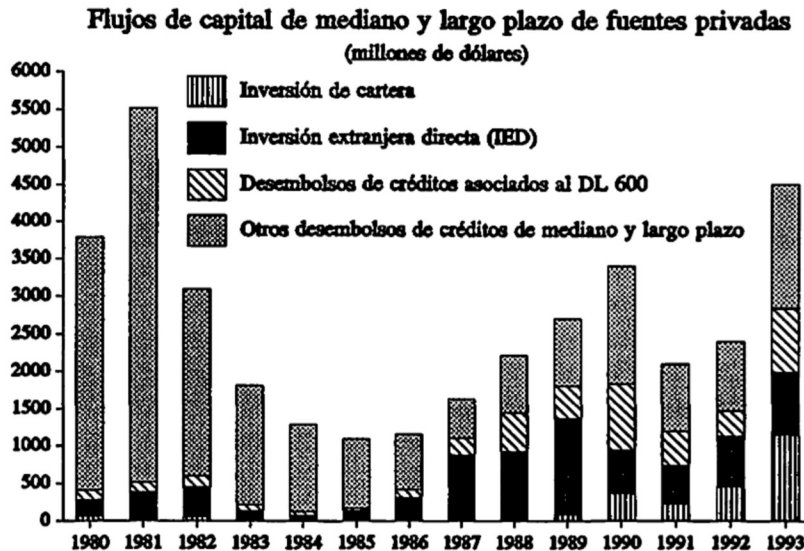
La recuperación de los flujos de capital externo comienza a manifestarse a partir de 1987. A pesar de la estabilidad de largo plazo en las reglas del juego para los inversionistas extranjeros (DL 600 de 1974) y de la estabilidad y buenos pronósticos para la economía chilena en general, parece evidente que el mecanismo de conversión de deuda en capital (Capítulo XIX) fue un factor decisivo para el aumento observado en la inversión extranjera directa (IED). Durante el período de su vigencia (1985-1990), aportó más del 75 por ciento del total de la IED ingresada al país, y cerca del 55 por ciento si además se consideran los créditos asociados al DL 600³. La gran aceptación que tuvo este mecanismo se debió a que los inversionistas que lo utilizaron se beneficiaron de un subsidio implícito, vía descuentos, estimado en un 46 por ciento del valor de las inversiones⁴, el cual no estuvo disponible para aquellos que utilizaron el DL 600. La amplia difusión internacional que se le dio a este mecanismo permitió crear un clima favorable entre los inversionistas extranjeros y

³ Los créditos asociados al DL 600 fueron utilizados principalmente por grandes proyectos mineros.

⁴ Véase French-Davis, Ricardo, "Conversión deuda-capital en Chile", Cuadernos de Economía, año 27, No. 82, diciembre 1990. Para un análisis más general véase Michael Mortimore, "Debt/equity conversión", CEPAL Review, No. 44, agosto 1991; y TCMD, Debt-Equity Swaps and Development (United Nations publication, Sales No. E.93.II.A.7).

despertó su interés hacia Chile. El aumento del precio de la deuda externa en los mercados secundarios hizo que este mecanismo ya no fuera rentable, lo que significó que a partir de 1991 no se realizaran nuevas operaciones.

Gráfico 1



Fuente: Elaboración propia en base a información contenida en el Cuadro 1.

Mediante la conversión de deuda externa se financiaron importantes proyectos en el sector industrial, siendo la producción de celulosa, papel y sus derivados el sector más beneficiado. Si a esto le sumamos las inversiones realizadas en la adquisición y desarrollo de proyectos madereros, el sector forestal en su conjunto concentró más del 30 por ciento de los recursos ingresados mediante este mecanismo. Estas inversiones, al igual que las efectuadas en actividades vinculadas a la explotación de recursos agrícolas (fruta fresca) y pesqueros le dieron un impulso importante a las exportaciones chilenas en estos rubros. Otra área que concentró gran cantidad de recursos fueron los servicios, en especial en los sectores de electricidad y telecomunicaciones (privatizadas a mediados de los ochenta), las administradoras de fondos de pensiones (AFP), los bancos y el sector turístico.

Este proceso de revitalización de los flujos de IED también alcanzó a aquellos recursos ingresados a través del mecanismo tradicional (DL 600), principalmente hacia proyectos en el sector minero para la exportación⁵. Entre 1985 y 1993, los proyectos mineros absorbieron más del 50 por ciento de los flujos ingresados mediante el DL 600 (véase Cuadro 2). Dos grandes proyectos para la extracción de cobre (La Escondida y La Disputada de Las Condes) son responsables de más del 60 por ciento de estos recursos. Durante el período 1990-1993 los flujos de IED al sector manufacturero manifestaron un mayor dinamismo, concentrándose en la industria forestal, de

⁵ Situación que se produjo básicamente por los estrictos límites impuestos a las inversiones mineras bajo el Capítulo XIX.

celulosa y papel, y en la producción de alimentos basados en recursos naturales y orientados a los mercados externos (véase Cuadro 2). En lo que se refiere a los servicios, la IED se concentró en el sector financiero.

Sin embargo, un elemento muy importante y digno de destacar de la experiencia chilena, es que estas nuevas inversiones en un porcentaje importante han sido adquisiciones de activos existentes. Esta situación se presentó especialmente en el Capítulo XIX, donde más del 50 por ciento de los ingresos fueron destinados a este fin.

Entrando a la década de los noventa el acceso al capital externo se ha fortalecido debido a la diversificación de instrumentos (especialmente de portafolio)⁶ y a la estabilización de los flujos de IED. Varios grandes nuevos proyectos, como así mismo la expansión de algunos, están en los planes de las empresas transnacionales en Chile. Algunos proyectos mineros como La Candelaria (US\$ 1500 millones⁷), El Abra (US\$ 1200 millones), Zaldivar (US\$ 600 millones) y Cerro Colorado (US\$ 600 millones); e importantes proyectos para la producción de celulosa como Celulosa Arauco y Constitución (US\$ 600 millones), Celulosa del Pacífico (US\$ 587 millones) jugarán en el futuro cercano un rol importante en la estabilidad de los flujos de IED. En otras palabras, el capital extranjero en Chile esta claramente jugando un importante papel en consolidar a los sectores de recursos naturales como centro de la estrategia de crecimiento chilena.

III. LOS NUEVOS FLUJOS DE CAPITAL

Los flujos de capital privado manifestaron una fuerte recuperación a partir de 1987. Conjuntamente con el incremento del volumen de los recursos externos, el repunte reciente de los flujos de capital se ha caracterizado por una importante diversificación de las fuentes de financiamiento. En el anterior período de grandes ingresos de capital, verificado durante la segunda mitad de la década de los setenta y comienzo de los ochenta, la principal fuente de financiamiento fueron los créditos externos, otorgados principalmente por la banca comercial. Este tipo de instrumento fue responsable de más del 90 por ciento del total de ingresos de capital en la primera mitad de los años ochenta (véase Gráfico 1). Durante el período 1986-89, como se mencionó en la sección anterior, el programa de conversión de deuda externa en inversión (Capítulo XIX) fue el factor dominante concentrando el 36 por ciento de los ingresos de capital. Si a estos recursos le sumamos la IED efectiva y los créditos asociados a ella, la IED total (aportes y créditos) concentró más del 61 por ciento los flujos de capital de fuentes privadas.

Con el inicio de la década de los noventa, la diversificación de las fuentes de financiamiento ha sido mayor. La formación de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) y las emisiones internacionales de acciones y bonos por parte de empresas privadas chilenas han contribuido a este

⁶ Un fenómeno nuevo en Chile ha sido el gran crecimiento que han experimentado las inversiones de portafolio a partir de 1989. Estas inversiones han sido canalizadas principalmente a través de los fondos de inversión, organizados en el exterior para invertir en acciones de sociedades anónimas chilenas; emisiones de acciones de varias empresas chilenas en la Bolsa de Valores de Nueva York mediante los llamados American Depository Receipts (ADR); y más recientemente a través de la emisión de bonos, especialmente eurobonos, tanto del gobierno como de algunas empresas privadas (véase sección III.B).

⁷ Estimación del volumen de inversión requerida para el desarrollo del proyecto.

fenómeno. De este modo, la inversión extranjera de cartera en el período 1990-93, alcanzó casi el 18 por ciento del total de los ingresos de capital. Por otro lado la IED efectiva, es decir, aquella ingresada fundamentalmente a través del DL 600, sin incentivos especiales, ha alcanzado una participación central y creciente, y si a ella le sumamos los créditos asociados, el desarrollo de proyectos con inversión extranjera directa ha pasado a ser el principal receptor de los recursos externos ingresados al país.

Cuadro 1
Volumen y composición de los flujos de capital privado de mediano y largo plazo, 1980-1993.
(montos en millones de dólares)

	Flujos anuales promedio				Flujos anuales						
	1980-82	1983-85	1986-89	1990-93	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
A. Inversión del exterior	373	119	1171	1615	890	933	1376	949	747	1151	1998
I. Inversión extranjera directa (IED)	332	119	1142	884	890	933	1292	590	522	698	841
Inversión extranjera directa efectiva <i>a/</i>	332	92	157	806	104	124	182	235	562	730	891
Conversión de deuda/capital <i>b/</i>	0	27	985	78	786	809	1107	355	-40	-32	-50
2. Inversión de cartera	41	0	29	731	0	0	87	359	225	452	1157
Bonos	41	0	0	215	0	0	0	0	200	120	324
Capital	0	0	29	516	0	0	87	359	25	332	833
Fondos de inversión <i>c/</i>	0	0	29	134	0	0	87	254	56	50	40
American Depositary Receipts (ADR)	0	0	0	383	0	0	0	105	-31	282	793
B. Créditos de mediano y largo plazo <i>d/</i>	3760	1284	1401	2528	746	1281	1326	2452	1359	1255	2517
Desembolsos de créditos asociados al DL 600	134	53	432	840	226	524	437	888	458	328	847
Otros desembolsos de mediano y largo plazo <i>e/</i>	3626	1231	969	1688	520	757	888	1564	901	927	1671
C. Total	4133	1404	2572	4143	1635	2214	2701	3400	2107	2406	4515

Fuente: Elaboración propia en base a información del Banco Central de Chile.

- a/* Corresponde a los ingresos netos mediante el Decreto Ley No. 600 y el Capítulo XIV del CNCI.
b/ Corresponde principalmente a los ingresos netos mediante el Capítulo XIX del CNCI.
c/ Corresponde a los fondos constituidos mediante la Ley No. 18657.
d/ Corresponden a los flujos brutos (desembolsos) de créditos privados de mediano y largo plazo. El haber utilizado los valores netos habría introducido distorsiones en el peso relativo de los nuevos flujos de capital externo, dada la significación que tienen las amortizaciones de la deuda contraída con anterioridad al año 1982.
e/ Incluye los desembolsos de créditos de mediano y largo plazo de proveedores; aquellos ingresados mediante el Artículo 15, y los otorgados a bancos, empresas y particulares por la banca comercial internacional.

A pesar de que no es la preocupación central de este artículo, creemos necesario hacer algunos alcances sobre el reciente acceso del sector privado nacional a los créditos comerciales de libre disposición. No fue hasta julio de 1990 que una empresa privada chilena obtuviera el primer crédito voluntario otorgado por la banca extranjera desde la crisis de 1982, lo que sin duda marcó un

hito muy significativo en la reincorporación de Chile al mercado financiero internacional⁸. Luego de esta operación han sido muchas las empresas chilenas que han obtenido nuevos recursos en forma de créditos, incrementando los volúmenes y mejorando las condiciones.

A. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED)

Como se ha señalado más arriba, una proporción muy elevada de los flujos de capital que han ingresado a Chile, durante la década de los noventa, lo han hecho como inversión extranjera directa (IED) a través del DL 600 (lo cual incluye tanto aportes como créditos asociados). Sin embargo, tal como se señaló en la sección II, es necesario tener presente que hacia fines de los ochenta gran parte de la IED ingresó al país a través del programa de conversión de deuda externa en inversión (Capítulo XIX), y que en muchos casos fueron estas inversiones las responsables de los recientes flujos mediante el DL 600.

Durante el período 1990-93 los flujos de IED han tenido un crecimiento muy significativo, casi duplicando los ingresos en relación al período 1985-89. Por otro lado, durante estos últimos cuatro años han ingresado casi la mitad de todos los recursos ingresados mediante el DL 600 en sus 20 años de vigencia. Además si incluimos los más de US\$ 3300 millones ingresados mediante el Capítulo XIX, estos nuevos flujos representan más del 35 por ciento de todos los ingresos de IED durante el período 1974-93.

Como se puede apreciar en el Cuadro 2, más del 50 por ciento de la IED en el período 1974-93 se dirigió al sector primario, mayoritariamente (38 por ciento) a la minería. Tendencia que se vio acentuada en el período 1990-93, debido a la gran cantidad de recursos ingresados al país para el desarrollo de nuevos proyectos de extracción minera (véase Anexo 1).

También es de importancia la IED hacia actividades vinculadas a los servicios, especialmente en el sector financiero. Sin embargo, es necesario aclarar que parte de estos recursos, unos US\$ 490 millones para el período 1989-93, corresponden a los denominados Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE), los cuales están incluidos en estas estadísticas ya que ingresaron al país bajo las normas del DL 600. Pero sin duda el gran desarrollo de la banca extranjera a nivel local, como consecuencia de la mayor apertura financiera y del mayor desarrollo del mercado de capitales, esta ratificado por estas cifras.

Por otro lado, destaca la baja significación del sector industrial como foco de atracción de la IED ingresada mediante el DL 600. Durante todo el período de vigencia de este marco legal la industria manufacturera concentró el 17 por ciento de estos flujos. Proporción que no varió durante el período 1990-93. Sin embargo, han existido importantes variaciones en relación a los sectores que concentraron las mayores inversiones. En el período 1974-84 los sectores de alimentos, bebidas y tabacos por un lado y la industria química y del plástico por otro, fueron los focos más atractivos para la IED en el sector industrial. Durante el siguiente período ya se comenzó a manifestar una mayor diversificación. En el período 1990-93, el sector de productos de papel y sus derivados, como la industria de la madera, se transformaron en el principal receptor de IED, fundamentalmente por el

⁸ La empresa beneficiaria fue Enersis y obtuvo un crédito de US\$ 10 millones, a Libor + 1% sin garantías, otorgado por un banco holandés.

desarrollo de tres mega-proyectos⁹.

También, durante este último período, en la industria manufacturera han sido importantes las inversiones en los sectores de alimentos, bebidas y tabacos, y en la industria química y del caucho. En la primera de las agrupaciones destacan inversiones en el procesamiento de recursos naturales, principalmente en las industrias agrícola, forestal y pesquera. Por otro lado, muchas de estas inversiones fueron realizadas por empresas transnacionales de amplia cobertura mundial, las cuales han servido para consolidar sus participaciones en el mercado nacional. En el primer grupo de sectores destacan las importantes inversiones realizadas por Nestlé (Suiza), B.A.T (Reino Unido) y Pepsi Cola (EE.UU.); mientras que en el segundo aquellas realizadas por Unilever (Reino Unido), Procter & Gamble Co. (EE.UU.), The Goodyear Fire and Rubber Co. (EE.UU.), Hoechst (Alemania) y Basf (Alemania). Empresas que han dominado sus respectivos sectores (véase Cuadro 3).

Finalmente, al agregar el DL 600 con el Capítulo XIX se observa que los sectores minería e industria manufacturera son los que más recursos han recibido durante el período 1974-1990, pero fundamentalmente luego de 1987. Los sectores asociados a productos transables han recibido más del 75 por ciento de la inversión extranjera en el período 1987-93.

⁹ El proyecto industrial más importante fue el aporte de capital (US\$ 55 millones) que hizo la International Finance Corporation, filial del banco Mundial, a la Celulosa del Pacífico S.A. (CELPAC), empresa organizada por Simpson Paper Co. (Estados Unidos) y la Compañía de Papeles y Cartones S.A. (Chile). El grueso del financiamiento para este proyecto ingresó al país mediante el Capítulo XIX, unos US\$ 339 millones. El segundo proyecto más importante es Forestal e Industrial Santa Fe S.A., complejo industrial productor de celulosa blanqueada y derivados. Proyecto llevado a cabo por el banco estadounidense Citicorp, la empresa transnacional anglo-neerlandesa Shell Oil Co. y la firma Scott Worldwide Inc. (EE.UU.), el cual se financió básicamente a través del Capítulo XIX (US\$ 304 millones). Una situación similar se presenta en la asociación entre la Compañía de Petróleos de Chile (COPEC) y la firma neozelandesa Carter Holt Harvey Co. para el desarrollo y modernización de la Compañía de Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Rozas, 1992).

Cuadro 2
Distribución sectorial de la IED materializada (DL 600 y Capítulo XIX)
(montos en millones de dólares)

	Decreto Ley 600 a/								Capítulo XIX		TOTAL (%)	
	Flujos anuales promedio			Flujos anuales				Montos acumulados (%)		85-90b/ (%)		
	1974-84	1985-89	1990-93	1990	1991	1992	1993	1974-93	1990-93			
SECTOR PRIMARIO	86	429	697	837	470	583	900	55.0	56.5	1263	37.9	50.7
Agricultura y caza	4	8	13	9	14	12	15	1.3	1.0	302	9.0	3.3
Silvicultura y extracción de la madera	1	1	15	19	11	7	22	0.7	1.2	345	10.3	3.1
Pesca y piscicultura	1	1	3	6	5	1	2	0.3	0.3	179	5.4	1.6
Explotación de minas de carbón	0	1	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0
Producción de petróleo y gas natural	1	71	0	0	0	0	0	3.0	0.0	0	0.0	2.2
Extracción de minerales metálicos	72	320	634	768	394	544	829	46.4	51.3	438	13.1	38.0
Extracción de otros minerales	7	28	33	35	46	19	32	3.2	2.7	0	0.0	2.4
SECTOR SECUNDARIO	54	64	211	97	202	106	439	17.0	17.1	1211	36.3	21.9
Alimentos, bebidas y tabaco	13	10	35	28	12	20	79	3.3	2.8	236	7.1	4.3
Industria textil e ind. del cuero	4	1	30	4	7	1	106	1.7	2.4	62	1.8	1.7
Industria de la madera	1	6	24	7	64	15	10	1.3	2.0	81	2.4	1.6
Papel imprentas y editoriales	3	10	44	33	49	27	67	2.5	3.6	697	20.9	7.1
Industria química y del plástico	18	10	57	16	64	13	135	4.7	4.6	95	2.8	4.2
Productos de minerales no metálicos	6	3	1	0	0	0	3	0.8	0.1	4	0.1	0.6
Industrias metálicas básicas	1	0	4	0	2	10	5	0.3	0.4	9	0.3	0.3
Prods. metálicos, maquinaria y eqps.	8	10	6	7	2	9	7	1.5	0.5	22	0.7	1.3
Otras industrias manufactureras	0	14	10	1	1	11	25	1.0	0.8	7	0.2	0.8
SECTOR TERCIARIO	60	202	326	390	283	307	326	28.0	26.4	861	25.8	27.5
Electricidad, gas y vapor	0	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	47	1.4	0.4
Obras hidráulicas y suministro de agua	0	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0
Construcción	9	5	20	5	32	24	20	2.1	1.6	0	0.0	1.5
Comercio	6	21	28	6	41	20	44	2.7	2.2	92	2.8	2.7
Turismo	0	0	7	3	1	15	10	0.3	0.6	87	2.6	0.9
Comunicaciones	0	70	19	3	15	41	16	3.6	1.5	177	5.3	4.0
Establecimientos financieros c/	37	100	180	343	99	128	150	15.3	14.6	188	5.6	12.9
Seguros	3	0	24	17	44	20	15	1.3	1.9	145	4.4	2.1
Bienes inmuebles y serv. a empresas	2	5	25	7	25	47	20	1.4	2.0	29	0.9	1.3
Servicios de saneamiento y similares	0	0	0	0	0	0	1	0.0	0.0	0	0.0	0.0
Otros servicios	0	0	7	1	8	6	13	0.3	0.6	79	2.4	0.9
Transporte y almacenaje	2	1	16	5	17	6	38	0.9	1.3	16	0.5	0.8
TOTAL	200	695	1235	1323	955	996	1666	100.0	100.0	3335	100.0	100.0

Fuente: Elaboración propia en base a información del Comité de Inversiones Extranjeras de Chile y Banco Central de Chile.

- a/ Incluye los créditos asociados del DL 600.
 b/ Operaciones del Capítulo XIX realizadas entre 1985 y el 30 de junio de 1990.
 c/ Incluye los aportes para la constitución de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) que en rigor no corresponden a un inversión directa sino más bien a una de cartera.

Cuadro 3
Participación de las empresas extranjeras
en la industria manufacturera chilena a/

Sector	Total de empresas		Empresas extranjeras		Porcentaje de las empresas extranjeras sobre el total	
	Ventas	Exportaciones	Ventas	Exportaciones	Ventas	Exportaciones
	(millones de dólares)		(millones de dólares)		(porcentajes)	
Agroindustria, alimentos, bebidas y tabaco	4752	532	2080	205	44	39
Madera y productos forestales	1377	435	336	207	24	48
Productos pesqueros	682	559	276	283	40	51
Calzado	247	4	174	2	70	47
Textiles y vestuario	485	24	21	2	4	8
Papel, pulpa y editorial	1595	530	418	110	26	21
Química, petroquímica y cosméticos	1058	141	711	120	67	85
Caucho y plásticos	228	36	113	25	49	70
Cemento, vidrio y minerales no metálicos	376	2	288	2	77	100
Metalurgia	507	40	236	38	46	96
Siderurgia	435	50	327	49	75	99
Productos metálicos	666	80	137	17	21	21
Maquinaria	352	1	293	1	83	100
Electrónica y electrodomésticos	297	11	97	6	33	50
Automotriz y autopartes	1594	53	868	9	54	17
TOTAL	14,651	2,498	6,375	1,076	44	43

Fuente: Elaboración propia en base a el ranking de las 500 mayores empresas publicado en The Chile Inc. Sourcebook, 1994, The user's guide to business in Chile, The South Pacific Mail SRL, Santiago de Chile, 1993.

- a/ Empresas agrupadas de acuerdo a la clasificación dada en la fuente original.

En lo que sigue analizaremos el destino, de la IED, en cuanto se refiere a la producción de bienes y servicios de exportación.

En el Cuadro 4 se aprecian los indicadores relevantes para una muestra de proyectos de inversión ingresados a través del DL 600, con montos materializados de aportes directos y créditos asociados por empresa de más de US\$ 20 millones y para los cuales había información disponible tanto de ventas totales, como de exportaciones.¹⁰ Dicha muestra representa el 60 por ciento del total de la inversión extranjera materializada durante el período 1974-93.¹¹

Cuadro 4
Inversión materializada por sector (US\$ 20 millones y más)
y relación ventas exportaciones
Período 1974-1993

	Inversión materializada(1)	Subtotal (2)	(2)/(1) (%)	Ventas (3)	Exportaciones(4)	(4)/(3) (%)
Servicios	965.0	40.7	4.2%	78.8	1.3	1.6%
Minería	4,617.2	3,337.5	42.3%	1,240.6	1,142.0	92.0%
Industria	833.1	457.4	55.0%	1,018.8	109.0	10.6%
TOTAL	6,415.3	3,835.6	59.7%	2,338.2	1,252.3	53.5%

Fuente: Comité de Inversiones Extranjeras. Chile, Inversión Extranjera en Cifras, 1975-1993. 1994 y South Pacific Mail. The Chile Inc Source Book. 1994

Para la muestra total, el 53.5 por ciento de la ventas en 1992 de las empresas constituidas en base a la inversión extranjera estaba destinada a exportaciones. Para el sector minero, (donde la muestra es muy representativa, ya que representa el 72 por ciento de la inversión materializada, para inversiones de más de US\$20 millones), la proporción de ventas, que va a exportaciones es altísima, alcanzando a 92 por ciento (para mayores detalles, véase Anexo 1). En cambio, en industria (donde la muestra también es bastante representativa) sólo el 11 por ciento de las ventas van a exportaciones (para mayores detalles, véase Anexo 2). En el sector servicios (donde la muestra es sumamente pequeña), la proporción de ventas que va al extranjero es muy baja, como era de esperar. De hecho, como se puede ver en el Anexo 3, una parte importante de la inversión extranjera materializada en

¹⁰ La muestra cubre 13 empresas, de las cuales 6 están en el sector minero, 6 en industria, y 1 en servicios.

¹¹ Representa el 72% de la inversión total materializada en minería, el 55% de la inversión materializada en industria y 4% de la inversión materializada en servicios.

servicios está en el sector bancario, que no genera exportaciones directamente ya que está principalmente dedicado a proveer servicios a la actividad doméstica, si bien provee también servicios útiles para la exportación, cuyo impacto sin embargo es difícil de cuantificar. Se podría argumentar que entre los servicios indirectos importantes para las exportaciones que puedan proveer los bancos extranjeros estarían posiblemente: a) mayor facilidad para obtener créditos en el extranjero a intereses más ventajosos para sus clientes locales, b) facilitar operaciones de comercio exterior, especialmente con los países donde están presentes.¹²

Volviendo al cuadro 3, es importante destacar que para el total de la muestra es bastante elevada la proporción de las ventas de dichas empresas (más del 50 por ciento), que está destinada a las exportaciones. En ese sentido por lo menos para los flujos que han ingresado a través del DL600, es bastante positiva la evaluación que se puede hacer de la capacidad de dicha inversión de servir de base para una producción, donde una proporción muy importante sea en transables.

Es importante destacar que tanto las proyecciones disponibles de esa muestra, como las proyecciones efectuadas en un estudio de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital,¹³ indican que también en el futuro cercano una proporción importante de la producción resultante de la inversión directa extranjera y los créditos asociados a ella estaría destinada a exportaciones. Así, según proyecciones de ese estudio, una muestra de empresas que han recibido inversión directa extranjera dedicarán, en el período 1994-97, el 67 por ciento de la producción generada por las inversiones analizadas a exportaciones.¹⁴

De hecho, dicho estudio concluye que entre los años 1994 y 1997, la exportaciones de la muestra analizada de empresas que han recibido inversión extranjera aumentarán en 88 por ciento en parte importante debido a que entrarán a operar grandes proyectos mineros como Candelaria, Zaldívar y Quebrada Blanca. Sin embargo, también se proyecta un aumento importante de exportaciones no mineras, básicamente basada en inversión extranjera en madera, celulosa y papel y en la industria de alimentos. En ese sentido, es importante enfatizar que una parte importante de la inversión extranjera en exportaciones no mineras ingresó inicialmente por el mecanismo de conversión de deuda; la reglamentación de dicho mecanismo limitó estrictamente las inversiones en minería que se podían hacer por ese conducto y, a través de la aprobación caso-por-caso, buscó orientar la inversión hacia proyectos industriales y de exportación. Como resultado, la inversión que ingresó por esta vía se concentró en la industria (especialmente, papel y celulosa) y en la silvicultura. Si embargo, como se puede ver en el Anexo 2, también han ingresado (en particular más recientemente) inversiones en esos sectores a través del mecanismo DL600.

¹² En una encuesta, cuyos resultados se presentan en M. Agosín. "La Inversión extranjera en América Latina, su contribución al desarrollo". Mimeo. Santiago de Chile 1994, uno de los banqueros entrevistados argumenta precisamente que la presencia de su banco extranjero en Chile apoya el esfuerzo exportador debido a la red internacional de sucursales que tiene el banco, y que no la tiene la banca nacional.

¹³ Levantamiento de Proyectos de Inversión Extranjera en Chile - Diciembre 1993.

¹⁴ Estas proyecciones probablemente sobrevaloran en algo la proporción de producción generada que va a exportaciones, ya que incluyen muy pocos datos para empresas de servicios; dichas empresas, como discutimos antes por lo general venden sus servicios principalmente en el mercado interno. Aunque muy útiles, estas proyecciones tienen supuestos bastante fuertes, como suponer que las exportaciones y ventas nacionales se inician en el año que se hace la inversión y se mantienen en el tiempo en forma permanente.

Se puede concluir pues que en el caso chileno una parte importante de la inversión extranjera directa (que incluye los aportes y créditos asociados del DL600) está orientada a la exportación especialmente minera. En la medida en que el precio internacional de dichos productos (particularmente los mineros, pero también otros productos exportados por inversionistas extranjeros, como es la celulosa) se mantenga a niveles aceptables, dicha inversión generará importantes flujos de exportación (y por ende, de ingresos de divisas) para el país. Aún más, la alta rentabilidad y el éxito de proyectos existentes de inversión harían probable que continúe a futuro una entrada importante de inversión extranjera nueva y que una proporción elevada de las utilidades generadas por la inversión el país se reinviertan. Cabe señalar, sin embargo, que la IED tiende a concentrarse en Chile en aquellos sectores donde el país tiene ventajas comparativas naturales. Podría ser valioso en ese sentido que el país (y las autoridades gubernamentales) hicieran un esfuerzo por atraer inversión extranjera hacia sectores manufactureros.

B. INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA

1. American Depositary Receipts (ADR). (SECCION EN REVISIÓN)

A diciembre de 1993, habían ingresado al país US\$ 1149 millones mediante la colocación de acciones, principalmente en la Bolsa de Nueva York, de siete empresas chilenas a través del mecanismo de ADRs (véase Cuadro 1). Sin embargo, estos ingresos pueden aumentar aún más en el futuro, ya que estas empresas tienen aportes autorizados superiores a los US\$ 4000 millones que pueden colocar en los mercados bursátiles internacionales.

La venta de acciones chilenas en el extranjero se desarrolla en dos etapas. La **primera o emisión inicial** consiste en que una empresa bancaria extranjera emite ADRs de una empresa chilena, los cuales son vendidos en dólares a personas naturales o jurídicas residentes en el exterior. Una vez finalizada la transacción la empresa emisora tiene el derecho de acceder al mercado cambiario formal, para remesar el producto de la venta de acciones, y de cancelar los correspondientes dividendos¹⁵. Este proceso es autorizado por el Banco Central de Chile y utilizará como criterios de decisión la situación de Balanza de Pagos y la necesidad de preservar estabilidad en la Cuenta de Capitales. La **segunda etapa** tiene condiciones de ingreso mucho menos restrictivas¹⁶, y consiste en la compra de títulos en el mercado bursátil de Chile para luego canjearlos por ADR transables en Estados Unidos. A esta operación se le denomina "inflows". Como contrapartida, también existe el "flowback" que consiste en la conversión de ADR por acciones (o bonos) y la reventa de éstas en el mercado local. Cabe señalar, que a través del "inflow" y "flowback" se produce el arbitraje o proceso de igualación de precios, cuando dos mercados, que se comunican entre sí, transan un mismo título a distinto precio.

¹⁵ Entre las condiciones más importantes que deben cumplirse para esta emisión inicial de títulos destacan: a) la empresa bancaria extranjera debe comprometerse ante el Banco Central de Chile a adquirir a lo menos el 90% de la emisión inicial (Esto se le conoce como contrato de "underwriting"); b) el capital que ingrese al país como resultado de la venta de estos títulos no debe ser inferior a US\$ 50 millones; y c) las acciones que se pretende colocar deben representar un aumento de capital neto de la respectiva empresa emisora.

¹⁶ Tan solo se debe cumplir que el adquirente sea extranjero y que registre en el Banco Central el aporte de capital al amparo del Capítulo XIV, liquidando las divisas en el sistema financiero local y comprar las acciones en la Bolsa. Además en esta etapa no es necesario que las acciones adquiridas constituyan un aumento de capital neto.

El proceso de colocación de acciones en la Bolsa de Nueva York lo inició en 1990 la Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), siendo la primera empresa latinoamericana en utilizar este mecanismo. A mediados de 1994, CTC transa títulos por un valor superior a los US\$ 1126 millones, lo que representa el 23 por ciento de su propiedad. Hacia fines de 1993, el valor total de las acciones chilenas con cotización en el exterior sumaban US\$ 2144 millones¹⁷. Esto ha significado que las acciones correspondientes a estas empresas se transan mucho más en Nueva York que en la propia Bolsa de Valores local¹⁸.

Existe gran interés entre las empresas nacionales por emitir nuevas acciones bajo esta modalidad. Esto se atribuye, entre otros, a que estos instrumentos les otorgan un rápido acceso a los mercados externos de capital; y ayudan a la promoción de la imagen de la compañía emisora, con posibles beneficios para la colocación de instrumentos de deuda. Además, le permite a la empresa obtener fondos mediante la emisión de títulos de capital, y aumentar la liquidez de sus valores.

Sin embargo, la colocación de ADRs tiene también algunos inconvenientes, tales como los mayores costos que significa para la empresa el cumplir con los requerimientos de información para la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC); además del hecho que el ingreso de nuevos accionistas pueda significar pérdida de control sobre operaciones; así como un aumento en las regulaciones, ya que no sólo están sujetas a las leyes chilenas, sino también a las de Estados Unidos (Bolsa de Comercio, 1993). Además la colocación de ADRs ha significado una influencia creciente de las bolsas norteamericanas sobre el mercado local. La demanda extranjera por acciones de empresas presentes en el mercado norteamericano, como también en las que se encuentran en proceso de emitir ADRs, ha tendido a hacer más volátil el precio de las acciones en el mercado bursátil chileno. Durante 1993, las empresas que emitieron ADRs, registraron alzas en el valor de sus acciones superiores al 100 por ciento, y más que otros títulos chilenos. Por otro lado, durante 1994 las empresas que emitieron ADRs sufrieron bajas más importantes que las acciones de otras empresas chilenas. Esto se debió a la gran inestabilidad de los mercados internacionales producto de las alzas ocurridas y esperadas de la tasa de interés en los mercados internacionales, principalmente el de Estados Unidos.

¹⁷ Estimaciones realizadas por el Departamento de Comisiones de Confianza del Banco de Chile y validas hasta el 31 de abril de 1994. A partir de esa fecha, sin embargo han que notar que se han incorporado al mercado de valores internacionales otras seis empresas locales.

¹⁸ Hasta antes de que se colocaran los ADRs de Chilgener, las acciones de las diez empresas chilenas con presencia en las bolsas norteamericanas registraron movimientos, según volúmenes en dólares, equivalentes al 66% del monto que se anota mensualmente en la Bolsa de Comercio de Santiago, en la cual se mueven habitualmente cerca de 100 títulos. El monto transado en el exterior por empresas chilenas crece rápidamente. En 1992 representaba el 19% del monto negociado en la Bolsa de Comercio de Santiago, y de acuerdo a algunas estimaciones se cree que antes del fin de 1994 las empresas chilenas estarán transando en Nueva York volúmenes superiores a los totales registrados mensualmente en la Bolsa de Comercio.