

LECTURAS

81



Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina Fuentes, efectos y políticas

RICARDO FRENCH-DAVIS
Y STEPHANY GRIFFITH-JONES
(COMPILADORES)



FONDO DE CULTURA ECONÓMICA
CHILE-MÉXICO

Primera edición, 1995

D. R. © 1995, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA
Carretera Picacho Ajusco 227, 14200 México, D. F.

Registro de propiedad intelectual N° 92.369

ISBN: 956-7083-35-5

Impreso en Chile

PREFACIO

Este libro se basa en un proyecto de investigación concebido inicialmente en una reunión de *brainstorming* convocada por Keith Bezanson, presidente del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (IDRC) de Canadá. Participaron en esa reunión Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, quienes definieron la reanudación en gran escala de las corrientes de capital privado hacia la América Latina como un tema emergente clave para el financiamiento internacional y para la América Latina. Poco después, esas ideas se desarrollaron más a fondo en deliberaciones entre Ricardo Ffrench-Davis, David Glover y Stephany Griffith-Jones.

Le estamos muy agradecidos al IDRC por responder rápidamente a la necesidad de investigar este nuevo e importante tema y por proporcionar tanto elementos de juicio esenciales como apoyo financiero al proyecto. Agradecemos a David Glover la ayuda que nos prestó para el desarrollo de la idea, a Gary McMahon su apoyo a la fase inicial del proyecto y a Rohinton Medhora (todos del IDRC) sus importantes aportaciones durante el resto del proyecto. Queremos también expresar nuestra gratitud a la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) por su respaldo intelectual y financiero al proyecto así como por acoger en su sede la realización de dos talleres, y al Banco Mundial por aportar un estudio realizado por miembros de su personal.

Vale la pena señalar que el presente proyecto de investigación es el cuarto de una serie de estudios orientados a las políticas y financiados por el IDRC acerca de cuestiones claves para los países de la América Latina y de países en desarrollo en general. El primero, dirigido por Stephany Griffith-Jones, trató la negociación de la deuda externa; el segundo, a cargo de Ennio Rodríguez, abordó la negociación relativa al ajuste; el tercero, conducido por Diana Tussie, se ocupó de las negociaciones comerciales. Todos los proyectos mencionados dieron origen a la publicación de un libro.

Este proyecto, como los anteriores que han sido financiados por el IDRC, tiene algunas características singulares. Una es la interacción de especialistas de alto nivel, tanto académicos como responsables de formular las políticas, y de expertos de los países desarrollados y en desarrollo. El proyecto se benefició de la participación de colegas de los organismos internacionales, sobre todo de la CEPAL, del Banco Mundial, del Fondo Monetario Internacional y del Banco Interamericano de Desarrollo.

Una segunda característica de los proyectos del IDRC, aplicada también al presente estudio, es el aprovechamiento de varias reuniones con autores y comentaristas invitados para enriquecer los resultados y compartir las experiencias. De ese modo, se realizó la primera reunión en marzo de 1993 en Santiago, en la sede de la CEPAL, para analizar un documento como marco de referencia para el proyecto preparado por Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, así como esquemas de trabajos respecto a estudios de caso. También se efectuó una segunda reunión en la CEPAL en Santiago en diciembre de 1993 con el fin de examinar los borradores de los trabajos que se incluyen en este libro. En esta última reunión nos beneficiamos con las valiosas aportaciones hechas por comentaristas, entre ellos representantes del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda, del Banco de la Reserva Federal de Dallas de los Estados Unidos, del Banco Mundial, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional, de instituciones financieras privadas (británicas, estadounidenses y chilenas), así como de académicos.

Además, se llevaron a cabo en Londres (en el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres), en Washington (en la Brookings Institution y en el Banco Interamericano de Desarrollo) y en Nueva York (en las Naciones Unidas) una serie de reuniones finales muy exitosa, cuyo objetivo fue presentar los resultados de nuestro proyecto a académicos de alto nivel, financieros privados, representantes de bancos centrales y periodistas. Les estamos muy agradecidos a Victor Bulmer-Thomas (en Londres), a Nora Lustig y Robert Devlin (en Washington) y a Cristian Ossa (en Nueva York) por

su decisiva ayuda en la organización de reuniones de tan alto nivel. Agradecemos también de manera muy especial a Enrique Iglesias, presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, y a Jean Claude Milleron, subsecretario general de las Naciones Unidas, sus estimulantes y agudos comentarios.

Los trabajos incluidos en el presente volumen se dividen en tres grupos. El primero aborda las fuentes de corrientes financieras, haciendo una distinción entre los créditos y las inversiones de los Estados Unidos y el Canadá (fuente principal de las corrientes privadas hacia la América Latina en el decenio de los noventa), los créditos e inversiones de Europa (las afluencias provenientes de Europa, aunque en el segundo lugar en importancia después de los de los Estados Unidos, son de mayor trascendencia de lo que generalmente se percibe en la América Latina), y los fondos provenientes del Japón (caracterizados hasta ahora por ser más bien escasos). En tanto que los primeros dos trabajos fueron escritos por los académicos Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, el tercero es obra de dos colegas del Banco Mundial, Punam Chuhan y Kwang Jun.

Si bien en este libro se establece una diferencia entre la escala, las características y las motivaciones de los inversionistas y prestamistas de América del Norte, Europa y Japón (distinción que a nuestro entender es valiosa para lograr una mejor comprensión de los diferentes mercados), vale la pena destacar los límites de esa distinción, debido a la tendencia hacia la universalización de los mercados financieros. Cada uno de los trabajos respecto a las fuentes de las corrientes financieras analiza por separado la inversión extranjera directa, los valores (tanto bonos como acciones) y los créditos bancarios; también examinan las motivaciones de los prestamistas y de los inversionistas, así como la reglamentación existente que afecta a dichas corrientes.

El segundo grupo de trabajos trata a profundidad las características de las corrientes de capital y sus efectos macroeconómicos, al igual que la respuesta de las autoridades económicas en materia de políticas en tres países de la América Latina: Argentina, Chile y México. Los tres países son de los que han ex-

perimentado aumentos particularmente considerables de afluencia de capital durante el decenio en curso, con un incremento en especial notable en el caso de México. Se hace hincapié en la variedad de las respuestas de las autoridades económicas a las cuantiosas corrientes de capital en los tres países, que se relaciona fundamentalmente con los intentos: *i*) por moderar el efecto de los ingresos de capital en la apreciación del tipo de cambio (sobre todo en el caso de Chile); *ii*) por reducir el efecto monetario de las operaciones de divisas, y *iii*) por moderar la afluencia de capital, en particular el de corto plazo (como se hizo en México y en particular en Chile).

Los autores de los estudios de caso incluyen a autoridades de alta jerarquía, responsables de las políticas en diversos momentos, como el ex presidente del Banco Central de Argentina, José Luis Machinea; el ex subsecretario de Hacienda de México, Ángel Gurría; el ex director de Estudios del Banco Central de Chile, Ricardo Ffrench-Davis, al igual que otros economistas latinoamericanos destacados, como Manuel Agosin, José M. Fanelli y Andras Uthoff.

En la tercera sección del libro (el capítulo final) se exponen las repercusiones en materia de políticas para los países receptores, y las enseñanzas dejadas por los estudios de caso de los mercados. El capítulo fue escrito por Robert Devlin y los dos compiladores del libro. Un tema importante de este capítulo es que el hecho de que se hayan reanudado las afluencias de capital privado hacia la América Latina debe acogerse con beneplácito, debido tanto a su potencial aportación positiva para la recuperación de la actividad económica y del desarrollo de la región, como a las mayores posibilidades de rentabilidad para los inversionistas y prestamistas de los países industriales. Sin embargo, para hacer sostenibles los beneficios mutuos de esas afluencias, los gobiernos de los países emisores del financiamiento y los de los países receptores deberían adoptar ciertas medidas. Entre las que se han analizado se hallan un mejor seguimiento de las corrientes de fondos y una supervisión coordinada de las mismas. Se identifican los vacíos en materia de regulación, que deben corregirse con cierta urgencia, como la reglamentación

mundial de los valores mobiliarios. De igual importancia es que en los países receptores se adopten medidas macroeconómicas adecuadas (por ejemplo, para evitar la excesiva apreciación cambiaria) con el fin de hacer sostenibles a largo plazo los beneficios de las corrientes de capital privado.

Los trabajos que componen el libro se escribieron principalmente en un periodo de abundancia (y en verdad de sobreabundancia) de corrientes de capital destinadas a la América Latina, y prevalecían los temas relacionados con la gestión de dicha abundancia. En momentos en que se completa el libro (mediados de 1994), hay incertidumbre respecto a la sostenibilidad de esas afluencias de financiamiento a los niveles recientes. Estas nuevas tendencias son congruentes con el hincapié que hemos dado, a lo largo de todo el libro, a la inestabilidad de importantes componentes de esas corrientes y a sus implicaciones de política económica.

Finalmente, debe señalarse que, aunque los trabajos se centran sobre todo en la reanudación de las corrientes privadas hacia la América Latina, muchas de las enseñanzas y dilemas planteados son pertinentes a otros países en desarrollo y a países en transición hacia una economía de mercado, como los de la Europa Oriental. Además, varios de los problemas señalados relativos al seguimiento y a la regulación no sólo atañen a las corrientes hacia la América Latina, ni siquiera hacia los llamados mercados emergentes, sino que tienen una importancia más universal.

Queremos agradecer la colaboración técnica de Álvaro Calderón y de Daniel Titelman, y la valiosa labor de preparación del manuscrito final efectuada por Lenka Arriagada.

Junio de 1994

RICARDO FFRENCI-DAVIS
Y STEPHANY GRIFFITH-JONES
Santiago, CEPAL

1. LA REANUDACIÓN DE LAS CORRIENTES PRIVADAS DE CAPITAL HACIA LA AMÉRICA LATINA: EL PAPEL DE LOS INVERSIONISTAS NORTEAMERICANOS*

Roy Culpeper

INTRODUCCIÓN

EL DECENIO de los ochenta fue la “década perdida” para los países de la América Latina porque la deuda externa y la disminución de la actividad económica se combinaron para reducir la calidad de vida y socavar las aspiraciones regionales de un futuro mejor. Si bien ningún país de la América Latina repudió de manera oficial su deuda, una serie de incumplimientos de hecho, manifestados en crecientes atrasos incluso respecto de obligaciones reprogramadas, tornaron extremadamente cautelosos a los acreedores externos en cuanto a aumentar su volumen de préstamos en la región. Los principales acreedores privados, sobre todo los bancos comerciales, optaron más bien por reducir su riesgo cancelando sus préstamos, rehusando refinanciar las líneas de crédito o negando nuevos préstamos a medida que se amortizaban las deudas antiguas.

La gravedad de la crisis de la deuda, yuxtapuesta a sus antecedentes históricos, dejó a la mayoría de los observadores, al finalizar la década, sumidos en el pesimismo con respecto a las posibilidades de una reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la región. Prevalcía la noción de que las regiones muy endeudadas deben de-

* Una versión anterior del presente trabajo se expuso en un seminario realizado en la sede de la CEPAL-NU en Santiago de Chile los días 6 y 7 de diciembre de 1993. Los participantes en el seminario entre otros William Gruben, del Banco de la Reserva Federal de Dallas; Vittorio Corbo, Stephany Griffith-Jones y Robert Devlin aportaron numerosos y útiles comentarios. También se recibieron provechosas sugerencias de Charles Collins, del Fondo Monetario Internacional. El autor agradece además los comentarios de sus colegas Ann Weston y Andrew Clark, y las conversaciones con funcionarios del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, de la Comisión de Bolsa y Valores, del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y con sociedades de valores con sede en Wall Street. Sin embargo, las opiniones expresadas en el trabajo pertenecen al autor y no necesariamente a las personas consultadas en su preparación. También quiero agradecer a Sarah Matthews la elaboración final del texto.

pende, en el futuro previsible, principalmente de corrientes financieras oficiales, por ejemplo, las que ofrecen los bancos multilaterales de desarrollo. Al finalizar el decenio, no obstante, se habían reanudado las corrientes de capital privado hacia la América Latina, lo que sorprendió incluso a los observadores de los países receptores, tanto respecto al volumen total como a su composición.

En el presente trabajo se intenta examinar una de las principales regiones de donde se originan las corrientes de capital, vale decir, la América del Norte (sobre todo los Estados Unidos). Se abordan cuestiones como las siguientes: ¿cuál es la magnitud identificable de las corrientes de fondos entre las regiones? ¿Cuál es la composición de esas corrientes, ya sean emisiones de bonos, compras netas de acciones, inversión extranjera directa o préstamos bancarios? ¿Cómo se explica el repentino cambio de actitud de los inversionistas y acreedores de la América del Norte hacia una región que hasta muy recientemente evitaban? ¿Qué papel cumple la estructura tributaria y reguladora en la América del Norte en cuanto a inhibir o estimular esas corrientes? Por último, ¿cuáles son las perspectivas de corrientes futuras entre la América del Norte y la América Latina?

El trabajo está organizado de la siguiente manera. En la sección I se examina la historia de la América del Norte (Estados Unidos y Canadá) en los mercados de capital mundiales. A continuación, se analizan en la sección II los acontecimientos en los mercados financieros a partir de 1980. En la sección III se examina el papel de los mercados de capital de los Estados Unidos en la reciente reanudación de las corrientes de cartera hacia la América Latina. Por último, en la sección IV se hace un estudio del papel de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos.

I. LA AMÉRICA DEL NORTE EN LOS MERCADOS DE CAPITAL MUNDIALES. UN PUNTO DE VISTA HISTÓRICO

Nada hay de nuevo acerca de las corrientes de capital internacionales; de hecho han sido considerablemente mayores en el pasado en relación con el tamaño de la economía mundial.¹ Según un cálculo, las corrientes internacionales (en términos relativos) durante el periodo 1880-1914 fueron quizá tres veces mayores que en el decenio de los ochenta (Eichengreen, 1991).

¹ Véase en Stallings (1987) un excelente análisis de las deudas y los créditos internacionales desde una perspectiva histórica.

Una conclusión interesante de la investigación histórica es que los prestamistas internacionales parecen sufrir de amnesia. Por ejemplo, en el decenio de los setenta los bancos que otorgaban préstamos a los países de la América Latina parecían pasar por alto el hecho de que muchos periodos previos de gran actividad crediticia (como durante el decenio de los veinte) terminaron muy mal, con incumplimientos generalizados por los mismos prestatarios en la América Latina y en otras partes. Además, hay pocos indicios de que los acreedores impusieran penas a los incumplidores (u otorgasen premios a los que evitaban el incumplimiento) a modo de un menor (o mayor) acceso a los mercados de capital de los acreedores. Más bien hay pruebas de que todos los prestatarios (ya fueran incumplidores o cumplidores como la Argentina) sufrieron una merma del acceso a los mercados de capital del sector privado desde el decenio de los treinta hasta fines del de los sesenta (Eichengreen, 1991). Ello indica que, en igualdad de circunstancias, tiene más sentido para un prestatario optar por el incumplimiento, o declarar una moratoria conciliadora, durante periodos difíciles, que soportar los apuros adicionales de mantener el pleno servicio de la deuda.

Con el tiempo, el modo y la composición de los mercados de capital internacionales así como la orientación de las corrientes de capital han cambiado radicalmente. Algunos prestatarios se convirtieron en prestamistas por derecho propio. La América del Norte —que en este contexto se refiere sólo al Canadá y los Estados Unidos— era deudora neta con respecto al resto del mundo antes de 1914. En el caso de los Estados Unidos, en 1914 representaba el 8% de la posición acreedora pero el 15.5% de los saldos deudores brutos del mundo.

La situación cambió radicalmente, al menos en el caso de los Estados Unidos, en el periodo interbélico. En el decenio de los veinte los Estados Unidos se convirtieron en un acreedor neto en gran escala, y Nueva York pasó a ser el centro del financiamiento internacional, antes del colapso de 1929 (el Canadá se mantuvo como deudor neto).

En el ambiente de pesimismo resultante de dicha crisis económica se estableció el orden económico mundial de la posguerra en Bretton Woods, promovido sobre todo por los Estados Unidos y el Reino Unido. El nuevo orden se basaba en la premisa de que las corrientes internacionales de capital privado eran no sólo improbables; en volúmenes cuantiosos eran además indeseables, pues tenían como consecuencia la inestabilidad y la pérdida de control de las políticas

económicas internas (Bryant, 1987).² De ese orden nacieron el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial para que incrementaran la estabilidad, la capacidad de predicción, y el papel del sector público en los mercados internacionales de capital. Tal como lo señala aún el convenio constitutivo del FMI, el mundo en 1945 no se oponía a las restricciones a las corrientes internacionales de capital por los Estados-nación.

Con el fin de determinar por qué y cómo se reanudaron las corrientes privadas hacia el resto del mundo durante el decenio de los sesenta y después, es necesario apreciar la manera en que evolucionaron los mercados internos de capital de la América del Norte y Europa. Los cimientos de los mercados de capital de la posguerra en la América del Norte se establecieron durante el periodo de la Gran Depresión. La generalización de las quiebras en el sistema bancario creó gran confusión financiera al socavar la confianza del ciudadano común en los bancos.

El colapso del sistema bancario, a su vez, contribuyó a la profundidad y larga duración de la contracción de la actividad económica. Los incumplimientos generalizados por los prestatarios internacionales en la América Latina y en otros países acrecentaron los trastornos financieros, pues dieron lugar a la incertidumbre e infligieron pérdidas a los tenedores de bonos. Esos hechos dieron un fuerte ímpetu a la decisión del gobierno y al congreso de los Estados Unidos de promulgar reformas —parte del *New Deal* (nuevo orden económico y social)— para apuntalar el sistema bancario y financiero.

Para comenzar, las leyes federales respecto a valores del decenio de los treinta intentaron crear un “cortafuegos” entre la banca y el resto del sector financiero. La legislación acerca de valores tenía dos objetivos: en primer lugar, proporcionar una red de seguridad a los bancos para ayudarlos a protegerse contra la insolvencia generalizada durante futuros periodos de contracción económica. Por consiguiente, se crearon planes de seguros para los depositantes respaldados por el Estado; asimismo, se impusieron límites a las tasas de interés que los bancos podían ofrecer a los depositantes (mediante la “regulación Q”).

Anteriormente, la ley McFadden (1928) había prohibido las sucursales bancarias interestatales con el fin de proteger a los estados más

² Bryant cita un discurso de Keynes presentado en 1944, en el que dijo lo siguiente: “Nos proponemos proseguir con el control de nuestra tasa interna de interés, de modo que podamos mantenerla tan baja como convenga a nuestros propios fines, sin interferencia del ir y venir de los movimientos internacionales de capital o fugas de capital especulativo...”

pequeños y a los bancos con una sola sucursal, contra la competencia de los bancos con sede en las grandes ciudades. Esas medidas contribuyeron a incrementar la rentabilidad de los bancos más pequeños. Además, el sistema de la Reserva Federal (que se había creado dos decenios atrás como conglomerado libre de bancos regionales de compensación) se transformó en un verdadero banco central con poderes para controlar las reservas, crear liquidez y actuar como prestamista de última instancia.

Sin embargo, la legislación de valores tenía un segundo objetivo, vale decir, ponerle fin a las transacciones basadas en información privilegiada que tanto habían inflado los precios de las acciones en el alza repentina de los precios que condujo a la crisis de 1929. Intentó de esa manera terminar con la manipulación en el mercado de los precios de las acciones y los bonos haciendo que los bancos abandonaran las actividades de garantía, transacción y corretaje de valores empresariales. En 1934 se dictó la ley de bolsas de valores que creó la Securities and Exchange Commission, SEC (Comisión de Bolsa y Valores), organismo federal que fija normas para la divulgación pública de información concerniente a la situación financiera y a la gestión de las empresas cuyos valores se ofrecen en las bolsas del país. Adicionalmente, la SEC inició la reglamentación del comportamiento en materia de transacciones en las bolsas de valores, con facultades ejecutoras para detener a quienes cometieran abusos como incompatibilidad de intereses, manipulación de los precios y uso de información privilegiada (Pierce, 1991).

La conformación y estructura del mercado de capitales interno de los Estados Unidos que surgió de la Depresión crearon en 1990 las circunstancias para una significativa relación entre los Estados Unidos, como exportador de capitales, y los países en desarrollo importadores de capital durante el periodo posbélico. En primer lugar, el mercado de bonos estaba en mayor o menor medida cerrado a los prestatarios de los países en desarrollo. Los tenedores de bonos fueron castigados por los incumplimientos ocurridos durante la Depresión, y la liquidación de las demandas pendientes se demoró en algunos casos hasta el decenio de los sesenta. Además, recientemente, los requisitos de inscripción de la SEC, que se instauraron para proteger a los inversionistas contra los bonos de alto riesgo, actuaron como una "barrera al ingreso" de los emisores de bonos de los países en desarrollo.³

³ Sin embargo, la existencia de reglas de la SEC relativas a las emisiones de bonos en los Estados Unidos sirvió en el decenio de los sesenta para estimular la expansión del

La tarea de proporcionar capital privado a los países en desarrollo en los primeros dos decenios del periodo de la posguerra quedó en su mayor parte en manos de los prestamistas oficiales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, que se estableció en 1959. Los prestamistas e inversionistas privados evitaron los mercados de los países en desarrollo. A la larga, el vacío de las corrientes privadas finalizó, primero, mediante la reanudación de la inversión extranjera directa y, segundo, por medio de préstamos del sistema bancario. La inversión extranjera directa se analiza posteriormente. La historia de por qué la banca llegó a cumplir un papel tan prominente en las corrientes internacionales de capital es interesante, y debe relacionarse con la evolución de la banca después de la Depresión.

Las reformas del *New Deal* y un periodo desusadamente largo de crecimiento y de estabilidad económica durante dos décadas después de la segunda Guerra Mundial crearon la impresión de que los bancos se habían tornado de manera permanente seguros e inmunes a las quiebras (Pierce, 1991). Sin embargo, varios acontecimientos ocurrían en los mercados financieros de los Estados Unidos que amenazaron la rentabilidad del sector bancario y lo obligaron a realizar actividades crediticias de alto riesgo (entre ellas los préstamos a los países en desarrollo) que no eran tradicionalmente exclusividad de los bancos comerciales.

Esos cambios desde mediados del decenio de los sesenta precipitaban un ambiente inflacionario causado por la provisión de fondos (con financiamiento mediante déficit presupuestario) para la guerra de Vietnam. La Reserva Federal en definitiva aumentó las tasas de interés en 1966 con el fin de frenar el exceso de demanda. No obstante, a causa del límite máximo aplicado a las tasas de interés sobre los depósitos, algunos depositantes retiraron fondos para aprovechar las tasas más altas de los bonos del Tesoro y otros instrumentos de mercado. Por consiguiente, a los bancos les fue difícil satisfacer la demanda de préstamos de sus clientes comerciales, lo que se tradujo en una gran restricción del crédito. En parte como resultado de ello, los prestatarios comerciales comenzaron a recurrir al mercado vendiendo de manera directa pagarés de alta liquidez y a corto plazo que ofrecían tasas de interés competitivas a inversionistas y gobiernos

euromercado, al principio en Londres pero posteriormente en otros mercados financieros extraterritoriales en los que se tomaban en préstamo y se prestaban dólares sin las restricciones reguladoras estadounidenses. Los países de la América Latina tuvieron algún acceso a los mercados de eurobonos.

locales. El denominado mercado de "papeles comerciales" creció 50% en 1966 y en 1969 se había ampliado 250% con respecto a los niveles de 1965. Así comenzó la tendencia a la "desintermediación", en la que los prestatarios tienen acceso a los ahorradores directamente sin la intermediación de los bancos que reciben depósitos (Pierce, 1991).

Para detener la pérdida de depósitos los propios bancos recurrieron a fines del decenio de los sesenta a los mercados financieros de corto plazo, creando los certificados de depósito negociables (CD) en competencia con los papeles comerciales. Sin embargo, los bancos aún estaban restringidos por los límites máximos aplicados a las tasas de interés, de modo que no podían ofrecer tasas competitivas en los CD cuando los niveles de mercado sobrepasaran dichos límites. Ese hecho, no obstante, marcó el inicio de la "gestión del pasivo": en lugar de depender tranquilamente de los depósitos para obtener fondos prestables, los bancos comenzaron a buscar de modo activo los fondos que necesitaban obteniéndolos en préstamo en el mercado.

El "cortafuegos" entre la banca y los mercados financieros de los Estados Unidos había comenzado a derretirse. Los reguladores del país intentaron con intensidad mantenerlos separados durante los periodos de límites máximos aplicados a las tasas de interés de los depósitos bancarios, en el supuesto de que éstas restringirían los costos bancarios, mantendrían la rentabilidad y obviarían la necesidad de otorgar préstamos de alto riesgo. No obstante, como los depositantes desertaron para optar por instrumentos de mayor rendimiento, ello resultó ser más bien una desventaja que una ventaja; los bancos intentaron eludir los topes máximos.

No se podía imponer topes a las tasas de interés en los mercados *offshore*, de modo que para fines del decenio de los sesenta los bancos procuraron los fondos que necesitaban ofreciendo CD en los nacientes mercados de eurodólares establecidos en Londres. Además, en el ámbito nacional los grandes bancos formaron "sociedades de control" (*holdings*), que técnicamente no eran bancos y podían emitir CD no sujetos a los límites de las tasas de interés. Todos estos acontecimientos fueron acelerados por la computarización en gran escala, que les facilitó a quienes operaban en los mercados financieros —bancos e instituciones no bancarias por igual— estandarizar sus procedimientos de empréstitos y préstamos y rebajar los costos.

Por lo tanto, al producirse la primera crisis de los precios del petróleo (1973-1974), los bancos se hallaban en buena situación para

absorber el exceso de liquidez internacional a modo de petrodólares que fluían de los países exportadores de petróleo en grandes cantidades hacia los euromercados. En la nueva era de gestión del pasivo, los bancos podían lanzar emisiones de CD en los euromercados, ofreciendo a los ahorradores inversiones financieras de alta liquidez y seguras. Los bancos usaron el importe para otorgar préstamos a los prestatarios de los países en desarrollo, muchos de los cuales sufrieron grandes déficit de balanza de pagos a causa de la crisis de los precios del petróleo.

Como bien se sabe ahora, ese comportamiento de los bancos fue estimulado por funcionarios gubernamentales en todo el mundo y por organismos internacionales, como el FMI. Parecía urgente remediar los desequilibrios en los pagos causados por las dos crisis de los precios del petróleo del decenio de los setenta reciclando los excedentes de petrodólares hacia los países deficitarios. Los bancos comerciales estuvieron a la altura de las circunstancias. Resultó peculiar, en lo que atañe a la banca, la índole de la mayoría de los préstamos: créditos garantizados por el Estado con fines generales y no garantizados, para apoyo de la balanza de pagos, muy diferentes de los créditos bancarios habituales, vinculados comercialmente y garantizados.

Otro acontecimiento decisivo, que rompió las barreras entre la banca y el resto del sector financiero de los Estados Unidos, fue el advenimiento en el decenio de los setenta de los fondos de inversión del mercado monetario (*money market mutual funds*) como intermediarios de captación de depósitos. Técnicamente, esos instrumentos ofrecen acciones al público en un fondo que invierte en valores de alto rendimiento y bajo riesgo, como los bonos del Tesoro, los CD y los efectos comerciales. En la práctica, las acciones se usan como cuentas corrientes, muy similares a los depósitos a la vista que devengan intereses. La intensa competencia por los depósitos de los fondos de inversión fue lo que a la larga llevó a los bancos a ejercer presión para que se adoptaran las cuentas corrientes con intereses y se terminara de manera efectiva la Regulación Q en 1982 (Litan, 1991).

No obstante, la competencia por los depósitos sencillamente se intensificó a fines del decenio de los setenta y comienzos de los ochenta. Añadido a la intensificación de la gestión del pasivo, el resultado fue un espectacular aumento del activo y la creciente competencia por captar prestatarios. De ese modo, los bancos se vieron enfrentados a la competencia en ambos lados de sus balances generales: tanto con respecto al pasivo (fondos obtenidos en préstamo, incluidos los de-

ósitos) como con respecto al activo (préstamos). La competencia por los clientes se tradujo en una especie de juerga de préstamos internos para energía, agricultura (debido al auge de los productos básicos y los precios de la energía) y bienes raíces. En el campo internacional, hubo un nuevo repunte de créditos otorgados a la América Latina y a otros países en desarrollo después de 1979, asociado con la segunda crisis de los precios del petróleo. Los créditos internacionales fueron considerados por los bancos como parte de una estrategia de diversificación de la cartera. Sin embargo, la ausencia de un sistema regulador internacional causó un exceso de préstamos bancarios a algunos países y una insuficiente preocupación por el riesgo. Ambos factores se invertirían de manera abrupta en el decenio de los ochenta, cuando los bancos cesaron de modo súbito sus préstamos y se tornaron reacios al riesgo (Devlin, 1989).

II. ACONTECIMIENTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS A PARTIR DE 1980

Se conoce ya bastante bien lo que sucedió con la consiguiente crisis de la deuda después de 1982, causada por las altas tasas de interés y la recesión en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). La crisis de la deuda, en especial en sus etapas iniciales, pareció amenazar la solvencia del sistema bancario de los Estados Unidos, aunque en ningún momento se tradujo en la insolvencia de algún banco estadounidense en particular.

De hecho, el rápido aumento de la tasa de quiebras de los bancos de los Estados Unidos en el decenio de los ochenta se debió más a sus créditos a los prestatarios nacionales en situación de crisis —en la agricultura, la energía y la urbanización—, todos víctimas de la deflación de los precios en la última mitad del decenio. Hacia 1989, la parte del activo de los bancos de los Estados Unidos destinada a préstamos para bienes raíces había ascendido a 37% (FMI, 1991). Además, una proporción creciente de las carteras de préstamo de los bancos más grandes se centró en transacciones internas de riesgo, como las compras de empresas con fondos tomados en préstamo; en 1990, más de 35% de los préstamos comerciales nacionales de los bancos establecidos en las principales plazas financieras apoyaban operaciones de ese tipo (FMI, 1993a). Las pérdidas totales de los bancos en quiebra durante los años siguientes se calculan entre 15 mil millones y 88 mil millones de dólares, y se centran en alrededor de

30 mil millones. Esas pérdidas se reúnen en los bancos más grandes, que suelen tener carteras de préstamo de mayor riesgo y que no están tan bien capitalizados como los bancos más pequeños (FMI 1993a, p. 19).⁴ En contraste con ello, los bancos nunca fueron tan vulnerables al incumplimiento por sus prestatarios del Tercer Mundo como por sus prestatarios dentro del país. Cuando estalló la crisis de la deuda en 1982, el monto de los préstamos de los bancos de los Estados Unidos, desembolsados y pendientes, a los países en desarrollo era de alrededor de 11% del activo total; esa proporción disminuyó continuamente de ahí en adelante a causa de la liquidación de los préstamos a los países en desarrollo y a una rápida acumulación de préstamos a los sectores nacionales. Los problemas de las carteras de préstamos de los bancos correspondientes a los países en desarrollo surgieron pocos años antes de que sus préstamos a los prestatarios nacionales se toparan con dificultades. De ese modo fue más fácil para los bancos adoptar medidas correctivas para protegerse (por ejemplo, mediante reservas para pérdidas en préstamos) durante los años de auge de mediados a fines del decenio de los ochenta, y para reducir el monto de los préstamos vigentes en el extranjero en favor de los clientes nacionales.

Una serie de cambios rápidos y profundos continuó conmocionando los mercados financieros de los Estados Unidos durante los años ochenta. Desapareció, en mayor o menor medida, el orden financiero de la posguerra, creado por las reformas del *New Deal* a partir de la confusión del periodo de la Depresión. La situación de privilegio de los bancos se había erosionado por la tecnología y las fuerzas de la competencia. Los trastornos que afectaron a todas las instituciones captadoras de depósitos (los bancos y las asociaciones de ahorro y préstamo, o "cajas de ahorro") muestran las dificultades a las que se enfrentaban esos intermediarios, que anteriormente constituían el fundamento sólido del sector financiero. A pesar de la gestión del pasivo, los bancos y las cajas de ahorro todavía están sometidos, en

⁴ Deficiencias similares acosaron a las desafortunadas instituciones conocidas como *Saving and Loan Associations* (asociaciones de ahorro y préstamo), que invirtieron en gran medida en bienes raíces y quedaron atrapadas en una maraña de riesgo de las tasas de interés, deflación del activo y fraudes ocasionales, todo lo cual fue exacerbado por iniciativas para desreglamentar esa actividad y aumentar la cobertura del seguro otorgado a los depositantes. En 1993, el costo total de proteger a los depositantes asegurados contra pérdidas se calculó en hasta 175 mil millones de dólares, vale decir, 3% del PNB de los Estados Unidos (National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement, julio de 1993, p. 4).

parte, a depender de los depósitos para su financiamiento; sus principales activos, es decir, los préstamos comerciales e hipotecas hechos a la medida, no tienen liquidez. Los préstamos bancarios, por su propia naturaleza, son activos a plazo y, a diferencia de otros activos financieros, por lo general no son comerciables en los mercados secundarios. Ello imbuye considerable flexibilidad a las carteras de activos de los bancos.

La tecnología y las fuerzas del mercado conspiraron para anular la eficacia de los bancos y las cajas de ahorro en su propia actividad mediante la innovación de las operaciones de empréstitos y préstamos, y por medio del proceso de conversión de activos financieros en valores o "titularización" (*securitization*). Como lo sugiere el término, el producto final de dicha innovación financiera es por lo general un activo financiero que puede comercializarse en los mercados secundarios. Los inversionistas que compran valores comerciables gozan de una liquidez a la que los bancos que invierten en préstamos no tienen acceso. La "titularización" se originó en los mercados financieros de los Estados Unidos cuando los organismos federales hicieron un fondo común de hipotecas y las vendieron a los inversionistas a modo de certificados garantizados por los préstamos implícitos. Esta práctica fue extendida después por los acreedores privados, como la General Motors Acceptance Corporation (GMAC) y la GE Capital, al crédito a los consumidores. La capacidad de vender dichos activos a los inversionistas permite al acreedor otorgar crédito a un fondo común mucho más amplio de prestatarios, aumentando así considerablemente la capacidad crediticia. En consecuencia, las instituciones de crédito para el consumo como la GMAC, tenían más capital propio que cualquier banco de los Estados Unidos, excepto el Citicorp. En efecto, en 1990, los activos de la GMAC superaron los de todos los bancos salvo los dos más grandes (Litan, 1991).

Los bancos, en definitiva, respondieron al desafío de la "titularización" durante la crisis de la deuda del Tercer Mundo. De hecho, los agentes de valores de inversión organizaron un mercado secundario de préstamos bancarios a países en desarrollo después de 1985. Esos agentes encontraron compradores (que con frecuencia eran especuladores o agentes de conversión de la deuda en capital) para los bancos que deseaban deshacerse de sus carteras de deuda del Tercer Mundo o intercambiar porciones de ellas. Si bien a la larga se publicaron los precios de oferta, se trataba más que nada de un mercado de "necesidad" o de "urgencia" muy influido por grandes transaccio-

nes individuales. Inicialmente fue un mercado poco activo y sin liquidez; sin embargo, el hecho de que terceras personas pudiesen comprar y vender préstamos bancarios significó una importante transición hacia la "titularización" de los activos bancarios.

Por último, una parte de los saldos pendientes de los préstamos bancarios a los países en desarrollo se "titularizaron" por medio de las conversiones de deudas y el Plan Brady. Este último implicaba una conversión negociada de la deuda en bonos, con los auspicios de organismos oficiales como el FMI, el Banco Mundial y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. A mediados de 1993 ocho países deudores habían alcanzado acuerdos con sus bancos acreedores, lo que tuvo como resultado la conversión de sus deudas bancarias en bonos que redujeron el principal de la deuda o rebajaron los costos por concepto de intereses. Seis de ellos eran países deudores de la América Latina: Argentina, Bolivia, Costa Rica, México, Uruguay y Venezuela.

Otras conversiones de la deuda no tuvieron lugar con patrocinio oficial; se utilizó más bien el mercado secundario para préstamos bancarios. Participaron compradores de deuda bancaria con descuento que negociaron con los países deudores para transformar sus acreencias en capital de cartera, deuda local o compra de activos reales. La privatización de las empresas estatales se convirtió en un importante vehículo de conversión de la deuda bancaria en derechos de activos reales en México, Chile y Argentina. Cuando los compradores eran inversionistas extranjeros (que en gran medida lo eran) esas conversiones de deuda en capital constituían también uno de los cauces principales de inversión extranjera directa. El mercado secundario creció considerablemente, con un volumen de negocios (incluidos los bonos Brady e instrumentos nuevos) calculado en 200 mil millones de dólares en 1991 y hasta en 500 mil millones en 1992 (FMI, 1993b).

No obstante, en definitiva, el Plan Brady y la conversión de los créditos bancarios en otros activos representaron variaciones de opciones por medio de las cuales los bancos podían "abandonar" sus posiciones en los países en desarrollo. El significado verdadero de la "titularización" y la conversión de la deuda bancaria es que prepararon el camino de vuelta para los prestatarios de los países en desarrollo hacia los mercados tanto de bonos internacionales como de otro tipo. Los bonos Brady les permitieron establecer una presencia en los mercados internacionales sin tener que pasar por el proceso acostumbrado de ofertas públicas. Una vez que se alcanzó esa cabeza de

playa financiera, sólo les quedó a los prestatarios lograr acceso a los mercados de capital de modos más tradicionales.

Los agudos problemas relacionados con el servicio de la deuda del decenio de los ochenta pusieron fin a la voluntad y a la capacidad de los bancos de continuar prestando a los países en desarrollo. En 1987, las fuertes reservas para cubrir préstamos no reembolsados eran un reconocimiento formal de la dudosa naturaleza de gran parte del financiamiento destinado al Tercer Mundo. El desincentivo a otorgar préstamos fue realizado por los acuerdos de Basilea respecto a requisitos del capital bancario en 1989, que exigían que los bancos mantuvieran una relación capital-activos de 8% con respecto a sus activos en el Tercer Mundo, relación mucho más alta que la prevaleciente en la mayoría de los bancos. Con la retirada de los bancos, que fueron con mucho las fuentes principales de capital externo, se pensaba de manera generalizada a fines del decenio de los ochenta (al igual que en el periodo inicial de la posguerra) que los prestatarios de los países en desarrollo probablemente dependerían en gran medida de los acreedores oficiales, como los bancos multilaterales, durante el futuro previsible (Banco Mundial, 1991).

III. CORRIENTES DE FONDOS RECIENTES HACIA LA AMÉRICA LATINA: EL PAPEL DEL MERCADO DE CAPITALES DE LOS ESTADOS UNIDOS

Ya se ha hecho referencia al aumento durante el decenio de los setenta de los fondos de inversión del mercado monetario, o fondos mutuos. Durante el decenio siguiente continuó la tendencia a la institucionalización de la inversión, con la administración de fondos mutuos, fondos de pensiones y compañías de seguros de vida. A causa de los cambios demográficos (el envejecimiento de la generación surgida del "auge de los nacimientos", que se ha traducido en una acumulación de fondos de pensiones y de seguros de vida) y debido a las preferencias de los inversionistas por una gestión profesional de sus carteras, una proporción cada vez mayor de activos financieros familiares terminó administrada por esas "instituciones colectivas de inversión" (cuadro 1).

Los activos de fondos mutuos por sí solos han tenido un crecimiento espectacular desde 1980. En 1987 había unos 2 mil fondos en los Estados Unidos; la cifra creció a más del doble, arriba de 4 200, en junio de 1993. En ese momento se cotizaba el doble de fondos que de acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York; los activos en

CUADRO 1. *Crecimiento de los inversionistas institucionales*

(Activos financieros colectivos como porcentaje de los activos familiares)

	1980	1985	1990
Estados Unidos	20.0	26.0	31.2
Japón	15.6	20.2	26.4
Alemania	22.6	29.0	35.1
Francia	10.6	23.6	36.3
Reino Unido	41.5	53.1	58.6
Canadá	20.4	24.9	29.7

FUENTE: OCDE (1993), p. 2.

fondos mutuos, por un valor de 1.8 billones de dólares eran casi tan cuantiosos como los depósitos en los bancos comerciales.

Otro importante acontecimiento ocurrió en la estructura de los planes de pensiones. En toda la América del Norte ha habido un notorio alejamiento de los planes de pensiones de "beneficios definidos", que estipulan los beneficios de pensión que deben pagarse con los activos de pensión acumulativos, y una aproximación a planes de "contribución definida". A estos últimos, que sólo estipulan el valor de las contribuciones acumulativas (que incluyen las ganancias de capital y los ingresos reinvertidos), se les ha concedido la condición de contribuyente tributario privilegiado en los Estados Unidos y el Canadá. Puesto que a menudo dan a los beneficiarios la posibilidad de elegir entre vehículos de inversión, han apoyado también el crecimiento de los fondos mutuos y otras inversiones de cartera que ofrecen diversificación. A medida que proliferaban dichos fondos muchos comenzaron a ofrecer inversiones especializadas, por ejemplo, en valores internacionales. El número de fondos internacionales aumentó 80% desde 1990 a 1993 (*The Economist*, 14 de agosto de 1993).

Sin embargo, ocurrieron otros sucesos importantes durante el decenio de los ochenta que transformaron las perspectivas económicas de muchos prestatarios de la América Latina y les permitieron el acceso a los mercados de capital en desarrollo en la América del Norte y en otras regiones. Esos cambios ocurrieron en parte en virtud de las reformas económicas adoptadas por las instituciones multilaterales durante ese decenio, y en parte por medio de negociaciones con los bancos y acreedores oficiales en el Club de París. Las reformas se tradujeron en la venta de empresas productivas por los gobiernos.

CUADRO 2. *Afluencia de capitales hacia los países en desarrollo, 1989-1992*

(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992
Corrientes de inversión				
extranjera directa	28 644	31 345	38 768	40 000 ^a
Bonos	5 487	6 164	12 527	23 574
Capital accionario de cartera ^b	-	1 262	5 442	9 391

FUENTE: IED: Naciones Unidas (1993), Bonos y capital accionario: FMI (1993b)

^a Estimación.

^b Nuevas emisiones solamente; las compras secundarias son adicionales.

CUADRO 3. *Afluencia de capitales hacia la América Latina, 1989-1992*

(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992
Corrientes de inversión				
extranjera directa	8 326	9 950	15 235	16 000 ^a
Bonos	833	2 589	6 832	12 272
Capital accionario de cartera ^b	-	98	4 120	4 195

FUENTE: Misma del cuadro 2.

^a Estimación.

^b Nuevas emisiones solamente; las compras secundarias son adicionales.

Las reformas económicas provocaron un cambio total del ambiente para la inversión extranjera. En 1990, una nueva clase de inversionistas de cartera de los Estados Unidos, al examinar los riesgos y la rentabilidad inherentes a los mercados de la América Latina, los consideraron enormemente atractivos, impresión muy diferente de la de los bancos comerciales unos cuantos años atrás, cuando los principales prestatarios de esos países eran los gobiernos, acosados por problemas con el servicio de la deuda. Además, una recesión cada vez más profunda y la caída de las tasas de interés en los Estados Unidos y otros países industriales hicieron las inversiones en esos mercados menos atractivas en relación con las oportunidades en los mercados emergentes de la América Latina (Culpeper y Griffith-Jones, 1992; Calvo, Leiderman y Reinhardt, 1993).

Desde 1989 el resurgimiento de las corrientes de capital ha adoptado tres maneras principales: inversión extranjera directa, que se analizará posteriormente, compras de bonos y corrientes de capital accionario de cartera, en ese orden (cuadro 2). Las corrientes hacia la América Latina muestran características similares (cuadro 3). Se analizarán enseguida las porciones correspondientes a la cartera (bonos y capital social).

1. Emisión de bonos

Se produjo una fuerte recuperación de los prestatarios de los países en desarrollo en los mercados de bonos internacionales después de 1989, en especial en la América Latina. México y, en menor grado, el Brasil estuvieron a la cabeza de dicha recuperación (cuadro 4).

CUADRO 4. *Emisiones internacionales de bonos por los países en desarrollo*

(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	Primera mitad	
				1992	1993
Países en desarrollo	5 487	6 164	12 527	23 574	21 218
Asia	1 601	1 630	3 099	6 014	4 930
América Latina	833	2 589	6 832	12 272	11 167
Argentina		21	795	1 570	941
Brasil			1 837	3 655	2 962
Chile			200		333
México	570	2 306	3 373	5 916	5 932

FUENTE: FMI (1993b), cuadro 7.

¿Por qué los mercados de bonos se recuperaron de manera tan espectacular, y por qué el resurgimiento ha beneficiado en especial a los prestatarios de la América Latina? Parte de la razón, y ciertamente en los casos de México y la Argentina, fue el Plan Brady que ayudó a preparar el camino para el reingreso de esos dos prestatarios a los mercados de bonos. Sin embargo, ello no explica el reingreso del Brasil a los mercados de bonos, pues ese país no había logrado todavía en octubre de 1993 un acuerdo de restructuración de la deuda (un "programa Brady") con sus bancos acreedores.

Se puede intentar explicar la reactivación de las corrientes de bonos examinando el comportamiento de los inversionistas en bonos.

Empero, no es fácil discernir la fuente u origen del financiamiento mediante bonos usando datos correspondientes al "lado de la demanda" (es decir, de los países que emiten los bonos y de los mercados de emisión). En especial, tampoco es fácil determinar con base en estos datos la participación de inversionistas o residentes de los Estados Unidos en las corrientes de financiamiento mediante bonos. La razón es que resulta difícil desagregar las fuentes de financiamiento, en particular en los mercados internacionales (o euromercados), que son de mucha mayor cuantía que los mercados nacionales. Desde 1990, esos mercados han absorbido de tres a cinco veces el volumen de las emisiones extranjeras de bonos ofrecidas en los principales mercados internos de los Estados Unidos, el Japón, Europa y de otras partes (cuadro 5). Además, la denominación monetaria de las ofertas en el mercado internacional no revela mucho acerca de la nacionalidad del comprador de bonos. La mayoría de los inversionistas que compran eurobonos en dólares de los Estados Unidos no son necesariamente residentes o ciudadanos de ese país; es probable más bien que sean inversionistas internacionales que mantienen carteras diversificadas en activos, expresados en diversas monedas.

CUADRO 5. *Ofertas internacionales y extranjeras de bonos 1990-1992*

(Miles de millones de dólares)

	1990	1991	1992
Emisiones internacionales			
(euromercado)	180.1	248.5	276.1
Dólar de los Estados Unidos	70.0	76.9	103.2
Marcos alemanes	18.3	19.9	33.8
Yen	22.8	35.7	33.7
Emisiones extranjeras (en los mercados internos)	49.8	49.1	57.6
Estados Unidos	9.9	12.9	23.2
Suiza	23.2	20.2	18.1
Japón	7.9	5.2	7.4

FUENTE: OCDE (1993), cuadro 1, pp. 113.

De ese modo, mientras más de una tercera parte de las emisiones de bonos internacionales en los recién pasados años se ha expresado en dólares, ello no corresponde necesariamente a la proporción de inversionistas que son de los Estados Unidos. En efecto, según una

fuentes sólo 15% de un eurobono en dólares de los Estados Unidos emitido para prestatarios latinoamericanos es suscrito por inversionistas de los Estados Unidos, en tanto que el 55% es comprado por los europeos, el 20% por los latinoamericanos y el 10% restante por los japoneses y otros inversionistas (Fedder y Mukherjee, 1992). Estos cálculos con toda probabilidad subestiman la participación de los inversionistas de los Estados Unidos; no obstante, gran parte de las corrientes de financiamiento mediante bonos hacia la América Latina parece originarse en Europa y en el capital fugado de inversionistas latinoamericanos.

Por otra parte, se puede presumir que los inversionistas en los mercados de bonos nacionales son residentes en su mayor parte; de ese modo, son predominantemente los residentes de los Estados Unidos quienes invierten en el mercado de bonos de ese país. Se calculó que en 1990 dicho mercado había movilizado hasta 150 mil millones de dólares para los emisores de bonos. La mayoría de los emisores en el mercado de los Estados Unidos son, a su vez, residentes del país. Las emisiones de bonos extranjeros en ese mercado (conocido como "mercado yanqui") representaron alrededor de 10% del total; los prestatarios de los países en desarrollo han representado de modo tradicional una pequeña fracción, a lo más 10% de las emisiones extranjeras, o 1% del total, hasta el decenio de los noventa (Fedder y Mukherjee, 1992). Tal como se mencionó anteriormente, los estrictos requisitos de inscripción de la SEC restringieron en gran medida este mercado para los emisores de los países en desarrollo hasta 1989, cuando la SEC adoptó la regla 144-A (véase más adelante). Sin embargo, esta última liberalizó el acceso sólo para el segmento de colocación privada del mercado de los Estados Unidos, y no eximió a los emisores de los exigentes requisitos de divulgación financiera para las inscripciones en el mercado cotizado en bolsa, que es de mayor volumen.

Si bien los datos correspondientes al "lado de la demanda" no son útiles para cerciorarse del origen del financiamiento para ofertas de bonos (y la participación de los inversionistas de los Estados Unidos), se observan algunos indicios de las fuentes de financiamiento si se usan datos del "lado de la oferta". Estudios recientes acerca de inversiones de cartera en los Estados Unidos indican que una fuente institucional importante de inversiones en bonos en los Estados Unidos fueron las compañías de seguros (los bonos representaron 60% del activo de esas instituciones en 1992). Se afirmó en 1992 que los

bonos extranjeros representaron 3.7% de sus activos de 1.6 billones. Las compañías de seguros de los Estados Unidos están sujetas por el estado en que residen a restricciones con respecto a la composición de sus carteras de inversión. En el caso del estado de Nueva York hay un límite de 6% a la proporción de activos extranjeros. Además, hay otras restricciones a las inversiones en valores extranjeros que estén clasificados por debajo de la categoría de inversión por la asociación de compañías de esa actividad (Chuan, 1993). Puesto que hasta la fecha a muy pocos emisores de la América Latina se les ha otorgado una clasificación de categoría de inversión, ello limita las inversiones en bonos latinoamericanos a una pequeña proporción de las carteras de las compañías de seguros.

Datos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (cuadro 6) proporcionan nuevas pruebas indicadoras de la participación relativa de los inversionistas de los Estados Unidos. Sin embargo, los datos incluyen tanto las emisiones nuevas y las compras en los mercados secundarios como las ventas de valores extranjeros. Además, los datos se refieren a las transacciones en el mercado de los Estados Unidos y no se refieren a la nacionalidad de los agentes. Por ende, los compradores finales de bonos latinoamericanos emitidos en el mercado de los Estados Unidos podrían incluir a inversionistas de la América Latina, de Europa y de Japón.

Los datos correspondientes a la América Latina y el Caribe resultan aún más asimétricos por la inclusión de las Antillas Holandesas, las Islas Caimán, Bermudas y las Bahamas, centros bancarios extra-territoriales (*offshore*) por medio de los cuales se efectúan transacciones de los Estados Unidos e internacionales.⁵ En la medida en que esos datos reflejan transacciones emprendidas por inversionistas de los Estados Unidos (y no sólo por agentes en nombre de residentes y no residentes de los Estados Unidos) indican que los inversionistas estadounidenses cumplen un papel importante, pero no necesariamente preponderante, en el financiamiento de las corrientes de bonos hacia la región. Si se tiene en cuenta el hecho de que las corrientes brutas que aparecen en el cuadro 6 incluyen las compras en los mercados secundarios, en tanto que las cifras del cuadro 4 representan nuevas emisiones de bonos, se puede inferir que en 1991-1992 los re-

⁵ En 1992, de los 33 700 millones de dólares en ventas brutas de bonos a la región, 26 500 millones se originaron en los siguientes países: Antillas Holandesas (11 700 millones), Bermudas (7 600 millones), Indias Occidentales Británicas (Islas Caimán, 4 500 millones) y las Bahamas (2 700 millones).

CUADRO 6. *Ventas de bonos a largo plazo por extranjeros en los Estados Unidos*

(Millones de dólares)

	1991	1992
Total	340 294	504 129
América Latina y el Caribe ^a	19 575	33 716
Argentina	373	791
Brasil	415	412
Chile	58	90
México	1 108	3 522

FUENTE: Estados Unidos, Departamento del Tesoro (1992) y (1993).

^a Incluye a las Antillas Holandesas y las Indias Occidentales Británicas.

sidentes de los Estados Unidos fueron inversionistas importantes en bonos argentinos y mexicanos, pero no tan importantes en cuanto a los bonos brasileños. En conjunto, los bonos latinoamericanos representaron alrededor de 6% de los bonos extranjeros brutos (incluidos los emitidos en centros bancarios extraterritoriales) comprados por inversionistas estadounidenses.

Las corrientes de bonos hacia México incluyen compras de Cetes, obligaciones del gobierno mexicano expresadas en pesos mexicanos. El FMI calcula que los extranjeros compraron Cetes por un valor de 5 900 millones de dólares en 1991-1992 (FMI, 1993b). Se trata de un hecho notable y prácticamente sin precedentes; pocos observadores hubieran predicho en 1989 que los inversionistas extranjeros comprarían valores expresados en pesos mexicanos en volúmenes tan cuantiosos. Es una demostración del optimismo de algunos inversionistas con respecto al mercado mexicano en los primeros años del decenio de los noventa.

A pesar del hecho de que las compañías de seguros y de pensiones de los Estados Unidos aún actúan con mucha cautela al invertir en bonos de mercados emergentes (Chuan, 1993), el repunte de las inversiones en bonos que ha tenido lugar en 1993 es atribuible en parte a las compañías de seguros de vida, así como a otros inversionistas institucionales, como los fondos mutuos y otros con "apetito" de deuda con una baja clasificación (y por lo tanto de alta rentabilidad), como la emitida por los créditos soberanos y las empresas privadas. Este segmento, en especial el del mercado de bonos "yanqui", ha sido considerablemente ampliado debido a la baja relativa de las tasas de

interés en el mercado interno de los Estados Unidos y de la rentabilidad de los bonos (*Financial Times*, 5 de abril de 1993).⁶

2. Corrientes de capital accionario de cartera

Desde 1990 las emisiones de capital accionario, sobre todo de los países de la América Latina, han aumentado con extremada rapidez, hasta el punto que ahora representan un volumen considerable de la afluencia de capitales (cuadro 7). Además de la compra de nuevas emisiones, ha habido corrientes de capital accionario hacia los países en desarrollo por medio de compras en los mercados secundarios realizadas por inversionistas extranjeros. Éstas se calcularon en 12 mil millones de dólares en 1991 y 14 mil millones en 1992, cuando las transacciones de los mercados emergentes, según informes, representaron 28% de todas las corrientes internacionales de capital destinado a la compra de acciones (FMI, 1993b). Se dispone de datos que señalan que las entradas de capitales a los mercados secundarios, que alcanzaron cerca de 46 mil millones de dólares durante el periodo 1989-1992, fueron de modo considerable mayores que las entradas a los mercados primarios (Howell, 1993).

Recientemente se han hecho muchos análisis del fenomenal aumento de las corrientes internacionales de capital accionario hacia los mercados emergentes desde 1990.⁷ En cuanto a los importadores de capitales de los países en desarrollo, estas publicaciones recientes señalan que los mercados de capital accionario en los países industriales representan una fuente de capitales enormes y en su mayor parte no aprovechados; sólo de 0.1 a 0.2% de los activos de los fondos institucionales se coloca en valores de los mercados emergentes, muy por debajo de la participación de 7% que tienen los mercados emergentes en la capitalización de los mercados de valores mundiales (Agtmael, 1993; Chuan, 1993). En 1991, los activos totales de los fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida y contra daños en cinco países industriales importantes (Canadá, Alemania, Japón,

⁶ Según un estudio reciente acerca de esta actividad, 16% de los fondos mutuos examinados ya incluía en sus carteras bonos de los mercados emergentes, y otro 16% planeaba incluirlos en el futuro. Las compañías de seguros ocupaban el segundo lugar a corta distancia: 14% de ellas los incluía actualmente y otro 3% planeaba participar en el futuro (Global Derivatives Study Group, 1993).

⁷ En septiembre de 1993 el Banco Mundial llevó a cabo un simposio en Washington acerca de "Inversiones de cartera en los países en desarrollo" que reunió a muchos analistas importantes, entre ellos a representantes de las principales empresas de valores.

CUADRO 7. *Emisiones internacionales de capital accionario por los países en desarrollo*

(Millones de dólares)

	1990	1991	1992	Primer semestre 1993
Países en desarrollo	1 262	5 442	9 391	4 179
Asia	1 040	1 028	4 732	1 478
América Latina	98	4 120	4 195	2 611
Argentina		356	504	2 095
Brasil			133	
Chile	98		129	114
México		3 764	3 058	375

FUENTE: Fondo Monetario Internacional (1993b), cuadro 13.

Reino Unido y Estados Unidos) se calcularon en 8.3 billones de dólares (Banco Mundial, 1993); sólo en los Estados Unidos se calculan en 5.6 billones en 1992 (Chuan, 1993). Por consiguiente, para el próximo decenio se proyectan considerables inversiones adicionales anuales en capital accionario en valores de mercados emergentes; algunos cálculos son de alrededor de 15 a 30 mil millones de dólares al año. El financiamiento provendrá del aumento de los activos de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos) alimentados por fondos adicionales de ahorro en los países industriales, y del "requilibrio" de las carteras para invertir una proporción mayor en los mercados emergentes (Chuan, 1993; Howell, 1993).

Desde el punto de vista de los inversionistas de los países industriales, los valores de los mercados emergentes representan una nueva oportunidad de aumentar los ingresos de cartera. Es probable que los ingresos en los mercados emergentes, a la larga, sean mayores que en los países industriales porque el crecimiento económico será mayor, en especial una vez que el ambiente de las políticas económicas sea propicio. A fines del decenio de los ochenta se instauraron en muchos países de la América Latina reformas económicas en armonía con el mercado. Además, las reformas incluyeron la liberalización del acceso a los mercados de valores locales, que tradicionalmente había estado restringido.

El reciente repunte de las entradas de capital destinado a la compra de acciones ha contribuido en sí a hacer subir mucho los precios de

las acciones. Según la Corporación Financiera Internacional, los rendimientos totales en los mercados de valores de los Estados Unidos (medidos según Standard and Poor 500) durante el periodo 1987-1992 fueron de 119%; en contraste con ello los rendimientos totales de veinte mercados emergentes durante el mismo periodo fueron de 148%. Los rendimientos en la América Latina durante ese periodo alcanzaron la espectacular cifra de 321% (Banco Mundial, 1993a). Añádase que los rendimientos de las carteras "invertibles" al alcance de los inversionistas extranjeros muestran que tan superior fue el desempeño en la América Latina con respecto a los valores de los países desarrollados (cuadro 8). Sin embargo, hay riesgos en cuanto a que si ocurren grandes salidas de capital accionario, los precios de las acciones pueden caer pronunciadamente.

CUADRO 8. *Rentabilidad total invertible anualizada, 1988-1992*

(Rentabilidad porcentual, medida en dólares)

Argentina	115.1
Brasil	60.5
Chile	46.9
México	55.2
Venezuela	90.6
Estados Unidos	15.6
EALO ^a	-2.2

FUENTE: CFI (1993), p. 74.

^a Europa, Australia y Lejano Oriente (países desarrollados).

Al mismo tiempo que aumentaban sus ingresos, los inversionistas de los países industriales estaban listos para disminuir sus riesgos (medido según la variabilidad de los ingresos) diversificando sus carteras y convirtiéndolas en valores de los mercados emergentes, resultado que es contrario a lo que sería una actitud intuitiva, puesto que un aumento de los rendimientos se obtiene por lo general sólo con un aumento del riesgo. De hecho, un análisis del Banco Mundial indica que si los inversionistas de los Estados Unidos hubiesen tenido 20% de sus carteras en los mercados emergentes (en comparación con tenencias efectivas de alrededor de 0.2%) habrían incrementado sus ingresos 1% y reducido su riesgo en dos a tres puntos porcentuales. Esta conclusión se basa en las bajas correlaciones anteriores entre los índices de los mercados desarrollados y los de los emergentes: los rendimientos en esos mercados han tendido, en especial hasta muy

recientemente, a no desplazarse en la misma dirección, al mismo tiempo, lo cual indica que cierta diversificación disminuye la inestabilidad global (y por lo tanto el riesgo) de la cartera. No obstante, el mismo análisis sugiere que aumentar la participación de los mercados emergentes más allá de 20% incrementa el riesgo aun cuando los ingresos totales seguirían creciendo, es decir, ocurre la relación normal de riesgo-rendimiento (Banco Mundial, 1993a).

La base estadística de esta relación se ha puesto en tela de juicio últimamente. Las correlaciones entre los índices de los mercados desarrollados y los de los emergentes son bajas durante periodos cortos (en observaciones mensuales), pero mucho más altas durante periodos más largos (observaciones anuales). Por lo tanto, en el largo plazo, los beneficios de la diversificación a modo de disminución del riesgo pueden reducirse de manera considerable. En este debate estadístico hay hipótesis implícitas contrapuestas respecto al grado de integración de los mercados de capital del mundo. Los coeficientes de correlación bajos respaldan una hipótesis de baja integración: los mercados responden a fuerzas económicas locales, no mundiales. A la inversa, los coeficientes de correlación altos evidencian un mayor grado de integración mundial de los mercados. La mayoría de los observadores coinciden en que con el tiempo los coeficientes de correlación aumentarán a medida que los mercados (de bienes) reales también se integran cada vez más a escala mundial (véase Mullin, 1993).

En contraste con la motivación "racional" de diversificación de la cartera mundial, no hay duda de que existe también una "mentalidad de rebaño" entre algunos inversionistas, quienes no diferencian necesariamente a los países dentro de las regiones. Las dos motivaciones no son de manera forzosa incompatibles. La América Latina podría ser considerada muy atractiva por los inversionistas privados que desean diversificarse y salir, por ejemplo, de Asia Oriental, pero que no diferencian los países de la región. Ello podría explicar por qué el Brasil (a pesar de sus problemas macroeconómicos) ha sido beneficiario de la afluencia de valores en cartera, junto con México y Chile (países que han resuelto sus problemas macroeconómicos en mayor medida). Esa falta de diferenciación no refleja ni la irracionalidad ni el hecho de que la información es costosa. Al mismo tiempo, una "estampida" hacia la América Latina en conjunto representa una diversificación de la cartera mundial, puesto que los "mercados emergentes" hasta la fecha estaban centrados en Asia Oriental y Suroriental. Por desgracia, esos "efectos de ampliación" pueden ser dinámica-

mente inestables, a medida que las afluencias nuevas hacen subir los precios en un ciclo de autocumplimiento, hasta que alcanzan niveles insostenibles. Ello parece haber sucedido en 1992 y 1993 (véase más adelante).

Al igual que en el caso de los mercados de bonos, se puede preguntar qué porcentaje de corrientes de inversión en capital accionario proviene de inversionistas residentes de los Estados Unidos. Tal como en el caso de las corrientes de bonos, la respuesta es difícil de obtener de los datos correspondientes al "lado de la demanda". Vale la pena hacer notar que las carteras de inversionistas de los Estados Unidos que aportan capital accionario están muy inclinadas hacia valores del país, que representan cerca de 96% de sus inversiones. Si los inversionistas de los Estados Unidos estuvieran diversificados internacionalmente tendrían una participación mucho más baja en valores de su país, pues estos representan apenas casi una tercera parte de la cifra total de capitalización de los mercados mundiales (Tesar y Werner, 1993).

Debe añadirse que aunque los inversionistas de los Estados Unidos son sin duda de relativa importancia, hasta muy recientemente no han sido los principales inversionistas extranjeros en los mercados emergentes. Según Howell (1993), que aporta datos acerca de las nuevas corrientes, los residentes del Reino Unido fueron los principales aportadores de capital accionario en los mercados secundarios, con compras netas durante el periodo 1989-1992 de 10 400 millones de dólares de un total de 45 900 millones. Los inversionistas estadounidenses ocupaban el segundo lugar con un total de 9 600 millones de dólares, es decir, la quinta parte del total. Otras fuentes importantes de inversión fueron Hong Kong, Japón, Suiza y otros países europeos.

Hay que señalar, sin embargo, que la participación de los inversionistas de los Estados Unidos quizá ha aumentado durante el periodo 1991-1992. Se dispone de datos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos respecto a las compras para inversión en capital accionario en ese país (cuadro 9). Como en el caso de las compras de bonos, esas cifras incluyen las ofertas iniciales y las transacciones en los mercados secundarios. También, como en el caso de los datos relativos a los bonos, las cifras reflejan el lugar de la transacción en los Estados Unidos y no se refieren necesariamente a operaciones hechas de manera exclusiva por inversionistas estadounidenses.

Al comparar los datos del cuadro 9 respecto a ventas brutas de capital social por extranjeros (es decir, compras por inversionistas de

**CUADRO 9. Ventas de capital accionario de cartera por
extranjeros a residentes de los Estados Unidos**

(Millones de dólares)

	1991	1992
Total	151 190	182 173
América Latina y el Caribe ^a	12 703	19 673
Argentina	149	749
Brasil	626	1 968
Chile	43	171
México	7 031	8 391

FUENTE: Estados Unidos, Departamento del Tesoro (1992) y (1993).

^a Incluye las Antillas Holandesas y las Indias Occidentales Británicas.

los Estados Unidos) con los datos del cuadro 7 acerca de emisiones de acciones por los países de la América Latina, se puede deducir que, en contraste con el financiamiento mediante bonos, los inversionistas estadounidenses aparecen como proveedores de una importante proporción de participación en capital social en México, Brasil y Argentina. Las enormes cifras correspondientes a México reflejan la emisión por valor de 2 mil millones de dólares de acciones de Telmex en los mercados de los Estados Unidos en 1991-1992, como parte de la privatización de esa entidad de telecomunicaciones. Sobre todo en 1992 las ventas brutas de capital accionario superaron las emisiones de nuevas acciones en un margen considerable, lo que indica un alto nivel de compras en los mercados secundarios (en el Brasil las nuevas emisiones fueron relativamente bajas).⁸

El marcado interés de los inversionistas de los Estados Unidos en acciones de la América Latina se debe en parte a la existencia de capital fugado latinoamericano en los Estados Unidos, así como a los crecientes vínculos comerciales con la región. La Iniciativa para las Américas y el Tratado de Libre Comercio (TLC) han acrecentado el potencial de integración económica en la región. Ello a su vez ha aumentado el interés de los inversionistas de los Estados Unidos por participar en compañías de rápido crecimiento de la región.

De acuerdo con trabajos empíricos recién realizados, el descenso

⁸ Los centros extraterritoriales son emplazamientos mucho menos importantes de transacciones de acciones que de bonos; por lo tanto, hay un sesgo mucho menor de los datos. Aun así, las Antillas Holandesas, las Indias Occidentales Británicas, Bermudas y las Bahamas tuvieron ventas de 8 mil millones de dólares de un total de ventas brutas de acciones por valor de 19 700 millones en la América Latina y el Caribe en 1992.

de las tasas de interés y la desaceleración de la economía en los Estados Unidos justifican alrededor de la mitad de las salidas de capital hacia la América Latina (Calvo, Leiderman y Reinhardt, 1993, y Chuan, Claessens y Mamingi, 1993). Factores nacionales o locales como el desempeño del mercado de valores explican el resto de la variación de las corrientes. Otros autores, sin embargo, han visto una relación mucho menor entre esas variables (Tesar y Werner, 1993).

Esos trabajos empíricos pueden ser importantes para predecir el comportamiento de los inversionistas en acciones si cambiaran las condiciones, por ejemplo, si las tasas de interés aumentaran en los Estados Unidos, o si se recuperara la tasa de crecimiento. Lo que se deduce de los trabajos de quienes hacen hincapié en factores mundiales más que nacionales es que las afluencias de capital hacia la América Latina en 1989-1992 podrían fácilmente ir en otra dirección una vez que mejoraran las condiciones económicas en los países industriales y comenzara un aumento suficiente de las tasas de interés.

Es importante destacar que ocurrió un notable cambio en la última mitad de 1992 y la primera mitad de 1993 a causa de una "corrección" del mercado de valores proveniente de México hacia el resto de la América Latina. La sobrevaloración de los precios de las acciones disminuyó 25% en promedio desde junio a octubre. La cuantía de la baja varió de un país a otro, de cerca de 20% en el caso de Chile a más de 50% en el de la Argentina y el Brasil. Dada la magnitud de esa corrección, parece importante el hecho de que los inversionistas extranjeros no hayan abandonado del todo la región cuando se frenó de manera brusca el mercado bursátil alcista. Hay informes preliminares de la región que indican que las inversiones de cartera siguieron aumentando en 1993, pero el aumento ha sido más que nada a modo de financiamiento por medio de bonos.

Finalmente, la rápida expansión de los mercados de instrumentos financieros "derivados"⁹ puede ser motivo de cierta preocupación. Según algunos cálculos el monto nominal de los productos derivados es ahora de alrededor de 14 billones de dólares (*Wall Street Journal*, 28 de octubre de 1993). En su mayor parte la inquietud expresada hasta la fecha (por ejemplo, por el presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, o por el miembro del directorio, Gerald Corrigan)

⁹ Los instrumentos de inversión derivados son instrumentos de cobertura del riesgo e incluyen los *swaps* o intercambios de monedas, las opciones, las operaciones a plazo y los futuros. Se "derivan" del valor de un activo implícito y por lo general protegen un aspecto específico del activo, ya sea su tasa de interés, su precio o su denominación monetaria.

es con respecto a la posible inestabilidad sistémica que podría ser desencadenada por el fracaso de agentes claves del mercado. Un análisis del Grupo de los Treinta ha instado a que haya mayor transparencia en las operaciones de los agentes de valores (adoptando revaluaciones diarias de los activos en función del mercado), pero de una manera general se sugirió en el informe que las amenazas a la estabilidad sistémica mundial eran de poca importancia y podían contenerse (Global Derivatives Study Group, 1993). En todo caso, aun si los instrumentos derivados constituyeran una amenaza para la estabilidad sistémica, no queda claro cómo los reguladores podrían remediar el problema, pues la mayoría de los intercambios ocurren en el mercado no oficial (es decir, tienen lugar de manera privada entre agentes de valores y sus clientes) y no se cotizan en las bolsas de valores. En realidad por esa razón es difícil recoger información básica acerca del volumen y de la índole de las transacciones.

Se puede inferir que la mayor parte de las transacciones de instrumentos derivados ocurre entre personas o entidades nacionales del mismo país industrial. Sin embargo, cada vez con mayor frecuencia la índole de esas transacciones es internacional, por ejemplo, los activos implícitos son con frecuencia extranjeros. Además, los datos al respecto son extremadamente escasos. Por lo menos un observador bien informado (funcionario de los Estados Unidos) sostiene que las transacciones de instrumentos derivados basados en valores mexicanos han aumentado de manera acelerada y son muy activas; existe la posibilidad de gran inestabilidad en el mercado. El mismo observador afirmó que se sufrieron pérdidas en valores de unos 6 mil millones de dólares a causa de transacciones de instrumentos derivados en 1992. Las implicaciones de todo lo expuesto son que existe la necesidad de una mayor transparencia e información acerca del volumen y la índole de las transacciones de instrumentos derivados, así como de nuevos análisis de las necesidades para una fiscalización prudencial.

3. El ambiente regulador, la tributación y las corrientes de inversiones de cartera de los Estados Unidos

¿Hasta qué punto impide la reglamentación que rige las transacciones de los mercados de capital internos en los Estados Unidos el acceso a los emisores de valores de los países en desarrollo que desean ingresar a dichos mercados? Dos tipos de reglamentación son pertinentes: el que rige todas las transacciones del mercado y el que

rige el comportamiento de actores determinados. En la primera categoría se hallan las reglas de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC, por sus siglas en inglés), organismo federal; en la segunda, las leyes o incluso reglas autoimpuestas que afectan la actividad de los inversionistas institucionales, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones. Ambas categorías de reglamentación actualmente inhiben el volumen y la índole de los valores emitidos en el mercado de los Estados Unidos.

Con respecto a las reglas en todo el ámbito del mercado, la más importante de las "barreras al ingreso" de las entidades latinoamericanas (en especial las sociedades anónimas) al mercado público interno (que incluye el mercado "yanqui" de bonos y las cotizaciones públicas de las emisiones de acciones en las bolsas de valores) son los requisitos de inscripción de la SEC para una plena divulgación de información financiera. Dichos requisitos comprenden la adhesión a los principios de contabilidad generalmente aceptados en los Estados Unidos. Muy pocas entidades empresariales, si las hay, que no son estadounidenses han podido hasta la fecha cumplir esa norma. Muchas empresas de la América Latina son estatales o con pocos accionistas (por ejemplo, de propiedad privada), administradas por accionistas mayoritarios. En ambos casos la administración es por lo general reacia a ser tan transparente y directa como las empresas privadas cuyas acciones se comercializan en la bolsa en los países de la OCDE.¹⁰ Por esta razón, el ingreso inicial en el mercado de los Estados Unidos ha comenzado por lo general con la colocación privada de valores, lo que hace obvia la necesidad de una plena inscripción y divulgación según lo estipula la SEC.

No obstante, el ingreso al mercado de colocaciones privadas también estuvo restringido hasta la adopción de la regla 144-A por la SEC en abril de 1990. Las colocaciones privadas están restringidas a los inversionistas que cumplen los requisitos (denominados históricamente "inversionistas refinados"). Antes de la adopción de la regla 144-A, el problema con dichas colocaciones privadas era que los compradores debían mantener los valores por lo menos dos años antes de venderlos a otros inversionistas idóneos, y aun así el proceso suponía un procedimiento engorroso y costoso en el que la SEC tomaba decisiones caso por caso. La resultante pérdida de liquidez del

¹⁰ Según se informa, PEMEX, la compañía petrolera estatal de México, está adoptando los principios de contabilidad generalmente aceptados en los Estados Unidos con el fin de poder cotizar sus acciones en el mercado de este país (Banco Mundial, 1993a).

mercado, la incertidumbre administrativa y los costos de transacción inhibían a los emisores de valores y a los inversionistas. La regla 144-A (y la “regla S”, que clarifica su aplicación) permite a los “compradores institucionales idóneos” (unas 3 300 instituciones y corredores-agentes de valores que cumplen ciertos requisitos mínimos de tamaño o valor neto) comprar y vender valores emitidos de manera privada dentro del periodo restringido de dos años (Bank of New York, 1992). Muchas compañías de la América Latina ingresaron al mercado bursátil de los Estados Unidos emitiendo títulos de depósito en el mercado estadounidense —en su modo original, American Depositary Receipts (ADR)—¹¹ en virtud de la regla 144-A en el mercado privado de colocaciones. La regla 144-A ha reducido el tiempo y el costo de acceso al mercado de valores de los Estados Unidos. Una emisión de ADR según la regla 144-A por lo general cuesta alrededor de 500 mil dólares en cargos de tramitación, la que toma seis semanas, en comparación con varios millones de dólares y seis a ocho meses en el caso de los ADR cotizados en bolsa (Chuan, 1993).

Otra reglamentación de todo el ámbito del mercado que puede restringir el ingreso en el mercado de capitales de los Estados Unidos es la regla 17f-5 de la ley de compañías de inversiones de 1940. Esta regla estipula que la custodia de valores extranjeros sólo puede ser proporcionada por instituciones con un mínimo de 200 millones de dólares en patrimonio neto. La regla afecta a los fondos mutuos más pequeños, que se cuentan entre los inversionistas más dinámicos en los mercados emergentes. La SEC actualmente examina la regla y es posible que reduzca el requisito de 200 millones de dólares (Fondo Monetario Internacional, 1993b).

Con respecto al comportamiento de los inversionistas institucionales, existen leyes y reglamentaciones autoimpuestas que limitan el contenido extranjero de las carteras de inversión. El ambiente regulador se complica por la participación de las autoridades legislativas federales y de los estados. Por ejemplo, la actividad de seguros de vida está regulada por cada uno de los estados, y las reglas varían de un estado a otro.

Como ya se dijo, en el caso de los seguros de vida hay reglas que rigen el contenido extranjero y la calidad de los activos de las carteras

¹¹ Los ADR son instrumentos basados en el patrimonio neto y denominados en dólares, con un respaldo de un fideicomiso que contiene acciones de una compañía extranjera. Los ADR se comercializan en las principales bolsas de valores o en el mercado extrabursátil (FMI, 1993b).

de inversión. Esas reglas se circunscriben a la autoridad de los gobiernos de los estados. El estado de Nueva York, el más influyente en estas materias, limita las inversiones extranjeras de las compañías de seguros a 6% de los activos, tope que sólo muy recientemente se elevó con respecto al 3% anterior. Puesto que las "inversiones extranjeras" incluyen valores de otros países desarrollados (salvo el Canadá, que está exento) el efecto de dicho tope es limitar las inversiones en los mercados emergentes a una proporción minúscula. Además, hay reglas de los estados que rigen la calidad de las inversiones. Por lo general, restringen los valores cuya calificación es inferior a la categoría de inversión. El sistema de calificación usado es el de la asociación de empresas de seguros, la National Association of Insurance Commissioners (NAIC) (Asociación Nacional de Comisionados de Seguros); el sistema tiende a diferir de aquellos de los organismos nacionales de calificación, como Standard and Poor's o *Moody's*. Debido a problemas recientes que han afectado la actividad, la NAIC ha degradado algunos valores que antes se hallaban en la categoría de inversión (Chuan, 1993). Se desprende de esas reglas que parecerían estar descartados los valores de los países en desarrollo, casi todos los cuales están por debajo de la categoría de inversión. No obstante, un estudio reciente respecto a inversiones demostró que las compañías de seguros ocupaban el segundo lugar, después de los fondos mutuos, entre los participantes en los mercados emergentes (Global Derivatives Study Group, 1993).

En contraste con ello, los fondos de pensiones de los Estados Unidos, en especial los privados, están mucho menos restringidos por la reglamentación interna en cuanto a su desempeño en materia de inversiones extranjeras. Una ley federal (la ley de seguridad de ingresos de jubilación de los empleados, de 1974) estipula que los administradores de los planes de pensiones deben ser prudentes en las inversiones, pero deben también diversificarlas para reducir el riesgo. No hay restricciones cuantitativas a las inversiones extranjeras. En lo que respecta a los fondos públicos de pensiones, estos se encuentran reglamentados en los estados con variables de restricción a las inversiones extranjeras (Banco Mundial, 1993a; Chuan, 1993).

Las normas reguladoras se imponen a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros de vida por razones prudenciales; los administradores de los fondos están restringidos por ley con el fin de limitar el riesgo al que pueden estar expuestos los beneficiarios. Sin embargo, el problema es la congruencia de esas normas reguladoras

a lo largo de todo el país, y la estandarización entre los grupos de inversionistas (Banco Mundial, 1993).¹²

Es preciso agregar que el ambiente regulador y la escasez de información en los propios países de la América Latina son factores importantes que afectan el comportamiento de los inversionistas de los Estados Unidos. Representantes del sector privado y funcionarios del sector público comentaron en entrevistas que la especulación aprovechando información interna (*insider trading*) sería corriente en muchos mercados. Además, los mercados son poco activos, y unas cuantas transacciones pueden provocar fuertes variaciones en los precios de las acciones. Finalmente, los inversionistas de los Estados Unidos se beneficiarían si se hiciera una investigación más objetiva de las compañías cuyas acciones están en oferta o se cotizan.

La falta de transparencia y de información respecto a las perspectivas de inversión puede ser causa de preocupación. No hay razón para creer que los administradores profesionales de carteras de inversiones —a cargo de fondos mutuos y de las carteras de fondos de pensiones y compañías de seguros— tengan un mejor conocimiento de la información respecto a los riesgos de las inversiones de sus clientes, o un mayor acceso a ella, del que lo que habitualmente está al alcance de todos. Por otra parte, esos “inversionistas profesionales” son un grupo diferente de los bancos comerciales, los “acreedores profesionales” de los países en desarrollo en el decenio de los setenta, y no han encarado las consecuencias del exceso de préstamos que experimentaron los bancos. De ese modo, los inversionistas profesionales pueden estar “invirtiendo en exceso” sin dar la debida importancia al riesgo, casi lo mismo que les ocurrió a los bancos dos décadas atrás. Las circunstancias son inquietantes por su semejanza: baja rentabilidad y exceso de liquidez en los mercados de los países industriales, junto a una convicción de que los ingresos en la América Latina y en otros mercados emergentes tendrán que ser necesariamente más altos.

La misma falta de información puede, de hecho, limitar el buen juicio de otros partícipes en la evaluación de los riesgos de inversión, en especial los organismos de calificación de valores. Se podrían esgrimir argumentos en ambas direcciones: los organismos de calificación son en exceso conservadores (según lo demuestra su renuencia a otorgar calificaciones que corresponden a la categoría de inver-

¹² Según Chuan (1993), la NAIC intenta reconciliar las leyes de los estados que rigen las actividades de las compañías de seguros.

sión), o son demasiado liberales (al no tener en cuenta la historia reciente y el margen del riesgo de deterioro de la situación). En el primer caso, la inversión institucional en los Estados Unidos está indebidamente restringida; en el segundo, se le da una falsa sensación de seguridad.

4. *Créditos bancarios*

Entre 1985 y 1991, las carteras de crédito de los bancos de los Estados Unidos en los países en desarrollo, incluidos los de la América Latina, disminuyeron en 50% (cuadro 10). En 1992 había indicios de una gradual reanudación de los créditos bancarios, a medida que el volumen de préstamos se recuperaba de sus bajos niveles de 1991. Además, continuó en 1993 la tendencia al aumento de los créditos bancarios a la región, según el Banco de Pagos Internacionales (BPI, 1993).

CUADRO 10. *Créditos de los bancos comerciales de los Estados Unidos a los países en desarrollo*

(Miles de millones de dólares)

	1985	1987	1989	1990	1991	1992
Todos los países en desarrollo	134.2	110.8	82.2	71.8	67.0	73.0
América Latina y el Caribe	82.4	74.7	53.2	44.3	41.1	45.7
Argentina	8.4	8.8	4.5	3.5	3.8	5.8
Brasil	22.8	22.7	16.3	11.4	6.9	7.4
Chile	6.6	6.0	5.0	3.9	2.7	3.2
México	24.9	22.7	16.1	15.2	16.5	17.3

FUENTE: Banco Mundial (1993c), cuadro 7a, p. 30

A pesar de ello, la mayor parte de los nuevos compromisos crediticios bancarios en los años noventa parece estar dirigida a los países de Asia más que a los de la América Latina. Los países en desarrollo de Asia atrajeron alrededor de 36 mil millones en nuevos compromisos bancarios en el trienio de 1990-1992, en comparación con los 5 200 millones en el caso de los prestatarios de la América Latina. Se han establecido algunos mecanismos de crédito para empresas latinoamericanas en los sectores público y privado de Chile, México, Colombia y Venezuela (FMI, 1993b). Dados los problemas

que el sector bancario de los Estados Unidos ha tenido en el país, la reciente experiencia con la crisis de la deuda, y la solución de la crisis por medio de la "titularización" y las conversiones, no parece probable que los bancos constituyan una fuente importante de capital privado para la región en el futuro previsible.

IV. LAS INVERSIONES DIRECTAS DE LOS ESTADOS UNIDOS EN EL EXTERIOR

Las publicaciones relativas a inversión extranjera directa han reconocido durante algún tiempo que ese tipo de inversión se comprende mejor mediante las teorías de organización industrial, del ciclo de desarrollo de productos y del comercio internacional, y desde el punto de vista del desempeño de la empresa (en especial las transnacionales), más que desde el punto de vista de las teorías de los movimientos del capital de cartera.¹³ Por lo tanto, en el intento por entender las corrientes de inversión extranjera directa desde la América del Norte hacia la América Latina, es necesario emplear un marco de referencia algo diferente del que se usa para explicar las corrientes de cartera de financiamiento mediante acciones y mediante deuda. Estas últimas se pueden entender mejor en el contexto de los mercados de capital mundiales, en tanto que la inversión extranjera directa debe situarse en el contexto de las relaciones comerciales y en el comportamiento en el mercado de las empresas transnacionales. No obstante, ambos tipos de corrientes financieras responden a las oportunidades de rentabilidad y dependen de lo propicio del ambiente de inversión en los países receptores.

La inversión extranjera directa ha sido una manera de inversión internacional utilizada en mayor medida, quizá, por empresas con sede en los Estados Unidos que por compañías asentadas en otros países desarrollados. Históricamente ha predominado sobre todas las otras maneras de inversión internacional privada de los Estados Unidos, con inclusión de las corrientes de valores en cartera (bonos y acciones) y los créditos de bancos de los Estados Unidos con prestatarios extranjeros, salvo un corto periodo en la década de los veinte cuando los créditos de cartera estuvieron por poco tiempo sobre la inversión extranjera directa, en la década de los setenta cuando las corrientes financieras bancarias aumentaron con mayor rapidez y,

¹³ Véase en Dunning (1993), capítulo 4, un resumen de las publicaciones teóricas.

CUADRO 11. *Posición en materia de inversiones internacionales de los Estados Unidos*

(Miles de millones de dólares)

	1914	1929	1950	1960	1970	1980
Inversión extranjera						
directa	2.65	7.52	11.8	31.9	75.5	215
Cartera	0.86	7.84	5.31	9.6	20.9	62.7
Créditos de los bancos	-	-	-	.3	13.8	204

FUENTE: Estados Unidos (1988), pp. 129 y 130.

muy recientemente, cuando las corrientes de cartera parecen de nuevo ser las predominantes (Estados Unidos, 1988).

Cabe destacar el hecho de que la distribución mundial de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos cambió de modo notable después de la segunda Guerra Mundial. En 1950, el volumen de inversión directa de los Estados Unidos en el extranjero estaba dividido de modo parejo entre los países en desarrollo y los desarrollados. Una gran proporción (casi 39%) del volumen de esa inversión estaba en 1950 en la América Latina, en comparación con 30% en el Canadá y menos de 15% en Europa. En 1966, la proporción de la América Latina disminuyó a menos de 19%, en tanto que la de Europa se duplicó a 32% y la del Canadá se mantuvo en 30%. Estas tendencias continuaron hasta el decenio de los ochenta, a excepción de la proporción del Canadá que también bajó (cuadro 12).

Fundamentalmente, antes de la segunda Guerra Mundial, la inversión directa de los Estados Unidos en el extranjero estaba en gran medida concentrada en los sectores primarios (en especial el petróleo y la minería, pero también en la agricultura). La inversión directa en la América Latina y otros países en desarrollo procuraba obtener productos primarios y materias primas para el sector manufacturero de los Estados Unidos, el cual crecía con rapidez.

Después de la guerra, sin embargo, las empresas estadounidenses establecieron fábricas sucursales en Europa y el Canadá con mayor frecuencia que en los países en desarrollo. Además, durante las décadas de los cincuenta y sesenta la mayor parte de esas inversiones se centraba en el sector manufacturero, para aumentar o establecer la presencia de las empresas de los Estados Unidos en mercados de consumidores de rápido crecimiento en los países desarrollados, por regla general tras barreras arancelarias nacionales o regionales. En-

CUADRO 12. *Inversiones directas de los Estados Unidos en el exterior (acciones), por destinos*

	Miles de millones de dólares			Porcentaje de distribución		
	1950	1966	1986	1950	1966	1986
Todos los países	11.8	51.8	259.9	100.0	100.0	100.0
Canadá	3.6	15.7	50.2	30.4	30.3	19.3
Europa	1.7	16.4	123.2	14.7	31.6	47.4
América Latina	4.6	9.8	35.0	38.8	18.8	13.5
Argentina	0.4	0.8	3.0	3.0	1.5	1.1
Brasil	0.6	0.9	9.1	5.5	1.7	3.5
Chile	0.5	0.8	0.2	4.6	1.5	0.1
México	0.4	1.3	4.8	3.5	2.6	1.9
Venezuela	1.0	2.1	1.8	8.4	4.1	0.7

FUENTE: Estados Unidos (1988), p. 100.

tretanto, en las primeras tres décadas del periodo de la posguerra, los países en desarrollo se tornaron cada vez más cautelosos acerca de la inversión extranjera directa, levantando barreras al ingreso a manera de regulaciones, regímenes tributarios desfavorables, etcétera. En algunos casos, los gobiernos anfitriones expropiaron o nacionalizaron las instalaciones en sus países de las empresas transnacionales para intentar ejercer mayor control o soberanía en los recursos dentro de sus propias fronteras.

En el decenio de los ochenta la crisis de la deuda atenuó y, en algunos casos, hizo retroceder las inversiones directas de los Estados Unidos en los países en desarrollo. La deuda pendiente redujo radicalmente los resultados en materia de ingresos de las afiliadas extranjeras, al limitar la disponibilidad de divisas. De manera más general los ingresos disminuyeron debido a la grave contracción de la actividad económica que prevalecía en los países acosados por la deuda. Así, la inversión directa de los Estados Unidos en el extranjero alcanzó su punto máximo en México en 1981, pero luego disminuyó. Después de 1986, no obstante, fueron importantes las inversiones en operaciones de empresas maquiladoras. De igual modo, la inversión directa en la Argentina y el Brasil disminuyó después de 1980 pero se recuperó en 1986 y posteriormente (Estados Unidos, 1988). Por otra parte, después de 1986 las "microsoluciones" a la crisis de la deuda basadas en el mercado comenzaron a emerger *ad hoc*, caso por caso. Una de esas soluciones fue la conversión de la deuda en capital,

que se convirtió en el vehículo principal en muchos países de la América Latina para una reactivación de la inversión extranjera directa.

Durante ese decenio, entonces, el volumen de inversión directa de los Estados Unidos en el extranjero aumentó en la América Latina y el Caribe, pero la región no retuvo su proporción de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en todo el mundo, que disminuyó de alrededor de 20 a 17.5% (cuadro 13). En 1991 la región de la América Latina y el Caribe representó 11.2% de los activos de la inversión extranjera directa de ese país en todo el mundo,¹⁴ 13.6% de los ingresos netos totales, y 19.4% del empleo total (véase el apéndice).

CUADRO 13. *Distribución del volumen de inversión extranjera directa de los Estados Unidos, 1980 y 1990*

(Millones de dólares)

	1980	1990
Europa Occidental	96 065	203 613
Canadá	45 119	68 431
América Latina y el Caribe	43 564	74 156
Argentina	2 540	2 889
Brasil	7 704	15 416
Chile	536	1 341
México	5 986	9 360
Venezuela	1 908	1 581
Mundo	220 178	423 183

FUENTE: Naciones Unidas (1993), pp. 494-496.

En los decenios de los ochenta y noventa la inversión extranjera directa ha fluido cada vez más hacia los sectores de servicios más que hacia las industrias primarias o manufactureras. Esas inversiones se destinaron a las telecomunicaciones, el transporte, la banca y los servicios públicos (Naciones Unidas, 1993). Las empresas transnacionales adoptan ahora estrategias de integración "profunda" y "compleja", en las que el proceso total de producción se desglosa y distribuye a todo el mundo. Los bienes intermedios y los servicios (incluidos los servicios de información, de acelerado crecimiento) son producidos o ensamblados en una variedad de emplazamientos por las empresas

¹⁴ Solamente afiliadas no bancarias de empresas matrices no bancarias de los Estados Unidos.

transnacionales, sus afiliadas, o compañías no relacionadas. El lugar de producción intermedia, ensamble final y distribución está determinado por los costos relativos, el ambiente de políticas económicas del país y la configuración de los mercados finales.¹⁵

Si bien los Estados Unidos son aún el principal país de origen de la inversión extranjera directa, su posición en relación con otros países industriales importantes ha descendido desde 1987, cuando representaba alrededor de la tercera parte del volumen de inversión en el exterior; en 1992 esa proporción había disminuido a menos de una cuarta parte (UNCTAD, 1993, cuadro I.1). La declinación de los Estados Unidos con respecto a los otros países industriales del G-5 se hace evidente en los datos respecto a las corrientes de inversión extranjera directa durante el mismo periodo. Sólo en 1992 los Estados Unidos fueron la fuente más importante de ese tipo de inversión (cuadro 14).

CUADRO 14. *Corrientes de inversión extranjera, 1987-1992*

(Miles de millones de dólares)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Francia	9	14	19	35	24	17
Alemania	9	13	18	28	21	17
Japón	20	34	44	48	31	16
Reino Unido	31	37	35	18	18	15
Estados Unidos	26	14	26	29	29	36

FUENTE: UNCTAD (1993), cuadro 13.

Desde el punto de vista de su distribución mundial, no hay duda de que una pequeña parte de la inversión directa de los Estados Unidos en el exterior ha fluído hacia los países en desarrollo. Sin embargo, de esa parte, una proporción importante se ha destinado a la América Latina y el Caribe (cuadro 15).

Se hace evidente que, en el decenio de los noventa, las empresas transnacionales con sede en los Estados Unidos, Europa y el Japón (denominados la "triada") aplican estrategias regionales por medio de las cuales la inversión extranjera directa de uno de esos tres grupos de países inversionistas domina la inversión directa de los otros dos (medido según las corrientes recientes de inversión extranjera directa o la propiedad de los volúmenes acumulados). Sin embargo, la divi-

¹⁵ Véase en UNCTAD (1993), parte 2, un análisis de la producción internacional integrada.

CUADRO 15. *Distribución de las corrientes de inversión extranjera directa de los Estados Unidos, 1987-1990*

(Millones de dólares)

	1987	1988	1989	1990
Desarrollados	21 269	13 307	21 833	21 318
En desarrollo	6 769	975	6 893	7 639
América Latina y el Caribe	5 115	287	4 578	4 797
Argentina	-125	-82	43	164
Brasil	800	1 676	1 892	1 054
Chile	78	223	368	293
México	328	608	1 455	1 949
Venezuela	-85	-188	-96	39

FUENTE: Naciones Unidas (1993), pp. 487-489.

sión del mundo en tres partes no deja de tener competencia o rivalidades. Por ejemplo, las transnacionales de los Estados Unidos dominan la mayor parte de la América Latina, pero no su totalidad; las transnacionales de la Comunidad Europea también participan activamente en ese mercado. Tres países latinoamericanos en los que la inversión extranjera directa de Europa (medida según los volúmenes de corrientes financieras recientes) supera a la de los Estados Unidos son Brasil, Paraguay y Uruguay. Los "coeficientes de intensidad" confirman que la América Latina recibe una proporción mayor de las corrientes de inversión extranjera directa de los Estados Unidos en todo el mundo que su proporción de inversión total de ese tipo, aunque, curiosamente, la inversión directa de los Estados Unidos no está tan sesgada hacia la América Latina como lo está su comercio exterior (UNCTAD, 1993).

Es interesante observar que la reciente composición sectorial de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en la América Latina y el Caribe ha estado firmemente orientada hacia la industria secundaria (es decir, las manufacturas), en comparación con su predisposición hacia actividades terciarias (servicios) en su principal área de destino, la Europa Occidental (cuadro 16).

A pesar de las tendencias recientes de las corrientes de inversión extranjera directa desde los Estados Unidos, su volumen acumulado en la América Latina y el Caribe está muy orientado hacia el sector terciario, en mayor medida que en la Europa Occidental o el mundo en conjunto (cuadro 17). Ello se debe quizá a las grandes inversiones

CUADRO 16. Distribución sectorial del promedio de corrientes de inversión extranjera directa de los Estados Unidos, 1988-1990

(Millones de dólares)

	<i>Primaria</i>	<i>Secundaria</i>	<i>Terciaria</i>
Europa Occidental	199	3 413	9 701
América Latina y el Caribe	-371	2 530	813

FUENTE: Naciones Unidas (1993), p. 490.

anteriores de los Estados Unidos en servicios financieros y servicios públicos.¹⁶

Dos conjuntos interrelacionados de factores explican las recientes tendencias de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos hacia la región de la América Latina y el Caribe: la estrategia regional de las empresas transnacionales de los Estados Unidos y la evolución

CUADRO 17. Distribución sectorial del acervo de inversión extranjera directa de los Estados Unidos, 1990

(Millones de dólares)

	<i>Primaria</i>	<i>Secundaria</i>	<i>Terciaria</i>	<i>Total</i>
Europa Occidental	24 183	83 875	91 730	203 613
América Latina y el Caribe	5 275	23 802	41 162	74 156
Mundo	35 053	187 403	200 727	423 183

FUENTE: Naciones Unidas (1993), p. 497.

del ambiente de políticas tanto en lo nacional como en lo internacional. En lo nacional, las reformas económicas de muchos países de la América Latina se han traducido en una depreciación real (en especial durante el decenio de los ochenta) y en la eliminación de la propensión antiexportadora en el sector manufacturero. Estos acontecimientos estaban apuntalados por la desreglamentación y la mayor facilidad para repatriar las utilidades. Como resultado de ello la manufactura de bienes comerciables se tornó más competitiva.

Con respecto a la estrategia regional de las empresas transnacio-

¹⁶ Sin embargo, los datos relativos a la inversión extranjera directa están sesgados puesto que se basan más en el costo histórico que en el valor actual. Por consiguiente, el valor real de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en los sectores primarios de la América Latina podría estar subestimado en relación con la inversión directa en los sectores secundario y terciario, en la medida en que la mayor parte de la inversión primaria se emprendió muchos años atrás, en tanto que la secundaria y la terciaria podrían ser más recientes.

nales, está demostrado que incluso antes de la negociación del TLC de América del Norte en 1993, las empresas de los Estados Unidos invertían en el sector de las maquiladoras de México para obtener una fuente de bajo costo de producción intermedia y final para el mercado estadounidense (véase el cuadro 15). Gran parte de esa inversión ocurrió en el sector manufacturero, en especial automóviles y refacciones. Esta inversión fue motivada por la liberalización de los regímenes comercial y de inversión extranjera en México durante la segunda mitad del decenio de los ochenta, y por la desvalorización del tipo de cambio. El advenimiento del TLC sirvió entonces para formalizar las relaciones comerciales y de inversión¹⁷ entre los Estados Unidos, México y el Canadá y acelerar el ritmo de inversión extranjera de los Estados Unidos, en previsión del mercado más integrado al que el TLC daría origen.

En cuanto al TLC como tal, el acuerdo tiene amplias disposiciones (en la parte 5) para la reglamentación de las inversiones, los servicios y asuntos afines; en este sentido (y en otros) va mucho más lejos que su predecesor, el acuerdo de libre comercio entre el Canadá y los Estados Unidos. Por ejemplo, aparte de la prohibición de este acuerdo de fijar requisitos de exportación y de aplicar controles al contenido local y la repatriación de las ganancias, hay otras prohibiciones aplicadas a la balanza comercial, los mandatos de productos mundiales-regionales y los requisitos de transferencia de tecnología. La importancia de las disposiciones acerca de las inversiones es un reflejo de su trascendencia en las relaciones económicas entre los países. Las disposiciones estipulan el "tratamiento nacional" de los inversionistas extranjeros, es decir, no habrá un tratamiento menos favorable que el acordado para los inversionistas nacionales. El acuerdo prohíbe los requisitos de desempeño (por ejemplo, requisitos de exportación, contenido local) que han sido impuestos a veces en el pasado por los países en desarrollo a los inversionistas extranjeros. Otras disposiciones dignas de mencionarse se relacionan con la repatriación de las utilidades, los dividendos, los intereses, los derechos de patente y otros pagos; prescriben reglas que deben aplicarse en el caso de una expropiación, y contienen medidas para el arreglo de diferencias entre los inversionistas y los gobiernos anfitriones (UNCTAD, 1993). Esas medidas otorgan a los inversionistas extranjeros un margen con-

¹⁷ El TLC es una designación errónea puesto que el acuerdo atañe a una diversidad de cuestiones, que incluye el comportamiento en materia de inversiones, fuera del ámbito de las relaciones "comerciales".

siderable de alivio respecto a "las reglas del juego" en comparación con el ambiente de incertidumbre e impredecibilidad que tradicionalmente ha prevalecido en los países en desarrollo.

Es probable que la puesta en práctica del TLC estimule la inversión extranjera directa en toda la región en previsión de una ampliación de la zona económica. Varios otros países de la región (sobre todo Chile) han expresado su interés en unirse al TLC, presagiando así la creación a la larga de una zona económica continental unificada. Es probable que los países más capacitados y dispuestos a unirse a esa zona económica sean los que, como Chile y la Argentina, han liberalizado considerablemente sus regímenes comercial y de inversiones. No hay certidumbre acerca de si la dinámica de las inversiones extranjeras seguirá el ejemplo mexicano. De ser así, se puede prever un gran volumen de inversión extranjera directa en los sectores de manufacturas y servicios, a medida que las empresas transnacionales integran su producción de bienes y servicios en todo el continente.

Si los países de la América Latina se desplazan colectivamente hacia la integración regional en lo político, es probable que tenga lugar la integración "profunda"¹⁸ económicamente por medio de las estrategias de inversión de las empresas transnacionales. Tomando como precedente el desempeño de estas últimas en materia de inversiones en las regiones ya integradas de Europa y América del Norte (Canadá y Estados Unidos), ello se traducirá en la racionalización de la producción mediante las inversiones en nuevas instalaciones, una mayor especialización y la concentración de la producción con el fin de atender los nuevos mercados de manera más competitiva. Debe añadirse que el crecimiento económico continuo en los países de la América Latina, demográficamente más jóvenes, es probable que desplace el lugar de las oportunidades de mercado para las transna-

¹⁸ La integración "superficial" ocurre al nivel del comercio, en tanto que la integración "profunda" ocurre en el proceso de producción, es decir, dentro de las empresas transnacionales y entre éstas y las compañías no afiliadas. Los precedentes son la Comunidad Europea y el caso de los Estados Unidos-Canadá (incluso antes del acuerdo de libre comercio entre ambos países). En ambos casos, las empresas transnacionales han racionalizado sus instalaciones de producción entre los países del grupo con el fin de obtener ventajas en materia de costos, ubicación, tecnología y de otra índole. Por ejemplo, en la Comunidad Europea, Unilever redujo y concentró sus 13 instalaciones de producción de jabón de tocador en cuatro unidades claves, y sus actividades de producción de artículos de limpieza e higiene en una planta en Italia. En el caso de Canadá-Estados Unidos, el pacto automotor creó una zona de libre comercio para las tres grandes empresas fabricantes de automóviles en 1965; posteriormente, racionalizaron la producción de modo que modelos y repuestos determinados se fabricaban en el Canadá y otros en los Estados Unidos (Naciones Unidas, 1993).

cionales, desde un crecimiento más lento y poblaciones que envejecen en los Estados Unidos y Canadá hacia esos miembros "meridionales".

1. *Políticas reguladoras y de otro tipo que afectan las inversiones extranjeras directas de los Estados Unidos*

a) *Políticas internas básicas.* Prácticamente no hay una reglamentación *per se* que rija la inversión extranjera directa de los Estados Unidos. Sin embargo, las políticas reguladoras que afectan a las inversiones internas pueden influir de manera indirecta en el volumen o en la dirección de la inversión directa de empresas del país. En especial las reglas que rigen las condiciones de salud, seguridad y trabajos y el efecto ambiental de todas las actividades de las empresas de los Estados Unidos se han tornado más estrictas durante el pasado decenio. Dichas reglas aumentan el costo de las operaciones en el país con respecto a las operaciones en el exterior, en los países donde esas son menos estrictas o inexistentes, como en la mayor parte de la América Latina. Por lo tanto las empresas que se proponen hacer nuevas inversiones en los Estados Unidos o en algún país de la América Latina, lo cual en otras circunstancias les sería indiferente, podrían elegir esto último por las razones mencionadas (Dreyer y otros, 1991).

Hay pruebas de tipo anecdótico que apoyan la hipótesis de la desviación de las inversiones: por ejemplo, según se informa, las empresas canadienses que invierten en el sector de recursos naturales (minería y productos forestales) han optado por emplazamientos chilenos en vez de canadienses debido a que los procedimientos de evaluación ambiental son más prolongados y estrictos en el Canadá. Quizá el indicio más importante lo proporcione la negociación realizada por el gobierno de Clinton de los llamados "acuerdos secundarios" con México en el marco del TLC, concernientes a las normas laborales y ambientales. Esos acuerdos fueron motivados tanto por la preocupación de la pérdida de empleos originada por el hecho de que las compañías de los Estados Unidos intentarían invertir en México a causa de su ambiente regulador de más bajo costo, como por el deseo de mejorar las condiciones de trabajo y el efecto ambiental de la industria mexicana.

Por ello, al integrarse en mayor medida las economías de la América Latina, es probable que el ambiente regulador dentro de los países industriales tenga cada vez más connotaciones internacionales. Si bien es posible que las reglas en los Estados Unidos y el Canadá se

relajen con el fin de hacer más competitivas las inversiones en esos países, parece más probable que los grupos de intereses comunes laborales y públicos ejerzan presión para aumentar las normas reguladoras en toda la región, para hacerlas más compatibles con las de la América del Norte.

b) *Políticas tributarias.* Entre otras políticas que afectan la inversión extranjera directa de los Estados Unidos, en potencia la más importante es la tributaria.¹⁹ Disposiciones tributarias puestas en práctica antes de 1981, que aceleraron los planes de depreciación y aumentaron los límites de los gastos de capital admisibles, tuvieron el efecto de incrementar la rentabilidad (una vez deducidos los impuestos) prevista de las inversiones en el país en relación con las inversiones en el extranjero. Entre 1981 y 1987 esas disposiciones se eliminaron de modo gradual, y el sistema tributario de los Estados Unidos se tornó relativamente neutro con respecto al lugar de la inversión. No obstante, y de manera paradójica, cuando se instauraron los incentivos para invertir en el país, la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo creció con rapidez, y cuando se eliminaban los incentivos, siguió bajando la inversión directa de los Estados Unidos (Dreyer y otros, 1991). De ese modo, en tanto que el sistema tributario de los Estados Unidos puede haber tenido repercusiones en la inversión extranjera directa, otros factores fueron claramente más importantes.

Trabajos empíricos más recientes indican que las tasas tributarias de los países de origen afectan en gran medida y de manera negativa a la inversión extranjera directa, y que dichas tasas son más importantes que las del país anfitrión (Jun, 1992). Sin embargo, este análisis se basa en las corrientes de inversión extranjera directa entre los países industriales. Se necesita mayor elaboración para poner a prueba la relación entre los niveles de tributación y las corrientes de inversión extranjera directa entre los países en desarrollo y los desarrollados.

c) *Políticas promocionales.* Finalmente, los Estados Unidos, junto con otros países industriales, apoyan la inversión extranjera direc-

¹⁹ Sin embargo, las políticas monetarias han tenido quizá el efecto más notable en las corrientes de inversión extranjera directa desde los Estados Unidos. Las políticas monetarias restrictivas del decenio de 1980 tuvieron el efecto de aumentar la tasa de rentabilidad del capital en los Estados Unidos. La consecuencia de ese efecto, en relación con otros países, fue atraer una afluencia neta de capitales, incluidas las corrientes de inversión extranjera directa, que durante el decenio de los ochenta alcanzaron niveles sin precedentes. A pesar de ello, otros factores relacionados con la propiedad, la ubicación y la integración internacional de la producción entre las empresas transnacionales fueron probablemente al menos tan importantes como la tasa de interés.

ta en los países en desarrollo por medio de ciertas políticas promocionales. Por ejemplo, la Corporación de Inversiones Privadas en el Extranjero (OPIC) se estableció en 1971 para estimular la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo, proporcionando cobertura de seguro contra los riesgos de la inconvertibilidad monetaria, las expropiaciones y la violencia política. En la medida en que este seguro reduzca los riesgos de las inversiones directas en los países en desarrollo, mejorará el cálculo de riesgos-rentabilidad y estimulará mayor inversión extranjera directa de manera marginal. Aun así, se da cobertura de seguro a una proporción muy pequeña de la inversión directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo. Al finalizar 1988 las obligaciones de aseguramiento de la OPIC eran de 3 100 millones de dólares, correspondientes a 3.5% del volumen de inversión extranjera directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo (Dreyer y otros, 1991).

Además de la OPIC, otros organismos (principalmente la USAID, Agencia para el Desarrollo Internacional de Estados Unidos, mediante su programa de comercio e inversión) apoyan la inversión directa de los Estados Unidos mediante programas de fortalecimiento institucional o perfeccionamiento de las aptitudes en los países en desarrollo, de manera que puedan atraer la inversión extranjera de manera más eficaz. Las actividades apoyadas incluyen asistencia técnica para establecer organismos de promoción de las exportaciones y las inversiones. Además, el programa financia estudios de factibilidad y programas de capacitación relacionados con proyectos importantes. Aunque los fondos deben otorgarse a compañías de los Estados Unidos y deben ayudar a consolidar la posición de las empresas del país para inversiones posteriores, los proyectos son elegidos por el país anfitrión y reflejan sus prioridades de desarrollo. Las comisiones de la USAID en los países de la América Latina y el Caribe han sido en especial activas en cuanto a ayudar a dichos organismos, por ejemplo, en Costa Rica, El Salvador, Jamaica y Haití. Se calcula que para esas actividades se asignan aproximadamente de 30 a 40 millones de dólares al año (Bélot y Wigel, 1992; Dreyer y otros, 1991).

d) *Tratados de inversión bilaterales.* Los Estados Unidos establecieron un programa de tratados de inversión bilaterales en 1981 para reducir las barreras a la inversión extranjera directa y protegerla. Dichos tratados por regla general contienen disposiciones para el trato nacional o el trato de nación más favorecida (el que sea más favorable) a los inversionistas extranjeros; indemnización rápida, sufi-

ciente y eficaz en los casos de expropiación; transferencias irrestrictas de las utilidades y de otras de tipo financiero relacionadas con una inversión, y procedimientos entre los países para el arreglo de diferencias internacionales. Para enero de 1993 los Estados Unidos habían celebrado 22 tratados, principalmente con países de Europa Oriental, la ex Unión Soviética y con países en desarrollo.

Vale la pena señalar, sin embargo, que hasta 1993 la Argentina era el único país de la América Latina con el cual los Estados Unidos habían negociado un tratado (en noviembre de 1991).²⁰ Ello indica que las políticas comerciales de los Estados Unidos hacia la región pueden hallarse en un nivel algo diferente, noción apuntalada por la Iniciativa para las Américas que inició el presidente Bush. Naturalmente las disposiciones del TLC incluyen, entre otras cosas, todos los elementos de un tratado bilateral de inversiones, de modo que un tratado con México sería superfluo. Por tanto, los nuevos tratados de inversión con países de la América Latina pueden muy bien quedar bajo la égida de una comunidad económica cada vez más amplia, creada mediante la incorporación de nuevos miembros de la región al Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

CONCLUSIONES

Más que recapitular las principales conclusiones, quizá sea más provechoso resumir qué factores parecen estar implícitos en las tendencias principales, y cuáles son las repercusiones, de haberlas, para la formulación de las políticas en los Estados Unidos.

1. *Corrientes de cartera*

En primer lugar, es útil señalar que los datos respecto a las corrientes de cartera dejan mucho que desear. Es en especial el caso de las transacciones en los mercados secundarios, en oposición a las nuevas emisiones de ofertas públicas o privadas iniciales, datos que a menudo se necesitan para satisfacer las exigencias reguladoras (por ejemplo, las de la SEC). Es el caso, aun en gran medida, del comercio de derivados, la mayor parte del cual ocurre en los mercados extrabursátiles. Una presentación de informes más completa, consecuente y

²⁰ No obstante, dos países del Caribe, Haití y Granada, han firmado también tratados bilaterales de inversión con los Estados Unidos.

rápida de las transacciones del mercado secundario y de derivados sería beneficiosa para todos los participantes (países de origen y receptores, ahorrantes, inversionistas y prestatarios por igual). Las autoridades de bolsas y valores en la América Latina ya intentan coordinar sus actividades y trabajar en pos de armonizar las normas (Schapiro, 1993), pero pueden cumplir un papel las organizaciones regionales, como CEPAL o el Banco Interamericano de Desarrollo, en cuanto a elaborar un sistema estandarizado de presentación de informes e información para la región.

En segundo lugar, el hecho de que los créditos bancarios a la región hayan disminuido y sido remplazados por las corrientes de valores en cartera es tanto un reflejo de la transformación de los mercados financieros en la América del Norte y otros países industriales como una reacción a los problemas de la deuda en el decenio de los ochenta. Los préstamos internacionales hechos por los bancos comerciales fueron una anomalía provocada por la expansión del sistema bancario estimulada por la competencia de las instituciones no bancarias y por supuestos acerca de la seguridad "relativa" de los bancos. El alejamiento de los bancos de los créditos internacionales se acompañó por la desintermediación y la "titularización" en los mercados financieros de los países industriales, y a la larga por la "titularización" de gran parte de la deuda bancaria de los países en desarrollo. Una vez que los préstamos bancarios comenzaron a convertirse en bonos, quedó abierto el camino para que los mercados de los países en desarrollo obtuvieran acceso directamente a los mercados de bonos industriales.

En lo que respecta a las corrientes de capital accionario, se trata de un fenómeno históricamente nuevo, el cual refleja el aumento secular de las instituciones de inversión colectiva administradas profesionalmente (fondos de pensiones, compañías de seguros de vida y en especial los fondos mutuos). Esta tendencia se puede atribuir en parte al envejecimiento de las poblaciones de los países industriales, pero también a un cambio de las preferencias y comportamiento de los ahorradores, que se alejaron de los vehículos de deuda captadores de depósitos y devengadores de intereses para inclinarse por canales de inversión orientados a la valorización del capital y al crecimiento a largo plazo. Es probable que los inversionistas-ahorradores de los Estados Unidos perciban, marginalmente, que esas oportunidades a largo plazo son cada vez mayores en la América Latina y el Caribe que en su país. Esas percepciones se basan en las poblaciones más jóvenes de la región, pero también en el surgimiento de un ambiente

económico y político más estable. Una mayor integración mediante el TLC y su extensión hacia el sur, al apuntalar las perspectivas de crecimiento en la región, profundizará la confianza de los inversionistas de valores en cartera en asumir compromisos a largo plazo. Es factible también que la diversificación sea un elemento estratégico cada vez más importante, a medida que los inversionistas internacionalizan sus carteras para incrementar su rentabilidad y cubrir sus riesgos.

Dada la cuantía de las carteras de activos de los Estados Unidos y la aún notablemente pequeña proporción de inversiones en cartera de los Estados Unidos asignada a los mercados emergentes, incluso las reasignaciones de pequeñas cantidades pueden proporcionar a la región una considerable afluencia adicional de capital accionario. Por lo tanto, aun si aumentan las tasas de interés y la rentabilidad financiera en los Estados Unidos y otros países industriales (de manera moderada, en cualquier caso) con respecto a sus bajos niveles actuales, hay razones para prever que los inversionistas de los Estados Unidos buscarán cada vez con mayor frecuencia oportunidades de inversión de cartera en la América Latina y el Caribe (*Financial Times*, 7 de febrero de 1994). Sin embargo, la estabilidad de esas corrientes no está de ningún modo asegurada. La historia reciente hace reflexionar.

La "diversificación" internacional fue también una estrategia aplicada por los bancos comerciales en el decenio de los setenta, pero en el de los ochenta los préstamos a los países en desarrollo en poder de los bancos parecían mucho menos sólidos. Cuando dejaron de otorgar créditos, los bancos ahondaron la propia crisis de servicio de la deuda que intentaban evitar. Una fuente muy particular de inestabilidad, que requiere mayor investigación, es el papel de los derivados, inversión que crece de manera considerable.

El acceso a los mercados de valores en cartera y los inversionistas de los Estados Unidos, tanto con respecto a la deuda como al capital accionario, probablemente no podría ser más libre. Las principales restricciones a los emisores de acciones o bonos parecen ser ahora la transparencia de la presentación de informes por las empresas o entidades emisoras. La formulación y puesta en práctica a lo largo de toda la región de principios de contabilidad generalmente aceptados (Generally Accepted Accounting Principles o GAAP) sería la iniciativa más poderosa para dar a las entidades regionales mayor acceso al mercado de los Estados Unidos. Sería también más fácil asegurar una

calificación de "categoría de inversión" si las compañías adoptaran esos principios. Al respecto, puede haber margen para la asistencia técnica prestada por organismos regionales como el Banco Interamericano de Desarrollo. Algunas iniciativas complementarias, que dependen más del sector privado, podrían incluir la profundización de la investigación de mercado en la capacidad y las perspectivas de las empresas nacionales para informar de mejor manera a los inversionistas de los Estados Unidos para sus decisiones en materia de cartera de inversiones.

Entretanto, una mayor investigación del comportamiento de los principales agentes del mercado podría aportar útiles elementos de juicio. Dadas las limitaciones de la información, ¿cómo toman decisiones los inversionistas profesionales? ¿En qué información se basan para asignar sus carteras a los mercados emergentes? ¿Son estas decisiones comparables con las decisiones de cartera para inversiones en el mercado nacional, donde la base de información es más sólida? De igual manera se pueden plantear preguntas respecto a los organismos de calificación. ¿Cómo otorgan sus calificaciones esos organismos a los mercados emergentes en ausencia de una información tan completa como la que existe respecto al riesgo en los países industriales? ¿Deben los propios organismos de calificación estar sujetos a las mismas normas de responsabilidad, rendición de cuentas y transparencia, de modo que tanto los prestatarios como los inversionistas estén mejor informados de la fundamentación de sus decisiones de calificación?

Finalmente, quizá la palanca más poderosa de que disponen los Estados Unidos y otros países industriales sea la de sus tasas internas de interés. En vista de las pruebas concluyentes de que el repunte de las corrientes de valores en cartera hacia los mercados emergentes se ha debido en parte al importante descenso de las tasas de interés de los Estados Unidos después de 1990 (Calvo y otros, 1993), se desprendería que un aumento considerable eliminaría el diferencial de rentabilidad de que gozan los inversionistas extranjeros y probablemente desencadenaría un éxodo en gran escala de capital en cartera. Si bien el efecto podría no ser tan "sistémico" como la crisis de la deuda en el decenio de los ochenta, que amenazó la integridad de los sistemas financiero y bancario, podría de todos modos ser grave para los países en desarrollo enfrentados a la fuga de capitales, y para los inversionistas en valores de cartera. Estos últimos podrían incluir a numerosos inversionistas antiguos que tuvieran que encarar pérdidas

de capital y cuyos activos de pensiones e ingresos de jubilación resultaran socavados.

Por consiguiente, a medida que el sistema financiero mundial extiende su poder a los mercados de valores en cartera, no deben subestimarse las consecuencias para la estabilidad macroeconómica mundial de las políticas de tasas de interés internas en los Estados Unidos y otros países industriales. Además, la experiencia del decenio de los ochenta hace meditar: la crisis de la deuda fue precipitada, en parte, por la extraordinaria escalada de las tasas de interés en 1980-1981 en los Estados Unidos y otras partes. Aunque los imperativos internos del país continuarán, sin duda, dominando la formulación de las políticas de tasas de interés en los países industriales, hoy más que nunca hay razones de índole mundial para sugerir que las tasas de interés se mantengan relativamente bajas y estables.

2. Inversión extranjera directa

La IED está sin duda alguna más impulsada por las perspectivas de una mayor integración económica en toda la región. En lo político, la puesta en práctica del TLC es inconfundible que es un importante paso adelante en esa dirección. El TLC proporciona un contexto dentro del cual las empresas transnacionales pueden iniciar inversiones en toda la región y desplazarse hacia estructuras de producción de integración "profunda", al igual que en la Comunidad Europea y en el ámbito de Canadá-Estados Unidos en la actualidad.

Por consiguiente, una extensión hacia el sur del TLC quizá estimularía importantes incrementos de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en la región, muy similar a como ha ocurrido en México en los pasados seis años. Durante los próximos dos decenios, sin embargo, es también probable que la orientación de mercado definitiva de la inversión se dirigirá de manera progresiva hacia la propia región más que hacia los Estados Unidos o al Canadá.

Es factible que el marco regulador dentro del cual tiene lugar la integración económica sea un problema político creciente en toda la región. Una anticipación de este debate surgió con los "acuerdos secundarios" entre los Estados Unidos y México con respecto al TLC; simultáneamente, el nuevo gobierno liberal del Canadá ha expresado su intención de analizar la adopción de un código de subvenciones con los Estados Unidos. Las conversaciones respecto a la regulación social y ambiental que afecta a las inversiones y al comercio en la re-

gión, con miras a la armonización de las normas, reducirán la incertidumbre en los inversionistas así como la oposición política en los Estados Unidos y el Canadá.

APÉNDICE. *Inversión directa de los Estados Unidos en el exterior.*
Datos básicos, 1991^a

	Número de afiliados	Millones de dólares		Miles de empleados
		Activos totales	Ingresos netos	
Todos los países	17 877	1 690 161	77 096	6 898.1
Canadá	1 932	203 493	3 171	911.6
Europa	8 707	919 186	44 986	2 973.3
América Latina y el Caribe	2 839	189 490	10 477	1 338.8
Argentina	148	5 809	343	58.5
Brasil	456	31 433	516	394.8
Chile	109	5 118	152	24.6
Venezuela	200	6 060	362	86.7
México	589	28 772	2 958	577.3

FUENTE: Estados Unidos, Departamento del Tesoro, julio de 1993.

^a Afiliadas extranjeras no bancarias de empresas matrices no bancarias de los Estados Unidos. Estimaciones preliminares de 1991.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agtmael, A. van (1993), "Portfolio Investment in Emerging Markets: The View of a Practitioner", documento presentado al World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, septiembre.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (1993), *63rd Annual Report*, Basilea, junio.
- Banco Mundial (1991), *Informe sobre el desarrollo mundial, 1991*, Nueva York, Oxford University Press.
- (1993a), *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, Washington.
- (1993b), "U.S. Direct Investment Abroad: Operations of U.S. Parent Companies and their Foreign Affiliates", Washington, Oficina de Análisis Económicos.
- (1993c), *Financial Flows to Developing Countries Quarterly Review*, Washington, julio.
- Bank of New York (1992), "Rule 144-A and Regulation S: Regulatory Developments Impacting Depository Receipts", *Bulletin*, Nueva York, junio.

- Bélot, T., y D. Wigel (1992), "Programs in Industrial Countries to Promote Foreign Direct Investment in Developing Countries", Washington, Corporation Financiera Internacional.
- Bryant, R. C. (1987), *International Financial Intermediation*, Washington, The Brookings Institution.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhardt (1993), "Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 1, marzo.
- CFI (Corporación Financiera Internacional) (1993), *Emerging Stock Markets Factbook, 1993*, Washington.
- Chenery, H., y T. N. Srinivasan (comps.) (1989), *Handbook of Development Economics*, vol. 2, Amsterdam, Elsevier.
- Chuan, P. (1993), "Source of Portfolio Investment in Emerging Markets", Washington, Banco Mundial, septiembre, inédito.
- , S. Claessens y N. Mamingi (1993), "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors", *Policy Research Working Papers*, núm. 1160, Washington, Departamento de Economía Internacional, Banco Mundial, julio.
- Culpeper, R., y S. Griffith-Jones (1992), "Rapid Return of Private Flows to Latin America. New Trends and New Policy Issues", Santiago de Chile, octubre, inédito.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.
- De Vries, M. G. (1986), *IMF in a Changing World, 1945-1985*, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Dreyer, J. S., y otros (1991), "Industrialized Countries' Policies Affecting Foreign Direct Investment in Developing Countries", *Country Studies*, vol. 2, Washington, Banco Mundial-Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones.
- Dunning, J. H. (1993), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Wokingham, Addison-Wesley.
- Eichengreen, B. (1991), "Historical Research on International Lending and Debt", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 2.
- Estados Unidos, Departamento de Comercio (1988), *International Direct Investment: Global Trends and the U.S. Role*, Washington, Government Printing Office, noviembre.
- , Departamento del Tesoro (1992), *Treasury Bulletin*, Washington, junio.
- (1993), *Treasury Bulletin*, Washington.
- Fedder, M. J. J., y M. Mukherjee (1992), "The Reemergence of Developing Countries in the International Bond Markets", J. D. Shilling (comp.), *Beyond Syndicated Loans: Sources of Credit for Developing Countries*, Washington.

- Fischer, B., y H. Reisen (1993), *Liberalising Capital Flows in Developing Countries*, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- Fishlow, A. (1985), "Lessons from the Past: Capital Markets During the 19th Century and the Interwar Period", *International Organization*, vol. 39, núm. 3.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1991), *International Capital Markets: Developments and Prospects*, Washington, mayo.
- (1993a), *International Capital Markets: Part II: Systemic Issues in International Finance*, Washington, agosto.
- (1993b), *Private Market Financing for Developing Countries*, Washington, diciembre.
- Global Derivatives Study Group (1993), *Institutional Fixed-Income Investors*, Greenwich.
- Howell, M. (1993), "Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries", documento presentado al World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, septiembre.
- Jun, J. (1992), *The Effects of Taxation on Foreign Direct Investment: Evidence from Country Specific Data*, Washington, Banco Mundial, septiembre.
- Litan, R. E. (1991), *The Revolution in U.S. Finance*, Washington, The Brookings Institution.
- Mullin, J. (1993), "Emerging Equity Markets in the Global Economy", *Quarterly Review*, Nueva York, Banco de la Reserva Federal de Nueva York.
- Naciones Unidas (1993), *World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data*, Volume III: *Developed Countries* (ST/CTC/138), Nueva York, núm. de venta: E.93.II. A.9.
- National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement (1993), "Origins and Causes of the S&L Debacle: A Blueprint for Reform", *A Report to the President and Congress of the United States*, Washington, julio.
- O'Brien, R., y S. Hewin (comps.) (1991), *Finance and the International Economy*, núm. 4, Nueva York, Oxford University Press.
- (1992), *Global Financial Integration: The End of Geography*, Nueva York, Council on Foreign Relations Press.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (1993), *Financial Market Trends*, núm. 55, París, junio.
- Pierce J. L. (1991), *The Future of Banking*, New Haven, Yale University Press.
- Salomon Brothers-Sovereign Assessment Group (1992), "Private Capital Flows to Latin America: Volume Triples to US\$40 Billion in 1991", Nueva York, febrero.

- Schadler, S., y otros (1993), "Recent Experiences with Surges in Capital Inflows", *Occasional Paper*, núm. 108, Washington, Fondo Monetario Internacional, diciembre.
- Schapiro, M. L. (1993), "Remarks Before the Council of Securities Regulators for the Americas", Buenos Aires, Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos, junio.
- Shilling, J. D. (comp.) (1992), "Beyond Syndicated Loans: Sources of Credit for Developing Countries", *World Bank Technical Paper*, núm. 163, Washington.
- Stallings, B. (1987), *Banker to the Third World*, Berkeley, University of California Press.
- Tesar, L., e I. Werner (1993), "U.S. Equity Investment in Emerging Stock Markets", documento presentado al World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, septiembre.
- The Economist* (1993), "Up and up until it Popped", 14 de agosto.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1993), *World Investment Report, 1992: Transnational Corporations and Integrated International Production (ST/CTC/156)*, Nueva York, publicación de las Naciones Unidas, núm. de venta: E.93.II.A.14.
- White, L. J. (1992), "Why Now? Change and Turmoil in U.S. Banking", *Occasional Paper*, núm. 38, Washington, Grupo de los Treinta.

2. CORRIENTES DE FONDOS PRIVADOS EUROPEOS HACIA LA AMÉRICA LATINA

Hechos y planteamientos

*Stephany Griffith-Jones**

INTRODUCCIÓN

ESTE trabajo inicia con una breve descripción (en la sección I) de las tendencias recientes que muestran los mercados privados globalmente, las corrientes orientadas hacia los países en desarrollo y, de manera específica, las que se dirigen a la América Latina.

A continuación (en la sección II) se presenta la información detallada disponible acerca de las corrientes desde los países de la Comunidad Económica Europea hacia la América Latina. En esa sección también se examinan algunas de las características fundamentales de los inversionistas y se distingue, cuando procede, entre los países de origen (dentro de Europa y con respecto a los Estados Unidos). El análisis comienza de un modo más general porque, dadas la integración y globalización creciente de los mercados, era muy pertinente examinar las tendencias (como la intensificación del uso de valores) y las fuerzas que operan en general para entender qué ocurre con las corrientes específicas, como por ejemplo las procedentes de Europa destinadas a la América Latina. En efecto, en algunos mercados es prácticamente imposible distinguir con claridad cuáles son las corrientes "europeas". Por ejemplo, un fondo de pensiones radicado en Estados Unidos puede adquirir bonos latinoamericanos en Luxemburgo; si bien la corriente aparece inscrita como originaria de Europa, la verdadera fuente de los fondos está situada en los Estados Unidos.

* Este trabajo se preparó para el seminario financiado por el Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo realizado en la CEPAL, en Santiago de Chile el 6 y 7 de diciembre de 1993. Se agradece a Joel Climaco la ayuda prestada en la investigación. Se entrevistó a funcionarios del Banco de Pagos Internacionales, en Basilea, del Banco de Inglaterra, de la Junta de Valores e Inversiones (Securities and Investment Board, SIB) y de varias instituciones financieras privadas establecidas en Londres, que suministraron información muy provechosa y nos dieron a conocer sus percepciones acerca de la materia que han sido de gran utilidad. Se agradecen los valiosos comentarios formulados por Peter West y Rodrigo Vergara, así como los que hicieron otros participantes en el seminario, en especial los de Ricardo Ffrench-Davis.

Asimismo, un fondo de pensiones de los Estados Unidos puede contratar a un gerente de inversiones en Londres o en Edimburgo para que administre los fondos destinados a los mercados emergentes, sobre todo a los países de la cuenca del Pacífico.

El trabajo examina más a fondo (en la sección III) las motivaciones que explican las razones por las cuales diferentes tipos de inversionistas europeos deciden encauzar corrientes de fondos hacia la América Latina. Cuando sea posible se diferenciará entre las distintas nacionalidades dentro de la CEE. En este trabajo se analizará, principalmente con base en la información obtenida en entrevistas, en qué medida quienes invierten en diferentes tipos de instrumentos tienen distintas motivaciones, los factores que estimulan esas afluencias hacia la América Latina, y las posibilidades de que éstas se mantengan.

En la sección IV se estudia la reglamentación que se aplica a las inversiones de los diferentes tipos de inversionistas europeos en los llamados mercados emergentes, y la última sección presenta las conclusiones, basadas en el examen de la información disponible, respecto a las condiciones de esas corrientes y su idoneidad para satisfacer las necesidades de los países latinoamericanos. También se evalúa el riesgo vinculado con esas corrientes.

I. TENDENCIAS GLOBALES DE LAS CORRIENTES DESTINADAS A LOS PAÍSES MENOS DESARROLLADOS DE LA AMÉRICA LATINA EN LOS MERCADOS PRIVADOS

El endeudamiento global continuó creciendo con rapidez, por tercer año consecutivo, durante 1993, en los mercados internacionales de capital; el volumen agregado de las corrientes internacionales de capital, que había aumentado apreciablemente (20.7%) en 1991, subió de nuevo (16.2%) y para 1993 el volumen total del endeudamiento superó los 810 mil millones de dólares y su tasa de crecimiento, de 33%, medida sobre bases anuales, fue aún más rápida que en los años anteriores (véase el cuadro 1). Si se consideran los pasados cinco años completos, 1987-1993, el endeudamiento global muestra un incremento de 82 por ciento.

Continuando con la tendencia observada en el periodo 1990-1992, durante el cual el endeudamiento de los países en desarrollo en los mercados internacionales de capital creció de manera muy significativa (llegó a 31% en 1990, a la abultada cifra de 62% en 1991 para luego disminuir a 2% en 1992), dicho endeudamiento creció aún más

CUADRO 1. *El endeudamiento en los mercados internacionales de capital*

(Composición de los deudores; miles de millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993
Países de la OCDE	426.5	384.4	457.9	535.7	690.6
Países en desarrollo	21.8	28.6	46.2	47.3	84.4
Países centroeuropeos y orientales	4.7	4.6	1.8	1.5	6.2
Otros	13.5	17.3	19.0	25.2	29.3
Total	466.5	434.9	524.9	609.7	810.5
Cambio porcentual anual	+2.8	-6.8	+20.7	+16.2	+33.0

FUENTE: OCDE (1993), junio, y febrero de 1994.

en 1993 (cuadro 2). Como consecuencia de lo anterior, la participación de los países en desarrollo en el total, que aumentó de 4.7% en 1989 a 6.6% en 1990 y a casi 9% en 1991, bajó en 1992 pero subió en 1993 a más de 10%. Persistió el marcado incremento de las emisiones de bonos que se había iniciado en 1990 (véase cuadro 2).

CUADRO 2. *Endeudamiento de los países en desarrollo*

(Miles de millones de dólares)

<i>Instrumentos</i>	1989	1990	1991	1992	1993
Bonos	2.6	4.5	8.3	14.0	45.6
Acciones	0.1	1.0	5.0	7.2	10.7
Préstamos sindicados	16.2	19.8	26.7	16.5	18.4
Líneas de crédito comprometidas	0.9	2.1	4.5	1.7	1.2
Emisiones no garantizadas ^a	2.0	1.2	1.7	7.9	8.5
Total	21.8	28.6	46.2	47.3	84.4
Incremento porcentual respecto al año anterior		31	62	2	78

FUENTE: Misma de cuadro 1; elaborado con base en apéndice estadístico.

^a Incluye papeles eurocomerciales y papeles de mediano plazo.

Cabe señalar que según otras fuentes, como el estudio efectuado por el Banco Mundial (1993) que hace un esfuerzo importante en la tarea de lograr una cobertura completa de estas nuevas corrientes orientadas a los países menos desarrollados (PMD), las cifras declaradas para la América Latina son algo superiores, y se calcula, por ejemplo, que el valor de los bonos latinoamericanos ascendió a 11.7

mil millones de dólares en 1992 (en contraposición con la cifra de 8.2 mil millones dada a conocer por la OCDE) y que, por ejemplo, la inversión en acciones en la América Latina llegó a 5.5 mil millones de dólares en 1992 (en tanto que, según la OCDE, ascendía a 4.5 mil millones de dólares). Sin embargo, las tendencias señaladas por ambas fuentes son similares y muestran el rápido y persistente crecimiento de los bonos en general (la OCDE también pronostica un incremento adicional de la oferta de bonos latinoamericanos en la medida en que diversos países vayan alcanzando las categorías superiores de la clasificación de los efectos según la calidad de riesgo).

CUADRO 3. Endeudamiento de los países latinoamericanos

(Miles de millones de dólares)

<i>Instrumentos</i>	1989	1990	1991	1992	1993
Bonos	-	1.0	4.6	8.2	23.7
Acciones ^a	-	-	4.4	4.5	5.5
Préstamos sindicados	1.9	3.3	0.9	1.0	2.2
Líneas de crédito comprometidas	0.1	-	2.8	0.3	-
Emisiones no garantizadas ^b	-	-	1.2	6.1	6.8
Total de los países latinoamericanos	2.0	4.3	13.9	20.1	38.2
Porcentaje del endeudamiento de los países latinoamericanos en relación con el endeudamiento total de los países en desarrollo	9.2	15.0	30.1	42.5	45.3

FUENTE: Misma de cuadro 2.

^a Nuevas emisiones y ofertas públicas iniciales de acciones corrientes y preferenciales.

^b Incluye papeles eurocomerciales y papeles de mediano plazo.

El dinamismo de tendencias globales observado en 1993 no fue generado por los créditos sindicados, como puede observarse en el cuadro 4, sino principalmente por bonos y acciones que crecieron 46% en ese año (véase cuadro 4). Como puede apreciarse al comparar los cuadros 2 y 4, el endeudamiento de los países en desarrollo parece seguir tendencias similares a las globales, en especial en lo que se refiere a la importancia decreciente de los créditos sindicados y al rápido incremento de los valores (tanto bonos como acciones).

La información que aparece en el cuadro 5 permiten examinar la importancia relativa de los diferentes tipos de afluencias privadas

CUADRO 4. *El endeudamiento en los mercados internacionales de capital*

(Miles de millones de dólares; porcentajes)

	1989	1990	1991	1992	1993
Valores	263.8	237.2	321.0	357.2	521.7
Préstamos	121.1	124.5	116.0	117.9	130.1
Líneas de crédito contingente comprometidas	8.4	7.0	7.7	6.7	8.2
Emissiones no garantizadas ^a	73.2	66.2	80.2	127.9	150.5
Total	466.5	434.9	524.9	609.7	810.5
Aumento porcentual anual	+2.8	-6.8	+20.7	+16.2	32.9

FUENTE: Misma del cuadro 1.

^a Incluidos los papeles eurocomerciales y los papeles de mediano plazo.

hacia la América Latina y el Caribe, su evolución en el transcurso del tiempo, y compararlos con los recibidos por los países asiáticos.

Al comparar en el cuadro 5 los periodos 1977-1981 y 1989-1992 se advierte que, en el caso de la América Latina y el Caribe, las corrientes de IED experimentaron un pronunciado incremento (de 10.6 a 24%) dentro del total de las corrientes de capital, aumentó rápidamente la importancia de los valores de cartera (de 0 a 6.3%), subió levemente la participación de los bonos (de 4.5 a 6.3%), y bajaron de manera pronunciada los préstamos de los bancos comerciales (de 66.9 a 14.7%). Se observan cambios similares, pero algo menos drásticos, en los países de Asia. Por ejemplo, en esos países declinó la participación de los préstamos de los bancos comerciales, pero de manera mucho menos drástica que en el caso de los países latinoamericanos, y la proporción de los valores de cartera, que era nula, subió pero sólo a 3.6% del total de las corrientes de capital; según la información suministrada por el FMI, los cambios en los países de Asia fueron más radicales que en los países de la América Latina, en lo que se refiere al incremento rápido de la participación de la IED y el de la de bonos.

II. CORRIENTES EUROPEAS PRIVADAS HACIA LA AMÉRICA LATINA

1. *Inversión extranjera directa*

En el cuadro 6 puede observarse que en el periodo 1987-1990 la inversión directa originaria de los países de Europa representó 25%

CUADRO 5. Países en desarrollo: Corrientes de capital^a

(Porcentaje del total, a menos que se especifique otra cosa)

	1971- 1976	1977- 1981	1982- 1988	1989- 1992
<i>Hemisferio Occidental</i>				
Inversión extranjera directa	11.8	10.6	14.2	24.0
Valores de cartera	-	-	-	6.3
Bonos	2.6	4.5	2.3	6.3
Préstamos de los bancos comerciales	60.0	66.9	36.2	14.7
Créditos de proveedores y exportadores	8.9	6.2	8.8	7.7
Préstamos oficiales	15.9	11.2	35.1	35.9
Donaciones	0.8	0.6	3.4	5.1
Total en miles de millones de dólares	17.5	49.5	36.8	42.8
Total en miles de millones de dólares constantes ^b	36.2	57.8	35.8	34.8
<i>Asia</i>				
Inversión extranjera directa	7.1	6.1	9.8	18.4
Valores de cartera	-	-	-	3.6
Bonos	0.8	1.4	5.6	4.4
Préstamos de los bancos comerciales	23.5	32.1	32.5	23.5
Créditos de proveedores y exportadores	12.5	14.8	11.8	13.3
Préstamos oficiales	44.8	35.5	33.3	30.9
Donaciones	11.4	10.1	7.0	5.9
Total en miles de dólares	9.6	23.2	39.8	66.5
Total en miles de millones de dólares constantes ^b	17.8	24.3	37.5	53.4

FUENTE: Fondo Monetario Internacional (1993).

^a Corrientes brutas de largo plazo.^b Se utilizó el valor unitario de las importaciones totales en dólares (1985 = 100) para calcular las cifras deflactadas.

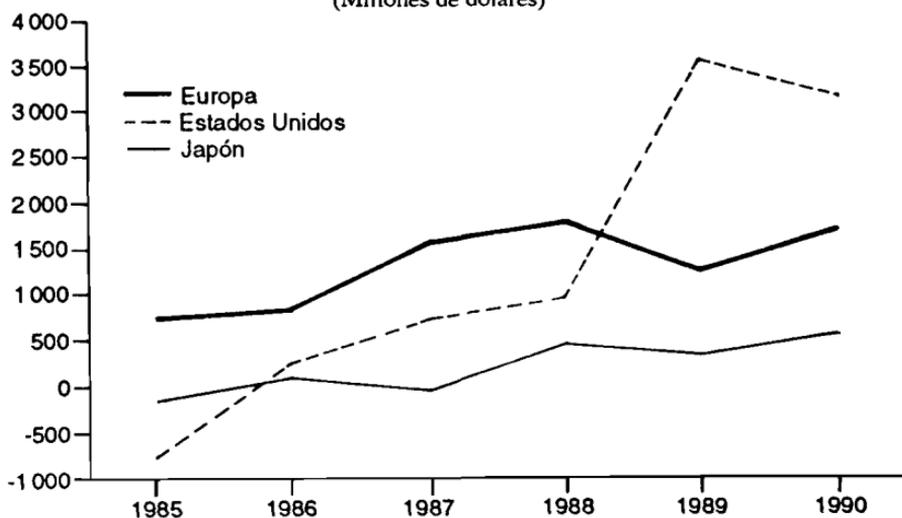
de la inversión mundial total en la América Latina. Cabe señalar que la corriente europea más importante se generó en el Reino Unido (2.5 mil millones de dólares), y le siguen en orden de importancia Alemania (1.4 mil millones), España (.7 mil millones) y Francia (.6 mil millones). Esta distribución por país de origen difiere de la que existía anteriormente, ya que en 1979-1982 Alemania era la fuente principal,

seguida por Francia, en tanto que el Reino Unido ocupaba el tercer lugar (véase cuadro 6).

En la gráfica 1 se compara la participación de la IED procedente de Europa y destinada a los países latinoamericanos con la originada en otras regiones. Se observa que desde 1985, y en especial desde 1988, la proporción de esa inversión procedente de los Estados Unidos ha aumentado pronunciadamente en tanto que la participación de Europa ha sufrido una leve declinación. En efecto, en 1989 en realidad cayó el valor nominal (en dólares) de la IED de Europa destinada a los países latinoamericanos, aunque en 1990 recuperó el nivel alcanzado en 1988. Es interesante señalar que los inversionistas europeos no suspendieron sus inversiones en los países latinoamericanos cuando las circunstancias se tornaron adversas. En 1983-1988, cuando las corrientes procedentes del Japón de IED se redujeron pronunciadamente y las que tenían su origen en Estados Unidos se tornaron negativas —como consecuencia de la crisis económica y de la deuda en la América Latina—, la IED europea en la región cayó mucho menos que la del Japón y llegó a ser la más importante fuente de corrientes de IED hacia la América Latina. Así, los inversionista europeos fueron buenos amigos en malos tiempos.

GRÁFICA 1. *Corrientes de inversión extranjera directa de Europa, Estados Unidos y Japón a la América Latina y el Caribe*

(Millones de dólares)



FUENTE: Beetz y Rycckeghem (1993).

CUADRO 6. *Corrientes de IED procedentes de Europa, Estados Unidos y Japón destinadas a la América Latina y el Caribe*^a

(Millones de dólares)

	1979- 1982	1983- 1986	1987- 1990	1987	1988	1989	1990	1991
Alemania	1 458	721	1 366	377	398	302	289	373
Bélgica	69	24	136	26	57	-5	58	34
España	722	303	706	89	148	187	282	580
Francia	1 161	394	588	84	111	112	281	-12
Italia	322	473	477	97	210	114	56	123
Países Bajos	204	350	480	48	17	122	293	314
Reino Unido	1 141	1 241	2 561	805	842	437	477	n.d.
Suiza	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Total de Europa	5 097	3 506	6 314	1 526	1 783	1 269	1 736	n.d.
Estados Unidos	8 542	-415	8 412	708	943	3 544	3 217	n.d.
Japón	2 058	555	1 364	-23	471	343	573	560
Total mundial	23 870	13 259	25 652	5 356	7 553	6 266	6 477	10 939

FUENTE: El cuadro (con excepción del total mundial) se obtuvo de BID-IRELA (1992). Fuente de los datos: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París; Dirección de Desarrollo de Ultramar (ODA) del Reino Unido; Departamento de Estadística, Londres, datos inéditos; Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Secretaría de Estado de Comercio, Sector exterior 1990, Madrid, y Fondo Monetario Internacional, cintas magnéticas de balanza de pagos.

^a Las cifras de la IED correspondientes a España no son comparables estrictamente con las cifras publicadas por la OCDE. El Fondo Monetario Internacional (que es la fuente de los datos del total mundial) contiene información respecto a la salida y la entrada de IED en tanto que la OCDE (de donde se obtuvo el desglose por países) sólo da a conocer la salida de IED. Difieren también el FMI y la OCDE en cuanto a los procedimientos de cobertura y presentación de datos. Puede obtenerse más información en BID-IRELA (1992).

n.d. No disponible.

La mayor participación de la IED en los países de la América Latina y el Caribe procedente de Estados Unidos en 1987-1990 puede atribuirse a una más estrecha integración de las Américas, en la que influyeron apreciablemente las perspectivas que ofrece el TLC de América del Norte. Por otra parte, la declinación de la participación de la IED europea en esos países en el periodo 1987-1990 puede atribuirse en parte a los efectos de la creación del Mercado Único Europeo en 1992, ya que las perspectivas que ofrecía han influido para incrementar las corrientes de inversión intrazonales de la CEE (IRELA, 1993).

La distribución sectorial de corrientes de IED varía según las regiones de origen. En la información existente (IRELA, 1993) las inversiones directas extranjeras de Europa en la América Latina se centran de manera particular en el sector manufacturero, en contraste con las de los Estados Unidos y el Japón, que se muestran principalmente activas en los sectores primarios. La inversión extranjera directa europea tiene preferencia por los siguientes sectores: automóviles, productos químicos, minerales, productos petroquímicos, productos electrónicos, aeronaves y productos alimenticios (Beetz y Van Ryc-keghem, 1993).

Finalmente, el cuadro 7 muestra la distribución por países de las corrientes de inversión extranjera directa desde Europa hacia la América Latina durante el periodo 1987-1990; el Brasil es, por mucho, el principal beneficiario de las corrientes europeas (con un monto de 3.2 mil millones de dólares) seguido por la Argentina (.9 mil millones), México en tercer lugar (.8 mil millones) y Chile en cuarto (.6 mil millones). El Reino Unido fue la principal fuente de las corrientes de inversión destinadas a Brasil, Argentina y Chile; en el caso de México la fuente principal fue Alemania.

2. Bonos

Como ya se dijo, es casi imposible distinguir las fuentes de las inversiones en bonos por regiones geográficas pues los bonos internacionales y los eurobonos se comercializan globalmente y no hay información acerca de sus compradores. Sin embargo, la información disponible permite obtener algunos indicios valiosos.

En efecto, como puede apreciarse en el cuadro 8, cuando la América Latina volvió a colocar montos importantes en el mercado de bonos en 1989, sus bonos se denominaban exclusivamente en dólares. La proporción de los bonos denominados en dólares cayó leve-

CUADRO 7. *Corrientes de IED desde los países europeos a la América Latina y el Caribe, 1987-1990^a*

(Millones de dólares)

	<i>Bélgica</i>	<i>Francia</i>	<i>Alemania</i>	<i>Italia</i>	<i>Países Bajos</i>	<i>España</i>	<i>Suiza</i>	<i>Reino Unido</i>	<i>Europa</i>
Argentina	-35	97	338	61	51	162	n.d.	204	878
Barbados	0	1	0	2	1	-	n.d.	-10	-6
Bolivia	-1	0	-3	-	1	-	n.d.	-	-3
Brasil	143	102	482	337	410	73	n.d.	1 706	3 253
Chile	5	62	16	5	39	215	n.d.	285	626
Colombia	0	29	17	4	31	14	n.d.	81	175
Costa Rica	-1	0	3	6	3	2	n.d.	-	13
Ecuador	12	36	-2	0	3	4	n.d.	0	53
El Salvador	0	-	-6	0	-	-	n.d.	-	-6
Guatemala	-1	-	-17	1	0	3	n.d.	-	-15
Guyana	0	8	0	-	1	-	n.d.	4	13
Haití	0	0	0	-	-	-	n.d.	-	0
Honduras	2	-	-	0	0	-	n.d.	-	2
Jamaica	0	3	1	1	1	-	n.d.	53	59
México	-20	113	431	30	14	109	n.d.	74	752
Nicaragua	1	0	-6	0	2	-	n.d.	-	-3
Paraguay	1	1	5	4	-	7	n.d.	-	18
Perú	5	0	30	8	1	11	n.d.	13	68
República Dominicana	0	0	1	1	2	23	n.d.	-	27
Surinam	2	1	-	0	-81	-	n.d.	-	-78
Trinidad y Tobago	-	4	0	-17	1	-	n.d.	9	-3
Uruguay	-1	73	12	1	1	34	n.d.	8	127
Venezuela	24	58	64	33	-1	51	n.d.	134	363
Total	136	588	1 366	477	480	706	n.d.	2 561	6 314

FUENTE: Cuadro extraído de BID-IRELA (1992). Fuentes de los datos: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), París; Dirección de Desarrollo de Ultramar (ODA) del Reino Unido; Departamento de Estadística, Londres, datos inéditos; Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Secretaría de Estado de Comercio, Sector exterior, 1990, Madrid.

^a Se incluyen las cifras de IED correspondientes a España, pero no son estrictamente comparables con los datos de dicha inversión publicados por la OCDE. Para mayor información véase BID-IRELA (1992).

CUADRO 8. Emisiones de bonos internacionales por moneda de denominación

(Participación porcentual)

	1989	1991	1993 (primer semestre)
Prestatarios latinoamericanos			
Dólares	100	87	96
Marcos alemanes	-	5	2
Yenes	-	-	-
ECU	-	2	-
Otras monedas	-	5	2
Total	100	100	100
Total de los países en desarrollo			
Dólares	56	65	75
Marcos alemanes	22	17	8
Yenes	17	9	14
ECU	2	5	0
Otras monedas	3	5	3
Total	100	100	100

FUENTE: Con base en cálculos propios e información obtenida de Collyns y otros (1993).

mente (a 87% en 1991), pero volvió a subir (a 96%) en el primer semestre de 1993. No ha habido emisiones de bonos latinoamericanos en yenes y, por consiguiente, las restantes se hicieron en monedas europeas, y en especial en marcos alemanes, ECU y en otras más. También predominan las emisiones de bonos en dólares en el total de los países en desarrollo, pero en una proporción muy inferior a la de la América Latina (véase nuevamente el cuadro 8); en el ámbito global, es muy diferente la distribución del endeudamiento total entre las distintas monedas, ya que el dólar representa alrededor de 30% en los dieciocho meses que se iniciaron en enero de 1991, el marco alemán alrededor de 8% y el ECU cerca de 10%, en tanto que las monedas restantes (sobre todo las europeas), aproximadamente 37% (Collyns y otros, 1993).

La alta proporción de los bonos denominados en dólares refleja tanto las preferencias de monedas de los inversionistas (por ejemplo se calcula que una gran proporción del capital latinoamericano fugado está denominado en dólares) como la composición de monedas de los ingresos de las compañías latinoamericanas. Además, los inversionistas radicados en los Estados Unidos se mostraban más dis-

puestos a comprar valores latinoamericanos por la pronunciada disminución de las tasas de interés de corto plazo en ese país durante 1991-1993. En ese contexto los prestatarios latinoamericanos pudieron aprovechar también el mercado creciente de bonos "yankee", en tanto que no han utilizado el mercado correspondiente de obligaciones en monedas europeas, como el de la libra esterlina.¹

Vale la pena señalar que si bien los bonos internacionales latinoamericanos se denominan principalmente en dólares estadounidenses, casi en su totalidad se cotizan en Europa y las cotizaciones se centran sobre todo en Luxemburgo. Es importante también destacar que el volumen de los bonos denominados en marcos alemanes es el más cuantioso dentro del total de los bonos denominados en monedas europeas. Esta situación se explica porque el interés del inversionista europeo en bonos latinoamericanos sigue restringiéndose al sector del marco alemán. En Alemania, los bancos (en especial los de ahorro, muchos de los cuales funcionan a nivel municipal) desempeñan un papel muy importante en la distribución de emisiones de bonos entre el público nacional en general. Así, el público confía en que sus bancos apliquen controles de calidad y los bancos, para mantener la confianza de sus clientes, evitan exponerse a riesgos de incumplimiento del pago de los bonos. Por lo tanto, los bancos alemanes tienden a no hacer emisiones o colocaciones de bonos de países en que no se ha llegado a una solución definitiva para el conjunto de la deuda bancaria. Se ha informado asimismo que los inversionistas institucionales de Alemania han empezado a mostrar interés en los bonos latinoamericanos.²

Los inversionistas institucionales o individuales del Reino Unido no muestran en general mucho interés en los bonos, en parte porque sufrieron graves pérdidas durante los años setenta con los instrumentos de renta fija como consecuencia de la elevada inflación. En efecto, es interesante señalar el pronunciado contraste que existe entre las preferencias generales por los bonos, en comparación con las acciones, en los diferentes países de Europa. Ello queda demostrado en el cuadro 9, que contiene las cifras relativas a los inversionistas de fondos de pensiones de diferentes países de Europa de los cuales se dispone de datos. Hay un contraste particularmente marcado entre el Reino Unido —país en el que los fondos de pensiones distribuyen sus activos en monedas extranjeras en una proporción de 6% en bonos

¹ Información obtenida en entrevistas.

² *Ibid.*, y Collyns y otros (1993).

CUADRO 9. *Activos extranjeros de los fondos de pensiones*

(Fines de 1988)

	<i>Activos extranjeros (miles de millones de dólares)</i>	<i>Porcentaje de los activos totales</i>	<i>Bonos extranjeros (porcentaje de los activos extranjeros)</i>	<i>Acciones extranjeras (porcentaje de los activos extranjeros)</i>
Alemania	0.2	0.4	93	7
Francia	1.2	4.0	15	85
Países Bajos	15.0	14.0	41	59
Reino Unido	53.8	14.0	6	94
Suiza	9.0	4.0	70	30
<i>Partida informativa:</i>				
Estados Unidos	62.8	4.0	14	86

FUENTE: Davies (1993).

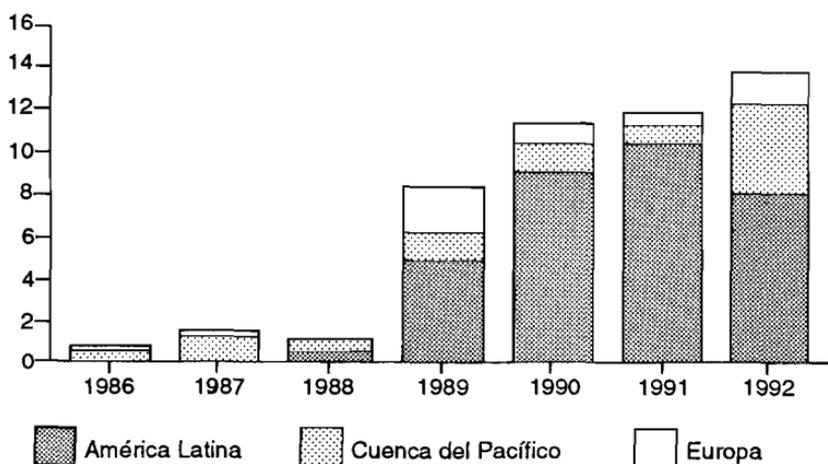
extranjeros y 94% en acciones extranjeras— y Alemania, en que los fondos de pensiones distribuyen sus activos en monedas extranjeras colocando 93% en bonos extranjeros y sólo 7% en acciones extranjeras. Otro país europeo que muestra una marcada preferencia por los bonos es Suiza (véase cuadro 9), lo que coincide con las informaciones relativas a la colocación por medio de ese país, de una proporción creciente (si bien aún es pequeña) de eurobonos latinoamericanos. También resulta interesante que sea relativamente alta la participación de los bonos dentro de los activos extranjeros de los fondos de pensiones de los Países Bajos. Las preferencias mostradas por los fondos de pensiones de los Países Bajos, Suiza, y el Reino Unido en el corto plazo son particularmente pertinentes, dado el alto nivel de sus activos extranjeros. Con todo, para el mediano plazo es muy importante comprender las preferencias de estas instituciones —en especial, por ejemplo, de los fondos de pensiones de Alemania— dentro de cuyos activos totales es muy reducida la proporción de las inversiones extranjeras y, por lo tanto, es probable que éstas puedan aumentar muchísimo. Este tema se reexaminará más adelante.

3. *Acciones*

Los cálculos comparados de las corrientes secundarias globales orientadas hacia los mercados emergentes de acciones de la América Latina, de la Cuenca del Pacífico y Europa indican que, a fines de los

GRÁFICA 2. *Cálculos de las corrientes del mercado secundario a los mercados emergentes, 1986-1992*

(Miles de millones de dólares)



FUENTE: Baring Securities (1993).

años ochenta y comienzos de los noventa (véase gráfica 2) los inversionistas desplazaron hacia la América Latina una proporción rápidamente creciente de su inversión total, pese a que ésta parece haber declinado levemente desde mediados de 1992 y durante 1993.³ En efecto, como puede apreciarse en la gráfica 2, después de haber aumentado de manera pronunciada con anterioridad, las corrientes secundarias hacia la América Latina parecen haber disminuido en 1992. La mayor parte de las afluencias hacia los mercados emergentes estuvo destinada a la Cuenca del Pacífico y sólo 17% se dirigió a la América Latina; esta proporción creció de modo sistemático y rápido hasta 1991, año en el que 85% de las corrientes se orientaba hacia esa región; en 1992 esa proporción declinó levemente, pero aún era muy alta: llegaba a casi 60%. Estimaciones preliminares para los seis primeros meses de 1993⁴ muestran que alrededor de 25% de las corrientes secundarias se dirigirá a la América Latina y que una proporción importante de ellas (cerca de 60%) se destinará a los países de la Cuenca del Pacífico; quizá la participación de los países latinoamericanos tienda a aumentar a fines de 1993.

³ Véase las gráficas 2 y 3 y el cuadro 3; asimismo las informaciones recogidas en entrevistas.

⁴ Información obtenida en entrevistas.

Sin embargo, debe subrayarse que según estimaciones,⁵ las emisiones primarias latinoamericanas predominaban en 1993 entre las de los mercados emergentes, ya que alrededor de 50% de las emisiones totales originarias en los mercados emergentes procedían de la América Latina, y de esa cifra cerca de la mitad (30% del total) correspondía a México. Estas cifras parecerían indicar en esa fecha que no existen problemas de saturación para las acciones latinoamericanas y que las acciones procedentes de esa región seguían despertando gran interés entre los inversionistas.

No se han publicado cifras de las corrientes europeas de inversión en acciones latinoamericanas. Sin embargo, como se muestra en el cuadro 10, se calculó que las adquisiciones europeas de valores latinoamericanos se iniciaron en proporciones muy bajas en 1986, 1987 y 1988 (aunque aumentaron de manera gradual), crecieron apreciablemente en 1989, continuaron haciéndolo en 1990 y 1991, pero declinaron poco en 1992. A este respecto, las corrientes europeas reflejan una modalidad similar a la de las afluencias totales orientadas hacia la América Latina (gráfica 2), si bien con cierto retraso. En efecto, parece que al principio las fuentes radicadas en los Estados Unidos manifestaron más interés por adquirir acciones latinoamericanas (incluido el capital fugado latinoamericano que retornaba). Los inversionistas europeos (y en especial los del Reino Unido) en cambio centraron su interés en mucho mayor proporción en los mercados emergentes de la Cuenca del Pacífico y, por lo tanto, empezaron a invertir en los mercados emergentes de la América Latina poco después que los inversionistas de los Estados Unidos.⁶ No obstante, se calcula que en 1991 las inversiones europeas habían llegado a repre-

CUADRO 10. *Corrientes calculadas del mercado secundario europeo hacia la América Latina*

(Miles de millones de dólares)

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992E ^a
.40	.170	.330	1.7	3.3	4.5	2-3

FUENTE: Cálculos realizados por Ángela Cozzini con base en información obtenida de la base de datos de Baring Securities. Se agradece en particular a Cozzini los datos suministrados, dada la escasez de información acerca de este tema.

^a Valores calculados.

⁵ Información obtenida en entrevistas.

⁶ *Ibid.*

sentar 40% del total de las corrientes secundarias orientadas hacia los mercados emergentes de la América Latina (véase cuadro 10 y gráfica 2), aunque su participación disminuyó levemente en 1992, a cerca de 30 por ciento.

Puede afirmarse que este tipo de comportamiento está en gran medida determinado por la proximidad geográfica. Así, los inversionistas de los Estados Unidos se han mostrado en general más interesados por la América Latina en tanto que los inversionistas japoneses han preferido los mercados del Sudeste Asiático. Los inversionistas europeos (en especial los del Reino Unido) se han interesado por ambos y prefirieron el Sudeste Asiático en las etapas iniciales, aunque más recientemente han invertido en la América Latina.⁷

Como se dijo antes, no se publican cifras detalladas que indiquen las fuentes de fondos de las distintas regiones destinados a los mercados emergentes. Con todo, existe información por inversionistas de las corrientes hacia el total de los mercados emergentes (con exclusión de la Cuenca del Pacífico), es decir de la América Latina, la India, el Oriente Medio, la Europa Oriental y otros (es muy probable que la mayor parte de esas inversiones se oriente a la América Latina). En el cuadro 11 se observa que las corrientes originarias de Europa representaban el 40% de las orientadas a los mercados emergentes en el periodo 1989-1992, que la proporción más elevada de las corrientes europeas (23%) tenía su origen en el Reino Unido y que el segundo lugar entre las fuentes europeas lo ocupaba Suiza (que genera 9% del total que se dirige a los mercados emergentes).

Es evidente que el Reino Unido es la fuente más importante de las inversiones europeas en los mercados emergentes (incluidas principalmente las dirigidas a la América Latina). Los activos extranjeros del Reino Unido se centran en los fondos de pensiones, en las compañías de seguros de vida y en las sociedades de inversiones con número variable de acciones.

La acumulación de activos extranjeros es una característica fundamental del desarrollo de los fondos de pensiones en el Reino Unido. En 1975 los activos extranjeros (compuestos en su totalidad por acciones) representaban sólo 5% de la cartera total. Después de la eliminación de los controles cambiarios en 1979 estos activos pertenecientes a los fondos de pensiones del Reino Unido crecieron considerablemente, y la participación de estos activos se triplicó con

⁷ *Ibid*; véase también Howell (1993).

CUADRO 11. Valor neto de las corrientes internacionales de acciones (compra secundaria) hacia los mercados emergentes, por inversionistas

(Valores acumulados 1986-1992)^a

<i>Fuentes</i>	<i>Miles de millones de dólares</i>	<i>Porcentaje</i>
América del Norte	10.21	23
Europa	17.85	40
Reino Unido	(10.35)	(23)
Suiza	(4.26)	(9)
Cuenca del Pacífico	13.57	30
Mercados emergentes	1.55	3
Otros	2.70	6
Total	45.88	100

FUENTE: Cálculos basados en Howell (1993).

^a Valores calculados.

creces, a 18%, en 1990. Como puede observarse en el cuadro 12 esa es la proporción más alta de activos extranjeros en manos de fondos de pensiones, entre todos los países desarrollados. De acuerdo con la información proporcionada por la empresa Baring Security (1993) a fines de 1991, 26% del total de los fondos de pensiones del Reino Unido estaba invertido en activos extranjeros.

Resulta particularmente notable el incremento de la participación de las acciones extranjeras en los activos de los fondos de pensiones del Reino Unido. Estas acciones representaban sólo 6% del total en 1979, pero Baring Securities calcula que esa cifra aumentó a más de

CUADRO 12. Activos extranjeros de los fondos de pensiones europeos

(Porcentajes de los activos totales)

	<i>1975</i>	<i>1980</i>	<i>1985</i>	<i>1990</i>
Alemania	0	0	1	1
Países Bajos	8	4	9	15
Reino Unido	5	9	15	18
Suiza	-	-	3	5
<i>Partidas informativas</i>				
Estados Unidos	0	1	2	4
Japón	0	1	5	7

FUENTE: Sobre la base de los cuadros de corrientes financieras nacionales (Davies, 1993).

20% en 1991. Esta estimación coincide con la del cuadro 9 (y con la información obtenida en las entrevistas) que indica que a fines de los años ochenta una proporción muy grande de los fondos de pensiones del Reino Unido estaba invertida en acciones extranjeras. Esta tendencia quedó claramente confirmada a comienzos del decenio de los noventa.

Lo antes expresado puede tener repercusiones importantes en las tendencias futuras. En efecto, como en el Reino Unido los fondos de pensiones han invertido ya una proporción tan alta de sus activos en acciones extranjeras es posible que no deseen aumentarla mucho más. Por ese motivo, las inversiones en acciones de los mercados emergentes (por ejemplo en la América Latina) corresponderán más a una reasignación de los activos internacionales de los fondos de pensiones del Reino Unido a esos mercados que a un incremento de su participación en las inversiones en valores extranjeros. Sin embargo, no debe subestimarse la importancia del desplazamiento de fondos de los mercados desarrollados a los mercados en desarrollo. No obstante, cabe esperar que el incremento de las inversiones de los fondos de pensiones del Reino Unido en los mercados emergentes sea quizá más limitada que, por ejemplo, el de los Estados Unidos, que sólo habían invertido alrededor de 4% de los activos totales en activos extranjeros (véase cuadro 12) y dentro de esas cifras sólo 3.5% de los activos totales correspondía a acciones extranjeras.⁸ Por consiguiente, los expertos (consultores) que asesoran a los fondos de pensiones en los Estados Unidos han sugerido que esos fondos aumenten con rapidez la proporción de las acciones extranjeras dentro de los activos totales a alrededor de 15%, y que de esa cifra cerca de 10% (es decir, 1.5%) se oriente hacia los mercados emergentes.⁹ Si las tendencias mencionadas se materializan, las inversiones de los fondos de pensión estadounidenses en acciones de los mercados emergentes subirán porque se está aumentando pronunciadamente la proporción de las acciones extranjeras dentro de sus activos totales y por la reasignación de activos hacia los mercados emergentes.

Los Países Bajos se encuentran en una situación intermedia, aunque más cercana a la del Reino Unido. La proporción invertida en activos extranjeros por los fondos de pensiones privados es ya muy alta, no así la de los fondos públicos que es muy reducida (alrededor de 3%). Por consiguiente, hay posibilidades de que se amplíe la pro-

⁸ Véase Baring Securities (1993). Asimismo se obtuvo información en entrevistas.

⁹ Información obtenida en entrevistas.

porción de activos extranjeros en los fondos de pensiones de los Países Bajos (aunque no tanto como en los Estados Unidos), lo cual significa que existirían muchas posibilidades de aumentar las inversiones en acciones en los mercados emergentes (sobre todo porque los fondos de pensiones en los Países Bajos prefieren decididamente las acciones que los bonos para su inversión extranjera).

Dentro de Europa, los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida del Reino Unido y los Países Bajos están "a la vanguardia" de las inversiones en valores extranjeros. Estos países muestran una gran relación entre los activos institucionales y el producto interno bruto. En ambos países los beneficios proporcionados por el gobierno por concepto de pensiones son relativamente reducidos y eso obliga a las personas a ahorrar para su vejez.

El Reino Unido y los Países Bajos constituyen la excepción más que la regla dentro de Europa. Por ejemplo, existen fondos de pensiones estatales más generosos en Francia, Italia y Suiza; en Alemania hay un sistema especial de jubilaciones y, por consiguiente, en esos países es reducida la relación entre los activos institucionales y el producto interno bruto. No obstante, algunos observadores¹⁰ consideran que es probable que esta situación se modifique a medida que los generosos beneficios gubernamentales en materia de pensiones se vayan tornando inviables en esos países tanto por el envejecimiento de la población como por la necesidad de reducir los déficit presupuestarios. Como consecuencia de esta y de otras tendencias se espera un importante incremento de los activos de los fondos de pensiones en Francia, Alemania, Italia y Suiza en los años venideros. Así, Baring Securities¹¹ calcula que esos activos aumentarán 50% de 1991 a 1996 y alcanzarán a casi 500 mil millones de dólares en el segundo de esos años. Además, se proyecta en los próximos años un considerable incremento de la proporción actualmente reducida de esos activos que corresponden a activos extranjeros. Por lo tanto, existen muchas posibilidades de que aumenten las inversiones de los fondos de pensiones de Francia, Alemania, Italia y Suiza en acciones (y bonos) emitidos por los prestatarios latinoamericanos. Por eso, quizá les convenga a los prestatarios latinoamericanos hacer esfuerzos especiales para atraer el interés de estos inversionistas potencialmente de importancia y asimismo de otros fondos de pensiones más establecidos, como los del Reino Unido y de los Países Bajos.

¹⁰ Información basada en entrevistas; véase también Baring Securities (1993).

¹¹ Con base en estimaciones de Intersec Research.

Ahora se examinarán los fondos de pensiones del Reino Unido, que son, con mucho, los inversionistas europeos más importantes en acciones de los mercados emergentes (véase cuadro 11). ¿Cuál es la proporción de sus inversiones en mercados emergentes destinadas a la América Latina y cuál ha sido su evolución? Este es un interrogante importante, porque puede afirmarse que las inversiones de las instituciones como los fondos de pensiones suponen un compromiso de plazo más largo y por lo tanto son en potencia menos volátiles que las inversiones de otras fuentes.

Actualmente es imposible obtener información separada de los mercados emergentes de la América Latina, pero existen datos por separado relativos a los mercados emergentes de la Cuenca del Pacífico y a otros mercados emergentes (sobre todo en la América Latina, pero también se incluyen algunos del subcontinente Indio y del Medio Oriente). El cuadro 13 presenta información de la inversión total de los fondos de pensiones del Reino Unido, ascendentes a 185 mil millones de libras, efectuadas por 3 mil inversionistas diferentes. La información contenida en el cuadro 13 indica que: *i*) las acciones latinoamericanas seguían representando (en septiembre de 1993) una proporción muy reducida (un poco inferior a 0.6%) de los activos totales del Reino Unido, aunque se observa un incremento sistemático y sostenido desde diciembre de 1990; *ii*) la participación de las acciones de los países de la Cuenca del Pacífico (excluido Japón) en los activos totales del Reino Unido era diez veces superior a la de los países de la América Latina en diciembre de 1990. Ésta continuó creciendo en los pasados tres años, a un ritmo algo menor que las acciones latinoamericanas. Las acciones de los países de la Cuenca del Pacífico (excluido Japón) constituían una proporción tan alta de los activos de los fondos de pensiones del Reino Unido a fines de 1993 como las acciones japonesas o las estadounidenses.

Las cifras precedentes parecerían confirmar que hay muchas posibilidades de que aumente la participación de las acciones latinoamericanas en los fondos de pensiones del Reino Unido.

Esas expectativas fueron confirmadas en entrevistas realizadas con representantes de los fondos de pensiones y gerentes de los fondos de inversión. Por ejemplo, un representante de la empresa Mercury, que es la administradora de fondos de pensiones más grande de Europa, señaló que los fondos de pensiones del Reino Unido (y asimismo los inversionistas particulares) seguirán incrementando la proporción de sus inversiones en la América Latina, pero que ésta no

CUADRO 13. *Participación porcentual en las inversiones totales de los fondos de pensiones del Reino Unido, con exclusión de los bienes raíces^a*

	1990		1991			1992			1993		
	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio
Otras acciones (incluidas las latino-americanas)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Acciones de la Cuenca del Pacífico (excluido Japón)	2.1	2.6	3.0	2.8	2.9	3.3	3.5	3.4	3.7	4.2	4.6

FUENTE: CAPS Ltd., *Quarterly Bulletin*, Londres, varios números.

^a Corresponde a 185 mil millones de libras que es el valor de los activos totales (excluidos los bienes raíces) de 3 mil carteras de los fondos de pensiones del Reino Unido.

llegará tan alto como la orientada a los países de la Cuenca del Pacífico. Un representante de Robert Fleming, otra gran empresa administradora de inversiones, confirmó que la tendencia era similar y destacó que en 1993 aumentó el interés de los inversionistas institucionales del Reino Unido por la América Latina; esto queda de manifiesto por el hecho de que muchos *brokers* del Reino Unido cuentan ahora con "expertos" y "oficinas" para que se ocupen específicamente de los valores latinoamericanos, en tanto que hasta hace poco tiempo esa tarea se encomendaba al analista de los valores estadounidenses. Esta tendencia fue además confirmada por un representante del fondo de pensiones de los ferrocarriles británicos, British Rail Pension Fund (BRPF), que es el fondo de pensiones más grande del Reino Unido.

Es interesante señalar que todos los activos de este importante fondo de pensiones son administrados en el exterior por cinco administradores con arreglo a un sistema de inversiones globales, quienes trabajan en una lista aprobada de países. Es también interesante que los cinco administradores hayan insistido mucho ante el BRPF durante 1993 (y de manera más informal en los dos años anteriores) que se

les permitiera invertir los fondos de esa empresa en la América Latina y también en la Europa Oriental. Según informaciones recibidas se autorizó la inversión de montos pequeños en la América Latina.

Las entrevistas también indicaron que había una diferencia interesante entre las inversiones de los Estados Unidos y las del Reino Unido en valores latinoamericanos. En los Estados Unidos es grande el volumen de las transacciones efectuadas por los *brokers* de acciones latinoamericanas, de suerte que pueden ganar suficientes comisiones en las transacciones en el mercado secundario. En el Reino Unido es todavía reducida la escala de las transacciones en valores latinoamericanos, de modo que los *brokers* prefieren ocuparse principalmente del mercado primario, en el cual se pueden obtener comisiones más altas (que van de 6 a 7%) y a ese fin es necesario tener buenas relaciones con los mejores prestatarios.

En el Reino Unido es necesario hacer una distinción importante en cuanto a la distribución por países (en la América Latina) entre los inversionistas generales (como los fondos de pensiones) y los más especializados (como los que invierten en fondos regionales). Por ejemplo, los administradores de inversiones generales ofrecieron a sus inversionistas generales una cartera denominada "cartera prudente" de valores latinoamericanos en la que alrededor de 60% correspondía a activos mexicanos, y más o menos 15% a Brasil, Chile, y Argentina. El mismo administrador de inversiones para sus fondos latinoamericanos especializados ofrecía una combinación que contenía 50% de activos mexicanos, más de 20% de brasileños y alrededor de 10% de activos argentinos y chilenos, respectivamente, e incluía también algunas inversiones en mercados menos conocidos o "más riesgosos" como Perú, Colombia y Venezuela.

Además, la empresa Foreign and Colonial, que sería la más grande inversionista de cartera de Europa en la América Latina, muestra una diversificación aún mayor de su cartera en su fondo latinoamericano, en el que sólo 32% corresponde a valores de México, una proporción similar al Brasil, 14% a la Argentina, alrededor de 5% a Colombia, Venezuela, Chile y Perú respectivamente y montos menores (inferior a 1%) a países como Ecuador y Bolivia.¹² En relación con las comparaciones entre inversionistas estadounidenses y europeos (en especial del Reino Unido) se informó¹³ que estos últimos conocen mejor la América Latina y por lo tanto están más dispuestos a colocar sus in-

¹² Información obtenida en entrevistas.

¹³ *Ibid.*

versiones en mayor número de países de la América Latina que los inversionistas más "prudentes" de los Estados Unidos que concentran una proporción más alta de sus inversiones en valores mexicanos.

En lo que se refiere a las tendencias recientes (1993) cabe destacar el creciente interés que muestran los inversionistas del Reino Unido por las acciones brasileñas, estimulado por los enormes incrementos de los precios en la Bolsa de Valores de Brasil. El proceso tendiente a la mayor diversificación por países dentro de la América Latina no se restringe a las inversiones en acciones de la región. En efecto, se sabe (West Merchant Bank, 1993) que en los recién pasados años se ha producido una importante diversificación geográfica del número de países latinoamericanos que tiene acceso al mercado internacional de bonos, con el ingreso de Uruguay y Trinidad en 1992 y el de Chile, Colombia y Guatemala en 1993. Es interesante destacar que los bonos de Guatemala están garantizados por los ingresos de las exportaciones de café, modalidad similar a la seguida por primera vez por los prestatarios mexicanos en el mercado de bonos, cuyas ofertas iniciales estuvieron garantizadas por los ingresos de exportación, pero no así las siguientes, ya que el mercado conocía mejor a estos países y prestatarios.

4. *Préstamos de la banca*

En contraposición con la bonanza observada en el mercado internacional de bonos y acciones, los préstamos totales de la banca a los países latinoamericanos declinaron mucho en el periodo 1987-1991. Esta caída obedeció tanto, como ya se dijo, a que se había producido un descenso global de los préstamos bancarios en el ámbito internacional, como porque se redujeron de manera considerable los préstamos concedidos a los países latinoamericanos y a otros países en desarrollo, que en los recién pasados años tuvieron problemas para servir la deuda. Con todo, es interesante señalar que durante 1992 el valor neto del crédito agregado de la banca a los países latinoamericanos no pertenecientes a la OPEP tuvo signo positivo por primera vez en seis años y su valor llegó a 12.1 mil millones de dólares, lo que no se había alcanzado en una década (véase cuadro 14). Además, los préstamos a la región (con un valor de .8 mil millones de dólares) nuevamente mostraron signo positivo en los tres primeros trimestres de 1993, aunque significativamente inferior al de los cuatro trimestres anteriores (BPI, 1994). Por lo tanto, es posible que se observe una nue-

CUADRO 14. *Préstamos a diferentes grupos de países de los bancos informantes al BPI^a*

(Miles de millones de dólares)

Endeudamiento de los bancos informantes	Cambios, excluidos los efectos del tipo de cambio							1992 ^b
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
Países latinoamericanos no pertenecientes a la OPEP	1.5	-3.7	-5.0	-16.7	-23.0	-0.3	12.1	200.1
Países menos desarrollados no pertenecientes a la OPEP	3.1	2.2	-2.4	-19.6	-5.7	13.8	30.3	410.1
Endeudamiento total	14.4	11.6	13.5	-1.7	-11.9	8.1	63.7	813.2

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales (1993).

^a No situados en la región a la que corresponde la información.

^b Fines de 1992.

va e importante tendencia de incremento del crédito bancario a la América Latina.

No se ha publicado información acerca de las fuentes geográficas de esos préstamos concedidos por la banca a la América Latina pero, sin embargo, según las estimaciones suministradas por el BPI,¹⁴ aproximadamente un tercio del total de las corrientes de crédito de la banca a la América Latina en los pasados tres años tuvo su origen en Europa.

El crédito de la banca internacional, tanto el destinado a la América Latina como a los países en general, presenta ahora una nueva e importante característica que podría generar algunos problemas, como el importante acortamiento de sus vencimientos medios. Así, la proporción de los préstamos con vencimiento de hasta doce meses de los países latinoamericanos no pertenecientes a la OPEP, dentro del total de los préstamos bancarios, subió de 42.5% a fines de 1991 a 45.1% a mediados de 1992 y a 47.4% a fines de 1992; la proporción corres-

¹⁴ Informaciones obtenidas en entrevistas.

pondiente a todos los países en desarrollo tuvo un crecimiento similar, de 49.4% a fines de 1991 a 54.1% a fines de 1992, si bien fue levemente superior la proporción correspondiente a los préstamos de corto plazo. Dentro de la América Latina se observaron incrementos en especial rápidos en 1992 de la proporción de préstamos con un vencimiento de hasta un año en Argentina, Colombia y Chile.

Esta tendencia observada en la América Latina y en el resto de los países en desarrollo (como asimismo en todo el crédito bancario) refleja la mayor preferencia de los bancos por los préstamos de corto plazo, que queda de manifiesto por la no renovación de préstamos de largo plazo y la creciente importancia del crédito vinculado con el comercio.

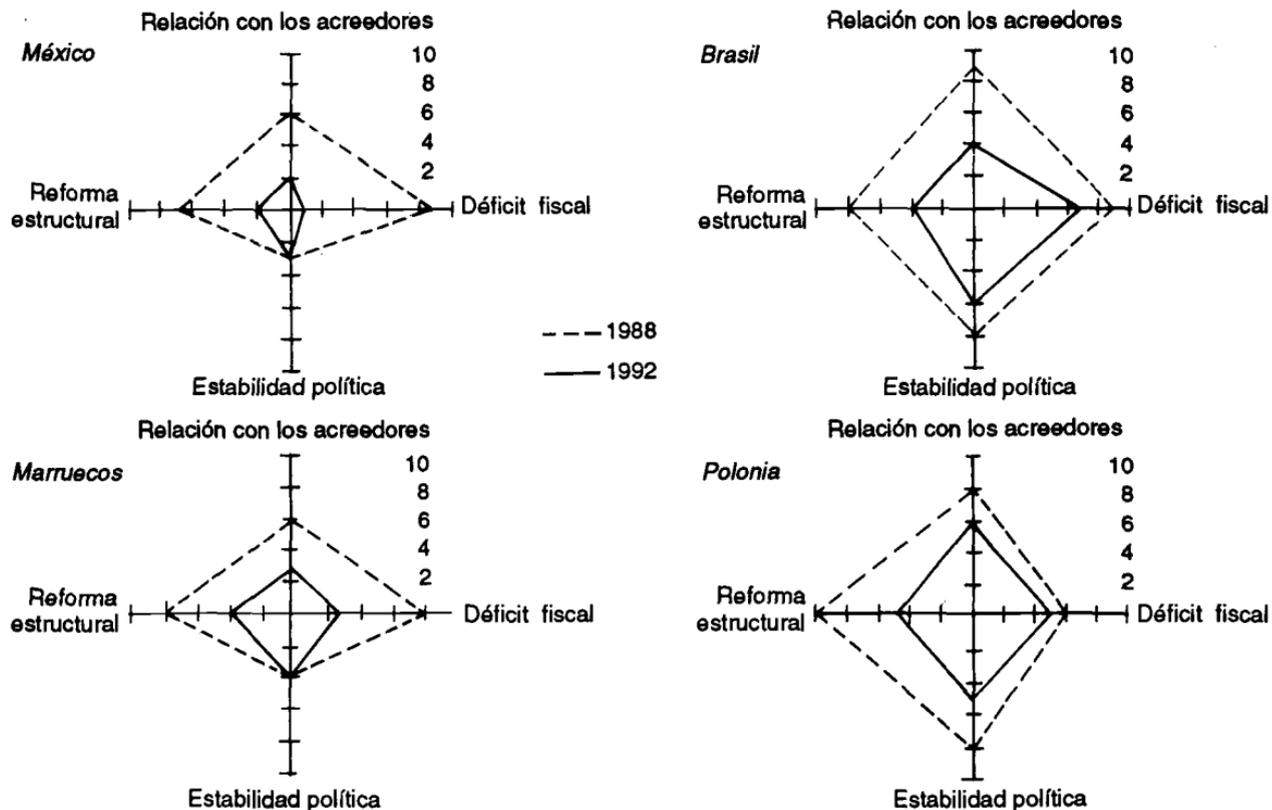
III. MOTIVACIONES DE LOS INVERSIONISTAS EUROPEOS EN VALORES

En esta sección se examinan las motivaciones de los inversionistas europeos para invertir en valores latinoamericanos, el grado en que esas motivaciones difieren según los valores y los factores de los cuales depende que se mantengan los montos actuales de esas corrientes.

El primer aspecto importante que revelaron las entrevistas es que se consideraba en general que los inversionistas europeos específicos (por ejemplo los fondos de pensiones) parecen decidir primero si prefieren o no un país determinado o una región. Después de haber decidido invertir en un país o región determinados tenderán a invertir en la gama completa de instrumentos ofrecidos, incluidos las acciones, los bonos y los instrumentos de corto plazo. La preferencia por un conjunto de instrumentos en una región como la América Latina dependerá principalmente de sus preferencias generales. Así, los inversionistas del Reino Unido tienden a preferir en general las inversiones en acciones, y esa misma preferencia se refleja en sus activos internacionales generales y en sus inversiones en la América Latina. Los inversionistas alemanes tienen marcada predilección por los instrumentos de renta fija (en especial bonos) y eso queda de manifiesto por la distribución de sus activos internacionales y latinoamericanos.

Otra característica importante de los inversionistas es que parecen pensar sobre todo en términos regionales. Así, se expresan muy favorablemente acerca de la región latinoamericana en general, si bien dentro de ella pueden tener cierta preferencia por determinados países. Esta "regionalización" de las preferencias influye en las ten-

GRÁFICA 3. Factores que influyen en la venta de bonos en cuatro países



FUENTE: Morgan Grenfell.

dencias positivas y negativas. Por ejemplo Ross Perot, en un discurso pronunciado cuando era candidato a la presidencia de los Estados Unidos se mostró contrario al Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) y eso influyó para que los inversionistas nacionales y extranjeros vendieran las acciones que tenían en un país tan distante de México como Argentina, con la consiguiente caída de los precios de las acciones en éste, aunque la vinculación objetiva entre el desempeño económico de la Argentina y el discurso de Perot era muy tenue.

El rendimiento es sin duda uno de los factores más importantes que estimulan a los inversionistas europeos a invertir en los bonos de los países en desarrollo. En la medida en que las tasas de interés en Europa siguen cayendo de manera sostenida y las tasas de interés en los Estados Unidos permanecían muy bajas los rendimientos más altos son, sin duda, un incentivo importante y lo son también crecientemente para los inversionistas europeos. En la medida en que estas diferencias de rendimientos mermaran (por ejemplo porque aumentaran las tasas de interés en los Estados Unidos) podría disminuir de modo considerable el atractivo que tienen los bonos latinoamericanos. Otro elemento importante es que el aumento de la demanda de bonos latinoamericanos corre paralelo con los aumentos de volumen y de los precios de las transacciones en el mercado secundario, en especial de los bonos Brady, y está vinculado con ellos.

El Banco Morgan Grenfell, que es uno de los bancos de inversión más activos de la ciudad de Londres, resumió los factores específicos de los países que influyen en la venta de bonos latinoamericanos. Los factores fundamentales son: *i*) la relación con los acreedores; *ii*) las políticas fiscales; *iii*) la coherencia entre la política económica y la estabilidad política, y *iv*) los avances de las reformas estructurales, como por ejemplo de la privatización.

La gráfica 3 ilustra la aplicación de esos cuatro criterios en dos años diferentes a cuatro países (México, Brasil, Marruecos y Polonia). En 1992 México resultó ser el país más atractivo, cuyo "desempeño" ha mejorado mucho respecto al de 1988. Se mencionó el aumento exponencial de las investigaciones respecto a las economías latinoamericanas realizadas por grandes empresas inversionistas como un indicio de que es posible que aumenten las transacciones de los inversionistas del Reino Unido tanto de bonos como de acciones.

Para conocer las motivaciones de los inversionistas en valores latinoamericanos radicados en el Reino Unido es importante comprender primero los complejos arreglos institucionales que existen

tras sus decisiones. Los inversionistas institucionales (como los fondos de pensiones y las compañías de seguros) son la fuente que suministra los fondos, pero participan de manera muy indirecta, y en cierta medida parcial, en el proceso de adopción de decisiones pues contratan consultores para los fondos de pensiones que los asesoran respecto a las estrategias generales. También contratan administradores de las inversiones, a quienes tienden a dar pautas muy amplias respecto a las cuales éstos formulan sugerencias o proponen cambios. Por último, los *brokers* son los que participan directamente en la adquisición de las acciones. Hay cierta dispersión de las decisiones. También se distribuyen de manera dispareja los conocimientos, pues los conocimientos especializados de los mercados latinoamericanos que tienen por ejemplo los administradores de los fondos de pensiones, son mucho menos completos que los de los administradores de las inversiones. Quizá sería conveniente que los prestatarios latinoamericanos establecieran vías de comunicación y vínculos más sólidos con los administradores de los fondos de pensiones de manera directa.

Algunos de los factores que determinan las inversiones en acciones latinoamericanas son de origen global. Por ejemplo, cuando bajan las tasas de interés sobre los depósitos se transfieren en gran escala los recursos de los bancos a los mercados de valores. Además, se teme que la rentabilidad de las acciones europeas pueda descender mucho o tornarse negativa, y se considera que la inversión en los mercados emergentes (incluidos los latinoamericanos) ofrece posibilidades de mejores rendimientos y de reducción sistemática del riesgo. Ese razonamiento está respaldado por investigaciones que muestran que los ciclos económicos nacionales no guardan relación entre sí (en especial en las épocas en que no hay crisis) de modo que la inversión de una proporción de la cartera en otros mercados podría reducir de manera sistemática el riesgo para la misma rentabilidad (Davies, 1991; Banco Mundial, 1993). Además, una razón de peso para invertir en acciones latinoamericanas es que su precio aumentó mucho más rápido (así como el de las acciones de varios países del Asia Oriental) que el de las acciones de los países desarrollados en 1990-1992. Efectivamente, en 1992 los seis mercados que tuvieron el mejor desempeño eran mercados emergentes.

En cuanto a los factores más específicos, la mayoría de los administradores de los fondos parece aplicar un criterio de lo general a lo particular para la selección de las acciones en los países en desarrollo. Así, primero evalúan las perspectivas económicas globales del país

(y algunos fijan como mínimo un crecimiento de 4 a 6%) y luego examinan el ámbito sectorial y de las empresas. Los administradores de las inversiones consideran que en general es inadecuada la calidad de la información financiera disponible por empresas en los países latinoamericanos.

Como ya se dijo, los inversionistas institucionales del Reino Unido apenas ahora están comenzando a invertir en valores latinoamericanos y están aumentando su participación de una manera más prudente. La renuencia a actuar con más celeridad se debe a que la América Latina todavía es calificada como una región algo volátil tanto desde el punto de vista económico como político.

Se considera que el desempeño reciente de la América Latina (tanto de las economías como de los mercados de valores) es bueno y está mejorando, y eso se refleja en las categorías mucho mejores que ocupan las economías latinoamericanas desde 1989 en la clasificación del riesgo por países, publicada por ejemplo por *Institutional Investor* y *Euromoney*. Sin embargo, algunos inversionistas institucionales radicados en el Reino Unido aún se preocupan (aunque menos) de la sostenibilidad del mejor comportamiento económico de la América Latina.¹⁵

Entre los criterios que atraen a los inversionistas institucionales e individuales del Reino Unido hacia la América Latina figuran:¹⁶ *i*) importantes cambios de la filosofía económica hacia la preferencia por economías de libre mercado, cambio que es considerado en general permanente; *ii*) mayor crecimiento y aumento de las perspectivas de crecimiento; *iii*) un manejo macroeconómico prudente, y *iv*) mayor estabilidad política. En la medida en que los factores internos del país sean principalmente los que atraigan esas corrientes y se mantengan (tanto de bonos como de acciones) hay más posibilidades de que esas corrientes todavía sean muy importantes.

Otros factores que se mencionaron entre los que influyen en la decisión de invertir en el mercado latinoamericano son el tamaño del mercado (hubo una clara preferencia por los mercados más grandes) y la reglamentación nacional. Los inversionistas radicados en el Reino Unido le asignan gran importancia a la reglamentación adecuada de los mercados latinoamericanos y consideran que ha mejorado de modo considerable; sin embargo, juzgan conveniente que sigan perfeccionándose otros aspectos claves, como la liquidez de los merca-

¹⁵ Información obtenida en entrevistas.

¹⁶ *Ibid.*

dos locales, la información sistemática y los procedimientos de pago y de compensaciones. Un aspecto de la reglamentación aplicada por los países latinoamericanos que los inversionistas radicados en el Reino Unido consideran problemático es la exigencia de un periodo de tenencia continuada existente en Chile; se sostiene que esta exigencia, si bien no crea problemas a las grandes empresas que pueden colocar valores extranjeros por la vía de los ADR, restringe el acceso de las empresas medianas y pequeñas a los inversionistas extranjeros en acciones.

Se observa una gran diversidad en cuanto a la meta de rentabilidad exigida o esperada, establecida antes de invertir. Algunos administradores de inversiones más agresivos aducen que una rentabilidad anual inferior a 20% es "decepcionante". Por otra parte, algunos inversionistas institucionales calculan que es posible tolerar rentabilidades muy bajas ya que al invertir en los mercados latinoamericanos u en otros mercados emergentes se produce una diversificación considerada valiosa.

En lo que se refiere al periodo de tenencia establecido para los mercados emergentes, es importante subrayar que los administradores de fondos extranjeros tienden a "mantener" sus inversiones en valores de esos mercados por periodos mucho más largos (la rotación promedio de su cartera en los mercados emergentes fue de 0.8 veces al año en el periodo 1986-1992) que en los mercados de los países desarrollados (en los cuales la rotación promedio de las carteras de valores extranjeros de los inversionistas globales durante el periodo 1986-1992 fue de 2.6 veces al año). Esa información llevó a Howell (1993) a concluir que, si bien los administradores de fondos extranjeros se dedican a la "compra-venta" en los mercados de los países desarrollados (utilizando de manera creciente instrumentos derivados), y buscan oportunidades de arbitraje cada vez más escurridizas, están "invirtiendo" en los mercados emergentes en los cuales han acrecentado de modo sostenido sus inversiones de riesgo. No obstante, los plazos promedio de tenencia de las acciones de los países en vías de desarrollo son aún relativamente reducidos.

Al parecer, los periodos de tenencia de los inversionistas globales radicados en el Reino Unido son algo más prolongados, pues les interesa más la apreciación del capital en el largo plazo. Asimismo, hay algunos datos que indican que el horizonte temporal de los inversionistas tiende a ser más largo en el caso de las inversiones en los mercados de Asia, en que las transacciones son determinadas por

factores fundamentales; se informó que, en general, son más cortos los periodos de tenencia de las inversiones en los mercados latinoamericanos, ya que éstas tienden a orientarse en mayor medida por criterios especulativos; una de las razones que explica este comportamiento es las altas tasas de inflación de algunos países (por ejemplo Brasil) que complican las estrategias de inversión de largo plazo.¹⁷

Los administradores de inversiones entrevistados señalaron que entre los factores que podrían originar una salida en gran escala de los fondos invertidos en los mercados de acciones de la América Latina cabría señalar un cambio importante de la economía internacional (por ejemplo un alza rápida e importante de las tasas de interés de los Estados Unidos o un incremento marcado del proteccionismo de los países del mundo industrial) o graves perturbaciones políticas en alguno de los países latinoamericanos más grandes.

IV. REGLAMENTACIÓN DE LA INVERSIÓN EN EUROPA

Un elemento muy importante que influye en las corrientes de los países de Europa hacia las inversiones latinoamericanas es la reglamentación en el país de origen. Se observan dos tendencias generales en las inversiones de los inversionistas institucionales europeos. Una es que las restricciones que limitan la capacidad de los fondos de pensiones de los países europeos para realizar inversiones internacionales son menores que las que afectan a las compañías de seguros. La segunda es que existe un marcado contraste entre algunos países europeos, en los que la reglamentación es bastante liberal (en especial en el Reino Unido, pero también en importante medida los Países Bajos), y otros en que la reglamentación es muy restrictiva (por ejemplo Alemania, Francia e Italia).

La reglamentación vigente para las compañías de seguros del Reino Unido estipula que si los pasivos en cualquier moneda exceden 5% del total, al menos 80% de los activos debe mantenerse en esas monedas. Como la mayoría de los pasivos están en libras esterlinas eso quiere decir que también 80% de los activos debe estar en esa misma moneda. Además, las empresas tienen que demostrar a las autoridades supervisoras en intervalos regulares que cumplen las exigencias estatutarias de solvencia.

En otros países de Europa los reglamentos no permiten a las com-

¹⁷ Agradezco a Kwang Jun quien me proporcionó esta información en entrevista.

pañías de seguros mantener proporciones considerables de activos extranjeros, lo cual significa que las empresas no pueden expandir libremente las tenencias de activos extranjeros. Así, en Alemania la ley de supervisión de los seguros (Law on Insurance Supervision) especifica que las tenencias de activos necesarias para cumplir las obligaciones contractuales de los seguros (que representan más de 90% del total) deben pertenecer a uno de doce tipos especificados, y los activos extranjeros están excluidos de esa lista. Desde el punto de vista técnico se exige una correspondencia de 100% entre las obligaciones vinculadas a los seguros de vida en moneda nacional y los activos nacionales. Los activos extranjeros no pueden exceder asimismo 5% de los demás activos (es decir las reservas asignadas a bonificaciones futuras). Se informó que la directiva de la CE aumentaría este máximo aplicado a las inversiones extranjeras, pero de todos modos la reglamentación seguiría imponiendo otras restricciones.

En Francia, como en Alemania, se exige una equiparación de 100% entre las obligaciones correspondientes a los seguros de vida y los activos y asimismo que 34% se invierta en bonos públicos. Otros países de Europa han establecido restricciones en los activos de las compañías de seguros de vida similares a los existentes en Alemania y Francia. En Italia los activos en moneda extranjera no pueden sobrepasar la cuantía de las obligaciones en esas mismas monedas. Los Países Bajos en cambio han establecido un régimen liberal y no hay restricciones en las tenencias de activos o requisitos de solvencia, aunque regularmente debe rendirse cuenta de la situación de los activos y de los pasivos de las empresas.

La reglamentación aprobada en el ámbito del mercado único en 1992 (incluida la Directiva sobre Seguros de Vida, Life Insurance Directive, que asegura la competencia internacional) puede, como efecto de la competencia, reducir directa o indirectamente las diferencias en las restricciones a la cartera. Ello ocurrirá, en particular, porque las empresas de la CE podrán operar aplicando la reglamentación del país "de origen", lo cual permitirá a las empresas extranjeras competir ciñéndose a una reglamentación menos rigurosa.

En Alemania se regula también la rentabilidad y se aplican restricciones al diseño de los productos. Según las nuevas directivas de la CE, incluso aunque los productos no cambiaran, los incentivos para invertir en el exterior podrían aumentar; sin embargo si, como puede ocurrir, cambia la naturaleza del producto como consecuencia de las directivas de la CE, aumentará la inversión externa de Alemania.

Los fondos de pensiones del Reino Unido (como en los Estados Unidos) tienen que proceder con "prudencia" (*prudent man rule*) y para eso los administradores deben lograr una diversificación razonable de la cartera. Las tenencias de cartera de los fondos de pensiones de ese país no están sujetas a reglamentación, con excepción de los límites establecidos a las inversiones en la propia empresa (5%) y a la concentración. (Con todo, los fideicomisarios pueden imponer límites a la distribución de la cartera.) Por consiguiente, no existen límites reglamentarios a la proporción de los activos extranjeros pertenecientes a los fondos de pensiones del Reino Unido. La reglamentación aplicada a los fondos de pensiones en Alemania es similar a la que rige para las compañías de seguros de vida (incluido el límite de 4% respecto a las tenencias de activos extranjeros).

La reglamentación fiscal restringe en Francia las inversiones en activos nacionales de algunos fondos de pensiones, lo cual supone un control aún más riguroso que en Alemania. Las limitaciones aplicadas en Suiza son similares a las existentes en Alemania, si bien un poco menos restrictivas; el límite para los activos extranjeros es de 20% y para las acciones extranjeras de 10%. Por último, en los Países Bajos los fondos privados no están sometidos a restricciones, excepción hecha del límite de 5% a la inversión en la misma empresa. En cambio los fondos del servicio público están sometidos a estrictas limitaciones y sólo pueden invertir 5% en el exterior.

Como la reglamentación aplicada a los inversionistas institucionales en Europa continental podría liberalizarse —tanto por efecto de la influencia del modelo anglosajón como de las directivas de la CE, ya descritas— habría grandes posibilidades de que aumentaran las inversiones en activos extranjeros de esas instituciones, incluidas las tenencias en la América Latina. Ese crecimiento potencialmente alto puede ser muy importante en el caso de las instituciones sometidas en la actualidad a una reglamentación muy restrictiva y de los países en que podrían crecer los activos institucionales, como antes se señaló.

Las modificaciones de la reglamentación de la CE, y no sólo de las que regulan las actividades de los inversionistas institucionales sino también las de los intermediarios financieros, afectarán las decisiones respecto a la asignación global de fondos originados en fuentes europeas, y por lo tanto influirán en la proporción destinada a la América Latina. Sería algo prematuro en este momento predecir en qué lugar se dejarán sentir los efectos de esos cambios, ya que sólo se han producido recientemente o se producirán después (véase más

adelante). Sin embargo, las medidas que se describirán brevemente líneas abajo es evidente que estimularán la actividad internacional dentro de Europa de las entidades financieras y, por consiguiente, podrán facilitar el acceso de los prestatarios latinoamericanos a fuentes de ahorro europeos mayores y más variadas. Por otra parte, se correría el riesgo de que al centrar la atención en la integración financiera y las oportunidades de inversión en Europa pudieran distraerse la atención y los recursos de las inversiones externas. Es menos probable que esta tendencia que, según los informantes, se observó en las afluencias de IED, se manifieste también en los de valores.¹⁸

La creación de un mercado financiero único en la CE es un elemento esencial del Mercado Único establecido en 1992 y tiene como objetivo primordial eliminar dentro de la CE los controles internos respecto al capital y las barreras al suministro internacional de servicios financieros internacionales. Para ese fin deben adoptarse dos medidas: el reconocimiento de la licencia única que faculta a las instituciones para desarrollar actividades en cualquier país de la CE, y un consenso en las exigencias mínimas. El reconocimiento recíproco de los bancos e instituciones de crédito se estableció en la Segunda Directiva Bancaria (Second Banking Directive), que entró en vigencia el 1º de enero de 1993 y que permite a cualquier banco legalmente establecido en cualquier país miembro crear filiales en los países de la CE sin tener que solicitar permiso especial al país anfitrión o mantener el capital por separado. El banco, incluidas las filiales en otros países, se rige para todos los efectos por la reglamentación vigente en el país de origen, excepto en lo que se refiere a la liquidez y al riesgo en los mercados nacionales. Existen directivas complementarias y acuerdos bilaterales acerca de la reglamentación bancaria en el contexto de la CEE.¹⁹

Uno de los posibles efectos de estas directivas es que aumente la competencia a la que se ven expuestos los bancos europeos, los cuales actualmente tienen algunas características monopolísticas; algunas personas han sugerido también que el mercado único puede traer consigo un cambio hacia un modelo de banca universal, ya que la Segunda Directiva Bancaria de la CE parece inclinarse en esa dirección, puesto que permite a los bancos universales que desarrollen actividades en todos los países de la CE, en tanto que restringe a los bancos del modelo "anglosajón", en cualquier país miembro, a la misma gama reducida de actividades que hoy se desarrolla.

¹⁸ Información obtenida en entrevistas.

¹⁹ Para más detalles véase, por ejemplo, Griffith-Jones (1993).

De conformidad con la directiva de servicios de inversión (Investment Services Directive) aprobada en 1992 y que se pondrá en práctica en 1996, la expedición del pasaporte único en los mercados de valores debe regirse por sus principios. Faculta a los agentes de valores autorizados en cualquier país miembro para desarrollar actividades en cualquier lugar de la CE; se complementa con exigencias de capital destinadas a garantizar la seguridad y la solvencia de los agentes y *brokers* de valores (establecido en la directiva respecto a la idoneidad del capital, Capital Adequacy Directive), vigente para las sociedades de valores y las transacciones de valores efectuadas por los bancos.

Hay otro elemento importante del mercado único europeo que se refiere a la venta y a la publicidad de los productos más que al establecimiento de las actividades comerciales. En especial se autorizó la venta internacional de acciones de las sociedades de inversiones con número variable de acciones, de conformidad con la Directiva de Inversiones Colectivas (Directive on Collective Investment) que entró en vigencia en la mayoría de los países de la CE en 1989 y trajo consigo un incremento apreciable del volumen de actividades internacionales. Sin embargo, según algunos expertos ese aumento correspondió aparentemente en gran medida a la compra con descuento de una deuda en divisas y rescate a valor nominal en moneda nacional (*round-tripping*). Cuando se efectúan este tipo de compras es casi imposible hacer un análisis estadístico exacto de los orígenes por país.

La Directiva de Fondos de Pensiones (Directive on Pension Fund) de la CE establece como principio general su libertad de inversión y así, por ejemplo, los gobiernos no pueden obligar a los fondos de pensiones a mantener solamente activos nacionales. Se encuentran en marcha iniciativas similares de la CE aplicables a las compañías de seguros de vida y a otras compañías de seguros.

Por último, en lo que se refiere a la reglamentación de la inversión en países individuales europeos, es importante señalar que en la actualidad se están examinando cambios similares en el Reino Unido. Es pertinente destacar estos cambios en este momento, porque algunos de los administradores de inversiones que fueron entrevistados se refirieron en especial a la reglamentación existente como una limitación importante para la inversión en acciones latinoamericanas, sobre todo en el caso de los particulares.

La Junta de Valores e Inversiones (Securities and Investment Board)

reglamenta las actividades de las empresas de valores e inversiones en el Reino Unido, principalmente mediante una red de organizaciones autorreguladas. Esta Junta publica por lo regular listas de bolsas en el exterior que, de acuerdo con su criterio, ofrecen protección aceptable al inversionista. Estas listas son importantes, porque al invertir en mercados aprobados de valores las exigencias de capital son inferiores, y por lo tanto estas inversiones resultan más lucrativas para las sociedades de valores.

La lista de mercados aprobados hacia mediados de 1993 para las sociedades autorizadas de inversión con número variable de acciones sólo incluye el mercado de México entre los mercados de valores latinoamericanos, aunque comprende varios mercados de valores asiáticos (Corea, Malasia, Singapur y Tailandia). Según los informantes²⁰ es relativamente sencillo lograr la inclusión de nuevos mercados de valores en la lista cuando se lo solicite; no obstante, de todos los países latinoamericanos sólo México lo ha pedido.

En octubre de 1993 la Junta revisó su política (Junta de Valores e Inversiones, 1993) y propuso que se eliminara el concepto de los mercados aprobados que se aplica a las sociedades autorizadas de inversión con número variable de acciones; también propuso que en lugar de la lista de mercados de valores aprobados se estableciera la obligatoriedad para los administradores de esas sociedades de invertir, después de haber consultado a los fideicomisarios, sólo en los mercados que: *i*) están reglamentados; *ii*) funcionan con regularidad; *iii*) son reconocidos, y *iv*) están abiertos al público.

Es interesante conocer las razones de la Junta para justificar este cambio propuesto. Sostiene que, siempre que el administrador utilice parámetros que sean de conocimiento público, la integridad y la competencia de los administradores de esas sociedades para evaluar el mercado pertinente darían protección adecuada a los inversionistas. Por consiguiente, considera que “este criterio no traería consigo merma material alguna de la protección del inversionista”. Aduce que, dada la acelerada globalización de la inversión y el incremento del número de mercados a los cuales acuden los administradores de los fondos para invertir, no resulta realista esperar que, conforme la reglamentación aplicada en el Reino Unido, se evalúe cada mercado —y se revise continuamente la evaluación— sin que eso se traduzca en un incremento apreciable de los costos y los recursos que demanda la reglamentación.

²⁰ Información obtenida en entrevistas.

Si este cambio de la reglamentación se aprueba en el Reino Unido —y parece probable que ello ocurra— su primer efecto será que a los prestatarios latinoamericanos les será más fácil obtener fondos de las sociedades de inversión con número variable de acciones del Reino Unido. Estas sociedades constituyen una fuente en potencia importante de entradas ya que sus activos totales en el Reino Unido alcanzan alrededor de 100 mil millones de dólares.²¹

Si bien este es un efecto que debería ser considerado positivo, quizá deban plantearse algunas inquietudes por el carácter aparentemente drástico del proceso de liberalizar la reglamentación que este cambio supone y refleja, y el hecho de que los costos y recursos que demanda la reglamentación, así como también las dificultades de reglamentar un mundo cada vez más globalizado, parezca influir tanto en la decisión del grado de reglamentación que efectivamente debe aplicarse.

V. CONDICIONES DE LAS CORRIENTES HACIA LA AMÉRICA LATINA: IDONEIDAD PARA EL DESARROLLO DE LARGO PLAZO Y RIESGOS

Como ya se indicó, existe en la actualidad una importante oferta global de capital extranjero que ingresa a la región latinoamericana y del cual una proporción considerable proviene de Europa. Además, hay indicios de que es muy probable que persistan, tanto a corto como a mediano plazos, por lo menos algunas de las razones principales que inducen a ese capital a dirigirse a la región (como las mejores políticas económicas aplicadas en muchos países y la rentabilidad e intereses mayores que ofrece la región en comparación con los países desarrollados). Por consiguiente, hay razones para considerar con optimismo, aunque con cierta cautela, la sustentabilidad de estas corrientes en el corto y el mediano plazos. También infunde cierto optimismo el hecho de que los inversionistas que tienen perspectiva de más largo plazo, como los institucionales —que incluyen los fondos de pensiones y las compañías de seguros— estén comenzando a invertir en la América Latina. Existen muchas posibilidades de que aumenten en el futuro las inversiones de los inversionistas institucionales europeos y en especial las de muchos países de la Europa continental, porque se proyecta un incremento de sus activos y es posible que aumente su diversificación internacional. Podrían crecer mucho en el futuro inmediato las inversiones en la América Latina de los inversionistas institucionales de países como el Reino

²¹ Información obtenida en entrevistas.

Unido y, en especial, de los que ya poseen cuantiosos activos y han logrado la diversificación internacional, pero cuyo monto de inversiones en la región es relativamente reducido. Quizá sea necesario que los prestatarios hagan algunos esfuerzos adicionales para tener acceso de manera adecuada a esas nuevas fuentes de fondos.

Aunque hay razones legítimas para ser optimista, pero con cierta cautela, respecto a la sostenibilidad de las corrientes en el corto y mediano plazos, es necesario destacar que esas afluencias presentan riesgos de volatilidad, determinados sobre todo por factores internacionales. Por ejemplo, si las tasas de interés y la rentabilidad subieran considerablemente en los países desarrollados, podría declinar el atractivo que tiene la América Latina para los inversionistas extranjeros. La historia económica muestra que esos cambios sí ocurren y que tienden a afectar de modo grave la afluencia de fondos a regiones como la América Latina.

Esta es una de las razones principales por las cuales es importante no suponer que se mantendrán las corrientes actuales que se dirigen a la América Latina y examinar qué posibilidades de volatilidad presentan dichas corrientes, cuáles podrían ser sus efectos negativos y asimismo de qué manera los encargados de formular las políticas podrían intentar minimizar ambos efectos.

A continuación se examinarán cuáles son las posibles causas de volatilidad que pueden afectar a las diferentes corrientes que afluyen a la región y asimismo cuáles son sus condiciones financieras generales, pero antes es necesario referirse a otro tema importante. El efecto de largo plazo que esas corrientes tienen en el crecimiento y el desarrollo depende no sólo de su permanencia y de las condiciones financieras por las que se rigen (por importantes que sean estos factores), sino también de su destino. ¿En qué medida se encauzan hacia la inversión y no hacia el consumo? ¿En qué medida se destina a la inversión en bienes comerciables, generadores de recursos adicionales en divisas que ayudarán a pagar el servicio de esas afluencias de recursos, sin crear una crisis de endeudamiento o reducir la capacidad para importar o tener ambos efectos? ¿No existe una contradicción entre la corriente de cuantiosos montos de capital, que hacen subir el tipo de cambio, con el fomento de la inversión en bienes comerciables? ¿Qué tan bien han resuelto esa contradicción las autoridades económicas de los países receptores?

A continuación se hará especial hincapié en los riesgos y costos de estas corrientes, a fin de encontrar la manera de minimizarlos. No

obstante, hay que subrayar que si la volatilidad se maneja bien y se reduce, y si las afluencias de fondos externos se invierten productivamente (y se destina una proporción importante de ellos a bienes comerciables), hay muchas posibilidades de que esas corrientes no sólo sean beneficiosas en el corto plazo sino de que esos beneficios se mantengan a mediano y largo plazos. Precisamente para lograr esos objetivos (que interesan por igual a inversionistas, prestamistas y prestatarios) quizá sea necesario adoptar medidas para fomentar la afluencia de recursos más convenientes y en algunos casos desalentar los menos convenientes, en especial si son muy cuantiosos. Ahora se examinarán las condiciones y la volatilidad potencial de diferentes corrientes y se empezará por las de bonos.

Suele insistirse de manera acertada²² que desde 1989 el costo de emitir bonos —que representan una categoría muy importante del endeudamiento latinoamericano— ha tendido a declinar para los prestatarios latinoamericanos y que los plazos de vencimiento han permanecido constantes o han aumentado ligeramente. Además, los prestatarios latinoamericanos consideran que el costo total del financiamiento de los bonos es tan reducido ya que las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos en relación con las que suelen calcularse los márgenes, son muy bajas en el momento actual.

No obstante, cabe destacar que los márgenes (*spreads*) ponderados promedio de los bonos latinoamericanos en el lapso 1989-1992 fueron mucho más altos que en el periodo 1972-1980.²³ Sin embargo, ha declinado de modo apreciable el margen de rendimiento de los bonos de algunos prestatarios, en especial el sector público de México, pero también el sector privado mexicano y el sector privado del Brasil y de Venezuela (véase cuadro 15). En cambio, los márgenes de ganancia han tendido a aumentar poco para el total de los países en desarrollo y para cada categoría (exceptuado el sector privado en el que se observa una caída visible).

Hay un aspecto más importante, como puede observarse en el cuadro 16, es que los plazos de vencimiento para los prestatarios latinoamericanos, que han obtenido crecientes montos de financiamiento con bonos, se acortaron mucho en el lapso 1989-1993 en relación con

²² Véase, por ejemplo, C. Collins y otros (1993); también pueden consultarse informaciones recientes en West Merchant Bank (1993).

²³ Información proporcionada por el doctor Von Kleist del Banco Internacional de Pagos. En el segundo periodo aumentó la proporción de prestatarios del sector privado, cuyos márgenes tienden a ser superiores a los de los prestatarios del sector público, y ese hecho limita en cierta medida las posibilidades de comparación.

CUADRO 15. *Margen de ganancia inicial de las emisiones de bonos no mejorados de algunos prestatarios latinoamericanos y prestatarios totales de los países en desarrollo*

(Puntos básicos)

	1989	1990	1991	1992	Primer semestre 1993
Prestatario soberano					
(total)	171	181	265	220	240
Argentina	-	730	456	300	-
Otros del sector público					
(total)	200	250	361	219	172
Brasil	-	-	523	416	528
México	820	366	264	215	198
Venezuela	-	260	275	256	-
Sector privado (total)	738	530	526	379	388
Argentina	-	-	447	427	533
Brasil	-	-	655	502	578
México	800	555	566	427	366
Venezuela	-	496	362	-	450
Total	216	254	347	275	274

FUENTE: Fondo Monetario Internacional (1993) y Collyns y otros (1993).

1972-1982 (periodo en que los montos fueron mucho menores). Además, según el cuadro 16, el plazo medio de vencimiento en el lapso 1989-1993 (alrededor de cuatro años) es en extremo breve.²⁴ Eso significa que puede retirarse con mucha rapidez una considerable cantidad de los bonos vigentes si no son renovados, y eso podría ocurrir si el país o la región afrontan problemas internos o si se han producido cambios en la economía internacional. Si, a raíz de eso y de otros factores, se produjera una crisis grave de balanza de pagos, sería más difícil —que en el caso de los bancos en los años ochenta— organizar una respuesta concertada para mantener el financiamiento externo, ya que los títulos de crédito estarían dispersos entre muchos tenedores de bonos.

Eso, como acertadamente lo indican Collyns y otros (1993), complicaría la reacción en caso de que volvieran a producirse dificultades

²⁴ Cabe destacar que recientemente algunos prestatarios han logrado colocar bonos con vencimientos muy largos. Por ejemplo, Petróleos Mexicanos (PEMEX) colocó una emisión de bonos a 30 años, pero esta es la única excepción en la actualidad que confirma la regla.

CUADRO 16. *Plazo promedio de los bonos internacionales latinoamericanos*

	<i>Plazo promedio (años)</i>	<i>Valor total (millones de dólares)</i>
1972	15.3	470
1973	14.6	130
1974	15.7	77
1975	14.7	408
1976	11.2	1 067
1977	7.5	3 908
1978	9.0	3 211
1979	8.7	1 473
1980	8.1	1 418
1981	8.4	2 583
1982	8.4	1 945
1983-1984	0.0	-
1985	7.0	10
1986	6.5	56
1987	7.0	50
1988	7.7	800
1989	4.3	513
1990	4.5	3 348
1991	4.3	6 420
1992	3.7	9 782
1993 ^a	3.9	10 708
Total	6.6	48 378

FUENTE: BPI (1993). Agradezco a Von Kleist, el proporcionarme esta información.

^a Datos hasta junio. Según West Merchant Bank (1993), en el tercer trimestre de 1993 se colocaron 6.2 mil millones de dólares en la América Latina, lo que hizo llegar el total para los primeros nuevos meses a 17 millones de dólares.

para el servicio de la deuda. La falta de un mecanismo como el de prestamista de última instancia para los tenedores de bonos dificultaría aún más las cosas, lo que contrasta con la existencia de servicios de esa índole (al menos de manera implícita) para los créditos de la banca internacional.

Aunque los prestatarios latinoamericanos consideran que hoy día el costo de los bonos es relativamente barato,²⁵ los riesgos son excesivos cuando el endeudamiento es tan cuantioso, en especial si los plazos de vencimiento son tan cortos. Al parecer, sería preferible que

²⁵ Información obtenida en entrevistas.

los prestatarios latinoamericanos redujeran el total de las corrientes internacionales y en ellas le dieran mayor prioridad a fuentes como los créditos de plazo más largo suministrados por los bancos multilaterales y asimismo a la inversión extranjera directa. En cuanto a los bonos quizá los prestatarios latinoamericanos deban esperar, antes de pedir grandes préstamos, hasta que puedan obtener plazos de vencimiento mucho más largos. Lo mismo puede afirmarse, pero con mayor convicción respecto al excesivo endeudamiento por la vía de los instrumentos de corto plazo como los eurocertificados de depósito o papeles eurocomerciales.

Es necesario considerar un último aspecto en relación con los bonos: en la medida en que la mayoría de los bonos son y sean aún instrumentos a interés fijo, el acervo existente de bonos no está sujeto a variaciones del servicio de la deuda vinculadas a cambios en las tasas de interés internacionales. Este es un aspecto positivo, en especial si se le compara con el endeudamiento a interés bancario variable de los países latinoamericanos en los años setenta. Con todo, hay dos connotaciones que es necesario tener presentes. Primero, como los vencimientos son tan cortos, se corre el riesgo de que al momento de la renovación (si ésta es posible) el costo del endeudamiento aumente considerablemente. Segundo, incluso si los costos del servicio de la deuda de los bonos son fijos, no existe un mecanismo para modificar este servicio conforme a la capacidad de pago del prestatario.

Las inversiones en acciones internacionales tienen la ventaja de que sus dividendos tienen cierta sensibilidad cíclica, lo que permite equiparar mejor el servicio de las corrientes y la capacidad de pago. Además, no hay vínculo automático —como ocurre con el endeudamiento a tasas de interés variable— con las variaciones de las tasas de interés internacionales. Segundo, los riesgos para los prestatarios latinoamericanos parecen ser reducidos por el momento porque las afluencias respectivas son de una escala relativamente más modesta.

Las corrientes de acciones internacionales también tienen riesgos importantes para los beneficiarios y para los países beneficiarios. Si se produjese una situación realmente crítica, o fuera considerada así, gran parte del volumen total de acciones podría abandonar los países latinoamericanos en un periodo muy reducido y además cesarían en ese momento las nuevas inversiones extranjeras en acciones. En la medida en que las acciones fueran vendidas por los extranjeros a los residentes del país se producirían presiones en la balanza de pagos y en el tipo de cambio que podrían quizá contribuir a ocasionar crisis

de balanza de pagos y una apreciable devaluación, o bien a producir ambos efectos.

En la medida en que los extranjeros residentes le venden a otros extranjeros residentes, como en el caso de los instrumentos similares a los ADR, el efecto se haría sentir más en los precios en la bolsa nacional de valores. Incluso si las acciones pertenecientes a los extranjeros se venden a los nacionales residentes en el país, la magnitud de la salida de divisas podría verse frenada en cierta medida por el pronunciado descenso de los precios de las acciones, ya que los tenedores de acciones extranjeras, deseosos de evitar las pérdidas excesivas, estarían menos dispuestos a vender. Por consiguiente, el hecho de que exista un mecanismo corrector de los precios de las acciones puede moderar en cierta medida el riesgo de una salida muy cuantiosa de divisas.

Con todo, una marcada declinación de los precios de las acciones latinoamericanas ocasionada o acelerada por las ventas de los inversionistas internacionales traería consigo también efectos negativos; por la vía del efecto riqueza podría contribuir a la reducción de la demanda agregada. Otro efecto igual o más grave sería que podría acarrear riesgos para el sistema financiero interno y en particular para los bancos, y eso ocurriría en especial si hubiera una fuerte integración entre la banca y las actividades bursátiles y si fueran altos los montos de las inversiones en acciones de los prestatarios de los bancos y se viera coartada su capacidad para pagar los préstamos (Griffith-Jones, 1993). En este contexto, la reglamentación que restringe la participación de los bancos en transacciones que los expongan directamente a los riesgos (y que establecen exigencias adecuadas de capital basadas en los riesgos) ayudaría a reducir los efectos negativos de volatilidad del mercado de valores. El riesgo de una salida masiva de capitales invertidos en acciones latinoamericanas en caso de que se produjera una crisis disminuye algo en la medida en que un monto creciente de las corrientes extranjeras invertidas en acciones latinoamericanas es proporcionado por inversionistas institucionales y en que éstos asignen sus activos utilizando criterios de más largo plazo basados en metas específicas de distribución de los activos y de diversificación de los mismos, como se señaló antes.

Sin embargo, en una situación muy crítica (o así considerada) es posible incluso que los inversionistas institucionales revisen rigurosamente sus objetivos de incremento de la diversificación en los mercados extranjeros y en especial en los emergentes. En general, como

lo mostró con tanta claridad la crisis de la deuda de los años ochenta, siempre existe el peligro de que en las situaciones críticas los problemas de las corrientes externas y de los mercados financieros internos se magnifiquen de modo recíproco y perverso. En este caso un aspecto que resulta inquietante es que, en la medida en que la intermediación de las corrientes de capital se efectúe mediante el sistema bancario nacional, de producirse una repentina salida de capitales podría desencadenar una crisis financiera interna (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993).

Por último, las corrientes de inversiones extranjeras directas parecen ser en general mucho más estables y de largo plazo, y por lo tanto crean menos problemas cuando se producen situaciones críticas. Por eso, resulta muy positivo que las inversiones extranjeras directas hayan constituido en los recién pasados años una proporción mucho más grande de las afluencias de capital hacia la América Latina que, por ejemplo, en los años setenta (véase cuadro 5). Sin embargo, se ha informado²⁶ que las empresas internacionales especulan con una parte de sus fondos, por ejemplo cuando se anticipa una devaluación, y este comportamiento "especulativo" puede ser fuente adicional, aunque quizá más limitada, de inestabilidad del tipo de cambio.

Mas en general se ha dicho (Claessens, Dooley y Warner, 1993) que la clasificación de las corrientes (en el corto y largo plazos) quizá sea menos pertinente en la práctica de lo que tradicionalmente se ha creído y eso quedó confirmado en parte por algunas de las entrevistas mencionadas. Sin embargo, si bien no debe insistirse mucho en esta argumentación, ya que éstas distinciones son válidas y tienen repercusiones de política económica importantes, muestran la necesidad de efectuar un detenido análisis general y agregado de los compromisos de los individuos y de los países en relación con la deuda y con las acciones extranjeras.

Por último, debe destacarse que la reglamentación global de las corrientes de capital internacional se ha quedado muy a la zaga de las afluencias mismas. Este retraso obedece en parte tanto a dificultades técnicas como a la enorme complejidad de la tarea²⁷ y a la falta de voluntad política de los principales países industriales. Si bien la situación está cambiando, la reacción en materia de reglamentación siempre parece "insuficiente, y llega muy tarde". Esto se suma a una situación de enormes presiones de la liquidez global para encontrar

²⁶ Información obtenida en entrevistas.

²⁷ Véase un análisis más detallado, por ejemplo, en Griffith-Jones (1993).

inversiones rentables por la vía de mecanismos que fueron recién desreglamentados. Por lo tanto, quizá les corresponda principalmente a los gobiernos latinoamericanos mismos establecer la reglamentación necesaria de las corrientes de capital de modo que sus beneficios puedan aumentar al máximo y sus costos potenciales minimizarse. Con todo, cabe señalar que esa reglamentación debe limitarse a los elementos esenciales de esos fines para evitar una reglamentación excesiva que pudiese desalentar las afluencias de capital internacional convenientes.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (1993), *Global Economic Prospects and Developing Countries*, Washington.
- Baring Securities (1993), *Cross Border Capital Flows. A Study of Foreign Equity Investment, 1991/1992 Review*, Londres.
- Betz, C., y W. van Ryckeghem (1993), "Trade and Investment Flows Between Europe and Latin America and the Caribbean", Washington, Banco Interamericano de Desarrollo, marzo.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (1993), *Annual Report*, Basilea.
- (1994), "International Banking and Financial Market Development", Basilea, febrero.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "The Capital Inflows Problem", *Paper on Policy Analysis and Assessment*, Washington, Fondo Monetario Internacional, julio.
- Claessens, S., M. Dooley y A. Warner (1993), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cool?", documento presentado al simposio Portfolio Investment in Developing Countries, organizado por el Banco Mundial, 9 y 10 de septiembre.
- Collins, C. y otros (1993), "Private Market Financing for Developing Countries", *World Economic and Financial Survey*, Washington, Fondo Monetario Internacional, diciembre.
- Davies, E. P. (1991), "International Diversification of Institutional Investors", *Discussion Paper* núm. 44, Londres, Banco de Inglaterra, septiembre.
- (1993), "The Structure, Regulation and Performance of Pension Funds in Nine Industrial Countries", serie *Policy Research Working Papers*, núm. 1229, Washington, Banco Mundial.
- Fondo Monetario Internacional (1993), *World Economic Outlook*, Washington, octubre.
- Griffith-Jones, S. (1993), "Globalization of Financial Markets and Impact on Flows to LDC's: New Challenges for Regulation", R. Cooper y otros (comps.), *In Search of Monetary Reform*, Forum on Debt and Development (FONDAD).

- Howell, M. (1993), "Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries", documento presentado en el simposio Portfolio Investment in Developing Countries, organizado por el Banco Mundial, 9 y 10 de septiembre.
- Instituto de Relaciones Europeo-Latinoamericanas (IRELA) (1993), *El Mercado Único Europeo y su impacto en América Latina*, Madrid.
- Junta de Valores e Inversiones (1993), *Discussion Paper on Regulated Collective Investment Schemes*, Londres, octubre.
- Ministerio de Industria, Comercio y Turismo (1990), *Sector exterior*, Madrid, Secretaría de Estado de Comercio.
- Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (1993), *Financial Market Trends*, vols. 54 y 55, París, febrero y junio.
- West Merchant Bank (1993), *Investment Review*, Londres, octubre.

3. EL FINANCIAMIENTO LATINOAMERICANO EN LOS MERCADOS DE CAPITAL DEL JAPÓN

*Punam Chuhan y Kwang W. Jun**

INTRODUCCIÓN

LAS CORRIENTES de capital privado hacia los países latinoamericanos han experimentado un cambio notable en los recién pasados años. Las corrientes de capital privado de largo plazo se elevaron de menos de 5 mil millones de dólares en 1989 a más de 27 mil millones en 1992, y representan una gran proporción del total de las corrientes de capital hacia la región (véase cuadro 1). Estas nuevas afluencias de capital han estado constituidas en su mayor parte por inversiones de cartera, tanto de bonos como de acciones. Estas corrientes fueron alimentadas por emisiones nuevas en los mercados internacionales, que alcanzaron valores nunca antes obtenidos. Después del regreso exitoso de México a los mercados internacionales en 1989 los prestatarios latinoamericanos de la Argentina y Venezuela acudieron al mercado internacional de bonos, obteniendo 10.6 mil millones de dólares en 1992, y la cuantía sin precedentes de 27 mil millones de dólares en 1993. Además, los programas de privatización que se llevaron exitosamente adelante en varios países, incluidos México y la Argentina, estimularon la inversión extranjera en las empresas y mercados de valores de la región.

Si bien gran proporción del incremento de las corrientes hacia la América Latina correspondió a la repatriación de capital fugado, también aumentó la inversión de los países industriales y en especial de los Estados Unidos. Chuhan (1994) señala que las inversiones ne-

* Los autores trabajan en la División de Deuda y Finanzas Internacionales del Banco Mundial. Las opiniones expresadas no representan necesariamente las de esa institución o las de sus dirigentes. Deseamos agradecer a los participantes en el Segundo Seminario CEPAL/CIID: "New Private Flows into Latin America", en especial a Ricardo Ffrench-Davis, Hernán Somerville, Barbara Stallings; asimismo a Umran Demirors, Persephone Economou, Leonardo Hernández, Mika Iwasaki, Saori Katada, Nlandu Mamingi y a Setsuya Sato, los útiles comentarios que formularon, y también a Himmat Kalsi por el apoyo en la información.

CUADRO 1. Corriente de cartera y otras afluencias de largo plazo hacia la América Latina

(Miles de millones de dólares)

<i>Tipos de corrientes</i>	1989	1990	1991	1992	1993	1989-1992
Bonos	0.8	2.7	6.8	10.6	27.0	20.9
Emisiones ^a	0.4	0.7	5.4	4.3	6.6	10.8
Fondos de países	0.4	0.6	0.7	0.3	0.1	2.0
Emisión internacional	0.0	0.1	4.7	4.0	6.5	8.8
Corrientes de IED netas	7.1	7.7	12.4	14.5	17.5 ^b	41.7
Oficiales (excluye donaciones)	3.4	6.5	2.4	0.3	3.4 ^b	12.6
Bancos comerciales	-3.5	-0.7	0.5	0.0	n.d.	-3.7
Otras privadas de largo plazo	0.1	-0.1	-1.7	-2.3	n.d.	-4.0
Total	8.3	16.8	25.8	27.4	54.5	78.3
Todas las emisiones de cartera ^a	1.4	3.4	14.2	16.9	35.6 ^b	35.9

FUENTE: *World Debt Tables, Euromoney Bondware, Lipper Analytical e IFRs.*

^a No incluye inversión directa de capital.

^b Estimaciones.

n.d. No disponible.

tas de cartera en los países en desarrollo correspondientes a cuatro países industriales importantes —Canadá, Alemania, Japón y Estados Unidos— representaban casi 30% de las emisiones (brutas) de bonos y acciones internacionales efectuadas por los países en desarrollo en 1992. Asimismo, era importante la participación de las corrientes de cartera estadounidenses en el total de las corrientes externas de cartera hacia México, la cual llegó a 43% en 1992. Las inversiones de los países industriales en valores de los países en desarrollo han aumentado —estimuladas por las bajas tasas de interés vigentes en los Estados Unidos y en otros países importantes de la OCDE— la elevada rentabilidad potencial de los bonos y las acciones de los países en desarrollo, y una creciente tendencia en favor de la diversificación. Al mismo tiempo los programas de privatización y la apertura de sectores hasta entonces cerrados a los inversionistas extranjeros han atraído la inversión extranjera directa (IED).

Pese a que el Japón es un importante exportador de capital, la inversión de ese país en la América Latina ha sido reducida y contrasta marcadamente con la tendencia global y en especial con la observada

en los inversionistas estadounidenses.¹ Este documento se centra en los factores que afectan a las fuentes y que restringen las inversiones privadas del Japón en la América Latina. Dichos factores pueden clasificarse en tres grandes grupos: factores transitorios o especiales, factores institucionales y factores de largo plazo.

Se consideran factores transitorios o especiales los que podrían experimentar un cambio en el corto o el mediano plazos y corresponden a condiciones económicas y financieras, como la amplia declinación de los mercados financieros del Japón, la apreciación del yen frente al dólar estadounidense y la prolongada caída de la producción industrial. Se cree que estos factores, que dejan sentir sus efectos principalmente por la vía del efecto riqueza, han desempeñado un papel importante en la reducción de las corrientes de inversión extranjera del Japón. Un cambio en estos factores transitorios podría estimular la inversión externa japonesa así como aumentar las corrientes hacia la América Latina; sin embargo, es poco probable que haya una bonanza en las corrientes de capital hacia la región considerando las razones que se explican más adelante.

Los factores institucionales que inhiben el endeudamiento externo en los mercados de capital del Japón comprenden la reglamentación que restringe el acceso al mercado de bonos de ese país, las percepciones de los inversionistas que tienen influencia en las decisiones de inversión y las prácticas que aplican comúnmente los principales grupos de inversionistas. Los esfuerzos persistentes del Ministerio de Finanzas (MF) para liberalizar los mercados de capital del Japón, sumados a la tendencia mundial de creciente globalización de los mercados financieros, probablemente afectarán de manera favorable el endeudamiento externo en el mercado de capital del Japón y las inversiones extranjeras de ese país. Cabe esperar que las entidades latinoamericanas acudan de modo creciente a los inversionistas japoneses a medida que diversifiquen sus fuentes de fondos. Sin embargo, es posible que las inversiones japonesas en la región sean modestas dado que dichos inversionistas prefieren créditos de buena calidad y han tenido una posición siempre cautelosa en relación con la concentración crediticia de la América Latina.

Los factores de largo plazo incluyen las relaciones comerciales,

¹ Aunque fue reducido el monto del financiamiento suministrado por el sector privado del Japón a la América Latina, a fines de los años ochenta y en los años noventa aumentaron los valores de la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) y de otras corrientes oficiales de ayuda del gobierno del Japón a la región.

las características de emplazamiento y los lazos históricos, que han predominado en los patrones de inversión del Japón. Las modalidades recientes de intercambio e inversión directa reflejan el aumento de la importancia de Asia Oriental para el Japón y la creciente integración económica de ese país con esa región. Si bien hay probabilidades de que los inversionistas japoneses continúen favoreciendo en gran medida a las economías asiáticas, también podría aumentar la importancia que la América Latina tiene para ellos considerando el cambio reciente en esa región hacia políticas orientadas al exterior. Lo anterior, unido a las mejores perspectivas de crecimiento, basadas en la aplicación de políticas apropiadas y en la puesta en práctica del Tratado de Libre Comercio (TLC) de América del Norte, podrían ampliar el atractivo que esta región tiene para el Japón. Sin embargo, hay pocas posibilidades de que los inversionistas japoneses desplacen el centro de interés de su inversión desde las dinámicas economías de Asia hacia las latinoamericanas.

Este documento está organizado de la siguiente manera: la sección I examina las tendencias recientes del financiamiento de los países latinoamericanos en los mercados de capital del Japón. La sección II explica las razones por las cuales han sido bajas las inversiones japonesas en valores de esta región, y la última sección analiza las perspectivas de la inversión japonesa en valores latinoamericanos.

I. LA INVERSIÓN JAPONESA EN LA AMÉRICA LATINA

1. *Tendencias generales de las corrientes de capital privado japonés*

Las corrientes de capital privado del Japón se han mantenido a niveles muy inferiores al máximo alcanzado a fines de los años ochenta durante la llamada economía de burbuja, en la que las inversiones externas de ese país experimentaron gran auge. La salida total de capital privado se contrajo de 209 mil millones de dólares a 63 mil millones en el periodo 1989-1992 (véase cuadro 2).² Aunque la totalidad de

² Claessens, Dooley y Werner (1993) sostienen que, dada la sustitución que se ha producido entre distintos tipos de corrientes, quizá sería más significativo examinar las corrientes agregadas de capital privado en lugar de analizar uno o dos componentes de éstas. Estos autores utilizaron datos obtenidos de series cronológicas correspondientes a cuatro categorías de corrientes —IED, valores en cartera, de corto y largo plazos— para estudiar cinco países industriales y cinco países en desarrollo, y descubrieron que las corrientes de corto plazo son al menos tan predecibles como las de largo plazo, y que éstas

CUADRO 2. Inversiones y préstamos extranjeros del sector privado en el Japón^a

(Millones de dólares)

	Activos de largo plazo (excluye créditos de exportación)			Activos de corto plazo		Total
	IED	Préstamos ampliados	Valores	Préstamos ampliados	Valores	
1982	4 540	7 902	9 743	162	1 427	23 774
1985	6 452	10 427	59 773	116	530	77 298
1986	14 480	9 281	101 977	3 869	3 700	133 307
1987	19 519	16 190	87 757	27 373	3 242	154 081
1988	34 210	15 211	86 949	16 903	1 902	155 175
1989	44 130	22 495	113 178	26 002	3 304	209 109
1990	48 024	22 182	39 681	29 588	6 291	145 766
1991	30 726	13 097	74 306	14 224	9 428	141 781
1992	17 222	7 623	34 362	3 065	628	62 900
1993 ^b	9 061	6 950	14 138	-6 737	-5 096	18 316

FUENTE: Banco del Japón, *Balance of Payments Monthly*.

^a Con base en la balanza de pagos.

^b Enero-septiembre, datos preliminares.

las corrientes de inversión más importantes mostraron una tendencia similar, la contracción más considerable (de la magnitud) fue experimentada por las adquisiciones netas de valores extranjeros, que disminuyeron más de 81 mil millones de dólares en ese periodo.

Las corrientes de inversiones de cartera crecieron con rapidez en los años ochenta. La desregulación del sector financiero japonés puesta en práctica en el decenio de 1980 hizo surgir una fuerte competencia por el ahorro interno entre los bancos comerciales y otras instituciones financieras, como las compañías de seguros de vida, bancos fiduciarios —fondos mutuos y sociedades de inversión— corredores de valores y el sistema de ahorro postal (Tatewaki, 1991). A la par con las altas tasas de ahorro alcanzadas en el Japón y con la utilización en gran escala de los intermediarios financieros por parte de los inversionistas privados (en especial en el mercado de rentas

no son más predecibles de modo sistemático. Con todo, según ese estudio, el Japón constituye una excepción, en tanto que las corrientes de IED y las de valores muestran grandes correlaciones positivas, mientras las corrientes de corto plazo muestran correlaciones negativas. Sin embargo, se han estudiado tanto las corrientes agregadas de capital privado como sus diversos componentes.

fijas),³ los activos totales de todas las instituciones financieras se sextuplicaron con creces también entre 1980 y 1991, en tanto que los activos de las compañías de seguros y los fondos de pensiones subieron aun con mayor rapidez (siete veces).

Asimismo, durante ese periodo de crecimiento vigoroso de los activos, se diversificaron las carteras a medida que las instituciones financieras invertían cuantiosas sumas en el exterior. Por ejemplo, los valores extranjeros de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones subieron de menos de 5 mil millones de dólares (suma inferior a 3% de los activos totales) a 183 mil millones de dólares (11% de los activos totales) desde 1980 hasta 1992. Además de la desregulación del sistema financiero, impulsaron la inversión externa del Japón las altas tasas de interés existentes en el exterior durante la mayor parte de los años ochenta, la disminución de la demanda interna de fondos y las restricciones contables aplicadas a algunos inversionistas (por ejemplo se exigió a las compañías de seguros que el pago de dividendos a los tenedores de pólizas se financiara con cargo a los ingresos y no a las ganancias de capital) que hicieron tornarse más atractivos los valores que daban más intereses, es decir los emitidos por el Tesoro de Estados Unidos.

Los préstamos externos de los bancos del Japón, que habían crecido durante la mayor parte de los años ochenta, experimentaron un colapso en 1991. Las corrientes (netas) de créditos de largo plazo aumentaron de menos de 8 mil millones de dólares en 1982 a 22.5 mil millones en 1989, para bajar posteriormente, y volver en 1992 a 8 mil millones de dólares. Asimismo, cayeron de manera considerable los préstamos de corto plazo de 30 mil millones de dólares en 1990 a 3 mil millones en 1992. Con la reducción de los préstamos disminuyó también el monto de los créditos externos en manos de los bancos japoneses.

En la década de los ochenta, Japón llegó a ser también la fuente más importante de inversión externa directa, estimulada en ese periodo por diversos factores.⁴ La marcada apreciación del yen (durante 1985 y 1988) y el incremento de los costos de la mano de obra en el país indujeron a las empresas a buscar bases de producción en el ex-

³ En el Japón, más que en otros países, los inversionistas privados tienden a usar a los intermediarios financieros en mayor escala y medida que en la mayoría de los países industriales, y es probable que esta tendencia se mantenga.

⁴ Véase en Jun y otros (1993) un estudio muy completo de las tendencias y de los factores determinantes de la IED del Japón.

terior. Las desavenencias que tuvo con sus principales socios comerciales, es decir los Estados Unidos y Europa, y el temor a las restricciones al comercio, forzaron a las empresas japonesas a ubicar sus instalaciones de producción en los principales mercados de exportación. Al mismo tiempo, el mercado de valores había crecido rápidamente y la economía era fuerte, lo que abarató el financiamiento de la inversión externa directa para las empresas —las cuales disponían de fondos muy abundantes.

La inversión externa directa del Japón, que había alcanzado un nivel máximo de 67.5 mil millones de dólares en 1989 (valores declarados) ha mostrado una tendencia decreciente. En 1992 las corrientes de IED originadas en las empresas japonesas llegaron a 34 mil millones de dólares, en tanto que habían alcanzado 42 mil millones en 1991 y 57 mil millones en 1990.⁵ El volumen de las corrientes de IED que afluyen a los países en desarrollo es considerable y, pese a que en general han declinado las inversiones directas del Japón en el exterior, se han mantenido las afluencias de IED orientadas a los países en desarrollo (y, por consiguiente, la proporción destinada a los países en desarrollo ha crecido). Con todo, las modalidades difieren entre las distintas regiones.

2. El endeudamiento de los países de la América Latina en el mercado de bonos del Japón

El regreso de los prestatarios de la América Latina al mercado internacional de bonos coincidió en parte con la contracción de la inversión externa del Japón. Informaciones circunstanciales sugieren que los inversionistas del Japón no han constituido una fuente importante de los fondos obtenidos por las entidades latinoamericanas en los mercados internacionales. Los datos relativos a las corrientes de inversiones de cartera (no se dispone de informaciones separadas acerca de las corrientes de bonos y de acciones) también revelan que la inversión del Japón en la América Latina ha sido dispareja y reducida, de suerte que contrasta marcadamente con la inversión de los Estados Unidos en esta región.⁶ Otro indicador del grado de utiliza-

⁵ Estas son corrientes declaradas y son mayores que las de IED declaradas en la balanza de pagos (véase cuadro 2).

⁶ Una gran proporción de las adquisiciones de valores latinoamericanos por las instituciones financieras del Japón se realiza mediante las filiales de esas organizaciones en Nueva York o Londres, y por ese motivo las corrientes de cartera hacia la América Latina podrían aparecer subestimadas en las cuentas de la balanza de pagos del país.

ción de fondos japoneses por los prestatarios de la América Latina es el número de las emisiones de valores en el mercado de títulos de renta fija, denominados en yenes.⁷ Las emisiones de prestatarios latinoamericanos en el mercado de bonos del Japón, que es uno de los más grandes del mundo (después del de los Estados Unidos) eran prácticamente insignificantes (hasta hace poco tiempo).

Los prestatarios de la América Latina captaron alrededor de 48 mil millones de dólares en el mercado internacional de bonos en 1989-1993, y en ese monto casi no hubo participación del mercado japonés. La ausencia casi absoluta de los prestatarios latinoamericanos en el mercado de bonos del Japón contrasta con otros países de mercados emergentes que han tenido acceso exitoso a ese mercado de bonos. Las emisiones totales en yenes de los países de mercados emergentes en los mercados Samurai, de colocaciones privadas y de euroyenes ascendieron a 5.6 mil millones de dólares en 1992, cifra que se duplicó hasta llegar a 11.4 mil millones en 1993 (véase cuadros 3 y 4). Las entidades emisoras de los países de mercados emergentes han preferido el sector Samurai más que a los mercados de colocaciones privadas o de euroyenes, aunque las actividades de emisión de estos prestatarios tanto en los mercados de euroyenes como de colocaciones privadas subieron espectacularmente en 1993. Se espera que la reciente reducción del periodo de inmovilización (aplicable a los inversionistas japoneses) de las nuevas emisiones en euroyenes y la reducción de las restricciones a las adquisiciones y reventa en el mercado de colocaciones privadas estimule la actividad en ambos sectores.

CUADRO 3. *Total de emisiones de bonos en yenes por emisores de mercados emergentes*

(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993
Total	2 142	1 413	3 173	5 561	11 360
Samurai	1 769	1 237	2 545	5 079	6 617
Euroyenes	0	110	224	150	2 290
Colocaciones privadas	373	66	404	332	2 453

FUENTE: *Euromoney Bondware*.

⁷ El total de las emisiones externas en el sector Samurai representa alrededor de 2% del mercado de bonos públicos del Japón. Los extranjeros pueden asimismo colocar emisiones en yenes en el sector shibosai del mercado de colocaciones privadas y en el sector de euroyenes. Los bonos en euroyenes se denominan en yenes, pero se emiten fuera del Japón. Casi el 95% de estos bonos quedan en manos de inversionistas japoneses.

CUADRO 4. *Total de emisiones de bonos en yenes por emisores de mercados emergentes por región*

(Porcentaje del total de bonos emitidos)

	1989	1992	1993
Asia	10.87	4.29	5.95
China	1.86	2.96	1.84
Corea	2.56	1.33	2.29
Europa y Asia Central	15.47	18.84	12.20
Grecia	5.47	8.80	4.10
Turquía	1.80	8.05	3.62
Hungría	5.41	2.00	2.88
América Latina	0.00	0.00	1.54
Brasil	0.00	0.00	0.66
México	0.00	0.00	0.56
Total de bonos emitidos por mercados emergentes (miles de millones de dólares)	8.13	24.05	57.69

FUENTE: *Euromoney Bondware*.

Algunas entidades emisoras de los mercados emergentes han sido atraídas hacia el mercado de bonos del Japón por las diferencias de costo entre ese mercado y el mercado de eurodólares. Prueba de ello es que varios prestatarios de mercados emergentes han convertido (vía *swaps*) a dólares los fondos obtenidos en el mercado del yen. Una de las razones que explica el valor inferior del costo total de financiamiento para algunos prestatarios en el mercado de bonos del Japón es que en ese mercado las diferencias en cuanto a la clasificación de acuerdo con el riesgo no parecen traducirse en diferencias de precios en la misma medida que en los euromercados o en el mercado de los Estados Unidos.⁸ Del endeudamiento de entidades emisoras

⁸ Euroweek (1993) señala que los inversionistas disfrutaban de gran "protección del crédito" en el mercado del Japón. Así, cuando una sociedad (japonesa) no podía cumplir las obligaciones correspondientes a una deuda en bonos (por ejemplo, incumplimiento del pago), las compañías vinculadas a ella, o el banco de la sociedad, intervenían para proteger de las pérdidas a los inversionistas. La estricta reglamentación, que establecía los bonos con garantía y restricciones de balance aplicadas a los prestatarios, aumentaba aún más la gran protección del crédito de los inversionistas. A partir de 1987 empezaron a reducirse de manera progresiva las exigencias en materia de garantías, con lo cual se logró que los estándares del mercado fueron más acordes con los prevalecientes en el ámbito internacional. Con la supresión de los requisitos de garantía, los inversionistas empezaron lentamente a evaluar los riesgos del crédito.

de mercados emergentes, colocado en el mercado denominado en yenes, una proporción muy alta (54% en 1993) correspondió a Grecia, Hungría y Turquía. El Banco de Grecia (clasificado en la categoría A por el Instituto de Investigación de Bonos del Japón, Japan Bond Research Institute) es el mayor prestatario desde 1989. El Banco Nacional de Hungría (clasificado en la categoría BBB+ por el Servicio Japonés de Inversionistas, Nippon Investors Service) ha obtenido préstamos por valor de 1.6 mil millones de dólares en el mercado denominado en yenes y la República de Turquía (clasificado en la categoría BBB- por Standard and Poor's) los obtuvo por valor de 1.8 mil millones de dólares en el mismo periodo.

A medida que los prestatarios latinoamericanos han diversificado las fuentes de financiamiento, ellos recurren a los mercados del Japón a fin de abaratar los costos y obtener mayores recursos. En julio de 1993 México ofreció una emisión corriente a tres años por valor de 10 mil millones de yenes en el mercado de bonos del Japón. Esta fue la primera vez que México recurría al sector Samurai desde 1977. Según se informó, hubo una fuerte demanda de estos bonos, aunque fueron colocados entre los inversionistas minoristas y las instituciones regionales. La participación de los bancos comerciales y de las compañías de seguros de vida, los mayores tenedores de valores externos, había sido reducida (Banco Mundial, 1993, noviembre). Pese a que ha mejorado el desempeño económico de México, los inversionistas institucionales y los principales bancos comerciales aún se comportan con cautela ante el riesgo latinoamericano.

Hasta ahora, la demanda de papeles latinoamericanos denominados en yenes y de alto rendimiento se ha limitado a pequeños inversionistas, compuestos en su mayoría por bancos regionales y cooperativas de crédito. La demanda de estas instituciones se explica por el bajo endeudamiento de las sociedades nacionales de capital (como consecuencia de la debilidad de la actividad económica en el Japón) y la solidez del yen, que ha contribuido a reducir la rentabilidad de los valores denominados en monedas extranjeras. Los prestatarios latinoamericanos han procurado aprovechar las posibilidades de obtener fondos que ofrecen estos inversionistas, y en el último trimestre de 1993 se produjo una racha de emisiones de las principales entidades emisoras latinoamericanas. En octubre la empresa Nacional Financiera (NAFIN), que es el banco de desarrollo de México, ingresó al sector Samurai con una primera emisión a tres años por valor de 10 mil millones de yenes y en diciembre lo hizo Colombia con una

licitación de valores por 10 mil millones de yenes. Asimismo, en el último trimestre de ese año las empresas Telecomunicaciones Brasileñas (TELEBRAS) y Petrolera Brasileña (PETROBRAS) colocaron más de 40 mil millones en el mercado de euroyenes.⁹

3. Emisión de acciones por las sociedades anónimas latinoamericanas en el mercado de valores del Japón

Las corrientes de inversiones extranjeras en acciones latinoamericanas también experimentaron un crecimiento explosivo, a la par con las de bonos. La emisión bruta de acciones de los países latinoamericanos ascendió a 6.6 mil millones de dólares en 1993 y, dentro de ella, las ofertas públicas iniciales (OPI) hechas en el contexto de la privatización representaron una gran proporción. Por ejemplo, con la venta reciente (junio de 1993) de la empresa petrolera de la Argentina, Yacimientos Petrolíferos Fiscales, se captaron 3 mil millones de dólares, de los cuales 70% fue obtenido en los mercados internacionales. Asimismo, en la venta de la empresa telefónica nacional de México, Teléfonos de México (TELMEX), en 1991 se obtuvieron 2 mil millones mediante una oferta pública inicial internacional.

Con todo, los inversionistas japoneses han invertido muy poco en los mercados de valores emergentes y se han quedado a la zaga de los inversionistas de los Estados Unidos y del Reino Unido. Sobre la base de los datos relativos a la composición geográfica de los valores extranjeros inscritos en la Asociación Japonesa de Corredores (Japanese Securities Dealers Association), Chuhan (1994) calcula que los valores de los mercados emergentes representan menos de 2% de los valores extranjeros en manos de los inversionistas japoneses y cerca de 0.2% de los activos totales. Aunque los inversionistas japoneses reconocen que ha mejorado la solvencia crediticia de varios países latinoamericanos, han orientado hacia esta región una reducida proporción de sus inversiones en valores. La inversión en acciones latinoamericanas se ha efectuado mayoritariamente por medio de fondos (para inversiones) en un país específico y, en los recién pasados

⁹ Hay varios otros prestatarios de mercados emergentes que tienen interés en el mercado Samurai. Por ejemplo, el Banco Nacional de la República Checa colocó en este sector en julio de 1993 una emisión a siete años por valor de 35 mil millones de yenes, lo cual marcó el ingreso de la República Checa a este sector. Según información disponible, los inversionistas institucionales japoneses se interesaron por esta emisión porque dicho país no ha tenido graves problemas de endeudamiento.

años, de títulos de depósito estadounidenses (American Depository Receipts, ADR). La inversión directa en los mercados de valores ha sido un mecanismo menos importante para invertir en estos países.

La caída sostenida experimentada por el mercado de valores del Japón ha tendido a desalentar la utilización de este mercado por las empresas latinoamericanas, así como por todas las entidades emisoras, para obtener fondos o cotizar valores. En cambio, en el mercado de los Estados Unidos se ha observado un repentino aumento de las actividades de las sociedades latinoamericanas. El mercado estadounidense de colocaciones privadas regido por la regla 144-A (Culpeper, 1994) ha gozado de popularidad con las compañías más pequeñas y menos conocidas (que ofrecen valores de primera clase) de los mercados emergentes que desean movilizar capital accionario. Las compañías cuyos títulos se comercializan actualmente en los Estados Unidos o que han realizado grandes emisiones tienden a favorecer el mercado público de ese país. La mayor parte del capital accionario movilizado por las compañías latinoamericanas y la de los mercados emergentes le ha correspondido a México. Sin embargo, la regla 144-A establece ciertas limitaciones en cuanto al acceso a una amplia gama de inversionistas, y varias empresas que utilizaron el mercado privado, con la regla 144-A para probar la demanda de sus acciones, se están trasladando ahora al mercado público.¹⁰

4. Préstamos otorgados a la América Latina por los bancos del Japón

En agudo contraste con el endeudamiento de la América Latina en los mercados extranjeros de bonos, su acceso a los créditos sindicados de la banca es aún limitado. Los bancos japoneses, seguidores de la misma tendencia que los bancos de los principales países industriales, se han comportado con mucha cautela y no parecen estar dispuestos a reanudar a gran escala los préstamos a los países en desarrollo. Los créditos de los bancos japoneses a los países en desarrollo se redujeron drásticamente, ya que se contrajeron de 78.5 mil millones de dólares a fines de 1988 a 51 mil millones a fines de 1992 (véase cua-

¹⁰ Por ejemplo, en abril la compañía Corimon de Venezuela convirtió sus títulos de depósito regidos por la regla 144-A en ADS (American Depository Shares) en la Bolsa de Nueva York. La compañía Baesa, de la Argentina, es otra empresa latinoamericana que también inscribió nuevos ADS en esa Bolsa. Los inversionistas han descubierto que la falta de liquidez existente en el mercado regido por la regla 144-A resulta onerosa cuando hay que liquidar una posición en este mercado.

dro 5).¹¹ Los bancos de ese país se han mostrado selectivos en la concesión de préstamos a los países en desarrollo, y se han centrado sobre todo en los prestatarios solventes de la región de Asia e incluso, en ese caso, han restringido característicamente la concesión de préstamos para el financiamiento de proyectos y a créditos de corto plazo.

Los préstamos de los bancos japoneses a la América Latina se contrajeron a 16.9 mil millones, es decir, se redujeron a menos de la mitad en el periodo 1989-1992. Aunque los créditos otorgados a la región por los bancos comerciales estadounidenses son también reducidos, y el valor de sus créditos a la región se redujo de 53 mil millones de dólares a fines de 1989 a 46 mil millones de dólares a fines de 1992, su caída no ha sido tan fuerte. Las instituciones financieras japonesas se han mostrado muy insensibles a los incentivos ofrecidos por el gobierno del Japón para que ellos aumenten sus préstamos a los países de la América Latina. El plan de "reciclaje del superávit" (dado a conocer en 1987), por un monto de 65 mil millones de dólares, auspiciado por el gobierno, preveía una importante participación de los bancos en el cofinanciamiento. Sin embargo, los bancos se mostraron reacios a participar en la concesión de créditos, en especial a los países de la América Latina.

La gran importancia asignada al aumento de la rentabilidad y a la reducción del riesgo internacional podría estimular a los bancos del Japón a buscar modos de mejoramiento de la calidad del crédito, que incluirían las cuentas de depósito en garantía extraterritoriales (*off-shore escrow accounts*) y las garantías gubernamentales para nuevos préstamos. En este contexto, el hecho de que el Banco de Exportación e Importación (EXIMBANK) del Japón haya hecho extensivas sus garantías (del principal y del pago de los intereses) solamente a los préstamos que incluyen arreglos de cofinanciamiento por el sector privado, podría ser considerado favorable por los bancos. Si bien esas garantías se autorizaron mediante una enmienda aprobada en 1985, se utilizan ahora en el marco de los nuevos fondos para iniciativas de desarrollo (*funds for development initiative*), por valor de 120 mil millones de dólares establecidos en el país. En el marco de este servicio ampliado de garantía el EXIMBANK del Japón garantizó un préstamo sindicado por valor de 300 millones de dólares concedido a CORPOVEN de Venezuela.

¹¹ Después de las modificaciones en su política introducidas por el gobierno del Japón en 1990, los bancos japoneses empezaron a liquidar la deuda contraída con ellos por los países latinoamericanos mediante ventas en mercado secundario y bonos de salida (*exit bonds*) en el contexto del Plan Brady para la deuda.

CUADRO 5. *Préstamos pendientes de bancos comerciales japoneses a prestatarios soberanos extranjeros*

(Millones de dólares y porcentaje del total)

<i>Región</i>	<i>1988</i>		<i>1989</i>		<i>1990</i>		<i>1991</i>		<i>1992</i>	
Asia	23 815	(15.7)	24 070	(16.0)	21 732	(17.4)	24 196	(19.3)	20 903	(17.9)
Medio Oriente	596	(0.4)	799	(0.5)	734	(0.6)	1 776	(1.4)	2 440	(2.1)
Europa del Este	15 220	(10.0)	15 483	(10.3)	11 357	(9.1)	9 273	(7.4)	8 488	(7.3)
África	3 876	(2.6)	3 504	(2.3)	2 885	(2.3)	2 606	(2.1)	2 276	(2.0)
América Latina (incluye el Caribe)	35 020	(23.1)	33 198	(22.1)	18 779	(15.1)	17 791	(14.2)	16 929	(14.5)
Total	78 527	(51.8)	77 054	(51.2)	55 487	(44.5)	55 642	(44.4)	51 036	(43.8)
Total de préstamos pendientes de bancos comer- ciales a presta- tarios soberanos extranjeros	151 472		150 268		124 574		125 251		116 709	

FUENTE: Ministerio de Finanzas del Japón.

5. *La inversión extranjera directa del Japón en la América Latina*

La aplicación de políticas económicas más adecuadas, el mejoramiento de las perspectivas de crecimiento y la adopción de programas de privatización han estimulado la IED en la América Latina. Se calcula que la corriente de IED a la región aumentó de 7.1 mil millones de dólares a 17.5 mil millones en el periodo 1989-1993 (véase cuadro 6), aunque el incremento se centró en pocos países. México y Argentina, con una afluencia de 5.4 mil millones y 4.2 mil millones de dólares respectivamente, recibieron la mayor proporción de este incremento.

Si bien las entradas de IED a la América Latina crecieron en el periodo 1989-1993, las corrientes de inversión directa del Japón hacia la América Latina (y el Caribe) mostraron una tendencia contraria (con todo, algo aumentó la participación de la región latinoamericana en la IED total del Japón). Con un total de 1.6 mil millones (declarados) en 1992, la afluencia de IED es muy inferior al promedio de 2.5 mil millones de dólares observado en el periodo 1989-1991.

La inversión japonesa en la región aún fluye, preferentemente hacia los paraísos fiscales o países de "bandera de conveniencia".¹² Por ejemplo, el conjunto de las corrientes orientadas hacia Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela representaba un tercio de las corrientes orientadas a Panamá en 1991. Los paraísos fiscales, como las Islas Caimán, las Bahamas, Bermudas, las Islas Vírgenes y Panamá, recibieron casi las tres cuartas partes de la IED procedente del Japón destinada a la América Latina y el Caribe en 1991. Si bien las inversiones en estos paraísos tributarios disminuyeron, a la par con la declinación general de la IED japonesa, Panamá aún es el beneficiario regional más importante de la IED, con un monto superior a 900 millones de dólares en 1992.

La inversión en los sectores manufacturero y terciario de los principales países de la América Latina es reducida, lo cual indica que la región no es una base importante de producción para los fabricantes japoneses o un mercado importante para el comercio del Japón.¹³ La

¹² Los países que son paraísos tributarios u ofrecen ventajas de "bandera de conveniencia" siempre muestran sumas altas por concepto de inversiones recibidas. Estas entradas de capital suelen no reflejar una actividad normal en materia de IED y, en general, son el resultado de canalizar los fondos de las empresas trasnacionales por intermedio de filiales establecidas en estos paraísos tributarios, para conceder préstamos o realizar inversiones en otros sitios.

¹³ Como ocurre con varios otros países, la IED y el comercio del Japón están estrechamente vinculados, en especial en la región de Asia Oriental.

CUADRO 6. *Corrientes de IED orientadas a regiones en desarrollo*

(Millones de dólares)^a

	1989	1990	1991	1992
Total				
Todas las regiones en desarrollo	23 320	24 008	33 916	47 156
África (Subsahara)	2 476	669	1 746	1 618
Asia del Este y el Pacífico	9 071	10 885	13 021	20 491
Europa y Asia Central	2 790	3 282	5 306	8 312
América Latina y el Caribe	7 135	7 725	12 776	14 506
Medio Oriente y África del Norte	1 619	1 156	711	1 665
Asia del Sur	229	291	356	564
Desde Japón				
Todas las regiones en desarrollo	7 576	7 487	7 668	7 330
África (Subsahara)	644	532	707	234
Asia del Este y el Pacífico	4 055	4 140	4 399	4 679
Europa y Asia Central	133	184	273	69
América Latina y el Caribe	2 614	2 545	2 231	1 566
Medio Oriente y África del Norte	28	2	18	563
Asia del Sur	102	84	40	219
Desde Estados Unidos				
Todas las regiones en desarrollo	6 377	6 391	7 380	7 196
África (Subsahara)	-239	-300	34	-855
Asia del Este y el Pacífico	1 014	1 712	1 215	994
Europa y Asia Central	22	337	492	784
América Latina y el Caribe	5 843	4 388	5 062	5 975
Medio Oriente y África del Norte	-288	259	468	209
Asia del Sur	25	-5	109	89

FUENTE: Japón, Ministerio de Finanzas; Estados Unidos, Departamento de Comercio y *World Debt Tables*, Banco Mundial.

^a Las cifras para el total de las IED están basadas en datos del país anfitrión. Las cifras para el Japón se sacaron con base en notificación (Ministerio de Finanzas).

participación de la inversión del sector manufacturero dentro del total de la IED del Japón en la América Latina era inferior a 13% (Jun y otros, 1993). La reciente creación de una zona de libre comercio en la América del Norte (a partir del Tratado de Libre Comercio de América del Norte) podría atraer la IED japonesa a la región.

II. FACTORES QUE CONTRIBUYEN A LAS REDUCIDAS CORRIENTES DE INVERSIÓN JAPONESA HACIA LA AMÉRICA LATINA

El incremento recién experimentado por las entradas de capital en muchos países en desarrollo ha planteado interrogantes respecto a la importancia de los factores de “rechazo” y “atracción”. Por una parte, se considera que los factores globales, como la aguda caída de las tasas de interés en los Estados Unidos y en todo el mundo a comienzos de los noventa, y la reducción del ritmo de actividad económica en Estados Unidos y en los principales países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) en la misma época han contribuido mucho a aumentar el atractivo de los valores y de los activos de los mercados emergentes, y han impulsado la inversión extranjera en los países en desarrollo. Por otra parte, se calcula que el mejoramiento de las perspectivas económicas en muchos países en desarrollo influyó para que el capital llegara (fuera atraído) a esos países. Un estudio de Calvo, Leiderman y Reinhardt (1993) alude a la importancia de los factores globales para explicar estas corrientes. Los autores llegan a la conclusión de que si estos factores se invirtieran podría producirse una salida de capital de esos países.

Chuhan, Claessens y Mamingi (1993) utilizaron datos acerca de las corrientes de capital y demostraron la importancia de los factores específicos de los países para atraer los recursos de capital. Descubrieron que estos factores internos también son importantes para explicar las afluencias de capital. Sobre la base de la bibliografía relativa a los elementos determinantes de las corrientes internacionales de capital se puede intentar la identificación de los factores que desempeñan un papel fundamental en la motivación de las corrientes de capital. Los factores específicos de los países —que incluyen la rentabilidad de los mercados bursátiles, la clasificación crediticia y los precios en el mercado secundario de la deuda soberana— indican el riesgo de invertir en el país y la rentabilidad de la inversión. En los recién pasados años la mayoría de estos indicadores específicos de los países revelaba un apreciable mejoramiento a medida que varios países en desarrollo iban liberalizando sus economías y adoptaban amplios programas de reforma económica. Por ejemplo, la rentabilidad de los mercados emergentes de valores subió marcadamente y así el índice de precios combinado, basado en el dólar, calculado para la América Latina por la Corporación Financiera Internacional (CFI), aumentó 351 % durante 1989-1993, en tanto que el índice 500 de Stan-

dard and Poor's subió 69% y el índice nikkei bajó 44%, desde enero de 1989 a diciembre de 1993 (véase cuadro 7). Las clasificaciones crediticias (calculadas por Institutional Investors) también mejoraron durante ese periodo. El estudio de mercado realizado por Institutional Investors en 1993 respecto al riesgo por países indica que la región fue clasificada en la más alta categoría en diez años. La clasificación crediticia de la América Latina, medida en una escala de 0 a 100, subió sostenidamente de 20 en septiembre de 1989 a 24.4 en el mismo mes de 1993. La mejora es amplia y refleja tanto el perfeccionamiento de las políticas económicas como la mayor solidez de las perspectivas de crecimiento de mediano plazo de la región. No hace mucho, varios créditos latinoamericanos fueron clasificados entre los de buena calidad (por ejemplo, Chile y Colombia por Standard and Poor's, y México por Duff and Phelps). Asimismo, en 1993 el precio de la deuda soberana de los países latinoamericanos en el mercado secundario aumentó de modo considerable. Los precios subieron de 30 centavos por dólar a fines de 1989 a alrededor de 65 centavos por dólar a fines de diciembre de 1993.

El reducido monto de la inversión japonesa en la América Latina, pese al mejoramiento de los factores específicos de los países de la región, sugiere que hubo elementos que influyeron en el Japón para restringir las corrientes de inversión hacia la América Latina. Los factores que frenaron las fuentes de afluencia pueden clasificarse en las tres categorías siguientes: transitorios, institucionales y de largo plazo.

1. *Factores transitorios*

El retorno de los prestatarios latinoamericanos a los mercados internacionales de bonos y valores coincidió de manera parcial con la contracción de la inversión externa del Japón. Las corrientes externas del Japón se mantuvieron muy por debajo del máximo alcanzado a fines del decenio de los ochenta. El prolongado colapso del mercado japonés de valores, la pronunciada declinación del mercado inmobiliario, la apreciación del yen con respecto al dólar estadounidense y el débil crecimiento económico contribuyeron a deprimir las corrientes de inversión externa del Japón.

La debilidad que presentan actualmente las afluencias de cartera es atribuible a varios factores, y de ellos el más importante es la pérdida cuantiosa de riqueza vinculada con la declinación sin preceden-

CUADRO 7. *Rendimiento de mercados de valores seleccionados de la América Latina*

(Millones de dólares)

	<i>Capitalización de mercados</i>		<i>Valores mensuales comercializados</i>	
	<i>Fines de 1989</i>	<i>Fines de 1993</i>	<i>1989^a</i>	<i>Dic. 1993</i>
Argentina	4 225	43 967	160	1 158
Brasil	44 368	99 430	1 397	6 217
Chile	9 587	44 622	72	343
Colombia	1 136	8 755	9	94
México	22 550	200 671	519	12 314
Venezuela	1 472	6 587	8	182
América Latina				
Índice nikkei				
S & P 500				
Índice				
	<i>Rendimiento medio anual (dólares: cinco años finalizando diciembre de 1993)</i>	<i>Divergencia anual normal (dólares: cinco años finalizando diciembre de 1993)</i>	<i>Índice de precios (porcentaje de cambio en doce meses diciembre de 1993)</i>	
Argentina	94.44	116.12	80.48	
Brasil	43.68	75.59	153.44	
Chile	35.52	25.98	39.54	
Colombia	43.92	37.34	69.11	
México	44.15	26.43	67.42	
Venezuela	36.12	50.78	3.16	
América Latina	35.04	30.62	78.66	
Índice nikkei	-3.84	31.73	36.49	
S & P 500	11.28	12.89	9.76	
Índice				

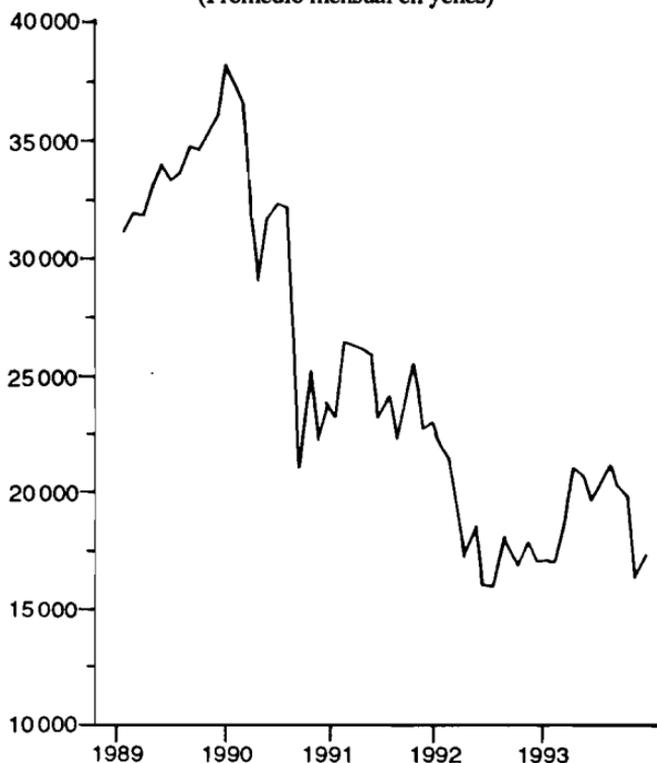
FUENTE: *IFC Emerging Market Database.*

^a Las cifras para 1989 son promedios mensuales.

tes del mercado de valores y el colapso de los precios de las propiedades a comienzos de los años noventa (véase gráficas 1 y 2). La baja considerable y generalizada que han experimentado los precios en el mercado de valores del Japón por cuarto año consecutivo ha hecho disminuir el valor de la cartera de los inversionistas. Pese a los esfuerzos del Ministerio de Finanzas por mantener los precios de las

GRÁFICA 1. *Índice nikkei de la bolsa de valores*

(Promedio mensual en yenes)

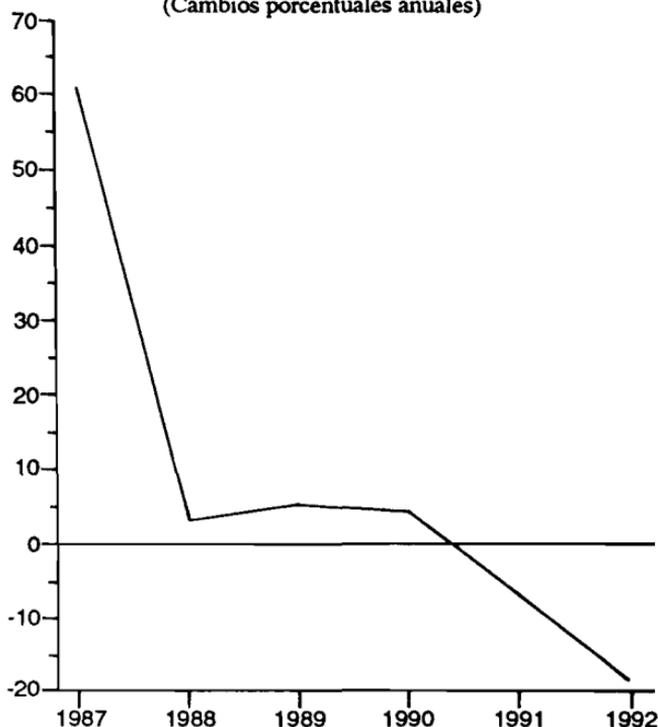


FUENTE: Banco del Japón, estadísticas económicas mensuales.

acciones, como la casi suspensión total de la cotización de nuevos valores en la bolsa de Tokio durante casi tres años, el desempeño del mercado ha sido deficiente.

Los inversionistas nacionales también han mostrado cautela para invertir en este mercado de valores por falta de confianza y por la aplicación de políticas como la que estableció el número mínimo de acciones que debe adquirir el inversionista, la de reducción de los dividendos puesta en práctica por las empresas y las exigencias poco rigurosas que deben cumplir las empresas en materia de divulgación de información. Los inversionistas extranjeros también han disminuido sus inversiones en este mercado. Un informe dado a conocer recientemente (publicado en el *New York Times* del 8 de noviembre de 1993) expresa que los inversionistas estadounidenses, que están destinando cuantiosas sumas a la adquisición de valores externos, han

GRÁFICA 2. *Precios comerciales nominales de inmuebles: Tokio*
(Cambios porcentuales anuales)



FUENTE: Jones Lang Wootton y otras asociaciones privadas de bienes raíces.

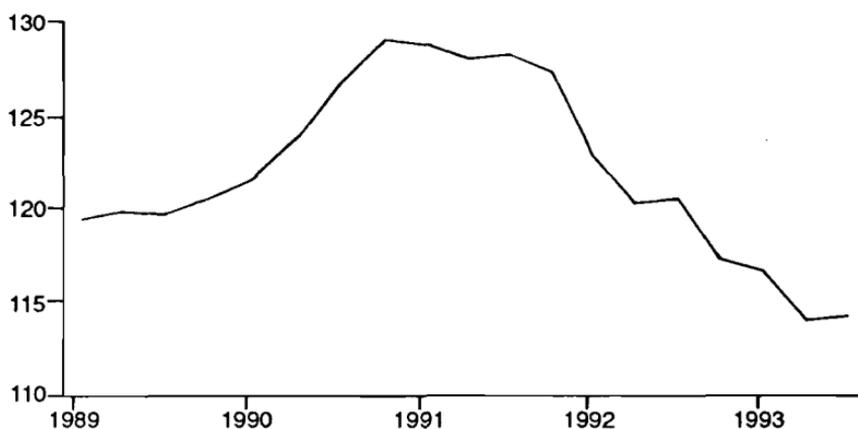
invertido muy poco en el mercado bursátil del Japón en los recientes tiempos.

La aguda reducción experimentada por los precios de los inmuebles influyó desfavorablemente en la cartera de los inversionistas japoneses. Además, los movimientos monetarios —la caída del dólar frente al yen— han mermado también el valor de los activos en el exterior (denominados en dólares en su mayoría), con lo cual se ha exacerbado el efecto de riqueza y se ha inducido a los inversionistas a proceder de modo muy cauteloso en relación con las inversiones extranjeras.

Asimismo, el magro crecimiento económico experimentado desde 1991 ha hecho empeorar la situación económica y ocasionado la bancarrota de las empresas (véase gráfica 3). La caída de las utilidades a que dio lugar el deterioro de la situación económica y la marcada apreciación del yen ha significado para las compañías no poder disponer ahora, como en los años ochenta, de cuantiosas corrientes de

GRÁFICA 3. *Índice de producción industrial del Japón, 1989-1993*

(Promedio trimestral)



FUENTE: *Estadísticas financieras internacionales*, Fondo Monetario Internacional.

fondos para invertir. La confianza en la economía, medida por los estudios del Banco del Japón, es aún débil y según algunos pronósticos el crecimiento económico será negativo por primera vez en diecinueve años. Al mismo tiempo, las empresas se muestran reacias a hacer economías (es decir, a reducir el empleo y los costos) e invertir en el exterior por la baja rentabilidad obtenida anteriormente por la IED japonesa, en especial en los Estados Unidos (que ha sido menor que en los países en desarrollo de Asia).¹⁴

Por lo demás, las restricciones aplicadas por los bancos japoneses (reducción de los nuevos préstamos) y el incremento de la deuda subordinada (para obtener nuevos capitales) en el mercado del Japón a fin de satisfacer las exigencias de suficiencia del capital establecidas por el Banco de Pagos Internacionales (a fines de marzo de 1993) han influido en la contracción de los fondos institucionales disponibles para las inversiones extranjeras de cartera.¹⁵ El desempeño deficiente de la banca —la contracción de las utilidades de los bancos del Japón se prolonga desde hace cuatro años— ha contribuido a reducir tanto el crédito de los bancos como su adquisición de títulos de valor

¹⁴ El patrón de la IED japonesa refleja la reducción de la participación de un país industrial en estas corrientes y un incremento de la proporción destinada a los países en desarrollo, en especial de Asia.

¹⁵ La pronunciada declinación de los precios de los valores ha erosionado el valor de las reservas de capital de los bancos y exacerbado también los problemas de los bancos.

externos. El desempeño de los bancos se ha visto perjudicado por dos tendencias subyacentes: la pronunciada declinación de los bienes inmuebles y el débil crecimiento económico, que han contribuido a empeorar la situación económica y ocasionado la bancarrota de las empresas.¹⁶ Los grandes bancos japoneses todavía mantienen en sus carteras una considerable cuantía de préstamos que no está siendo servida y los montos de las provisiones correspondientes por conceptos de pérdidas son aún elevados. A fines de marzo de 1993 los préstamos que no fueron servidos de once grandes bancos ascendían a 8.4 billones de yenes (78 mil millones de dólares) y en septiembre de 1993 estos préstamos habían aumentado a 9.2 billones de yenes (87 mil millones de dólares). Los detalles de los préstamos no servidos, que los bancos publicaron por primera vez en marzo de 1993, muestran que dentro del total de préstamos pendientes esos préstamos representaban de 1.6 a 4.8% para los once grandes bancos. Como estas cifras no incluyen los préstamos renegociados como préstamos problemáticos, estos resultados subestiman considerablemente los riesgos de deudas incobrables (Salomon Brothers, 1993). Los grandes bancos japoneses, que son los que han mostrado el trato más agresivo en relación con préstamos con problemas de repago, podrían verse forzados a aumentar sus créditos para incrementar las utilidades, pero serían aún selectivos. Es probable que demore la recuperación de la actividad crediticia de los bancos de crédito a largo plazo y los bancos fiduciarios, que han tardado en liquidar los préstamos no servidos.

Todos estos factores han debilitado, ante los países en desarrollo, la posición de las instituciones financieras del Japón, incluidos los inversionistas institucionales del Japón, y otros inversionistas, en su calidad de fuente de fondos para las corrientes de cartera como de otras de capital privado. De no mejorar los factores subyacentes, es decir, de no recuperarse las acciones y el mercado de valores inmo-

¹⁶ Entre 20 y 25% de los préstamos pendientes de los principales bancos comerciales corresponde a actividades inmobiliarias y cerca de 40% de los préstamos totales está garantizado por bienes raíces. La aguda depresión experimentada por el mercado de bienes raíces ha ocasionado una gran falta de liquidez en este mercado, y a los bancos les ha resultado extremadamente difícil liquidar las propiedades que mantienen en garantía, ni siquiera ofreciéndolas con grandes descuentos. Una iniciativa financiada por los bancos para adquirir estos activos por intermedio de una empresa compradora mediante créditos cooperativos (Credit Cooperative Purchasing Company, cccp) ha tenido un éxito limitado hasta ahora. Esta empresa ha comprado sólo una fracción de las propiedades de los bancos más importantes (menos de 1% de la cartera de préstamos de estos bancos) con un descuento promedio de 40% sobre el valor nominal.

biliario, es poco probable que los inversionistas institucionales y otros favorezcan a corto plazo la inversión en títulos externos.

Otro factor que podría explicar de manera parcial la caída de las inversiones extranjeras de cartera, pese a que las tasas de interés no habían llegado antes a niveles tan bajos en el Japón, es la reducción del margen entre las tasas de interés en ese país y los Estados Unidos. Según Nikko Research Center, radicado en Tokio, el margen de 3 a 5% de la tasa de interés entre los bonos del Tesoro de los Estados Unidos y los bonos del gobierno del Japón indujo a los inversionistas japoneses a comprar sistemáticamente hasta un tercio o más de los bonos licitados por el Tesoro de Estados Unidos. Dichos bonos representaban más de 60% de la cartera total de bonos extranjeros de los inversionistas institucionales japoneses a fines de 1985. La reducción de este diferencial de los intereses a una cifra de 1 a 2% en la década de 1990, ocasionó una caída pronunciada de esta participación a casi 35% de las tenencias de bonos extranjeros. Aunque los inversionistas japoneses se han desplazado hacia otros bonos extranjeros, sus compras totales de dichos bonos se han reducido mucho. Además, esta diversificación no ha tendido a favorecer los títulos latinoamericanos, porque los inversionistas japoneses se muestran muy cautelosos ante las tenencias de valores no considerados de buena calidad.

2. Factores institucionales

Desde fines del decenio de los ochenta el Ministerio de Finanzas (MF) ha introducido una amplia variedad de reformas en el mercado de bonos del Japón para aumentar la liquidez, la eficiencia y la transparencia del mercado de capitales de ese país. Eliminó las exigencias de garantías, suprimió las severas restricciones de balance, permitió que se utilizaran nuevas modalidades de emisión y procuró reducir los costos de financiamiento mediante un aumento de la competencia. Asimismo, ha actuado para mejorar el acceso a este mercado, si bien éste es aún determinado por la solvencia crediticia. Esta diferencia basada en la solvencia significa que no se permite el acceso a este mercado a los prestatarios clasificados como de poca solvencia (cuyos papeles son de baja calidad).

La flexibilización de las pautas de calidad vigentes para las emisiones de bonos en el sector Samurai constituyó quizá el acontecimiento más importante que haya afectado el endeudamiento de los países en desarrollo en el mercado de capitales del Japón. A partir del

1º de agosto de 1992, el MF redujo los requisitos de los reglamentos de emisión. Para cumplir los requisitos de colocación de emisiones en el sector Samurai se exige ahora a todos los prestatarios haber sido clasificados por un organismo reconocido con la categoría BBB o superior, en lugar de haberlo sido en A, como era necesario anteriormente. La clasificación debe ser realizada por cualquiera de las siguientes entidades de clasificación: Fitch Investors Services, Japan Bond Research Institute, Japan Credit Rating Agency, Moody's, Nippon Investors Services y Standard and Poor's. Desde que se liberalizó la reglamentación, se colocaron varias emisiones de los países en desarrollo, entre los cuales se incluyen China, Hungría y Turquía.

Otro acontecimiento importante fue la flexibilización de los reglamentos en el mercado de colocaciones privadas (Yamaichi Securities, 1993). En el marco de su amplia reforma del sistema financiero, el Japón liberalizó la reglamentación aplicada a las entidades emisoras no japonesas, por ejemplo el mercado Shibosai.¹⁷ La ley de valores y divisas (Securities and Exchange Law) fue enmendada el 1º de abril de 1993 a fin de hacer más atractivo este mercado tanto para los inversionistas como para las entidades emisoras. Las nuevas reglas procuran ampliar la gama de inversionistas, tornar más comerciables las emisiones en el mercado secundario y mejorar las condiciones de la emisión, por ejemplo la magnitud, el vencimiento y las exigencias mínimas relativas a los márgenes.

Con arreglo a la nueva reglamentación, se permite la colocación de dos nuevos tipos de bonos, los bonos Q y los bonos 49. Las entidades emisoras extranjeras pueden vender bonos Q a cualquier inversionista institucional idóneo. Los bonos 49 pueden ser vendidos a 49 o menos compradores nacionales, sean empresas o particulares. De acuerdo con la antigua reglamentación, los bonos extranjeros sólo podían venderse a 49 o menos inversionistas institucionales idóneos. Anteriormente también había restricciones de los montos que cada comprador podía adquirir. Se eliminó el límite máximo de 20%, aunque la cifra máxima de las tenencias individuales *es aún de 10%*. En el marco de las nuevas reglas *se amplió* asimismo la definición de inversionista institucional idóneo, a fin de incluir quince categorías

¹⁷ En el mercado Shibosai, como en el mercado privado estadounidense de colocaciones, las exigencias de divulgación de información son menores que en el mercado público, y no se ha estipulado el cumplimiento de exigencias mínimas de calificación como en el sector Samurai. Sin embargo, de acuerdo con la práctica vigente quizá sólo los créditos clasificados en las categorías superiores puedan obtener financiamiento en este mercado.

en comparación con las once existentes anteriormente. Las categorías adicionales de inversionistas comprenden las sociedades de valores, las filiales japonesas de empresas extranjeras de valores mobiliarios, las compañías asesoras de inversión autorizadas, y las cooperativas agrícolas y las federaciones de cooperativas pesqueras que toman depósitos. Se relajaron también las reglas de reventa y se autorizó la reventa y la venta parcial, así como la venta a más de un inversionista, después de transcurridos dos años de la fecha de emisión de los títulos. Antes, la reventa se limitaba a una venta única a un solo comprador, al cabo de dos años de la fecha de compra del bono.

La nueva reglamentación redujo también las restricciones del tamaño de la emisión. Las instituciones emisoras clasificadas en la categoría AAA pueden colocar emisiones por valor de 30 mil millones de yenes y los prestamistas clasificados en AA, o una categoría inferior (incluso los no clasificados), pueden colocar emisiones por hasta 20 mil millones de yenes. Estos topes se comparan con los anteriores de 30 mil millones, 20 mil millones y 10 mil millones de yenes que se aplicaban a las entidades emisoras clasificadas en AAA, AA y A o categorías inferiores (incluso las no clasificadas), respectivamente, según las antiguas reglas. Se hicieron menos estrictas las restricciones en los plazos máximos y mínimos de los bonos, que pueden ser de dos a veinte años. Se eliminaron las exigencias mínimas en cuanto a los márgenes de utilidades y éstos son ahora determinados por el mercado. Antes se establecían los márgenes mínimos sobre la base de la clasificación del prestatario.

Si bien se reconoce el mejoramiento de la solvencia crediticia de las entidades emisoras latinoamericanas, las instituciones japonesas aún proceden con cautela para adquirir títulos latinoamericanos dado el alto monto de los préstamos pendientes que tenían en la región y que se vieron afectados por la crisis de la deuda en los años ochenta. Además, los inversionistas japoneses tradicionalmente han tendido a ser cautelosos en sus inversiones y en general sólo compran papeles de buena calidad. Como la mayoría de los emisores latinoamericanos no satisface este criterio de inversión, no ha sido favorecida por los inversionistas japoneses, en especial los inversionistas institucionales. Chuhan (1994) halló que, pese a que los inversionistas institucionales, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, tienen topes reglamentarios en el porcentaje de sus activos que pueden mantener en títulos extranjeros (30%), la práctica seguida por la industria de favorecer las inversiones en efectos de buena calidad

ha resultado más restrictiva para las inversiones en los mercados emergentes de valores.

A los inversionistas les preocupa el conocimiento limitado que tienen de la América Latina y su poca experiencia en esa región, y se muestran cautelosos para invertir en ella. Ambos factores han hecho difícil para los inversionistas japoneses distinguir entre los diferentes países de la región. El Brasil es para el Japón por mucho el país más importante de la América Latina, pero las dificultades que han surgido en ese país han ensombrecido la región entera. Stallings (1990) expresa que incluso en el periodo 1970-1982, cuando el monto de los préstamos de bancos extranjeros en la América Latina era alto, los bancos japoneses no encabezaban a los prestamistas de la región. Por lo contrario, seguían a los bancos de los Estados Unidos (que tenían relaciones bancarias con la región desde los años veinte y asimismo mayor experiencia en ella), atraídos por las posibilidades de obtener grandes márgenes de utilidades y en respuesta al rápido crecimiento de la economía japonesa. Inicialmente, los bancos japoneses participaron en los préstamos como miembros de consorcios más que como bancos directores (*lead managers*).¹⁸ Y, si bien los bancos japoneses contribuyeron a financiar importantes proyectos, estos incluían característicamente la participación del gobierno japonés.¹⁹

Con la renuencia de los bancos a otorgar préstamos a los países de la América Latina, la vinculación entre los créditos de los bancos y la IED es otro factor que influye de manera negativa en las inversiones japonesas en las empresas de la región. En cada Keiretsu —grupos industriales de Japón—, existe una relación especial entre diversas industrias y un banco importante. Este arreglo industrial influye en el comportamiento de las empresas de ese grupo. Las empresas japonesas recurren a los bancos para obtener el financiamiento de gran parte de sus inversiones en el exterior. La información disponible para los años ochenta muestra que un tercio de las inversiones directas de las compañías japonesas en la América Latina era financiado por bancos japoneses. Si un banco importante es reacio a conceder préstamos en un país, las empresas manufactureras del grupo con el cual está estrechamente vinculado tendrían limitaciones para invertir en ese país por la falta de respaldo financiero de esa fuente.

¹⁸ Por ejemplo, los bancos japoneses sólo administraban alrededor de 10% de los préstamos latinoamericanos, en comparación con 42% por los bancos estadounidenses.

¹⁹ Por ejemplo, en un proyecto en marcha en el Perú y en el desarrollo del sector siderúrgico en México.

3. Factores de largo plazo

Los lazos históricos, las características vinculadas al emplazamiento y las relaciones y modalidades comerciales coadyuvaron a la configuración de las corrientes de inversión del Japón. La atención se centrará ahora en la evaluación del papel de las relaciones comerciales y la estructura del comercio.

Desde mediados de la década de los ochenta la estructura del comercio del Japón refleja la creciente importancia de Asia Oriental para el Japón. Aunque no existe formalmente un bloque comercial formado por las economías del Japón y otras economías de Asia Oriental, se ha generado una integración económica y una regionalización impulsadas por las fuerzas del mercado. Un estudio reciente de Bannister y Braga (1993) indica que desde 1985 se observa un creciente sesgo intrarregional en el comercio del Japón con la región, medido por el índice de intensidad comercial.²⁰

La estructura de la IED del Japón, que muestra un incremento de la proporción destinada a Asia Oriental, fortalece las razones para ampliar la integración con esta región. La IED japonesa en Asia presenta marcadas características conducentes a la "creación de intercambio comercial" por cuanto las compañías manufactureras japonesas invierten en las economías asiáticas atraídas por la mano de obra barata, la reglamentación favorable o indeterminada y otros incentivos financieros. Una proporción considerable de la producción de las empresas transnacionales japonesas se destina al mercado japonés o estadounidense. Aunque la IED japonesa en Asia está vinculada con el intercambio comercial, está menos orientada a la exportación que en el caso de la inversión japonesa en la América Latina. Este hecho puede explicarse por las diferencias en cuanto a las políticas vigentes en estas dos regiones durante los años ochenta. Las políticas de los países de Asia Oriental se encaminaban en mayor medida a la exportación, en tanto que las de la América Latina lo estaban hacia el mercado interno. Es posible que las modalidades de la IED destinada a la América Latina se vean afectadas por las medidas de liberalización del comercio adoptadas en la América Latina como a la integración del mercado mexicano con el de Estados Unidos y Canadá en el marco del TLC. Sin embargo, los crecientes vínculos de

²⁰ No ocurre lo mismo en el caso de otras economías de Asia Oriental, que no muestran un incremento de la intensidad comercial con la región, aunque se observa un sesgo regional en su comercio, es decir, el intercambio comercial con la región es más intenso que con el resto del mundo.

intercambio-inversión (y de ayuda) con Asia sugieren que es poco probable que las empresas e inversionistas japoneses abandonen esa región y favorezcan a la América Latina.

III. PERSPECTIVAS DE LAS CORRIENTES DE INVERSIÓN JAPONESA HACIA LA AMÉRICA LATINA

Aunque las corrientes de inversión y de cartera y otras corrientes de capital privado fueron reducidas en los recién pasados años, hay varios factores que indican que a mediano plazo éstas aumentarían sin un gran repunte. Como se expresó anteriormente, el retorno de la América Latina al mercado internacional de capitales ocurrió en el momento en que se contrajeron mucho las inversiones externas del Japón. El cambio desfavorable se produjo como consecuencia de factores transitorios que se manifestaron por la vía del efecto de patrimonio. Es probable que, de cambiar estos factores, aumente la salida total de capitales privados, en especial los de cartera. Si bien cabe esperar que algunos factores institucionales y de largo plazo restrinjan las corrientes hacia la América Latina, hay varios acontecimientos que favorecen un incremento moderado de estas afluencias.

Entre los factores que pueden propiciar el aumento del financiamiento con bonos y acciones de las entidades latinoamericanas figuran los esfuerzos del MF para liberalizar el mercado de capital del Japón. Las crecientes posibilidades de acceso a los mercados japoneses resultarán atractivas para los prestatarios de los mercados emergentes, incluidos los de la América Latina. Además, con la creciente integración financiera de los mercados emergentes con el mercado global se estimularán las corrientes extrafronterizas de valores entre el Japón y la América Latina. Los esfuerzos por diversificar las fuentes de obtención de fondos y la reducción de los costos del endeudamiento constituirán un nuevo elemento que atraerá a los prestatarios latinoamericanos a los mercados del Japón.

La evolución de los acontecimientos en los países huéspedes constituye probablemente un impulso positivo para la inversión japonesa, en especial la IED, pese a la tendencia de creciente integración económica del Japón con las economías de Asia Oriental. Entre los acontecimientos positivos figuran las mejores perspectivas de crecimiento de la América Latina generadas por un mejor manejo de la economía.²¹

²¹ Sin embargo, algunas informaciones indican que la liberalización del comercio de corto plazo en la América Latina ha tenido el efecto inesperado de reducir en cierta medida

Otro acontecimiento positivo es la reciente creación de una zona de libre comercio en la América del Norte en el marco del TLC. Es probable que las mejores perspectivas de crecimiento que tiene México con el TLC y el acceso garantizado al mercado de los Estados Unidos atraigan la IED japonesa al país.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (1992), *World Debt Tables 1992-1993*.
 — (1993), *Financial Flows and the Developing Countries*, varias ediciones.
 Bannister, G., y C. A. Primo Braga (1993), "Intra-Asian Investment and Trade: Prospects for Growing Regionalization in the 1990s", Banco Mundial, División de Comercio Internacional, mimeografiado.
 Calvo G., L. Leiderman y C. Reinhardt (1993), "Capital Inflows and the Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 1.
 Chuhan, P. (1994), "Area Institutional Investors an Important Source of Portfolio Investment in Emerging Markets", *World Bank Policy Research Working Paper*, núm. 1243.
 —, S. Claessens y N. Mamingi (1993), "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors", *World Bank Policy Research Working Paper*, núm. 1160.
 Claessens, S., M. Dooley y A. Werner (1993), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?", *Portfolio Investment in Developing Countries*, Simposio del Banco Mundial, septiembre.
 Culpeper, R. (1994), "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: El papel de los inversionistas norteamericanos", capítulo 1 del presente libro.
 Euroweek (1993), *Financing Japan's Top Credits*.
International Financing Review, varias ediciones.
 Jun, K., F. Sader, H. Horaguchi y H. Kwak (1993), "Japanese Foreign Direct Investment: Recent Trends, Determinants, and Prospects", *World Bank Policy Research Working Paper*, núm. 1213.
New York Times, 8 de noviembre de 1993.
 OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos), *Financial Market Trends*, varias ediciones.
 Stallings, B. (1990), "Reluctant Giant: Japan and the Latin American Debt Crisis", *Journal of Latin American Studies*, vol. 22, parte 1.
 Tatewaki, K. (1991), *Banking and Finance in Japan*, Routledge, Inglaterra.
 Yamaichi Securities (1993), *New Shibosai Rules*, Tokio.

la inversión japonesa, en especial en el sector manufacturero, porque ahora resulta más barato exportar desde Japón que efectuar el ensamblado en la América Latina.

4. EL MOVIMIENTO DE CAPITALES EN LA ARGENTINA

José María Fanelli
y *José Luis Machinea*

INTRODUCCIÓN

LOS DETERMINANTES de los movimientos de capital hacia la América Latina parecen relacionarse en primer lugar con factores externos a la región, tales como la evolución de las tasas de interés internacional, los cambios en las operaciones y las regulaciones en el mercado de capitales del exterior y los saldos en cuenta corriente de los Estados Unidos (Culpeper y Griffith-Jones, 1992; Calvo y otros, 1993; Damill y otros, 1993). Aun cuando en general se acepta que la estabilidad macroeconómica y las reformas estructurales orientadas a otorgarle un mayor papel a los mercados pueden constituir elementos importantes, su contribución sólo parece ser pertinente para explicar las diferencias en el margen, y no para dar cuenta de un cambio espectacular en el sentido y el monto de las corrientes de capital del tipo del que está ocurriendo en la región en los recién pasados años. En este sentido, suelen citarse los ejemplos de Chile y el Brasil. Chile, aunque estabilizó su economía e implantó reformas estructurales desde mediados de los ochenta, no recibió cantidades significativas de capital de origen voluntario y privado¹ en ese periodo; mientras que el Brasil ha recibido recientemente grandes sumas de inversión financiera externa sin haber estabilizado su economía ni haber emprendido un plan sistemático de ajuste estructural.

Dado que este trabajo se orienta a analizar lo ocurrido con los movimientos de capital en el ámbito de la economía argentina, los factores internacionales serán considerados exógenos. El objetivo básico

¹ Chile, no obstante, recibió un fuerte apoyo de los organismos de financiamiento multilaterales en el proceso de estabilización y cambio estructural que emprendió durante los años ochenta. Una parte no despreciable del mejor *performance* chileno durante ese periodo, comparado con otros países de la región como México, Argentina o Brasil, puede haberse debido a que el apoyo externo recibido fue significativamente mayor al de los países mencionados. Los elementos para sostener esta hipótesis aparecen en Damill y otros (1991).

que nos proponemos es identificar los efectos que han tenido en la economía nacional los cambios en las corrientes de capital. Tanto en lo relativo a la estabilidad macroeconómica como en lo que se refiere a los cambios inducidos en la estructura real y financiera.

En realidad, esta cuestión sería pertinente aun si los movimientos de capital fueran totalmente explicados por las políticas de reforma internas y no dependieran del contexto internacional. Si para contar con capitales externos hay un conjunto de reformas —y no otro— capaz de cumplir con tal objetivo, una pregunta válida es si tales reformas son aptas también para asegurar la estabilidad y el crecimiento equilibrado una vez que los capitales externos en realidad comienzan a ingresar. Por ejemplo, si la liberalización financiera es una condición *sine qua non*, ¿es compatible un régimen de libertad financiera y entrada masiva de capitales con las señales de tipo de cambio y tasas de interés necesarias para el crecimiento sostenido?

Una fuente de decisiva importancia para identificar los hechos estilizados referidos a la interacción entre movimientos de capital y economía nacional la constituye las experiencias pasadas de apertura e integración con el mercado internacional de capitales. En este sentido el análisis referido a la Argentina cuenta con una ventaja importante. Entre fines de los años setenta y principios de los ochenta se experimentó un proceso que presenta similitudes con el actual: se introdujo una serie de reformas liberalizadoras en un contexto de fluidez del mercado internacional de capitales y hubo un fuerte incremento en la magnitud de los movimientos de capital externo. Estos hechos tuvieron profundos efectos en la estabilidad de corto plazo así como consecuencias permanentes en el ahorro, la inversión y en el proceso de intermediación financiera.

En función de esto, dedicaremos la mayor parte de la sección I a identificar los hechos estilizados de la reforma liberalizadora antes mencionada, y cerraremos la misma con una referencia breve de lo ocurrido durante la década de los ochenta. Tal referencia tiene por objeto resaltar las secuelas más importantes dejadas por la “crisis de la deuda” en términos de restricciones al crecimiento.

La sección II está destinada al estudio de la anatomía y la magnitud de las corrientes de capital actuales y al de la interacción de éstas con la estructura financiera y del mercado de capitales. Así, en primer lugar, se analizan las reformas del marco de la política económica, institucional y legal que precedieron, o coincidieron con, la reversión en el sentido de la afluencia de capitales. En segundo lugar se iden-

tifican los cambios más importantes ocurridos en la composición y en la magnitud de los diferentes rubros que conforman el ingreso de capitales externos. En tercer lugar, aun con las restricciones existentes en la base informativa, se hace un esfuerzo por identificar a los beneficiarios internos del crecido financiamiento externo (sector público vs. sector privado, sectores comercializables vs. no comercializables y grandes vs. pequeñas unidades económicas). Por último, se examina las consecuencias de los ingresos de capital en la estructura financiera interna.

La sección III se ocupa de las consecuencias macroeconómicas de la entrada de capitales en términos de estabilidad y crecimiento. Se hace una evaluación de lo ocurrido durante el Plan de Convertibilidad y, con una perspectiva de más largo plazo, se examina la relación entre ahorro, inversión, crecimiento y movimientos de capital en el actual contexto.

I. LAS POLÍTICAS CAMBIARIAS Y FINANCIERAS EN EL PERIODO PREVIO A LA REFORMA ACTUAL

La primer experiencia de liberalización de la cuenta capital y de apertura prácticamente irrestricta a la corriente de fondos del exterior fue implantada a partir de diciembre de 1978 y estuvo en vigencia más de dos años hasta que, en el primer trimestre de 1981, sufrió un completo colapso en el marco de una corrida sin precedentes contra la moneda nacional alimentada por una fuga de capitales también sin precedentes. El resultado final del programa fue exactamente lo contrario a lo buscado. Al abandono de éste siguió una larga serie de maxidevaluaciones y, como fueron insuficientes para evitar la fuga masiva de capitales, a principios de 1982 el proceso culminó con una importante reversión de las reformas al introducirse otra vez un estricto control de las importaciones y de las transacciones externas de la economía. En lo que sigue intentaremos identificar algunos hechos y extraer algunas lecciones de esta experiencia.

1. Programa de liberalización y pautas cambiarias

En el marco del programa, las restricciones a los movimientos de capital fueron reducidas de modo considerable;² algunas de las res-

² Las medidas de liberalización consistieron en la completa eliminación de las normas concernientes a la constitución de depósitos y en la reducción a un año del plazo mínimo

tricciones cuantitativas acerca de las importaciones fueron eliminadas y los aranceles fueron marcadamente reducidos.³ Con objeto de asegurar la estabilidad macroeconómica durante el proceso de liberalización, se lanzó un plan de estabilización en diciembre de 1978. La pieza central del programa fue el establecimiento de una "tablita" de devaluaciones anticipadas.⁴ Inspirado en una versión modificada del enfoque monetario de la balanza de pagos, el programa asumía que, en un contexto de creciente integración con la economía internacional, si se preanunciaba una tasa decreciente de devaluación la ley de la paridad del poder de compra induciría la convergencia entre la tasa de inflación interna y la externa. Cuando la devaluación preanunciada llegara a cero, la inflación interna se igualaría a la internacional.

En el ámbito monetario el programa asumía que, con la libre movilidad de capitales asegurada, la cantidad de dinero se tornaría endógena, evitando que el banco central pudiera implantar una política monetaria independiente que afectara las tasas de interés haciéndolas diverger de las tasas internacionales.⁵ Con el fin de proteger las reservas internacionales, se establecieron pautas para la emisión de crédito interno cuya tasa de expansión se fijó de manera congruente con el ritmo de devaluación implícito en la "tablita". En lo que hace a la expansión secundaria, no obstante, la política monetaria resultó bastante expansiva. El coeficiente de efectivo mínimo fue significativamente reducido.⁶ El propósito era inducir una expansión de la oferta de crédito que favoreciera al sector privado⁷ en el nuevo contexto de

de contratación de préstamos financieros que, con posterioridad, fue completamente eliminado. Algunas restricciones menores fueron mantenidas, aunque también éstas fueron poco a poco flexibilizadas.

³ Debido a la presión de los productores, la liberalización comercial no afectó de manera significativa a los insumos industriales. Como consecuencia, la competitividad de las empresas productoras de bienes finales fue severamente castigada. Esas empresas debían enfrentar la competencia externa pero sin tener acceso a insumos a precios internacionales.

⁴ En principio se anunció la tasa de devaluación para un periodo de ocho meses y, posteriormente, éste fue ampliándose.

⁵ Esto sería más cierto cuanto más próximos sustitutos resultaran los activos externos y los internos. De la efectividad de la política monetaria en un contexto de sustitución imperfecta entre activos financieros externos e internos véase Obstfeld (1982).

⁶ El coeficiente de efectivo mínimo fue reducido desde 45% al momento de lanzarse la reforma financiera en 1977, a 29% a fines de 1978. A fines de 1979 se ubicaba en 16.5 por ciento.

⁷ Este objetivo, no obstante, fue sólo parcialmente conseguido. Las autoridades permitieron que el sector público compitiera con el privado en la obtención de crédito en los bancos comerciales.

“desrepresión” financiera, creado por la nueva Ley de Entidades Financieras que, a partir de 1977 y previo a la apertura externa, dejó libradas a la determinación por el mercado tanto las tasas de interés internas como la asignación del crédito.⁸

2. Evolución de la economía con el programa de liberalización

El efecto de la liberalización de la cuenta de capitales y la tablita cambiaria fue motivar una fuerte entrada de fondos privados (cuadro 1). El ritmo de entrada de capitales privados, no obstante, tiende a desacelerarse a partir del punto máximo que se registra en el último trimestre de 1979. En el segundo trimestre de 1980 las corrientes privadas son negativas por primera vez y, en el primer trimestre de 1981, se produce una espectacular reafluencia de fondos privados de 3 797 millones de dólares que lleva al colapso del programa: la pérdida acelerada de reservas obligó al abandono de la política de devaluaciones preanunciadas.

En el cuadro 1 puede verse, por otra parte, que los movimientos de fondos del sector público revistieron un carácter “anticíclico”. En el lapso en que la entrada de capitales privados es más marcada, la demanda de crédito público externo se estanca. En el periodo de mayor salida de capitales privados, por lo contrario, las autoridades intentaron compensar la fuga de capitales privados con aumentos de su demanda de crédito externo. En un contexto de incertidumbre creciente, la liberalización del mercado de capitales llevó a un aumento del endeudamiento público e impulsó la fuga de capitales.

La evolución de la credibilidad respecto a la capacidad de las autoridades para cumplir con las devaluaciones anticipadas por la tablita desempeñó un papel fundamental en la determinación de los movimientos de fondos privados. Al comienzo del programa, debido tanto a la sólida posición de reservas del banco central como al hecho de que la economía había generado fuertes superávit en cuenta corriente en los dos años previos, la credibilidad de la tablita era muy alta. En

⁸ La liberalización del sistema financiero siguió el enfoque de McKinnon. En realidad, deberíamos decir del “primer” McKinnon, ya que en sus últimos escritos este autor parece ser mucho más cauto en relación con las bondades asignativas de un sistema financiero liberalizado. Véase McKinnon (1991) y Fanelli y Frenkel (1993). Respecto a la liberalización financiera de 1977 en la Argentina véase Feldman y Sommer (1984), Feldman (1983) y Damill y Frenkel (1987). Acerca de las experiencias de liberalización en el Cono Sur véase Ffrench-Davis (1983), Machinea (1983) y Díaz-Alejandro (1985).

CUADRO 1. *Programa de estabilización 1978-1981:
Indicadores seleccionados*

Periodo	Movimiento de capitales autónomos (millones de dólares)			Prima de riesgo (porcentaje) anual)	Tipo de evolución	
	Total	Privados	Públicos		Cambio real ^a	Crédito real ^b
Total 1978	1 366	-83	1 449		100.0	100.0
Total 1979	4 915	3 639	1 276			
I	1 029	866	163	1.1	76.8	100.0
II	1 033	773	260	1.2	73.1	108.8
III	1 335	973	362	2.7	66.6	123.3
IV	1 517	1 027	491	2.5	64.2	159.3
Total 1980	2 253	-743	2 997			
I	1 126	398	728	1.8	61.3	183.8
II	-793	-1 439	646	2.2	57.4	193.8
III	1 455	1 103	352	3.6	53.6	224.0
IV	465	-805	1 270	3.1	48.6	244.0
1981						
I	-1 236	-3 797	2 561	4.2	48.7	231.6

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA e INDEC.

^a Deflacionado por el índice de precios al menudeo.

^b Crédito interno nominal deflacionado por el índice de precios al mayoreo.

tal contexto, la pauta de devaluación actuaba como un seguro de cambio gratuito para quienes estaban dispuestos a realizar las ganancias originadas en el arbitraje entre las tasas de rendimiento internacional y las internas. No obstante, a medida que pasaba el tiempo la credibilidad de la pauta se resintió, dando lugar a un incremento de la incertidumbre cambiaria, a pesar de la existencia de la tablita. Este aumento de la incertidumbre se reflejó, básicamente, en una evolución creciente de la prima de riesgo-país (cuadro 1). Dos elementos fundamentales subyacen en este aumento progresivo de la incertidumbre y ambos pueden considerarse endógenos al programa de liberalización: el creciente desequilibrio de la cuenta corriente y el "ciclo de crédito" disparado en lo interno por los movimientos de capitales externos en el marco de un sistema financiero liberalizado.⁹

El creciente desequilibrio de la cuenta corriente se debió sobre

⁹ Acerca de la relación entre riesgo y evolución de las cuentas externas véase Frenkel (1983), y para una exposición de la evolución financiera de la economía en esta etapa Damill y Frenkel (1987).

todo a la tendencia ascendente del desequilibrio comercial que, a su vez, tenía su causa en la explosión de la demanda de importaciones. El superávit de 2 566 millones de dólares de 1978, se convirtió en un déficit de 2 519 millones en 1980 al tiempo que las importaciones se multiplicaban por 2.7 en igual periodo. Las causas subyacentes de este último hecho, por otra parte, fueron la abrupta liberalización de las transacciones comerciales externas y el sistemático atraso del tipo de cambio inducido por una tasa de inflación interna permanentemente mayor a la suma de la tasa de devaluación y a la tasa de inflación internacional. En el cuadro 1 puede verse la considerable distorsión en los precios relativos que ocurrió en el momento del colapso del experimento de liberalización.

El súbito aumento de la corriente de fondos desde el exterior que siguió a la desregulación de la cuenta de capitales se produjo en el marco de mercados financieros libres y escasamente supervisados por el banco central. Ello dio lugar a una fuerte expansión del crédito que se vio reforzada por el hecho de que la autoridad monetaria, lejos de esterilizar el aumento de la oferta monetaria, tendió a potenciarlo vía reducciones en el coeficiente de efectivo mínimo. En este contexto, en los primeros meses del programa las tasas de interés real resultaron negativas.

La fase de crédito fácil, no obstante, tendió a agotarse con rapidez. En primer lugar, las tasas reales empezaron a repuntar ya a fines de 1979 junto con la disminución de la credibilidad en la pauta de devaluación anticipada. En segundo lugar, la calidad de la cartera de préstamos de los bancos tendió a deteriorarse porque la gran velocidad del proceso de expansión crediticia actuó en contra de la eficiencia en la asignación. Buena parte del crédito se orientó a la formación de acervos especulativos y a la adquisición de inmuebles. En tercer lugar, la falta de una adecuada supervisión permitió un desproporcionado crecimiento de los grupos relacionados con los bancos nacionales. Por último, la fragilidad financiera se acentuó al deteriorarse los márgenes de rentabilidad empresarial a causa de la competencia externa en los rubros comercializables y de la incipiente recesión.

Si bien la reforma financiera aumentó la monetización de la economía, no estuvo en condiciones de alargar el plazo de los depósitos internos. En su gran mayoría éstos eran colocados por periodos inferiores a un mes. Este hecho facilitó la rápida reasignación de la cartera del sector privado que sustituyó de manera creciente activos internos por colocaciones en divisas a medida que aumentaba la incertidumbre

cambiaría. Las dificultades de las empresas y los particulares para cancelar los créditos *pari passu* con la caída en la demanda de depósitos bancarios generaron graves problemas de descalce entre las carteras activa y pasiva de los bancos. En el primer trimestre de 1980 el mayor de los bancos nacionales fue intervenido por el banco central y diversas entidades siguieron el mismo camino en los años siguientes.

La política monetaria fue completamente estéril para detener el drenaje de reservas internacionales en el contexto de la crisis. Durante un breve periodo se intentó utilizar la contracción monetaria para revertir el sentido de los movimientos de capital vía incremento en los diferenciales de tasas. El encaje fue aumentado en dos puntos por primera vez desde la reforma del 77.¹⁰ Sin embargo, esta contracción monetaria adicional a la que ya se estaba generando por la pérdida de reservas agravó aún más la difícil situación de los bancos, y el banco central no sólo tuvo que revertir la política de contracción sino que, además, se vio obligado a actuar como prestamista de última instancia para evitar el colapso del sistema de crédito. La evolución de la oferta monetaria, de esta manera, pasó a estar determinada de manera endógena por la crisis financiera.

En definitiva, la crisis financiera de 1980-1981, originada en la liberalización, anticipó a la "crisis de la deuda" latinoamericana de principios de 1982. En realidad, para la Argentina la crisis de la deuda significó que el racionamiento del crédito externo, que estaba afectando al sector privado a partir de la crisis financiera interna, también alcanzó a los créditos oficiales. Ante esta nueva situación, el sector público no pudo seguir endeudándose para mantener la ficción de una cuenta de capitales "abierta". A principios de 1982, como ya dijimos, se implantaron medidas extraordinarias de "cierre" del sector externo.¹¹

3. Algunas lecciones de la experiencia de liberalización

Algunas de las lecciones de relevancia que se pueden extraer de la experiencia antes comentada son las siguientes. Primero, los movi-

¹⁰ Una medida complementaria fue la total eliminación de los plazos mínimos para la amortización de los préstamos externos. Esta medida logró que la entrada de capitales repuntara muy transitoriamente en el tercer trimestre de 1980, a costa de una reducción adicional en el plazo medio de los préstamos de las empresas.

¹¹ A partir de abril de 1982 se estableció el mecanismo de consulta previa al banco central para todo tipo de operación de cambio. Desde entonces comenzaron a acumularse los atrasos en los pagos externos. Asimismo, se estableció que la cancelación de obligaciones por utilidades, dividendos y regalías debía hacerse mediante el uso de bonos externos. Las medidas más estrictas se fueron flexibilizando durante 1983 y 1984.

mientos de capital originados en el sector privado muestran una gran volatilidad que parece ser mayor en los periodos de apertura de la cuenta capital. Los efectos negativos de esta volatilidad en los mercados internos son difíciles de amortiguar recurriendo a los instrumentos de estabilización de corto plazo. Además, si bien se observa una correlación entre entradas de capital y aumento de la "profundización" financiera medida por la relación moneda-PIB, ello no garantiza un alargamiento de los plazos de las colocaciones internas. Segundo, los movimientos de capital tienen consecuencias macroeconómicas importantes. Los mecanismos de transmisión actúan vía atraso del tipo de cambio y generación de ciclos de crédito. Ambos hechos tienden a generar desequilibrios insostenibles en la cuenta corriente y fragilidad en el sistema financiero interno.

Tercero, las corrientes de capital externo tienden a ser excesivamente grandes en relación con el tamaño del mercado de capitales interno y el sistema financiero no tiene capacidad para intermediar de modo eficiente un aumento brusco y grande en la oferta de crédito ni, como se dijo, para amortiguar la volatilidad de las corrientes. Este hecho se agrava si la política del banco central actúa con pasividad, tanto en lo que hace a la esterilización de los fondos como a la supervisión de la cartera de las entidades. Cuarto, cuando el sistema de pagos y crédito es gravemente amenazado, el sector público es obligado a actuar de manera compensatoria. Ya sea como prestamista de última instancia del banco central, o mediante la política de manejo de la deuda pública (endeudándose para compensar caídas de reservas). Si este hecho es internalizado por el sector privado ello puede dar origen a la existencia de *moral hazard* en tanto existe un seguro de depósitos y/o de cambios implícito. Quinto, los esquemas de tipo de cambio fijo o de devaluación pautada en el contexto de inflaciones de origen no monetario, actúan como seguros gratuitos de cambio en el corto plazo, a costa de generar alta incertidumbre en el mediano plazo en la evolución del tipo de cambio. En este sentido, quizá valga la pena destacar que la actual política chilena de aumentar la incertidumbre cambiaría en el corto plazo a cambio de una mayor certidumbre en el largo parece mucho más eficiente para desalentar los capitales especulativos de corto plazo e impulsar la inversión real en el largo plazo, sobre todo en las ramas de bienes comercializables.¹²

¹² Cabe señalar que, en el caso argentino, las incongruencias de la experiencia de la liberalización fueron agravadas por la presencia de un déficit fiscal significativo. El déficit hizo el control de la oferta monetaria más difícil. Además, el incremento del gasto público

4. *Movimientos de capital durante la "crisis de la deuda" de los años ochenta*

La dinámica de comportamiento de las corrientes de capital en los años ochenta muestra diferencias profundas tanto con el periodo previo que acabamos de comentar como con lo ocurrido en lo que va de los noventa. Más allá de la caótica situación macroeconómica que la Argentina estaba viviendo hacia 1982, la nueva dinámica de comportamiento de las corrientes de capital de los ochenta estuvo fuertemente determinada por dos cambios fundamentales en el panorama internacional: el marcado aumento de las tasas de interés y el creciente racionamiento en el mercado de crédito externo.

Las consecuencias de estos cambios exógenos se sintieron en primer lugar en el sector externo debido a que el país se vio en la obligación de generar considerables superávits comerciales para compensar el aumento en el déficit de la cuenta de servicios financieros. A partir del desequilibrio externo, los efectos se propagaron rápidamente y con inusitada magnitud hacia el resto de la economía ayudados por el contexto de crisis macroeconómica, fiscal y financiera creado por el colapso del modelo de liberalización. A pesar de los esfuerzos de ajuste, la economía argentina no estuvo en condiciones de remontar la crisis y, de hecho, sólo alcanzaría cierta estabilidad luego de la flexibilización del racionamiento de crédito externo en la presente década.

Para tener una idea de la magnitud de la brecha externa durante los años ochenta bastan sólo algunas cifras. Entre 1982 y 1990 el déficit acumulado en la cuenta corriente llegó a 16 335 millones de dólares. A diferencia del periodo anterior, sin embargo, el déficit de cuenta corriente se dio en un contexto de superávit récord en la cuenta comercial, producto de los sucesivos intentos de ajuste. En realidad, el tamaño del ajuste en la absorción interna medido en función del superávit comercial del periodo es impresionante: entre 1982 y 1990 la Argentina generó saldos de comercio positivos por valor de 33 850 millones. Esto representa una transferencia de recursos al exterior equivalente a 3.5% del PIB de cada año. Como en el mismo periodo, el efecto ingreso del aumento de intereses llevó el déficit acumulado en la cuenta de servicios financieros a 47 796 millones de dólares y, aunque de magnitud, la reducción en el consumo y la inversión no resultó suficiente para equilibrar la cuenta corriente.

indujo un aumento adicional en la demanda de los no comercializables, contribuyendo a agravar el desequilibrio en los precios relativos.

Durante esta etapa, la aportación de los capitales de origen autónomo fue negativa.¹³ Como puede verse en el cuadro 2, esto significa que a las necesidades de financiamiento originadas en la cuenta corriente, hay que agregarle las originadas en las salidas de capital por 5 076 millones de dólares. Este saldo neto del rubro de capitales autónomos, no obstante, encubre desempeños contrapuestos del sector público y del privado. Las cuentas del sector privado muestran una salida neta de 12 079 millones de dólares y todos los rubros que la componen muestran un saldo negativo, con excepción de la inversión extranjera directa. Las corrientes con destino en el sector público, por lo contrario, son positivas en 7 003 millones (véase cuadro 3). De esta manera, en el periodo 1982-1990, las pautas diferenciales de comportamiento del sector público y el privado observadas durante el debacle del modelo de apertura se acentuaron y devinieron permanentes: mientras el sector privado tenía un papel netamente contractivo, el sector público fue el encargado de reunir el financiamiento necesario para cerrar la brecha externa.

El racionamiento del crédito externo para el sector público, no obstante, hacía imposible que éste pudiera cumplir con tal tarea haciendo uso de fuentes voluntarias de financiamiento exclusivamente. Por ello, durante ese periodo hubo un aumento espectacular en el uso de las fuentes "compensatorias". Las comillas se deben a que buena parte del financiamiento que aparece como compensatorio en la balanza de pagos estuvo constituido por atrasos en los pagos de servicios de la deuda que en sentido estricto no es "compensatorio" sino "forzoso".

La salida permanente de capitales privados y la recurrencia sistemática al crédito "compensatorio" para cerrar la brecha de financiamiento externo tuvo marcadas consecuencias en la estabilidad macroeconómica y en la estructura financiera. Durante todo el periodo hubo una relación directa entre la disponibilidad de financiamiento compensatorio y el tipo de cambio real: cuanto menor fuera el monto de los fondos compensatorios obtenidos, mayor era el superávit comercial necesario para cerrar la brecha externa y por tanto mayor el tipo de cambio real de "equilibrio". Dado que las políticas orientadas a

¹³ Hemos clasificado los movimientos de capital según las definiciones de balanza de pagos. En consecuencia, los fondos provenientes del FMI se clasifican como "compensatorios", mientras que los originados en el Banco Mundial y en el BID se catalogan como "autónomos". Buena parte del financiamiento otorgado por estas últimas dos instituciones, sin embargo, puede considerarse como compensatorio más que como autónomo.

CUADRO 2. Fuentes y usos de fondos externos, 1977-1993

(Millones de dólares)

Periodo	Superávit en cuenta comercial (1)	Déficit en cuenta corriente (2)	Variación de reservas internacionales (3)	(3) + (2) = (4) + (5)	Movimientos de capitales	
					Compensatorios (4)	Autónomos (5)
1977	1 488	-1 290	2 226	936	-253	1 189
1978	2 566	-1 833	1 998	165	-1 201	1 366
1979	1 100	537	4 442	4 979	65	4 915
1980	-2 529	4 768	-2 796	1 972	-281	2 253
1981	-287	4 714	-3 521	1 193	38	1 155
1982	2 287	2 358	-715	1 643	5 451	-3 808
1983	3 331	2 461	1 684	4 145	4 256	-111
1984	3 983	2 391	99	2 490	1 843	647
1985	4 582	953	2 017	2 970	2 573	397
1986	2 128	2 859	-514	2 345	1 561	784
1987	540	4 238	-1 274	2 964	2 826	138
1988	3 810	1 572	1 961	3 533	3 342	191
1989	5 374	1 292	-1 559	-267	5 326	-5 593
1989 ^a	5 374	1 292	-1 559	-267	1 937	-2 204
1990	8 275	-1 789	2 751	962	2 072	-1 110
1991	3 703	2 803	1 880	4 683	6 566	-1 883
1991 ^a	3 703	2 803	1 880	4 683	1 109	3 574
1992	-2 637	8 311	4 337	12 648	1 185	11 463
1992 ^a	-2 637	8 311	4 337	12 648	1 293	11 355
1993 ^b	-3 696	8 300	3 808	12 108	-3 151	15 259
Sum. 1982-1990:	34 310	16 335	4 450	20 785	25 861	-5 076
1982-1990 ^a	34 310	16 335	4 450	20 785	22 472	-1 687
Sum. 1991-1993:	-2 630	19 414	10 025	29 439	4 600	24 839
1991-1993 ^a	-2 630	19 414	10 025	29 439	-749	30 188

FUENTE: Elaborado a partir de la base de datos del banco central.

^a Neto de operaciones de consolidación, véase nota del cuadro 3.

^b Calculado.

corregir el valor real del tipo de cambio sólo podían implantarse mediante correcciones de la paridad nominal que tendían a acelerar la inflación, la incertidumbre en el tipo de cambio real de "equilibrio" se transmitía no sólo a las expectativas de devaluación sino también a las que se refieren a la inflación y a las tasas de interés nominal.¹⁴

La permanente fuga de capitales privados, por su parte, tuvo como contrapartida una reducción sistemática del tamaño del sistema financiero interno. El proceso de desintermediación financiera y desmonetización fue tan agudo que muchas de las transacciones y los contratos de la economía pasaron a efectuarse en dólares. En este sentido, la desmonetización y la dolarización de la economía pueden considerarse como opciones de denominación de un mismo fenómeno.

Además de la incertidumbre cambiaria y de la desintermediación financiera, un tercer factor decisivo en la generación de inestabilidad en los años ochenta fue la extrema fragilidad financiera del sector público. El deterioro del equilibrio financiero en las cuentas públicas fue una consecuencia directa de la crisis de la deuda, en la medida en que dio lugar a la aparición del "problema de la transferencia interna".¹⁵ La incapacidad de las políticas públicas para resolver ese problema determinó que durante toda la década se observara una tendencia a generar déficit insostenibles en las cuentas del gobierno, aun cuando el gasto —en particular el de inversión— fue significativamente reducido.

La profundidad y persistencia de los desequilibrios comentados hizo que los sucesivos planes de estabilización implantados durante la década de los ochenta fracasaran. Al terminar la misma, la inestabilidad macroeconómica era creciente y, cuando a ello se agregó la incertidumbre política originada en el cambio de gobierno, la Argentina experimentó sucesivos episodios hiperinflacionarios entre mayo de 1989 y marzo de 1990. De hecho, la inestabilidad macroeconómica sólo fue drásticamente reducida en la presente década cuando el acentuado cambio de las condiciones internacionales hizo viable la implantación de un nuevo paquete de estabilización: el Plan de Convertibilidad de abril de 1991.

¹⁴ En realidad, una de las fuentes más perversas de inestabilidad macroeconómica en los años ochenta fue que el resultado de las negociaciones externas devino un argumento decisivo de la función que determina el tipo de cambio real. Frecuentemente, este hecho hizo que el cálculo económico basado en expectativas con un nivel razonable de certidumbre fuera imposible.

¹⁵ Respecto al "problema de la transferencia interna" véase, por ejemplo, Fanelli y otros (1992).

CUADRO 3. *Movimiento de capitales autónomos, 1977-1993*

(Millones de dólares)

<i>Periodo</i>	<i>Capitales autónomos</i>	<i>Privados</i>	<i>Privatización e inversión extranjera directa</i>	<i>Bonos y préstamos</i>	<i>Crédito comercial</i>	<i>Otros</i>	<i>Público^a</i>	<i>Bonos y préstamos</i>	<i>Préstamos a empresas públicas</i>
	(1) = (2) + (7)	(2) = 3 + 4 + 5 + 6	(3)	(4)	(5)	(6)	(7) = (8) + (9)	(8)	(9)
1977	1 189	216	52	393	-81	-149	973	5	968
1978	1 366	-83	295	514	-398	-494	1 449	624	825
1979	4 915	3 639	235	3 543	772	-912	1 276	585	691
1980	2 253	-743	739	3 886	-86	-5 283	2 997	1 016	1 981
1981	1 155	-3 469	927	3 112	-3 386	-4 122	4 624	2 695	1 929
1982	-3 808	-4 017	257	-521	-2 720	-1 032	209	481	-272
1983	-111	-2 514	183	-1 831	-411	-456	2 403	2 249	154
1984	647	-1 558	269	-2 674	500	347	2 205	2 210	-5
1985	397	-894	919	-1 733	-812	732	1 291	1 098	193
1986	784	420	574	-459	-539	844	364	318	46
1987	138	-695	-19	-24	-492	-160	833	421	412
1988	191	393	1 147	-228	-693	167	-202	-305	103
1989	-5 593	-5 242	1 028	111	-2 228	-4 153	-351	-391	40
1989 ^b	-2 204	-1 853	1 028	111	-2 228	-764	-351	-391	40
1990	-1 110	-1 361	1 141	92	451	-3 045	251	255	-4
1991	-1 883	-2 636	2 439	345	1 758	-7 178	753	647	105

1991 ^b	3 574	2 821	2 439	345	1 758	-1 721	753	647	105
1992	11 463	11 620	2 283	611	3 190	5 536	-157	55	-212
1992 ^b	11 355	11 512	2 283	611	3 190	5 428	-157	55	-212
1993	15 259	11 707	3 164	3 318	386	4 839	3 522	3 567	-15
Sum. 1982-1990:	-5 076	-12 079	5 499	-7 267	-6 944	-3 367	7 003	6 336	667
1982-1990 ^b	-1 687	-8 690	5 499	-7 267	-6 944	22	7 003	6 336	667
Sum.1991-1993:	24 339	20 691	7 886	4 274	5 334	3 197	4 148	4 269	-122
1991-1993 ^b	30 188	26 040	7 886	4 274	5 334	7 546	4 148	4 269	-122

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del banco central.

^a Esta columna incluye también el rubro "uso de la *trade credit*".

^b Significa que fue corregido por operaciones de consolidación. En 1989, debido al Plan Bonex, que transformó en deuda externa parte de los activos financieros internos de particulares, la columna (6) se desagrega en - 4 153 = -764 - 3 389, de donde esta última cifra refleja la "salida" de fondos asociada a la emisión de Bonex. En consecuencia, el saldo total de capitales autónomos privados se desagrega también como: - 5 242 = - 1 853 -3 389. Del mismo modo, el saldo total de la cuenta de capitales autónomos, descontada la referida operación, sería de -2 204 millones de dólares. En los cuadros 2 y 3 figura la corrección en la cuenta de capitales compensatorios necesaria para mantener la congruencia de la balanza de pagos. En 1991, una operación de consolidación de deuda pública mediante emisión de títulos por 5 457 millones de dólares afecta los registros de manera similar a la referida en la nota anterior. Descontada esa operación, el saldo de los movimientos privados sería de +2 821, y el saldo total alcanzaría a +3 574. Las demás cuentas que son afectadas aparecen corregidas en consonancia en los cuadros correspondientes. Por último, en 1992 fueron rescatados Bonos del Tesoro por 108 millones de dólares. Este rescate figura en el rubro "otros" del sector privado con signo positivo y, como contrapartida, en "otros" capitales compensatorios. Si esta operación se elimina, el saldo de capitales privados pasaría de 11 620 a 11 512 millones de dólares y también debería reducirse el monto total de capitales autónomos de 11 463 a 11 355 millones de dólares. Para preservar la congruencia contable, el saldo de capitales compensatorios debería aumentarse de 1 185 a 1 293 millones de dólares. Todas estas correcciones pueden observarse en los cuadros 2, 3 y 4. Por otra parte, cabe señalar que en el cuadro presentado se han eliminado las operaciones de reconversión de deuda vía privatizaciones. En 1990 las operaciones de conversión sumaron 890 millones de dólares, mientras que en 1992 por este medio se convirtieron Bonos de Consolidación, Bonos de Proveedores, Bonos del Tesoro y otros títulos del gobierno por 1 819 millones.

II. CORRIENTES EXTERNAS DE FONDOS EN LOS AÑOS NOVENTA

Tanto el contexto internacional como el interno padecieron cambios de magnitud con el comienzo de la nueva década, lo cual produjo una mutación decisiva en la dinámica de los movimientos de capital. En el ámbito internacional, el hecho más significativo fue que se relajó el racionamiento que los países en desarrollo venían enfrentando en los mercados de capital desde la crisis de la deuda. Asimismo, la situación tendió a devenir aun más beneficiosa porque, junto con la flexibilización de las restricciones de cantidad, se produjo una marcada reducción en las tasas de interés internacionales. Tanto el efecto-ingreso como el de sustitución actuaron en el sentido de desactivar la crisis de la deuda. El efecto-ingreso de la caída de la tasa de interés relajó sensiblemente la restricción externa al reducir el déficit en la cuenta de servicios financieros. Además, tuvo otros dos efectos muy positivos. Por un lado aumentó el ingreso nacional y, por otro, debido a que la casi totalidad de la deuda externa correspondía al sector público, la reducción de los intereses se tradujo directamente en un mejoramiento de la situación fiscal. Este último hecho contribuyó a debilitar el problema de la "transferencia interna" que había estado en la base de la inestabilidad macroeconómica posterior a la crisis de la deuda.

El efecto sustitución de la reducción de tasas no fue menos importante. El deterioro en la rentabilidad de la inversión financiera externa no sólo coadyuvó a revertir el proceso de fuga de capitales, además la reducción de los rendimientos financieros *per se* actuó en favor de la inversión en activos físicos. Sin esto último, un proceso de privatizaciones en gran escala como el encarado en la Argentina —que contribuyó considerablemente en la atracción de fondos externos— no hubiera sido posible.

En lo que respecta a la situación interna, los hechos de mayor importancia fueron, por una parte, el creciente éxito del Plan de Convertibilidad desde comienzos de 1991 y, por otra, la profundización del proceso de reforma estructural orientado a la desregulación de los mercados y a la reducción del desempeño económico estatal puesto en práctica por la nueva administración que asumió en julio de 1989.

Dado que las corrientes de capital hacia la Argentina sólo comenzaron a ser importantes luego de la implantación del Plan de Convertibilidad, centraremos el análisis que sigue en el periodo posterior a ese Plan, con las debidas referencias a la etapa previa cuando sea necesario.

1. *Incidencia de factores internos en el movimiento de capitales: Las reformas del marco económico, institucional y legal*

Desde el punto de vista de los movimientos de capital, además de las medidas específicas referidas al mercado de cambios y a las corrientes externas, las reformas que más influyeron fueron las relativas al manejo de la política monetaria, a la desregulación del sistema financiero y del mercado de valores y a las de transformación estructural del sector público.

Entre los cambios normativos que afectaron de manera directa las corrientes externas cabe mencionar en primer lugar la Ley de Emergencia Económica (agosto de 1989), que estableció la igualdad de tratamiento para el capital nacional y extranjero que se invirtiera en actividades productivas. De esta manera se eliminó la necesidad de aprobar previamente la inversión extranjera directa (excepto en el caso de proyectos de defensa); se permitió el libre acceso de las empresas extranjeras al financiamiento de origen interno; se eliminó la tasa que gravaba la repatriación de las inversiones extranjeras y se pasó a aplicar la misma tasa de impuesto a las ganancias de empresas locales y extranjeras. Por otra parte, con el fin de eliminar las trabas fiscales que pudieran impedir la repatriación de capitales fugados, se promulgó una Ley de Olvido Fiscal (abril de 1992) que estableció un régimen especial para la exteriorización de bienes y activos en el exterior y para regularizar la tenencia de activos en moneda extranjera en el país.

El desarrollo de un segmento dolarizado tanto de depósitos como de créditos fue decididamente estimulado mediante una serie de normas del banco central (Comunicaciones "A" 1493 del 20 de julio de 1989 y "A" 1820 del 27 de marzo de 1991). Asimismo, la dolarización de las relaciones financieras mediante el aumento de la proporción de "argendólares" en los portafolios de los particulares fue significativamente impulsada por la liberalización total del mercado de cambios (Comunicaciones "A" 1589 del 18 de diciembre de 1989 y "A" 1822 del 8 de abril de 1991), y el establecimiento de un tipo de cambio fijo mediante la Ley de Convertibilidad de marzo de 1991. Esta ley, además, estableció la validez legal de los contratos realizados en cualquier moneda. De esta manera, la desregulación del mercado de cambios fue total. No sólo no existen ahora regulaciones de ningún tipo para la compra y venta de divisas sino que incluso no

existen buenos registros estadísticos de las operaciones. En este contexto, el costo de entrada y salida de capitales se redujo casi a cero.

En el ámbito monetario, las medidas de reforma se orientaron a dar señales contundentes al inversionista externo de que la estabilidad monetaria y la convertibilidad de la moneda serían respetadas de manera irrestricta. El instrumento utilizado en un primer momento fue la mencionada Ley de Convertibilidad. Posteriormente, con el fin de reforzar la credibilidad en este punto, se reemplazó la Carta Orgánica del banco central (ley de septiembre de 1992). Además de establecer la estricta independencia del banco central, la nueva ley suprimió la garantía oficial de los depósitos, prohibió el financiamiento monetario del déficit y estableció severos límites tanto para la colocación de bonos públicos en el banco central como para la concesión de descuentos a los bancos comerciales (éstos sólo pueden ser por treinta días y por montos reducidos). Esto último, obviamente, abolió el papel de "prestamista de última instancia" de la autoridad monetaria y limitó de modo significativo la función de regulación monetaria.

Con excepción de los pases de títulos públicos y la variación de encajes —herramientas que el banco central ha usado de modo limitado— no existe otro instrumento de regulación monetaria. Estas limitaciones en los instrumentos, junto con la eliminación virtual de las garantías a los depósitos, puede llegar a generar una situación de inestabilidad financiera en el caso de problemas en entidades medianas o grandes. En relación con esto cabe destacar que las regulaciones establecidas por el banco central mejoraron durante 1993, en especial en relación con los requerimientos de capital de las entidades financieras. En este marco de plena desregulación financiera, el banco central eliminó hacia fines de 1993 la única regulación remanente: la no autorización a la entrada de nuevas entidades al sistema, una medida que había estado vigente por más de diez años.

La reforma también afectó el mercado de valores. El llamado Decreto de Desregulación de noviembre de 1991, además de suprimir una serie de regulaciones que afectaba diversas actividades económicas, eliminó el impuesto a la transferencia de títulos valores, suprimió el impuesto a los sellos en las operaciones bursátiles y liberó las comisiones de los intermediarios en esos mercados. Esto fue completado con una serie de modificaciones reglamentarias de la Comisión Nacional de Valores. Con el objetivo de brindar un mayor espectro para la diversificación de los portafolios de los inversionistas tanto internos como del exterior, se estimuló el acceso de nuevas empresas

a la operatoria bursátil y se implantaron maneras novedosas de intermediación financiera, como las Obligaciones Negociables (ley de julio de 1991).

En lo que se refiere a la transformación del sector público, la norma de mayor efecto en las corrientes de capital fue la Ley de Reforma del Estado de agosto de 1989. Esta norma sentó las bases legales para la privatización de empresas públicas con capitalización de deuda externa. Para terminar, entre los factores de origen interno que influyeron en las corrientes externas cabe referirse al Plan de Convertibilidad. Este plan de estabilización contribuyó significativamente a generar un ambiente macroeconómico favorable para la inversión externa y por tanto para la reversión de las salidas de capital.

El Plan de Convertibilidad fue lanzado con el objetivo explícito de reducir de manera drástica la inflación y proteger las reservas internacionales de una eventual corrida cambiaria. En relación con ambos objetivos fue exitoso. Un factor decisivo en favor de este resultado fue que en el año previo al lanzamiento del programa se obtuvo un fuerte superávit comercial. En 1990 el saldo de comercio superó los 8 mil millones de dólares, y como consecuencia la cuenta corriente mostró un superávit (de casi 1 800 millones) por primera vez desde 1978. Esto hizo posible un considerable aumento de las reservas internacionales en el periodo inmediato anterior al lanzamiento de la convertibilidad.

El plan combinó medidas estrictamente ortodoxas en el ámbito fiscal y monetario (implícitas en la Ley de Convertibilidad¹⁶ y la Carta Orgánica del banco central ya citadas) con otras de carácter más heterodoxo, como la prohibición por ley de los mecanismos de indización, la fijación de los salarios y tarifas del sector público por tiempo indeterminado y los acuerdos de precios con empresas industriales.¹⁷ Al mismo tiempo se profundizó el proceso de apertura económica con la eliminación de casi todas las restricciones cuantitativas a las importaciones y la reducción de los aranceles.

A primera vista el programa era similar a otros basados en la utilización de ciertas variables, en especial el tipo de cambio, como

¹⁶ La plena convertibilidad del peso fue declarado a un tipo de cambio fijo, según la relación 1 peso = 1 dólar.

¹⁷ Si bien no se congelaron los precios y se anunció que los mismos no se controlarían, de hecho durante los primeros meses hubo una serie de sanciones para quienes aumentaban los precios. Estas sanciones iban desde "visitas" de la Dirección General Impositiva y dureza en la política crediticia de los bancos oficiales, hasta la búsqueda de sanciones públicas con la publicación de los aumentos.

anclas nominales. Sin embargo, el programa tenía diferencias importantes con otros de la década de los ochenta. En primer lugar, la fuerte apertura de las importaciones en el contexto de un tipo de cambio relativamente bajo habría de ser un instrumento importante para regular el comportamiento de los precios de los bienes de comercio exterior. En segundo lugar, la prohibición de financiar al gobierno mediante la emisión monetaria fue cumplida con rigor.¹⁸ En tercer lugar, el recurso de fijar la política cambiaria por ley para hacer el anuncio del tipo de cambio fijo creíble tuvo el efecto buscado y favoreció el ingreso de capitales. La credibilidad del tipo de cambio no estaba basada —a diferencia de México al inicio del Pacto de Solidaridad— en reservas muy elevadas, sino en el superávit récord en la balanza comercial en 1990.¹⁹ Por último, las reformas estructurales en el sector público —privatizaciones y reducción de personal— fueron un elemento clave para la aparición de expectativas favorables.

2. *Composición y magnitud de las corrientes de fondos con la convertibilidad*

El severo racionamiento del crédito internacional en los años ochenta obligó a restringir al máximo la absorción interna y la acumulación de divisas. Cuando, luego de diez años de racionamiento, las restricciones cuantitativas se flexibilizaron, la expansión del uso de financiamiento por parte del país resultó espectacular. Entre 1991 y 1993 el déficit acumulado de la balanza de cuenta corriente se ubicó en 19 414 millones de dólares; si a esto se le suma el uso de fondos externos para acumular reservas, la utilización total de fondos llega a 29 439

¹⁸ La emisión de bonos de deuda para financiar el déficit no está prohibida por la Ley de Convertibilidad. Sin embargo, el gobierno no utilizó esta opción debido a que el sector privado podía haber interpretado que no se estaba cumpliendo con el "espíritu" de la ley. Es necesario tener en cuenta que hubo dos elementos que durante al menos el primer año ayudaron considerablemente en el cumplimiento del compromiso de no emisión; por un lado el proceso de privatizaciones que en su comienzo sirvió para financiar ciertos gastos corrientes y, en segundo lugar, que se comprometieron pagos a los bancos acreedores por debajo del devengamiento de intereses. Este financiamiento forzoso —aunque acordado— implicó recursos de alrededor de 1 700 millones durante el primer año de la convertibilidad.

¹⁹ Una consecuencia "positiva" de la hiperinflación fue la de inducir un *overshooting* en el tipo de cambio real. Esto incentivó las exportaciones y retrajo las importaciones (que ya estaban cayendo debido a la reducción de la actividad). De ello resultó el superávit comercial sin precedentes de 1990. Esto permitió que las autoridades acumularan una cantidad de reservas suficiente como para lanzar el programa de estabilización, sin esperar el apoyo externo que de otra manera hubiera sido indispensable.

millones. Esta cifra es 40% mayor que el financiamiento total recibido entre 1982 y 1990 (véase cuadro 2).

A diferencia de los años ochenta, el aumento del déficit de cuenta corriente se explica por el crecimiento del desequilibrio comercial y no por el peso de los intereses de la deuda. En realidad, la participación de estos últimos en la explicación del resultado de la cuenta corriente tendió a caer *pari passu* con la reducción en las tasas de interés internacionales. El incremento en el déficit comercial, a su vez, obedece al aumento en la absorción interna disparado por el relajamiento de las restricciones de crédito y del incremento en la actividad presenciado en la nueva situación de mayor estabilidad macroeconómica que siguió al lanzamiento del Plan de Convertibilidad. Asimismo, el gasto en importaciones tendió a subir a un ritmo mucho mayor que el del aumento de la demanda global, debido a la marcada liberalización comercial y a la caída del tipo de cambio real que se produjo como consecuencia de la fijación del tipo de cambio nominal, en un contexto en que la inflación residual posestabilización estuvo lejos de ser nula. Las importaciones pasaron de 4 079 millones de dólares en 1990 a alrededor de 16 400 millones en 1993. De manera paralela, el saldo comercial que había superado los 8 mil millones en 1990, presentó un saldo deficitario calculado en 3 700 millones de dólares en 1993.

En la cuenta capital, la relación entre las fuentes autónomas y compensatorias de financiamiento también sufrió un cambio espectacular en relación con el periodo de racionamiento. A diferencia de los años ochenta, en esta nueva etapa las fuentes privadas pasaron decididamente a liderar las afluencias de capital. El vuelco en el comportamiento privado fue muy marcado: entre 1991 y 1993 se presentó una afluencia positiva neta de fondos privados por valor de 26 040 millones de dólares (véase cuadro 3).

Cuando se observa de manera más desagregada el periodo durante el cual se producen estos cambios se observa que, en realidad, los primeros signos en la reversión del proceso de salida de capitales privados se produjeron antes de la implantación del Plan de Convertibilidad.

En el cuadro 4 puede verse que el primer saldo positivo en la cuenta de capitales privados se registra en el último trimestre de 1990. Este superávit se asocia con el alto nivel de las tasas de interés internas que se presentaron en ese periodo. No obstante ello, debido a las turbulencias cambiarias de principios de 1991, en los dos primeros trimestres de ese año las entradas de capital privado vuelven a tornarse

CUADRO 4. *Movimiento de capitales autónomos, 1990-1993*

(Millones de dólares)

<i>Periodo</i>	<i>Total</i>	<i>Privados</i>	<i>Privados^a</i>	<i>Privados^b</i>
Total 1990	-1 110	-1 361	-2 169	-1 568
I	-195	-187	-187	-227
II	-68	-27	-27	-125
III	-1 276	-1 530	-1 694	-1 560
IV	429	383	-261	344
Total 1991	3 574	2 821	847	3 261
I	-206	-163	-290	-165
II	-25	-29	-362	-119
III	616	236	-670	591
IV	3 189	2 777	2 169	2 954
Total 1992	11 355	11 512	9 671	11 562
I	2 967	3 073	2 212	3 062
II	2 165	2 344	2 616	2 265
III	2 177	2 045	1 809	2 147
IV	4 046	4 050	3 040	4 088
Total 1993	15 259	11 707	9 164	13 109
I	3 288	1 679	1 377	1 739
II	2 495	1 745	1 745	2 272
III	4 402	4 086	2 135	4 361
IV	4 874	3 997	3 707	4 737

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del BCRA.

^a Según destino.^b Según origen.

negativas. El signo de los movimientos de fondos privados vuelve a revertirse en el tercer trimestre de 1991 coincidiendo con el creciente grado de credibilidad que el Plan de Convertibilidad iba ganando.

La clasificación de capitales privados de la balanza de pagos es ambigua. Por una parte incluye las privatizaciones, que es el financiamiento destinado al sector público y, por otra, excluye los bonos y títulos colocados por el gobierno, que representa el financiamiento de origen privado. Con el fin de corregir esto, en el cuadro 4 se agregaron dos columnas corregidas correspondientes al sector privado. En la columna "privados^a" se presentan los fondos con destino al financiamiento privado, eliminándose por tanto las privatizaciones. Como puede verse, el sector privado sólo recibió financiamiento neto positivo por primera vez en el cuarto trimestre de 1991, después de

que éste se tornara positivo para el sector público. El vuelco entre el tercer y el cuarto trimestres, por otra parte, es muy marcado. Se pasa de un saldo negativo de 670 millones de dólares a uno positivo de 2 169 millones. La última columna ("privados^b") muestra el total del ingreso de capitales de origen privado, independientemente de si éste se destinó a financiar al gobierno o a los agentes privados. En este caso no se observan grandes diferencias en las pautas de comportamiento. El saldo es positivo por primera vez en el cuarto trimestre de 1990, luego se torna negativo y vuelve a cambiar de signo en el tercer trimestre de 1991. Una conclusión que surge de estos hechos es que el ingreso de fondos destinados a la compra de activos del sector público había "liderado" a otros ingresos de origen privado y había tenido un efecto benéfico en las expectativas de los inversionistas.

3. La asignación de la corriente de fondos externos

En la Argentina existen graves limitaciones estadísticas que no permiten dar una respuesta unívoca a la pregunta referida al destino de los ingresos de capital externo. No obstante, en esta sección intentaremos de avanzar en el análisis de la asignación por destino, basándonos en la información parcial disponible.

En el cuadro 5 hemos realizado una reclasificación de la cuenta de capitales. El objetivo es confirmar si las corrientes externas satisficieron necesidades de fondos del sector público o del privado, y qué clase de gastos fueron financiados. El cuadro muestra que, con el régimen de convertibilidad, si se consolidan las cuentas del banco central y del sector público no financiero, la corriente neta de fondos recibidos por el sector público suma 9 837 millones de dólares, al tiempo que el sector privado recibió 19 982 millones. De este total de 29 809 millones, alrededor de 9 mil millones se destinaron a la acumulación de reservas y el resto a cubrir las necesidades de financiamiento originadas en la cuenta corriente. Dado que la principal causa del aumento en el déficit de cuenta corriente fue el incremento del desequilibrio comercial, se deduce que hubo una continua expansión del nivel de absorción interna. Cuando se desagregan los factores que operaron aumentando la absorción, se observa que el mayor consumo desempeñó un papel preponderante: entre 1990 y 1993, éste aumentó 29%. También fue significativo el papel de la inversión, que creció 85% en relación con 1990. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que

CUADRO 5. *Asignación de fondos externos a los sectores público y privado.*
(Excluye operaciones de conversión de deuda asociadas a las privatizaciones)

(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1991				1992
				I	II	III	IV	
Sector privado	-1 853	-2 169	847	-290	-362	-670	2 169	9 671
Cred. export.	-717	1 411	70	1 100	213	-641	-602	-2 175
Cred. import.	-1 511	-960	1 688	-48	157	656	923	5 365
Empresas	111	92	345	32	52	-10	271	611
Inversión extranjera								
directa	1 028	333	465	53	107	76	229	442
Otros	-764	-3 045	-1 721	-1 427	-891	-751	1 348	5 428
Sector público	1 586	3 131	3 836	-205	951	1 627	1 463	2 977
Privatización	0	808	1 974	127	333	906	608	1 841
Autónomo								
Capital	-351	251	753	-43	4	380	412	-157
Otros	-3 389	0	-5 457	0	0	0	-5 457	108
Financiamiento								
compensatorio	5 326	2 072	6 566	-289	614	341	5 900	1 185
Atrasos	2 927	1 912	1 788	440	825	312	211	884
Otros ^b	2 399	160	4 778	-729	-211	29	5 689	301
Total	-267	962	4 683	-495	589	957	3 632	12 648

	1992				1993	1993				Converti- bilidad ^a
	I	II	III	IV		I	II	III	IV	
Sector privado	2 110	2 147	1 912	3 502	9 819	1 426	1 781	2 137	4 475	20 627
Cred. export.	-72	-409	-1 007	-687	1 032	149	48	313	522	4 928
Cred. import.	919	1 239	1 790	1 417						
Empresas	317	56	88	150	3 318	251	710	1 047	1 310	4 242
Inversión extranjera										
directa	59	112	47	224	621	130	219	123	149	1 475
Otros	887	1 149	994	2 398	4 848	896	804	654	2 494	9 982
Sector público	640	742	1 192	403	2 944	2 776	-2 341	1 912	597	9 962
Privatización	963	197	133	548	2 543	302	0	1 951	290	6 231
Autónomo										
Capital	-106	-179	132	-4	3 552	1 609	750	316	877	4 191
Otros	0	108	0	0	0	0	0	0	0	-5 349
Financiamiento										
compensatorio	-217	616	927	-141	-3 151	865	-3 091	-355	-570	4 889
Atrasos	215	222	181	266	68	68	0	0	0	2 300
Otros ^b	-432	394	746	-407	-3 219	797	-3 091	-355	-570	2 589
Total	2 750	2 889	3 104	3 905	12 763	4 202	- 560	4 049	5 072	30 589

FUENTE: Elaborado con base en datos del banco central.

^a Corresponde al periodo del Plan de Convertibilidad (1991.II a 1993.IV).

^b Incluye operaciones de consolidación, excepto la regularización de atrasos durante el segundo trimestre de 1993. Véase nota en cuadro 3.

CUADRO 6. *Resultados financieros del proceso de privatización (1990-1993)*

(Millones de dólares)

<i>Sector</i>	<i>Modo de la transferencia</i>	<i>Efectivo</i>	<i>Amortización de la deuda externa (valor mercado)</i>	<i>Transferencia de pasivos</i>	<i>Total</i>	<i>Amortización de la deuda externa (valor nominal)</i>
Telecomunicaciones	Venta de acciones	2 270.9	1 257.0	-	3 527.9	5 000.1
Transporte aéreo	Venta directa	260.1	483.1	-	743.1	1 610.1
Ferrocarriles	Concesión	-	-	-	-	-
Electricidad	Venta directa	524.0	1 681.0	1 071.0	3 276.5	3 362.4
Puertos	Concesión/venta directa	13.6	-	-	13.6	-
Caminos	Concesión	-	-	-	-	-
Televisión y radio	Concesión	13.9	-	-	13.9	-
Petróleo	Venta de acciones	2 040.6	-	-	2 040.6	-
YPF (petrolera estatal)	Concesión	3 040.0	-	-	3 040.0	-
Gas	Venta directa	300.1	1 541.1	1 110.0	2 951.1	3 082.1
Agua y cloacas	Concesión	-	-	-	-	-
Industria						
Petroquímica	Venta de acciones	545.0	28.4	-	573.4	139.7
Astilleros	Venta directa	59.8	-	-	59.8	-
Acero	Venta directa	143.3	22.1	-	165.4	41.8
Propiedades públicas	Venta directa	183.6	-	-	183.6	-
Otros	Concesión/venta directa	65.2	2.4	-	67.6	12.1
Total		9 460	5 015	2 181	16 656	13 248

FUENTE: Ministerio de Economía.

la inversión de 1990 era la más baja de, al menos, los pasados cuarenta años.

a) *El sector público.* Sin lugar a dudas la fuente más importante de financiamiento para el sector público estuvo dada por los ingresos de privatizaciones. De la cifra total antes mencionada, 6 230 millones de dólares ingresaron por compra de activos estatales y el resto mediante otros mecanismos en la compra de activos físicos (capitales autónomos y compensatorios). Cabe señalar, no obstante, que en realidad estas cifras provenientes de la balanza de pagos subestiman los ingresos por este concepto, ya que sólo incluyen las compras de activos públicos en efectivo y no las destinadas a amortizar deuda oficial por medio de los mecanismos de canje de deuda pública. Con base en diversas fuentes de información, el cuadro 6 muestra los ingresos totales provenientes del proceso de privatización.

Durante el periodo 1990-1993, como consecuencia de la venta de empresas públicas, hubo una reducción en el acervo nominal de deuda de 13 200 millones de dólares. El valor de mercado de la deuda amortizada era de alrededor de 5 mil millones. Asimismo, en el proceso se transfirieron pasivos junto con las empresas por valor de 2 200 millones de dólares. Los pagos en efectivo recibidos por el Estado sumaron 9 500 millones de dólares. Se deduce, entonces, que los ingresos globales por privatización alcanzaron los 16 700 millones. De este total, 9 800 millones (60%) fueron adjudicados a empresas extranjeras y el resto a empresas nacionales.

No existen datos para calcular la tasa de retorno privada de estas privatizaciones, aunque las mismas habían disminuido considerablemente desde la privatización de la Empresa Nacional de Teléfonos. En este sentido cabe subrayar que el proceso de privatizaciones ha pasado por tres etapas bastante definidas. En la primera, las privatizaciones tuvieron como objetivo central inducir un cambio en las expectativas del sector privado. Esta etapa comprende las privatizaciones realizadas de peor manera, en términos de la falta de mecanismos de regulación y altas tasas de ganancias para los compradores. En una segunda etapa, las ventas de activos públicos fundamentalmente apuntaron a lograr recursos para cerrar la brecha fiscal. Por último, en la tercera etapa, desde 1992, se tuvo más en cuenta el interés del usuario —aunque todavía con problemas— y también se dieron menores rendimientos para los compradores. Cabe destacar, no obstante, que la acelerada venta de la petrolera estatal (YPF) en el segundo trimestre de 1993, con el único objetivo de pagar la deuda a los

jubilados en el periodo previo a las elecciones legislativas de octubre de ese año, revistió características propias del primer periodo.²⁰

La segunda fuente en importancia de financiamiento oficial la constituye el crédito "forzoso" vía atrasos en los intereses devengados en la deuda pública. Desde la implantación de la convertibilidad se presentaron atrasos por 2 232 millones de dólares (véase cuadro 5). No obstante, esta fuente de financiamiento comenzó a perder importancia hasta desaparecer por completo luego de la firma del acuerdo de refinanciamiento con la banca comercial en el marco del Plan Brady. Si se excluyen tanto los atrasos en el pago de intereses como los ingresos por privatizaciones asentados en la balanza de pagos, el financiamiento remanente recibido por el sector público durante la convertibilidad es muy reducido (alrededor de 1 300 millones de dólares).²¹

Las cuentas de la balanza de pagos, sin embargo, no son la mejor manera de saber cómo ha utilizado el gobierno su financiamiento, ya que el mismo puede destinarse, por ejemplo, a cancelar deuda en moneda nacional o a aumentar los activos financieros del sector público denominados en pesos. Para aclarar algo más en este punto es conveniente examinar brevemente las cuentas públicas. El cuadro 7 muestra el presupuesto fiscal en términos de caja. Durante 1990 y 1991 el presupuesto mostró déficit de caja, mientras que en 1992 y 1993 se produjo un superávit. En el periodo 1990-1991, los ingresos por privatización fueron utilizados para financiar los gastos del sector público. En 1992-1993, en cambio, el producto de las privatizaciones fue destinado a la cancelación de la deuda.²²

b) *El sector privado*. Las cifras del cuadro 5 permiten afirmar que cerca de 24% de las corrientes de capital privado se destinaron al financiamiento comercial, 7% representó inversión directa (excluyendo la compra de activos públicos) y 21% financiamiento directo

²⁰ La venta de YPF fue realizada en un periodo muy corto con el fin de amortizar parcialmente la deuda del gobierno con el sistema de seguridad social. El precio de las acciones de YPF subió cerca de 50% en los cuatro meses que siguieron a la privatización.

²¹ Las cifras agregadas no muestran el crédito recibido por el gobierno para hacer frente a los pagos en efectivo relacionados con el Plan Brady. La mayor parte de estos créditos aparece como financiamiento automático al sector público; los pagos aparecen según el rubro de capitales compensatorios.

²² Si bien el sector público canceló deuda preexistente, al mismo tiempo emitió deuda denominada en dólares y en pesos, básicamente para atender tanto deuda anterior no documentada como la incurrida durante el periodo en análisis con proveedores y jubilados. Por lo tanto, en un sentido estricto no puede decirse que la deuda del sector público haya disminuido (más allá de la conversión de deuda en acciones). Sobre la base de los datos existentes es difícil dar una visión acabada de la evolución de la deuda pública.

CUADRO 7. *Superávit global del sector público*

(Porcentaje del pib)

	1990	1991	1992	1993
1. Ingresos corrientes	14.41	15.86	17.15	17.85
2. Gastos corrientes excluyendo intereses	11.99	14.3	14.96	15.15
3. Ahorro corriente (1-2)	2.42	1.56	2.19	2.70
4. Pago de intereses en efectivo	-1.12	-2.12	-0.38	-1.18
5. Superávit corriente (de caja) (3-4)	1.30	-0.56	1.81	1.52
6. Inversión	1.42	1.05	0.81	0.78
7. Superávit del banco central	-0.75	-0.36	-0.14	0.00
8. Superávit de caja (5-6-7)	-0.87	-1.97	0.86	0.74
9. Intereses no pagados	-2.98	-0.92	-0.68	-0.08
10. Superávit (8 + 9)	-3.85	-2.89	0.18	0.66
11. Ingresos por privatización en efectivo	0.45	1.21	0.79	1.00
12. Superávit global (10-11)	-3.40	-1.68	0.97	1.66
Superávit global, excluyendo atrasos	-0.42	-0.76	1.65	1.74

FUENTE: Ministerio de Economía.

de empresas. El 48% restante no tiene identificación en la balanza de pagos. El financiamiento comercial neto recibido durante el Plan de Convertibilidad fue de 4 900 millones. Estos valores son el resultado de un financiamiento de exportaciones negativo de 3 205 millones y un financiamiento de importaciones positivo de 7 101 millones.²³ Estas cifras muestran que el aumento de las importaciones luego de la implantación del Plan de Convertibilidad es un factor de primera importancia en la explicación del incremento en la oferta de financiamiento externo. Esta fuente de financiamiento, no obstante, tendería a desaparecer si las importaciones dejaran de crecer y, consecuentemente, llevaría a un aumento de la demanda de financiamiento de otras fuentes en la medida en que el déficit de cuenta corriente persistiera.²⁴ La inversión directa —excluyendo privatizaciones— ha sido

²³ No están disponibles las cifras desagregadas de crédito de importaciones y exportaciones para 1993, por lo cual las cifras citadas no incluyen las correspondientes a este último año.

²⁴ Si el monto de repago del acervo de deuda comercial existente es similar a la corriente de crédito comercial nuevo porque las importaciones no están creciendo, ello

poco importante. Sólo representó alrededor de 1 500 millones durante el programa de convertibilidad. Por otra parte, la casi totalidad de este monto es reinversión de utilidades de empresas existentes.

Después de un largo periodo de escaso o nulo acceso al mercado de capitales del exterior, las empresas argentinas —financieras y no financieras— colocaron en el mercado de Euronotas un monto de 4 mil millones de dólares durante 1991-1993. Como puede verse en el cuadro 8, 42% de este ingreso tuvo como destino a los bancos, 16% a las empresas de servicios, 25% a las petroleras y 17% a las empresas líderes del sector industrial. Esta distribución, por un lado es consecuencia de la distinta rentabilidad de los sectores implicados que tiende a determinar diferentes montos de inversión y, por el otro, refleja el hecho de que las empresas de mayor patrimonio en la Argentina (algunos bancos, las petroleras y, como consecuencia de las privatizaciones, varias empresas de servicios con gran participación de accionistas externos) son las que tienen mejor acceso al mercado de capitales. En relación con esto último destaca que sólo algunas empresas líderes de la industria estuvieron en condiciones de participar en los mercados de crédito internacional.

CUADRO 8. *Emisión de euronotas y bonos internacionales, 1991-1993*

(Millones de dólares)

<i>Sector</i>		<i>Porcentaje del total</i>
Industria	679.5	16.9
Petróleo	1 000.0	24.8
Servicios	660.0	16.4
Bancos	1 692.5	41.9
Total	4 032.0	100.0

FUENTE: Elaborado con base en datos de *Prensa económica*.

Como se mencionó, las corrientes de capital no identificadas representan casi 50% del total de ingresos del sector privado. El crecimiento del segmento de depósitos en dólares del sistema financiero nacional fue una importante vía para estas afluencias. Debe tomarse en cuenta, no obstante, que la variación de los depósitos en dólares aparece en

implica que no hay nuevos fondos externos disponibles y, por lo tanto, el rubro de crédito comercial a las importaciones no podría contribuir al financiamiento del desequilibrio en cuenta corriente.

la balanza de pagos de manera directa sólo cuando estos recursos son prestados, y en la medida en que el tomador del crédito compre pesos con los fondos del crédito, o realice pagos al exterior. Dada la escasa magnitud de la demanda de dólares para transacciones dentro de la economía nacional, puede argumentarse que la mayor parte de la expansión del segmento de "argendólares" se reflejó en la balanza de pagos como un ingreso de capital no especificado en el rubro "otros movimientos".²⁵ En relación con esto, vale la pena señalar que la expansión del segmento de argendólares es superior al monto que aparece en el rubro "otros". El aumento de los depósitos locales en dólares desde la implantación de la convertibilidad alcanzó los 14 600 millones de dólares (cuadro 9). La expansión de la capacidad prestable de los bancos a que dio lugar tal aumento fue de 12 400 millones.

Pareciera entonces que residentes y no residentes han utilizado los depósitos en dólares como un importante mecanismo para ingresar capitales a la Argentina. Si ese fuera el caso, esta modalidad estaría indicando que gran parte de la repatriación de capitales fue hecha intentando evitar el riesgo de devaluación, al tiempo que se aprovechaba el diferencial de tasas de interés entre la Argentina y el mercado internacional. Este comportamiento del inversionista estaría indicando que el mismo sólo considera el "riesgo-país" y "cree" que evita el riesgo de devaluación. Decimos que "cree" que evita el riesgo de devaluación porque éste depende ahora de la solidez patrimonial de los bancos, y los bancos están tomando un riesgo significativo de devaluación en la asignación de sus carteras. Para clarificar este punto es necesario referirse a la situación del mercado de crédito local.

Del análisis del acervo de crédito otorgado por el sistema financiero a los cincuenta principales clientes de cada entidad (grandes deudores) surge que 67% son créditos en moneda extranjera. Pero lo notable es que sólo 43% de los créditos en moneda extranjera ha sido prestado a lo que de manera genérica podría denominarse sectores productores de bienes comerciables, es decir la producción primaria y la industria manufacturera.²⁶ Por lo tanto, en principio, pareciera que la cartera del sistema financiero está fuertemente expuesta a una variación del tipo de cambio real. Además, si una devaluación estu-

²⁵ Nótese, sin embargo, que si los fondos del crédito son utilizados para abonar importaciones sin "pasar" por el mercado de cambios local, tales fondos serán contabilizados en la balanza de pagos con el rubro "crédito comercial".

²⁶ Como es sabido no todos los bienes producidos por estos sectores son totalmente comercializables, por lo que el porcentaje incluido en el texto puede ser una sobrestimación.

CUADRO 9. Evolución del segmento de argendólares

(Millones de dólares)

	Depósitos en dólares				Capacidad prestable	Depósitos en dólares/ Depósitos totales (porcentaje)	Depósitos a plazo dólares/depósitos a plazo total (porcentaje) ^a
	Cuenta corriente	Depósitos de ahorro	Depósitos a plazo	Total			
1988	12		1 219	1 231	0	10	11
1989	22		1 200	1 222	331	12	13
1990	231		1 480	1 711	1 280	29	36
Diciembre de 1990	597		2 246	2 843	2 591	28	30
Marzo de 1991	853		2 536	3 389	3 180	40	40
Junio de 1991	661	506	3 432	4 599	4 068	43	50
Septiembre de 1991	716	868	4 139	5 723	5 036	46	54
Diciembre de 1991	782	1 137	4 642	6 561	5 746	45	54
Marzo de 1992	879	1 505	5 516	7 900	6 900	46	55
Junio de 1992	852	1 536	6 670	9 058	8 017	43	52
Septiembre de 1992	836	1 674	7 834	10 344	9 205	44	53
Diciembre de 1992	839	1 868	8 231	10 938	9 703	45	54
Marzo de 1993	543	2 406	9 282	12 231	11 543	43	51
Junio de 1993	555	2 679	10 298	13 532	11 832	44	53
Septiembre de 1993	601	3 824	12 488	16 913	14 636	47	56
Diciembre de 1993	616	4 151	13 264	18 031	15 583	47	58

FUENTE: Elaboración con base en datos del banco central.

^a Excluye depósitos en cuenta corriente.

viera acompañada por una recesión — como es característicamente el caso en la Argentina— la capacidad de repago de las empresas productoras de no comercializables se deterioraría aún más. Puede concluirse, entonces, que el intento por evitar el riesgo de devaluación mediante la colocación de los capitales externos en depósitos en dólares no parece garantizado.

4. *Corrientes de fondos externos y transformaciones en el mercado interno de capitales*

La reversión en las corrientes de capital provocó cambios significativos en la estructura y en la evolución tanto del sistema financiero como del mercado de valores.

a) *Cambios en el sistema financiero.* El gran incremento en el ingreso de capitales generó, en primer lugar, una considerable remonetización de la economía. Como puede verse en el cuadro 10 los activos financieros en pesos disminuyeron acentuadamente como consecuencia de las hiperinflaciones de 1989 y 1990 y de la conversión compulsiva de los depósitos en bonos de largo plazo en el marco del Plan Bonex de enero de 1990. La recuperación de la demanda de activos financieros locales comienza en el segundo semestre de 1990. Sin embargo, sólo se torna sostenible con el inicio del Plan de Convertibilidad y la consecuente disminución de la tasa de inflación y de la fuga de capitales.

La remonetización es una consecuencia normal de todo programa de estabilización exitoso. La característica específica que diferencia el proceso actual de otros que tuvieron lugar a fines de los años setenta y comienzos de los ochenta es la gran importancia de los depósitos en moneda extranjera. El cuadro 9 muestra que la participación de los depósitos en dólares era sólo de 10% del total de depósitos en el sistema financiero local en 1988. A fines de 1990 representaron 28% y este porcentaje aumentó a 43% en junio de 1991 después de la devaluación nominal del primer trimestre (80%). Desde entonces la proporción ha fluctuado alrededor de esa cifra, aunque hacia fines de 1993 creció levemente. Si se excluyen los depósitos en cuenta corriente —o sea si se elimina el efecto transacción— los depósitos en dólares como porcentaje de los depósitos privados totales a plazo es aún mayor. Luego de tres años de régimen de convertibilidad (diciembre de 1993) la razón depósitos dolarizados-depósitos totales llegó a 58%. Como consecuencia de esta profundización de la dola-

CUADRO 10. *Agregados monetarios en pesos*

(Millones de dólares)

	<i>Billetes y monedas</i>	<i>Cuenta corriente</i>	<i>Caja ahorro</i>	<i>Depósitos a plazo</i>	<i>M1</i>	<i>M2</i>	<i>Depósitos en pesos</i>
1988	1 711	1 508	1 261	8 605	3 219	13 085	11 374
1989	1 504	1 241	798	7 344	2 745	10 887	9 383
1990	1 644	1 520	1 636	1 014	3 164	5 814	4 170
Diciembre de 1990	3 521	2 063	2 632	2 706	5 584	10 922	7 401
Marzo de 1991	2 350	1 429	1 804	1 933	3 779	7 516	5 166
Junio de 1991	3 209	2 114	1 594	2 312	5 323	9 229	6 020
Septiembre de 1991	3 790	2 353	1 619	2 719	6 143	10 481	6 691
Diciembre de 1991	4 761	3 160	1 789	3 066	7 921	12 776	8 015
Marzo de 1992	5 028	3 577	2 039	3 622	8 605	14 266	9 238
Junio de 1992	5 529	4 396	2 542	4 912	9 925	17 379	11 850
Septiembre de 1992	5 843	4 612	2 768	5 778	10 455	19 001	13 138
Diciembre de 1992	6 783	4 909	2 758	5 998	11 692	20 448	13 665
Marzo de 1993	6 997	4 995	3 639	7 474	11 992	23 105	16 108
Junio de 1993	7 580	5 472	3 998	7 600	13 052	24 650	17 070
Septiembre de 1993	8 378	6 648	4 268	8 350	15 026	27 644	19 266
Diciembre de 1993	9 254	7 403	4 323	8 455	16 657	29 435	20 181

FUENTE: Elaborado con base en datos del banco central.

rización, la estructura de la hoja de balance de los bancos ha cambiado de manera significativa. En junio de 1993, 47% de los activos totales de los bancos y 48% de sus pasivos estaban denominados en dólares.

Como ya se dijo, una parte importante de los depósitos en dólares ha sido prestada a actividades productoras de bienes no comercializables y, en consecuencia, existe una importante exposición del sistema financiero a variaciones en el tipo de cambio real. Esta exposición, sin embargo, no se distribuye uniformemente entre todos los bancos. En particular, la exposición financiera de la banca pública parece ser mayor que la de los bancos privados. Mientras que la proporción de crédito dolarizado asignado al sector comercializable es de 43% para el sistema financiero como un todo, la proporción correspondiente a los bancos oficiales es de sólo 20 por ciento.²⁷

Además de los préstamos a actividades productivas, el aumento de la intermediación financiera generó un incremento importante de los préstamos personales. Luego de un largo periodo en el que el financiamiento para consumo era prácticamente nulo, se produjo un gran aumento en la oferta de ese tipo de préstamos. De particular importancia fue la expansión del crédito para la compra de automóviles y bienes de consumo duraderos. Los agentes también se beneficiaron con el aumento del crédito hipotecario. Dado que una proporción importante de este tipo de crédito personal está denominado en dólares, parece claro que buena parte del aumento de los depósitos locales en esa moneda ha contribuido no sólo a financiar la producción de no comercializables sino también el consumo.

La remonetización de la economía afectó la evolución temporal de las tasas de interés. El cuadro 11 muestra que las tasas pasivas han seguido un sendero decreciente desde la implantación del Plan de Convertibilidad. Dos factores son decisivos en la explicación de la tendencia decreciente tanto de las tasas nominales como de las reales: la reducción en el diferencial riesgo-país y el marcado descenso en el riesgo de devaluación percibido por los inversionistas. El riesgo-país puede medirse como la diferencia entre la tasa interna de retorno del Bonex (un bono dolarizado del gobierno) y la tasa LIBOR.²⁸ El cuadro 11 muestra la evolución de esta variable.

²⁷ Estos datos fueron extraídos de una muestra que abarca sólo grandes deudores; en consecuencia, puede existir algún sesgo debido a la mayor concentración del crédito en los bancos privados.

²⁸ Esta estimación de la prima de riesgo-país tiende a sobrestimar esa prima debido a que la maduración promedio del Bonex es de dos años. No obstante, en la medida en que

CUADRO 11. *Evolución de las tasas anuales de interés, prima de riesgo y devaluación esperada*

(Porcentaje)

Periodo	Tasa de interés local ^a	Tasa de retorno del Bonex	Tasa LIBOR	Prima de riesgo calculada	Tasa de devaluación esperada	Devaluación observada
1981.IV	127.58	18.38	14.66	3.25	92.24	465.17
1982.IV	151.10	20.15	9.96	9.27	108.99	331.69
1983.IV	407.77	22.22	9.79	11.32	315.45	526.99
1984.IV	1 269.48	19.11	9.73	8.55	1 049.79	477.42
1985.IV	72.47	17.78	8.10	8.95	46.43	52.75
1986.IV	138.62	14.34	6.10	7.76	108.70	208.39
1987.IV	198.93	23.73	7.73	14.85	141.60	267.98
1988.IV	215.52	23.69	9.15	13.32	155.09	5 955.42
1989.I	434.38	36.12	10.23	23.49	292.58	11 739.88
II	29 473.47	33.27	9.58	21.61	22 091.10	3 340.69
III	301.49	25.36	8.79	15.23	220.26	774.77
IV	298.36	32.35	8.29	22.21	201.00	470.14
1990.I	3 934.55	45.98	8.48	34.57	2 663.80	171.48
II	239.56	29.85	8.65	19.51	163.67	94.52
III	270.68	23.06	8.21	13.72	201.18	73.70
IV	135.90	25.15	7.87	16.02	93.12	85.70
1991.I	240.47	25.16	6.81	17.18	185.24	19.05
II	22.09	17.21	6.37	10.19	4.16	0.45
III	22.62	15.01	5.96	8.54	6.62	-0.20
IV	17.08	10.51	4.90	5.09	5.95	0.10
1992.I	15.43	10.85	4.40	5.19	4.13	0.80
II	16.17	9.85	4.17	5.45	5.75	0.00
III	14.80	10.56	3.50	6.80	3.84	0.00
IV	17.24	12.20	3.61	8.29	4.49	0.00
1993.I	16.75	11.53	3.28	7.99	4.60	0.00
II	11.62	8.36	3.31	4.89	3.00	0.00
III	10.27	7.55	3.55	3.93	2.45	0.00
IV	7.93	6.95	3.50	3.20	0.91	0.00

FUENTE: Elaboración de los autores.

^a Tasa de interés local de depósitos a treinta días.

Como puede verse, la prima de riesgo-país cayó de manera notable luego del lanzamiento del Plan de Convertibilidad, y continuó cayendo posteriormente. La abrupta caída en la tasa esperada de devaluación

la estructura intertemporal de tasas de interés internacionales no cambie excesivamente, la variable que estamos usando puede considerarse una aproximación razonable.

ción²⁹ parece haber desempeñado el papel de mayor importancia en la reducción de las tasas pasivas: luego de alcanzar niveles sorprendentes en los años previos a la convertibilidad, la tasa de devaluación esperada era de sólo 4.5% anual a comienzos de 1993, llegando a fines de ese año a sólo 1 por ciento.

La evolución de las tasas de interés pasivas contrasta marcadamente con lo observado en otras experiencias del pasado, en particular con el periodo de la tablita. En la situación presente, a pesar del incremento en el déficit de la cuenta corriente, que pudo haber tenido un efecto negativo en la tasa de devaluación esperada, no se observa una tendencia creciente en las tasas de interés locales.

Dado que las tasas pasivas en pesos han sido mayores que las tasas en dólares en el sistema financiero local (aunque en los recién pasados meses la diferencia tendió a disminuir), los bancos que lograron un mayor fondeo en dólares contaron con una ventaja competitiva. En relación con esto, los bancos privados muestran un mejor *performance* que los públicos. Para el sistema financiero como un todo, la proporción de depósitos en dólares era de 47% en agosto de 1993, pero en el caso de la banca pública tal proporción caía a 31%. En realidad, la distribución de depósitos en dólares tampoco es uniforme dentro de las entidades privadas. La mayor concentración de depósitos en dólares se observa en los bancos extranjeros (65% de sus depósitos totales) y en los bancos nacionales de la capital (58%). Los bancos nacionales del interior del país, de menor tamaño relativo, tienen una proporción de depósitos en dólares menor (48 por ciento).

Existen dos factores adicionales que acentúan la ventaja competitiva de los bancos de mayor tamaño relativo. Por un lado, las entidades de menor tamaño (cooperativas y entidades no bancarias) pagan una tasa pasiva —en pesos y dólares— considerablemente superior a la del resto del sistema para atraer a los ahorradores que, en principio, prefieren colocar sus fondos en entidades grandes. Este efecto es aún mayor en el caso de las entidades del interior del país. Por el otro, los bancos de menor tamaño relativo no tienen acceso —o lo tienen de manera muy limitada— a otras fuentes de financiamiento de menor costo, como son líneas de crédito u otro tipo de financiamiento del exterior y la emisión de obligaciones negociables en el mercado local.

La conjunción de todos estos factores ha contribuido a segmentar

²⁹ La tasa de devaluación esperada se mide como la diferencia entre la tasa de interés nominal local y la tasa interna de retorno del Bonex.

CUADRO 12. *Evolución de las tasas de interés activas mensuales^a*

(Porcentaje)

<i>Institución</i>	<i>Junio de 1991</i>		<i>Diciembre de 1991</i>		<i>Junio de 1992</i>		<i>Diciembre de 1992</i>		<i>Agosto de 1993</i>	
	<i>Pesos</i>	<i>Dólares</i>	<i>Pesos</i>	<i>Dólares</i>	<i>Pesos</i>	<i>Dólares</i>	<i>Pesos</i>	<i>Dólares</i>	<i>Pesos</i>	<i>Dólares</i>
Bancos públicos nacionales	1.65	n.d.	2.17	n.d.	1.79	0.66	1.45	0.39	1.17	
Bancos públicos provinciales	3.07	n.d.	3.01	n.d.	2.77	1.07	1.99	1.16	1.54	
Total bancos públicos	2.17	n.d.	2.94	n.d.	2.56	0.94	1.95	0.94	1.41	0.93
Bancos privados	4.91	n.d.	4.76	n.d.	2.85	1.14	4.41	1.23	2.67	1.14
Bancos extranjeros	3.13	n.d.	3.91	n.d.	2.72	0.83	3.95	1.02	2.21	0.91
Bancos cooperativos	6.43	n.d.	5.23	n.d.	4.27	1.43	4.55	1.58	3.34	1.49
Total bancos privados	4.74	n.d.	4.67	n.d.	3.33	1.04	4.33	1.19	2.70	1.09
Entidades no bancarias	5.33	n.d.	4.46	n.d.	3.74	1.62	4.31	1.66	2.62	1.66
Total del sistema financiero	2.71	n.d.	3.77	n.d.	3.07	1.05	3.23	1.17	2.07	1.06

FUENTE: Banco central.

^a El crédito de importaciones está incluido en el crédito en dólares.

n.d.: No disponible.

el mercado financiero. Existe un costo de los recursos muy distinto entre entidades, dependiendo sobre todo del tamaño y del origen del capital. A esta diferencia hay que agregarle el hecho de que los costos operativos por unidad de depósitos de los bancos pequeños es por lo general superior al de los bancos grandes.³⁰ No resulta sorprendente, en este contexto, que tanto el margen entre tasas activas y pasivas como las tasas reales de interés sean significativamente superiores para el crédito denominado en pesos e intermediado por bancos pequeños localizados en el interior del país.

En el cuadro 12 puede observarse que tasas mensuales mayores a 3% en pesos no son inusuales, aun cuando las tasas de inflación para las actividades productoras de bienes son inferiores a 0.3% mensual. Los efectos negativos en la calidad de la cartera de algunos bancos —que representan una amenaza para el sistema en su conjunto y para la situación macroeconómica global— no son difíciles de prever.

Por el lado de los tomadores de crédito, el mayor nivel de profundización financiera hizo que las grandes empresas mejoraran de manera considerable su acceso al crédito tanto nacional como externo. Las pequeñas y medianas empresas, en cambio, no han tenido posibilidades de acceder al financiamiento internacional o al mercado local de capitales y mantienen un acceso limitado a los grandes bancos;³¹ por ende deben operar con bancos de menor tamaño relativo que tienen, como vimos, un fondeo más caro y márgenes de intermediación más altos. El resultado es que gran parte de estas empresas ha enfrentado la apertura económica en una situación de alto costo del capital de trabajo y falta de financiamiento de largo plazo para el necesario proceso de reconversión industrial.³²

³⁰ Para un promedio de costo por unidad de depósito de 1.65% mensual en diciembre de 1992, los bancos con menos de 29 millones de dólares de depósitos tenían un costo mensual promedio entre 2.1 y 3.3%. Estos valores disminuyen a un rango de entre 1.6 y 2.7% para entidades con depósitos entre 29 y 67 millones de dólares, y caen a valores entre .8 y 1.6% para entidades con más de 67 millones de depósitos. Debe tenerse en cuenta, además, que los bancos de mayor tamaño cubren una proporción más grande de sus costos con la venta de una variedad de servicios, y que la productividad por servicios se relaciona positivamente con la cantidad de depósitos.

³¹ El acceso limitado a los grandes bancos tiene relación principalmente con dos factores: por un lado estos bancos no están acostumbrados (falta de oficinas de evaluación de proyectos) a prestarles a las pequeñas y medianas empresas porque durante años le prestaron una parte importante de su cartera al sector público y, por el otro, porque en el corto plazo tienen incertidumbre respecto a qué sectores pueden sobrevivir en el contexto de apertura económica, y les resulta más fácil y rentable dar préstamos para consumo.

³² En realidad, es posible que el excesivo nivel de las tasas activas haya desempeñado un papel importante como incentivo al ingreso de capitales. Por lo general los modelos que discuten el movimiento de capitales asociado a diferenciales de tasas de interés,

Respecto al plazo de los depósitos y préstamos, el proceso actual de profundización financiera no muestra diferencias de relevancia con la experiencia de liberalización de fines de los años setenta y principios de los ochenta. Aun cuando hubo cierto aumento en el plazo promedio de las colocaciones en relación con el periodo que siguió a los episodios hiperinflacionarios, el término medio de maduración de los instrumentos tanto en dólares como en pesos es todavía muy reducido (alrededor de 40 y 90 días para depósitos en pesos y dólares, respectivamente). El periodo de maduración del crédito bancario, por otra parte, es superior al de los depósitos.³³

En síntesis, el sistema financiero canalizó una parte importante del ingreso de capitales al país. Esto ha sido en especial relevante en el caso de los depósitos en dólares. Estos recursos se prestaron en más de 50% para financiar actividades productoras de bienes no comercializables, y al mismo tiempo dieron un importante impulso al consumo, particularmente mediante el financiamiento de la compra de bienes duraderos.

consideran una sola tasa de interés en el mercado local y en "el resto del mundo". La realidad es que existe una multiplicidad de tasas de interés, aunque gran parte de la diferencia entre las mismas puede explicarse por distintos riesgos. No obstante, hay dos tasas de interés cuya diferencia es resultado del margen de intermediación en el sistema financiero, es decir la tasa pasiva y la activa. La existencia de una tasa de captación y otra de préstamos no debería ser muy importante en la medida en que el margen de intermediación sea relativamente reducido y similar entre países. Sin embargo, este es un factor a tomar en cuenta en el caso argentino, dado el alto margen de intermediación que ha caracterizado a su sistema financiero durante muchos años (incluyendo los recién pasados tres). En esta situación puede darse el caso de que, existiendo tasas pasivas similares en dos países, haya movimiento de capitales como resultado de tasas activas diferentes. Obviamente también existe la posibilidad de que un agente, teniendo recursos invertidos en el exterior a pesar de una tasa pasiva menor, necesite tomar prestado; en ese caso la comparación pertinente es entre la tasa pasiva externa y la activa local, y es donde el margen de intermediación cobra importancia. En el caso argentino parece razonable suponer que una parte del ingreso de capitales estuvo relacionada con el hecho de que había empresas que necesitaban fondos y, antes de endeudarse a tasas exorbitantes en el mercado interno, decidieron (sus dueños) repatriar capitales. Este puede haber sido el caso tanto de empresas medianas, que necesitaron más capital circulante para hacer frente al aumento de la actividad económica -o hacer frente a pérdidas resultado de la apertura económica, o realizar inversiones defensivas respecto de la misma apertura— o de empresas grandes que, además de los mencionados factores, pueden haber necesitado recursos para el proceso de privatizaciones. La relevancia de este tipo de comportamiento parece difícil de evaluar.

³³ El factor de mayor relevancia que permite que los bancos puedan incrementar el periodo de maduración de los préstamos *vis à vis* los depósitos son: el crédito en moneda extranjera, los bonos colocados en los mercados locales y externos, y la capacidad prestable basada en fondos propios de los bancos (que representan alrededor de 7% de los fondos líquidos totales). Los depósitos dan cuenta de aproximadamente 50% de los pasivos totales de los bancos.

Por otra parte, el considerable descenso en la tasa de interés pasiva —como consecuencia de la reducción del riesgo-país y del riesgo de devaluación— generó una caída en el costo del financiamiento. Las grandes empresas han sido las más beneficiadas con tal reducción de costos, lo cual sin duda ha incentivado el gasto de inversión. Este efecto ha sido mucho menos relevante en el caso de las pequeñas y medianas empresas, dado su escaso acceso al mercado externo y a los bancos con bajos costos de captación y menor margen de intermediación financiera.³⁴

La evolución del sistema financiero que estamos comentando podría generar algunos problemas de solvencia en ciertos segmentos del mismo. Dos factores merecen ser destacados: por un lado, una parte importante del crédito en moneda extranjera fue asignado a actividades productoras de bienes no comercializables y, por otro, los préstamos han sido otorgados a tasas de interés muy altas lo cual abre un interrogante acerca de la capacidad para recuperar esos créditos. Esto es en especial pertinente para los bancos pequeños y medianos del interior del país.

En lo que se refiere a este tema cabe señalar que el banco central, de acuerdo con su nueva carta orgánica, no puede auxiliar a las entidades financieras por más de treinta días, y el monto del redescuento no puede superar el patrimonio de las mismas. En relación con este punto es necesario tener en cuenta que, si bien existe un pleno respaldo en divisas de la base monetaria, la relación de $M2$ a base monetaria es de alrededor de dos, y cuando se incluyen los depósitos en dólares la relación llega a tres. Es decir que más allá de las restricciones legales que prácticamente prohíben al banco central ayudar a las entidades financieras en problemas, existen claras restricciones económicas que limitarían el accionar del banco central en caso de dificultades en el sector financiero.

b) *El mercado de valores.* Los efectos de la reversión en las corrientes de capital externo fueron también importantes en los mercados de valores locales. En el cuadro 13 puede notarse la evolución de la capitalización total en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, que pasó de 5 272 millones de dólares en el primer trimestre de 1991 a más de 25 mil millones en el segundo trimestre de 1992. A partir de ese mo-

³⁴ Con el fin de relajar la restricción de crédito que afecta a las pequeñas y medianas empresas, el gobierno ha lanzado recientemente un programa de subsidios financieros para los bancos que presten a ese tipo de empresas. También se intentó canalizar fondos provenientes de organizaciones multilaterales y de bancos públicos en la misma dirección.

CUADRO 13. *Evolución de la Bolsa de Buenos Aires*

(Millones de dólares)

<i>Periodo</i>	<i>Monto de transacciones</i>	<i>Capitalización del mercado</i>	<i>Índice precios bolsa (pesos)</i>
1990.I	56.6	2 593	1 045
II	58	3 241	1 511
III	67.2	3 360	1 858
IV	44.1	3 620	1 599
1991.I	173.6	5 272	3 680
II	132.9	5 501	5 091
III	595.6	11 995	9 991
IV	660.5	18 644	12 272
1992.I	1 070.8	25 746	15 088
II	2 146.6	25 524	18 186
III	1 251.8	18 210	11 350
IV	1 327.8	18 435	10 023
1993.I	1 322	18 769	10 215
II	4 305	26 733	10 228
III	7 172	31 178	12 076
IV	9 819	42 931	15 381

FUENTE: Instituto de Investigaciones del Mercado de Valores.

mento, si bien con oscilaciones, los precios siguieron una tendencia declinante que se interrumpió a partir de la venta de las acciones de la compañía estatal de petróleo (YPF) en junio de 1993. Desde entonces la capitalización siguió creciendo hasta superar los 42 mil millones hacia fines de 1993. La evolución creciente en la capitalización obedeció más al aumento de la cotización de los papeles existentes que a la emisión de nuevas acciones. En el periodo 1991-1993, las emisiones más importantes de nuevos papeles se asociaron con el proceso de privatización de las empresas de teléfonos y de petróleo.

Si bien no existen datos respecto a la inversión de fondos institucionales del exterior, no parece que los mismos hayan sido muy importantes. Estos recursos se hubieran destinado básicamente a las empresas privatizadas, en particular a las telefónicas, que ofrecen una rentabilidad "asegurada" en el mediano plazo. También ha sido importante la participación extranjera en la privatización de YPF.

En síntesis, aun cuando la evolución positiva del mercado accio-

nario llevó a que el mercado argentino fuera calificado de “emergente”, hay algunas características que indican que la recomposición del mercado aún está lejos de haberse consolidado. En particular porque, como puede observarse en el cuadro 13, se han producido grandes fluctuaciones en las cotizaciones, lo cual indica que la incertidumbre todavía es mucha. Asimismo, más allá de la colocación de acciones de empresas privatizadas, ha habido muy pocos casos de entrada de nuevas empresas privadas o emisión de nuevos papeles con objeto de capitalizar las empresas ya existentes. Estos hechos sugieren que las empresas privadas privilegiaron el crédito externo y los fondos locales provenientes de los bancos, así como de los mercados de bonos, como instrumento de financiamiento de la inversión.

III. CORRIENTES DE CAPITAL, ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Como vimos en la sección anterior, la reversión en el sentido de los movimientos de capital tuvo relación con una serie de transformaciones en lo interno. En el ámbito macroeconómico, la creciente disponibilidad de ahorro externo sirvió como soporte de una mayor estabilidad y de un incremento de la absorción interna. En el financiero, coincidió con un aumento en la monetización y una consolidación del proceso de dolarización del sistema financiero.

El marco de política económica que acompañó este proceso fue de adaptación pasiva a los nuevos y acrecidos ingresos de capital. En la perspectiva de las autoridades argentinas, una mayor actividad emprendedora orientada a regular el movimiento de capitales era innecesaria. En el corto plazo, porque la estabilidad macroeconómica estaba garantizada por la convertibilidad y, en el largo, porque la entrada de capitales permitiría financiar aumentos en la inversión y en la productividad. En esta sección evaluamos dichas cuestiones que, de manera indudable, constituyen el núcleo de la estabilidad y del crecimiento.

1. *Estabilidad macroeconómica y corrientes de capital*

Dado que la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del banco central implican una política monetaria completamente pasiva, un efecto importante de la reversión de la corriente de capitales fue que —vía incremento de las reservas— se produjo un considerable aumento de la oferta monetaria. La profundización financiera, además, se vio reforzada por la expansión del segmento de “argendólares”.

Como antes lo hicimos notar, la contrapartida de esto fue una sensible expansión de la capacidad prestable del sistema.

La fase expansiva del crédito dio lugar a un gran incremento en la demanda agregada. En el marco de una política de tipo de cambio fijo y de mayor apertura de la economía, esta expansión de la demanda efectiva tuvo diferentes repercusiones en los distintos componentes de la oferta global. En términos estilizados puede argumentarse que los comercializables (importaciones) tendieron a un ajuste vía "cantidad", en tanto que los no comercializables tendieron a mostrar un ajuste vía "precios". En el contexto de una economía abierta y pequeña, mientras la mayor demanda de importaciones fue satisfecha por una oferta de bienes importables que puede considerarse completamente elástica, el incremento en la demanda de no comercializables —cuya oferta sólo puede expandirse en el corto plazo a costos crecientes— se tradujo en una gran presión en los precios.

Esta dinámica de ajuste diferencial en un contexto de política económica pasiva tuvo dos consecuencias macroeconómicas fundamentales. En primer lugar, el saldo de comercio sufrió un vuelco muy marcado: entre el superávit de 1990 y el déficit de 1993 existe una diferencia absoluta de alrededor de 11 mil millones de dólares. En segundo lugar, desde que se produjeron los primeros signos de reversión positiva en los movimientos de capital, ha habido una tendencia permanente al cambio de los precios relativos en favor de los bienes no comercializables y por tanto en contra del tipo de cambio real.³⁵

Una de las modalidades que tomó esta creciente distorsión fue la de una disparidad en la evolución del índice de precios al consumidor *vis à vis* el de precios mayoristas. En lo que va del Plan, la variación acumulada en el índice de precios al consumidor ha sido de 54%, mientras que los precios mayoristas muestran un aumento de sólo

³⁵ En realidad la tendencia al atraso del tipo de cambio real era anterior a la implantación del Plan de Convertibilidad y se relacionaba con el extraordinario superávit comercial de 1990 y también, aunque en menor medida, con la reversión en las corrientes de capital que, como vimos, antecedieron temporalmente a la convertibilidad. En relación con esto, cabe señalar que en el momento de fijarse el tipo de cambio nominal al principio del programa, las autoridades económicas reconocieron que el tipo de cambio real no era el adecuado. Con este diagnóstico se intentó generar una reducción en el precio de los servicios y de ciertos bienes, a manera de aumentar el tipo de cambio real. Este objetivo, sin embargo, era incongruente con la pasividad de la política monetaria que convalidaba la presión de la demanda. Por lo tanto, no resulta extraño que la deflación esperada no ocurriera. De hecho ocurrió lo contrario: la distorsión de precios relativos tendió a acentuarse con el paso del tiempo.

8%. Como en el caso de los mayoristas, el peso de los bienes comercializables es mayor, la fuerte competencia de los artículos importados en un marco de reducción de aranceles y virtual eliminación de todas las restricciones cuantitativas a las importaciones fijó un techo para las variaciones de precios. En lo que hace a la evolución de los distintos rubros del índice al consumidor, la inflación estuvo liderada por el aumento de los servicios privados (72%), los alimentos frescos —frutas y verduras— (84%) y las carnes frescas (68 por ciento).

Además de la presión de la demanda, hubo otros factores “estructurales” que explican esta dinámica diferencial de los precios. Por un lado, el choque desindizatorio puesto en práctica por la convertibilidad, aun cuando fue muy exitoso dejó un residuo de “inercia” inflacionaria. Por otro, se originó un empuje inflacionario por el aumento de la presión impositiva. Debido a la disminución en la evasión tributaria, la recaudación del IVA se duplicó por un factor superior a dos en términos reales y esto parece haber afectado principalmente al sector servicios.

Aparte de la diferencia entre mayoristas y minoristas, la intensidad de este fenómeno puede verse en el cuadro 14, en el que se muestran distintos indicadores de precios relativos. La relación entre el precio de los bienes industriales y los servicios privados, tomando como base 1986 = 100 era en diciembre de 1993 de 35. El mismo índice para los productos agropecuarios era de 29.³⁶

Esta evolución de la economía argentina muestra, entre otras cosas, que la relación entre estabilidad macroeconómica y movimiento de capitales dista de ser sencilla. Por una parte, la distorsión de precios relativos en el marco de la apertura de la cuenta capital presenta similitudes con las distorsiones observadas en el periodo de la tablita. Por otra, también es cierto que el relajamiento de la restricción de crédito externo tuvo una importancia fundamental para la estabilización poshiperinflacionaria. La mayor disponibilidad de divisas permitió la fijación del tipo de cambio nominal y, por tanto, el “anclaje” de los precios absolutos.

Luego de las primeras etapas de la estabilización, sin embargo, parece que un exceso de oferta de fondos prestables del exterior tien-

³⁶ Si bien podría argumentarse que la productividad tiende a aumentar más en las actividades productoras de bienes comercializables y ello explicaría la disminución de su precio relativo a lo largo del tiempo (apreciación del tipo de cambio), resulta difícil justificar por ese motivo variaciones de la magnitud de las que se muestran en el cuadro 14, en especial, en una década caracterizada por la falta de crecimiento y una baja inversión.

CUADRO 14. *Evolución de los precios relativos claves*

(1986 = 100; porcentaje)

	<i>Tipo de cambio real^a</i>		<i>Mayoristas/ minoristas</i>	<i>Industria/ servicios privados</i>	<i>Industria/ servicios totales</i>	<i>Primario/ servicios privados</i>
	<i>Dólar</i>	<i>Canasta</i>				
1980	39.5	46.2	87.1	90.2	87.0	85.4
1981	47.9	51.8	88.3	90.5	88.3	78.3
1982	82.4	83.9	116.9	139.4	129.9	141.7
1983	97.4	93.6	126.1	146.3	147.1	153.4
1984	90.7	80.7	119.0	131.7	134.6	131.0
1985	105.7	89.4	114.6	120.0	120.0	89.5
1986	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1987	103.0	110.6	94.9	99.7	97.1	96.6
1988	98.3	109.5	109.6	126.7	122.0	113.9
1989	133.1	146.6	124.3	155.1	152.8	143.6
1990	90.1	107.1	94.6	85.9	87.0	70.4
1991	67.1	96.3	67.6	61.0	59.5	45.4
Diciembre de 1991	65.8	81.0	61.8	54.2	53.9	42.3
Junio de 1992	62.6	77.0	57.8	49.4	49.0	38.7
Diciembre de 1992	61.6	79.1	54.3	38.7	44.2	32.8
Marzo de 1993	61.1	80.4	53.3	37.9	43.5	32.2
Junio de 1993	60.9	79.5	52.2	37.0	42.9	32.3
Septiembre de 1993	60.8	77.9	52.0	36.3	41.6	32.7
Diciembre de 1993	61.3		50.6	35.3	40.6	29.3

FUENTE: Elaborado con base en datos del banco central e INDEC.

^a Deflacionado por índice de precios, combinando mayorista y minorista.

de más bien a actuar contra la estabilidad. En efecto, es sabido que los programas heterodoxos basados en la desindexación y la fijación del tipo de cambio son exitosos para desactivar procesos de alta inflación o directamente hiperinflacionarios. Pero también es sabido que, si el periodo de fijación del tipo de cambio se extiende demasiado en el tiempo, estos programas tienden a generar desequilibrios de precios relativos crecientes y, por ende, desequilibrios externos y/o fiscales insostenibles. En el caso presente de la Argentina, la distorsión de precios relativos está generando crecientes desequilibrios externos, pero ello no presiona en favor de una transformación del régimen cambiario justo porque la fluida oferta de fondos del exterior está permitiendo el financiamiento de ese desequilibrio.

En este contexto, el programa está enfrentando un dilema de política difícil de resolver. Si el régimen cambiario fuera modificado en la dirección de corregir la distorsión de precios relativos, ello actuaría en favor de la estabilidad en el mediano plazo en la medida en que tendería a cerrar el desequilibrio de cuenta corriente. Pero dado el excesivo acento puesto por las autoridades respecto al carácter "estructural" de la paridad fijada, en términos de credibilidad, el efecto de una modificación en el tipo de cambio establecido en la Ley de Convertibilidad sería grave. Si, a su vez, el deterioro de la credibilidad motivara un cambio en la composición de los portafolios privados en favor de los activos externos, *ceteris paribus*, la corrección necesaria en el tipo de cambio real sería mayor y debería ser más rápida. De este modo, la situación es muy paradójica: dados los conocidos efectos inflacionarios y recesivos de la devaluación, el incentivo de las autoridades para inducir una corrección "preventiva" en el tipo de cambio será siempre débil en la medida en que no haya una interrupción significativa en la entrada de capitales. Pero si tal interrupción no se produce, dada la pasividad de la política económica, es posible que los desequilibrios se acentúen con el tiempo.

Es obvio que pueden concebirse opciones a la devaluación. Una recesión lo suficientemente fuerte podría inducir una caída en las importaciones y en los precios de los no comercializables que equilibrara el sector externo. Esta opción, sin embargo, parece poco plausible. La profundidad y duración de la recesión necesaria sería tal que sus efectos en la estabilidad no serían muy diferentes a los de la devaluación. Asimismo, desde el punto de vista empírico, existe amplia evidencia de la rigidez de los precios nominales a la baja. Por último, en el actual contexto de política pasiva, una recesión *cum* deflación

de la magnitud requerida sólo podría ser inducida por una reversión masiva en la entrada de capitales ya que el gobierno no cuenta con los instrumentos de política para lograrlo de otro modo.

Un problema adicional en relación con esto lo plantea la forma que ha tomado la mayor profundización financiera que se produjo *pari passu* con la reversión de las corrientes de capital. Como ya analizamos, a diferencia del periodo de la tablita, la remonetización de la economía implicó una profundización de la dolarización del sistema y buena parte del nuevo crédito se tomó para financiar actividades relacionadas con sectores no comercializables. Si se produjera un cambio de precios relativos sea vía deflación o vía devaluación, ello induciría un gran aumento en el peso real de los servicios de la deuda dolarizada y, seguramente, un sensible empeoramiento en la calidad de las carteras de los bancos con los consiguientes efectos en la estabilidad del sistema financiero en "argendólares". Si el cambio de precios relativos se diera a partir de una recesión de magnitud, el aumento en la morosidad de las carteras con seguridad sería mayor. Cabe subrayar, por otra parte, que una fuerte disminución de la actividad económica tendría un considerable efecto en las cuentas fiscales porque luego de las últimas reformas la estructura tributaria es mucho más dependiente de la demanda efectiva.

En función de los problemas antes mencionados, el gobierno en la actualidad intenta reducir los costos internos mediante la desregulación de ciertas actividades y de la eliminación y/o reducción de los impuestos a la producción.³⁷ La viabilidad de esta estrategia dependerá de la fortaleza de las cuentas fiscales y, básicamente, de la habilidad para reducir aún más la evasión fiscal.

Asimismo, para que esta estrategia funcione, debería producirse un "salto" discreto en la productividad de la economía. Una condición necesaria para que esto último suceda es que se mantengan altas tasas de crecimiento de la inversión que la coloquen muy por arriba de los todavía bajos niveles actuales. Si el salto de productividad ocurriera en las ramas productoras de los no comercializables, y tal aumento no se pasara a los salarios, el tipo de cambio real podría mejorar vía una deflación inducida por aumentos de productividad.

Hay una razón adicional por la cual la dependencia actual de los ingresos de capital podría devenir una fuente de inestabilidad. Como

³⁷ Hacia fines de 1993 las autoridades anunciaron una reducción de los impuestos al trabajo para las actividades comercializables y la sustitución de otros gravámenes a la producción por impuestos al consumo.

consecuencia del liderazgo de los capitales privados en la reversión de las corrientes de financiamiento, la composición de la deuda externa acumulada ha comenzado a variar en favor de una mayor participación del endeudamiento del sector privado. De esta manera, y a diferencia de los años ochenta, mientras el sector público ha tenido éxito en reducir su exposición financiera externa, son ahora los déficit del sector privado los que están alimentando el acervo de deuda. El aumento de la deuda privada ha impedido una reducción mayor en los indicadores de fragilidad externa del país que aún son muy altos. La relación entre deuda total (alrededor de 75 mil millones de dólares) y exportaciones se encuentra todavía en un nivel superior a 6. A esto hay que agregarle la exposición en "argendólares" del sector privado. La deuda privada en "argendólares" es actualmente de 16 mil millones de dólares (6% del PIB). Si se toma en cuenta que este endeudamiento es también consecuencia del proceso de repatriación de capitales, es razonable esperar que en sus decisiones de cartera los acreedores en argendólares se comportarán de manera similar a los acreedores externos del país.

Las similitudes entre la situación actual de la economía y la experiencia de 1978-1981 son bastante obvias. Entre ellas cabe destacar las importantes corrientes de capital, la gran expansión del crédito de origen local, la apreciación del tipo de cambio, la evolución creciente del superávit comercial y la fragilidad del sistema financiero. Hay, también, importantes diferencias. La más relevante es la situación del mercado internacional de capitales. Las tasas de interés son mucho menores ahora que a comienzos de los años ochenta, y lo mismo ocurre con la tasa de inflación en los países industrializados, en especial en los Estados Unidos.

Otras diferencias significativas son, en primer lugar, una mejor situación fiscal que no sólo es resultado del proceso de privatizaciones sino también —y sobre todo— de la reducción de la evasión fiscal. En segundo lugar, el sector privado tiene una participación mayor en el proceso de inversión y en consecuencia es posible que la asignación de los recursos sea más eficiente. No obstante, al evaluar la pertinencia de este hecho para el crecimiento debe tenerse en cuenta que la tasa de inversión actual es menor a la de 1979-1981, básicamente debido a la muy reducida tasa de inversión pública. En tercer lugar, en los pasados treinta meses ha habido una persistente reducción en la prima de riesgo-país que, unida a la caída de las tasas de interés internacional, ha provocado una fuerte declinación interna en las tasas

de interés. Por último, aunque ha habido una fuerte especulación en los mercados de capital y de bienes raíces, los signos de generación de una burbuja en esos mercados no han persistido. Luego de un aumento inicial, los precios en esos mercados son en la actualidad más bajos que dieciocho meses atrás (aun cuando todavía son considerablemente superiores a los existentes antes de la estabilización).

A pesar de su importancia, ninguna de estas diferencias concernientes a la economía nacional parece ser lo suficientemente marcada como para cambiar la premisa de que existen grandes similitudes entre la experiencia actual y la de 1978-1981. En realidad es la diferencia en el panorama internacional (en particular las bajas tasas de interés) la que constituye el factor básico de diferenciación entre ambas experiencias de liberalización. La situación externa favorable no sólo ha reducido los problemas de insolvencia del sector público sino que también ha inducido una reducción en la tasa de rendimiento requerida para la inversión física, haciendo más probable mantener una oferta razonable de fondos externos en el futuro próximo. En este sentido, lo que las señales provenientes del mercado internacional parecen sugerir es que existen mayores incentivos para la inversión y que hay más tiempo para llevar adelante el proceso de ajuste.

Más tiempo y más incentivos para la inversión en activos físicos, sin embargo, no garantizan la sustentabilidad de largo plazo de la reforma, en particular si la distorsión existente en los precios relativos llevara a una profundización del desequilibrio en cuenta corriente en vez de colocar a la economía en un nuevo sendero de crecimiento de equilibrio. En relación con esto la evolución futura de las exportaciones es clave. También lo es la evolución tanto del ahorro nacional como de la inversión. Es importante, por lo tanto, pasar revista breve a la evolución de estas variables luego de la reversión de las corrientes de capital.

2. Crecimiento, ahorro externo e inversión

Una de las consecuencias más negativas de la crisis de la deuda consistió en una reducción espectacular del coeficiente de inversión. Como puede verse en el cuadro 15, entre el máximo de 1980 (26.6% del PIB) y el mínimo del periodo hiperinflacionario de 1989 (14.2%) hay una diferencia de 12 puntos porcentuales del PIB. Durante los años 1982-1990, como consecuencia, el promedio del coeficiente de inversión fue muy inferior al del periodo de posguerra, ubicándose en un

CUADRO 15. *Estructura del PIB*

(Porcentaje; precios constantes)

Año	PIB	Importaciones	Oferta global	Consumo	Inversión	Exportaciones	Absorción interna
1980	100	11.9	111.9	78.3	26.6	7.0	104.9
1981	100	11.6	111.6	80.2	23.6	7.8	103.8
1982	100	6.9	106.9	78.1	20.4	8.4	98.5
1983	100	6.2	106.2	78.4	19.5	8.3	97.9
1984	100	6.3	106.3	79.9	18.5	7.9	98.4
1985	100	5.9	105.9	79.8	16.3	9.8	96.1
1986	100	6.3	106.3	80.7	17.5	8.2	98.2
1987	100	7.0	107.0	79.7	19.5	7.7	99.3
1988	100	6.3	106.3	77.5	19.5	9.3	97.0
1989	100	5.5	105.5	79.3	15.7	10.5	95.0
1990	100	5.5	105.5	78.9	14.2	12.5	93.1
1991	100	8.4	108.4	81.6	16.3	10.5	97.9
1992	100	12.6	112.6	83.2	19.6	9.7	102.8
1993	100	13.4	113.4	82.9	21.0	9.5	103.9

FUENTE: Banco central.

promedio menor a 18%. La contrapartida de esto fue el estancamiento de la economía. En 1990, el producto era 3.1% inferior al de 1980.

El aumento de los pagos de intereses durante la crisis de la deuda redujo marcadamente el ingreso nacional. Entre 1982 y 1990, en promedio, el PNB fue 5% menor al PIB debido al peso de los servicios de la deuda. Como la participación del gasto de consumo se mantuvo en los niveles del periodo precrisis, el resultado final fue una caída considerable del ahorro nacional como proporción del ingreso. Debido a que la reducción en la inversión fue menor a la del ahorro nacional, la economía siguió haciendo uso del ahorro externo. Como vimos, buena parte de ese ahorro se obtuvo mediante crédito "forzoso", es decir vía atrasos en los pagos de intereses devengados por la deuda externa.

Lo anterior, sin embargo, no implica que el esfuerzo de transferencia externa no haya sido espectacular. Debido a que el crédito externo fue sistemáticamente menor que los intereses devengados, la Argentina hizo una transferencia neta positiva en los años ochenta. Esta transferencia se realizó mediante la generación de superávit comerciales. La contrapartida de esto fue que la absorción fue menor que el ingreso en alrededor de tres puntos porcentuales del producto de manera sistemática entre 1982 y 1990 (cuadro 15).

Esta evolución de la brecha externa cambió de manera significativa luego de la reversión en el movimiento de capitales. El cuadro 15 muestra que la transferencia externa medida por la diferencia entre absorción y PIB, cayó de un máximo de 6.9% en 1990 a -2.8% en 1992. Esto es, la marcada reversión en los movimientos de capital privado permitió que por primera vez en once años la Argentina efectuara una transferencia neta negativa al resto del mundo.

La flexibilización de la restricción externa detuvo la tendencia declinante de la tasa de inversión. Entre 1990 y 1992 hubo una recuperación de más de cinco puntos porcentuales en el coeficiente de inversión.³⁸ Sin embargo, como tal recuperación se dio a partir de los deprimidos niveles poshiperinflacionarios, el promedio del coeficiente de inversión es aún similar al observado en promedio durante los años ochenta. Para garantizar un proceso de crecimiento sostenido la tasa de inversión debería subir significativamente en el futuro.³⁹ Esta aseveración no implica desconocer el hecho de que la actividad se recuperó de manera considerable en los recién pasados años (la economía creció más de 8% anual promedio en 1991-1992 y 6% en 1993). Justo eso apunta a remarcar que dicha recuperación parece más asociada con un aumento en el empleo de la capacidad productiva existente —subutilizada luego de los episodios hiperinflacionarios— que con una ampliación de la misma capaz de sostener el crecimiento en el largo plazo.

Una segunda nota negativa es que hubo un debilitamiento adicional de la tasa de ahorro debido a que el gasto de consumo tendió a crecer más rápidamente que el PIB. El coeficiente de consumo pasó de 78.9% en 1990 a 83% en 1992-1993 (véase cuadro 15). Esta última cifra representa un pico en la serie, y es aún mayor que la ocurrida con la experiencia de apertura de 1979-1981.⁴⁰ Obviamente, la mayor disponibilidad de financiamiento del resto del mundo vía ingresos de

³⁸ La tasa de crecimiento de la inversión global en 1991-1992 se ubicó en 64%. El rubro que mostró la mayor tasa de crecimiento fue el de maquinaria y equipo (87%). La tendencia de crecimiento se mantuvo en 1993, aunque había presentado tasas más bajas (13 por ciento).

³⁹ Tomando en cuenta que la asignación de los fondos de inversión por parte de las empresas públicas estaba lejos de ser eficiente, es razonable esperar que haya un aumento en la eficiencia de la inversión realizada por las empresas privatizadas. Este hecho, sin embargo, debe ser evaluado tomando en cuenta el actual estado de deterioro de la infraestructura económica que necesitaría de una tasa de inversión por arriba de la normal para ser recompuesta.

⁴⁰ Durante 1993 es probable que la participación del consumo se haya reducido en cerca de un punto porcentual del PIB.

capital privado explica la aparente incongruencia de que el coeficiente de consumo y el de inversión hayan subido al mismo tiempo.

La incertidumbre respecto al futuro más importante que plantea esta evolución del ahorro *vis à vis* la inversión es que, aun cuando la tasa de inversión es todavía reducida, la utilización de ahorro externo para financiarla es significativa. Desde el punto de vista de la congruencia macroeconómica, entonces, pareciera que la alternativa es generar una marcada reducción en el coeficiente de consumo que ayude a aumentar el coeficiente de inversión sin presionar sobre el ahorro externo, o bien lograr un incremento considerable en la productividad de la inversión que permita incrementar la tasa de crecimiento económico dado el coeficiente de inversión. La congruencia de las cuentas externas, por su parte, requiere que la tasa de crecimiento de los sectores comercializables sea muy superior a la de los no comercializables si es que la dependencia del ahorro externo y la fragilidad financiera van a ser reducidas en el futuro. En este sentido, cabe subrayar que la restricción más importante que la economía enfrenta, tanto para lograr una reducción de la tasa de consumo⁴¹ como para inducir una vigorosa tasa de crecimiento del sector de comercializables, es la distorsionada estructura de precios relativos que presenta en la actualidad.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Calvo, G. A., L. Leiderman y C. M. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 1, marzo.
- Culpeper, R., y S. Griffith-Jones (1992), "Rapid Return of Private Flows to Latin America: New Trends and New Policy Issues", CEPAL, mimeografiado.
- Damill, M., y R. Frenkel (1987), "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977-82", *Ensayos Económicos*, núm. 37.
- , J. M. Fanelli y R. Frenkel (1991), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Chile", *Documento Cedes*, núm. 77, Buenos Aires.

⁴¹ En particular, el atraso cambiario tiene un fuerte efecto en la relación consumo-PIB porque el gasto público corriente tiende a crecer por arriba del producto. Ello, obviamente, se debe a que el gasto corriente está en su mayor parte compuesto por bienes no comercializables.

- Damill, M., J. M. Fanelli, R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1993), "Crecimiento económico en América Latina: Experiencia reciente y perspectivas", *Desarrollo Económico*, núm. 130.
- Devlin, R., R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994), "Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas", capítulo 7 de este libro.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-Bye Financial Repression: Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, 19, septiembre-octubre.
- Fanelli, J. M., R. Frenkel y L. Taylor (1992), "The World Development Report 1991: A Critical Assessment", *International Monetary and Financial Issues for the 1990's. Research Papers for the Group of Twenty-Four*, vol. I, Nueva York, Naciones Unidas.
- , y — (1993), "On Gradualism, Shock Treatment and Sequencing", *International Monetary and Financial Issues for the 1990's. Research Papers for the Group of Twenty-Four*, vol. II, Nueva York, Naciones Unidas.
- Feldman, E. (1983), "La crisis financiera argentina: 1980-1982. Algunos comentarios", *Desarrollo Económico*, vol. 23, núm. 91.
- , y J. F. Sommer (1984), *Crisis financiera y endeudamiento externo*, Buenos Aires, Centro de Estudios Transnacionales.
- Ffrench-Davis, R. (comp.) (1983), *Las relaciones financieras externas. Su efecto en la economía latinoamericana*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Frenkel, R. (1983), "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", *EL TRIMESTRE ECONÓMICO*, vol. L, núm. 200, México, FCE, octubre-diciembre.
- Machinea, J. L. (1983), "The Use of the Exchange Rate as an Anti-Inflation Instrument in a Stabilization-Liberalization Attempt: The Southern Cone Experience", University of Minnesota, tesis doctoral.
- , y O. Kacef (1992), "Ahorro, inversión y crecimiento. Un análisis de sus perspectivas en el caso argentino", *Documento de trabajo*, núm. 1, Buenos Aires, Instituto para el Desarrollo Industrial, Fundación UIA.
- McKinnon, R. I. (1991), *The Order of Economic Liberalization. Financial Control and the Transition to a Market Economy*, Londres, Johns Hopkins University Press.
- Obstfeld, M. (1982), "Can We Sterilize? Theory and Evidence", *American Economic Review*, mayo.

5. MOVIMIENTOS DE CAPITALES, ESTRATEGIA EXPORTADORA Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA EN CHILE

*Ricardo Ffrench-Davis, Manuel Agosin
y Andras Uthoff**

INTRODUCCIÓN

ESTE trabajo tiene por objeto analizar los factores determinantes, el manejo macroeconómico y los efectos de las afluencias de capitales extranjeros en la economía chilena. En el periodo 1982-1987 la restricción principal que experimentaba la economía chilena era la escasez de divisas producto de la crisis de la deuda. Desde entonces, ha debido enfrentar la problemática opuesta que emergió, primero, de un alza notable del precio del cobre, y luego de la abundancia de capitales extranjeros. Los efectos más importantes de la renovada afluencia de capitales han sido su efecto positivo en la inversión, y su presión en la actividad económica, en la oferta monetaria y hacia la apreciación cambiaria.

Para contrarrestar el efecto en el tipo de cambio, las autoridades han recurrido a una serie de medidas que han puesto una cuña entre los mercados financieros de corto plazo nacionales y externos. El objetivo principal fue impedir una apreciación cambiaria como la experimentada en el periodo anterior de gran afluencia de capitales (1978-1981) y crear un espacio para la política monetaria interna; con ello, el banco central pudo moderar sus efectos negativos en la sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y en la expansión de las exportaciones, que lideraron el crecimiento económico chileno reciente. El efecto monetario de la intervención del banco central en el mercado cambiario fue contrarrestado con la esterilización del correspondiente aumento de la liquidez.

Se han utilizado cuatro instrumentos básicos con el propósito de neutralizar los efectos que, como resultado de la afluencia de capitales de corto plazo, puedan resultar incompatibles con los objetivos de

* Los autores agradecen los comentarios de Guillermo Calvo, Vittorio Corbo, Rodrigo Vergara y Joaquín Vial, y las valiosas aportaciones de Alvaro Calderón y Daniel Titelman.

la estrategia de desarrollo exportador. Estos instrumentos son: *i) la aplicación de impuestos y requerimientos de reservas (encajes) a la entrada de capitales; ii) una política cambiaria sustentada en la flotación sucia del tipo de cambio en torno a un valor de referencia determinado sobre la base de una canasta de monedas; iii) las operaciones de mercado abierto a fin de esterilizar los efectos monetarios de las transacciones cambiarias, y iv) la prudente regulación de los mercados financieros.*

Con las medidas adoptadas se logró moderar la inevitable apreciación cambiaria que trae la nueva afluencia de capitales extranjeros. De todos modos, entre los primeros trimestres de 1991 y 1993 hubo una revaluación real de 15%¹; luego, en 1993, el tipo de cambio real mostró una leve recuperación. Es difícil determinar cuál fue el efecto de la apreciación en la inversión en rubros exportables. Es probable que el crecimiento de las exportaciones no tradicionales, así como la inversión en dichos rubros, tenga un fuerte componente inercial. Aunque el análisis se centra en los años 1987-1993, se hace referencia al periodo 1978-1981, durante el cual se llevó a cabo la mayor parte de la liberalización financiera externa en Chile. Estos dos periodos se caracterizaron por grandes entradas de capital, las cuales fueron manejadas por la autoridad económica de manera muy diferente.

En la sección I de este estudio se describen las características de las corrientes de capital y se analizan sus determinantes. Se hace especial hincapié en tres tipos de corrientes distintas: *i) la inversión extranjera directa (IED); ii) las nuevas modalidades de inversión de cartera (la bolsa de valores, los fondos mutuos de inversión y la colocación de títulos chilenos en la Bolsa de Nueva York), y iii) otras corrientes de capitales especulativos.*

En la sección II se analiza el manejo de dichas corrientes, desde las perspectivas de la estrategia exportadora, los equilibrios macroeconómicos, y las políticas fiscal, monetaria y cambiaria. En lo que se refiere a la política monetaria, se estudian las medidas adoptadas en el actual periodo de entrada de capitales, comparándolas con las tomadas durante 1978-1981. En cuanto a la política cambiaria, se examinan las medidas adoptadas respecto al tipo de cambio y su efectivi-

¹ El tipo de cambio real se define como el precio nominal del dólar multiplicado por el cociente entre la inflación externa pertinente y las tasas de inflación interna; ésta se mide por el índice de precios al consumidor (IPC). La inflación externa se calcula con base en los índices de precios al mayoreo (IPM), expresados en dólares, de los principales socios comerciales de Chile, ponderados por la importancia relativa del comercio —excluidos el petróleo y el cobre— que Chile realiza con ellos (Feliú, 1992).

dad para moderar de manera notable la apreciación que podría haber ocurrido si las autoridades económicas no hubieran intervenido.

En la sección III se analizan los efectos de las corrientes de capital en la inversión nacional. Uno de los resultados del estudio es que, en parte gracias a las políticas adoptadas, las afluencias de capitales han tomado preponderantemente la modalidad de IED. Si bien no toda la IED se materializa como inversión nueva (a veces es sólo compra de activos existentes), se intenta determinar de manera aproximada cuál habría sido la contribución efectiva de la IED a la inversión total.

El estudio termina con una sección de conclusiones, en donde se extraen algunas lecciones de política para enfrentar las bruscas entradas de capitales y apreciaciones del tipo de cambio real. La regulación de los movimientos de capitales ha logrado importantes objetivos sumamente interrelacionados. Primero, desarrollar instrumentos de política que sirvan de incentivos o barreras a la entrada y salida de capitales, o que cumplan ambos objetivos. Segundo, regular los mercados cambiarios y monetarios para influir en los precios relativos macroeconómicos básicos, a fin de intentar que éstos no se desvíen de manera significativa de su trayectoria de equilibrio de largo plazo, que afectaría la asignación de recursos para el crecimiento sustentable. Tercero, un manejo de los agregados monetarios y de los elementos determinantes de la demanda agregada, para influir positivamente en la formación de capital y en su productividad. Sin embargo, una gradual liberalización de diversas corrientes de capital, unida a una considerable mejora en los términos de intercambio, ha dificultado crecientemente en 1994 la regulación del mercado cambiario.

I. CARACTERÍSTICAS DE LAS NUEVAS CORRIENTES DE CAPITAL

En las pasadas dos décadas la liberalización drástica de la economía chilena se ha reflejado en todos los ámbitos de la política económica. En el campo comercial, entre 1974 y 1979 se eliminaron todas las medidas no arancelarias y se redujo el arancel a una tasa uniforme de 10% (11% en la actualidad). En lo que concierne a la cuenta de capital de la balanza de pagos, la mayor parte de la liberalización de las entradas de capital y del mercado financiero interno se llevó a cabo en los años setenta y comienzos de los ochenta, aun cuando los ingresos y egresos todavía están sujetos a ciertos controles, que han sido liberalizados parcialmente desde 1991. Sin embargo, en 1986 se estableció un estricto y prudente sistema de supervisión en las enti-

dades bancarias y desde 1991 se han reimpuesto diversas regulaciones para hacer frente a la abundancia (circunstancial) de divisas.

El crecimiento económico, que ha tenido grandes altibajos en el pasado cuarto de siglo, fue liderado por las exportaciones, cuya participación en el producto interno bruto (PIB) ha aumentado notablemente (de menos de 15% en 1974 a más de un tercio en la actualidad, en precios de 1977). El mayor crecimiento ha correspondido a nuevas exportaciones, incluidos los productos hortofrutícolas, los forestales, los productos del mar (en particular la harina de pescado y el salmón) y un grupo creciente de rubros manufacturados, entre los cuales destaca el papel y la celulosa, y varios otros productos. La inversión en capital fijo fue débil durante casi todo el periodo. Sin embargo, empezó a recuperarse desde fines de los años ochenta y luego a crecer, logrando superar el 20% del PIB (en pesos de 1977) en 1993.²

Después de la depresión de 1982-1983, durante la cual el PIB cayó 15%, la economía chilena ha manifestado una recuperación sostenida, con una leve interrupción primero en 1985, como resultado de políticas deliberadas para requilibrar las cuentas externas y fiscales, y luego en 1990 para bajar la inflación y el exceso de demanda agregada respecto a la capacidad productiva, generados por un fuerte aumento del gasto en el último bienio del gobierno militar. Este crecimiento del PIB ha estado asociado con una bonanza de las exportaciones no tradicionales, una recuperación de la inversión, un precio muy alto del cobre y posteriormente una gran entrada de capitales privados.

La recuperación de las corrientes de capital voluntario privado empezó a manifestarse en 1987 (véase cuadro 1). Desde esa fecha hasta 1989 los ingresos de capital aumentaron de manera sostenida, pero en montos efectivos que lo sitúan en niveles inferiores al promedio de 1983-1986. Creció espectacularmente la partida correspondiente a las conversiones de deuda en capital accionario. El despegue de las aportaciones en efectivo se inició en 1990 y aumentó mucho en 1993. El rubro más importante fue la inversión extranjera directa efectiva.³ Otros componentes significativos entre 1989 y 1993 fueron los pres-

² El Banco Central de Chile (1993) ha publicado nuevas cuentas nacionales (con base en 1986); éstas dan tasas de inversión con inflexiones parecidas a las cuentas basadas en el año 1977, pero con niveles notablemente más altos que en la serie anterior (véase cuadro 8). En este artículo trabajaremos con las cuentas nacionales anteriores.

³ La inversión extranjera directa efectiva incluye los ingresos netos de capital mediante el Decreto Ley 600 y el capítulo XIV del Compendio de normas de cambios internacionales (CNCI) del banco central. A ello se suman los créditos netos asociados al DL 600. Aquí hemos clasificado aparte la capitalización de créditos externos y las inversiones

tamos privados de corto plazo, y el retorno a partir de 1991 de los préstamos privados voluntarios de mediano y largo plazos.

Las inversiones de cartera, que aparecieron en 1989, constituyen un fenómeno nuevo. La mayor parte de estas inversiones son canalizadas mediante dos vías: fondos mutuos extranjeros, organizados específicamente para invertir en acciones de sociedades anónimas chilenas y de otras sociedades latinoamericanas; emisiones de acciones de varias empresas chilenas en el mercado bursátil estadounidense mediante los American Depositary Receipts (ADR). Otro fenómeno reciente, en sentido opuesto, es la aparición en 1991 de una corriente significativa de exportación de capital por empresas chilenas, la cual ha tomado la modalidad de inversiones directas y de compra de activos en el exterior, en especial en la Argentina.

Es interesante colocar las corrientes de capital del periodo 1987-1993 en el contexto de su evolución desde 1978.⁴ Los ingresos netos de capital en 1978-1981 representaron entre 11 y 14% del PIB a precios corrientes (véase cuadro 2). Si se mide esta proporción en precios y dólares de 1977, ésta se sitúa entre 11 y 18%. Aunque hubo una acumulación de reservas importante, entre 54 y 100% de los ingresos financiaron grandes déficit en cuenta corriente (ocasionados por la creciente sobrevaluación real del peso y por el acelerado incremento de la demanda agregada). En el periodo en curso, las entradas de capital han sido más modestas, tanto en términos nominales como en porcentajes del PIB. El único año en el que las entradas fueron similares a las experimentadas entre 1978 y 1981 fue 1990, cuando los ingresos de capital alcanzaron 11% del PIB a precios corrientes. Sin embargo, el déficit en cuenta corriente fue pequeño y decreciente en ese año, en tanto que la acumulación de reservas alcanzó 77% del ingreso de capitales y 8% del producto interno bruto.

Un pronunciado cambio posterior en el saldo comercial también se reflejó en la cuenta corriente. Después de haber mostrado un superávit en 1991, ésta se deterioró con rapidez hasta alcanzar cerca de 5% del PIB en 1993. El brusco cambio ha estado asociado a: *i*) un giro en la situación interna —la economía creció muy lentamente en 1990-1991 y se recuperó de manera considerable en 1992-1993; *ii*) modificaciones de los términos de intercambio que pasaron de favo-

realizadas con pagarés de la deuda externa mediante el capítulo XIX del CNCI. Véase cuadro 1.

⁴ Para un análisis del manejo y efecto de los ingresos de capital en 1978-1982, véase Ffrench-Davis y Arellano (1981), Ffrench-Davis (1984), Hachette y Cabrera (1989), Mizala (1985), Morandé (1988) y Ramos (1988).

CUADRO 1. Chile: Cuenta de capitales, 1980-1993

(Millones de dólares)

	1980- 1982	1983- 1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Cuenta de capitales	3 026	1 278	741	945	1 009	1 264	3 049	829	2 883	2 763
1. Inversión extranjera	421	113	380	1 068	1 305	1 677	1 690	761	703	1 768
a. Inversión del exterior	448	118	383	1 075	1 321	1 687	1 698	883	1 082	2 289
Inversión extranjera directa efectiva ^a	332	92	60	104	124	182	235	562	730	896
Créditos asociados al DL 600 (netos) ^b	115	-1	67	185	388	311	749	336	51	615
Desembolsos	134	53	108	226	524	437	888	458	328	847
Conversión de deuda/capital	0	27	255	786	809	1 107	355	-40	-32	-55
Inversión de cartera	0	0	0	0	0	87	359	25	332	833
Fondos de inversión ^c	0	0	0	0	0	87	254	56	50	40
American Depository Receipts (ADR)	0	0	0	0	0	0	105	-31	282	793
b. Inversión al exterior	-27	-5	-3	-7	-16	-10	-8	-122	-378	-521
2. Otros capitales	2 605	1 164	361	-123	-296	-413	1 358	68	2 179	996
a. Capitales de mediano y largo plazos	2 080	1 438	-41	-968	-986	-1 616	-57	-419	239	-96
Desembolsos de mediano y largo plazos	3 613	1 623	1 144	829	998	1 009	1 328	1 152	1 376	1 438
Por créditos	3 572	1 623	1 144	829	998	1 009	1 328	952	1 256	1 114
Créditos mediante el artículo 15	65	23	16	27	42	232	395	210	104	187
Créditos de proveedores	237	124	159	197	124	134	86	85	77	129
Créditos oficiales	80	445	510	535	765	558	652	508	656	290

Bancos	3 176	1 021	459	69	68	67	164	87	386	448
Empresas y particulares	15	10	0	0	0	18	32	61	32	60
Por bonos	41	0	0	0	0	0	0	200	120	324
Amortizaciones de créditos externos	-1 487	-638	-1 192	-1 804	-2 381	-2 636	-1 432	-1 546	-1 174	-1 506
Amortizaciones efectivas ^d	-1 487	-552	-432	-269	-513	-690	-604	-863	-838	-1 230
Conversiones de deuda externa	0	-85	-760	-1 535	-1 868	-1 946	-828	-684	-336	-276
Otros capitales de mediano y largo plazos (netos) ^e	-46	452	7	8	397	11	48	-24	38	-28
b. Capitales de corto plazo	525	-273	402	845	690	1 203	1 415	487	1 940	1 091
Líneas de corto plazo	729	-165	242	141	371	819	549	-998	1 879	154
Sector público no financiero	249	-26	22	5	44	161	-101	-600	61	-12
Sector privado y bancario	480	-139	220	136	328	658	650	-398	1 818	165
Corto plazo comercial directo	58	-19	-47	-99	-3	105	251	400	-217	207
Activos de corto plazo	-346	248	563	577	546	273	610	1 094	280	732
Contrapartida conversión de deuda externa ^f	0	44	478	750	991	606	473	665	263	135
Otros	-346	204	85	-172	-445	-332	137	429	17	597
Otros capitales de corto plazo (netos)	85	-338	-357	225	-225	5	5	-9	-1	-1

FUENTE: CEPAL, con base en información del Banco Central de Chile.

^a Corresponde a los ingresos netos mediante el Decreto Ley núm. 600 y el capítulo XIV del CNCI.

^b A pesar de no ser estrictamente capital de riesgo, es un crédito asociado directamente con el proceso de inversión.

^c Corresponde a los fondos constituidos mediante la Ley núm. 18.657.

^d Descontadas las amortizaciones de los créditos asociados al DL 600.

^e Incluye el refinamiento de amortizaciones, *retiming* de intereses, amortizaciones diferidas al Club de París, y otros activos y pasivos de mediano y largo plazos. En 1983, corresponde al refinamiento de amortizaciones efectuado en el marco del acuerdo de restructuración de la deuda de ese año. En 1988, corresponde al *retiming* de intereses en el marco del acuerdo de restructuración de la deuda de ese año.

^f Refleja la disminución de activos del sector privado para financiar conversiones de deuda hechas con recursos del mercado informal, y que no tienen contrapartida en otros componentes de la balanza de pagos.

CUADRO 2. *Resumen de la balanza de pagos de Chile, 1979-1993*

(Millones de dólares)

	<i>Balanza comercial</i>	<i>Servicios financieros</i>	<i>Cuenta corriente</i>	<i>Cuenta de capitales^a</i>	<i>Errores y omisiones</i>	<i>Acumulación de reservas</i>	<i>Ingresos netos de capital a PIB (porcentaje)</i>	
							<i>En dólares nominales</i>	<i>En dólares de 1977^b</i>
1979	-355	675	-1 189	2 247	-11	1 047	10.8	11.2
1980	-764	930	-1 971	3 165	50	1 244	11.5	13.0
1981	-2 677	1 464	-4 733	4 698	102	67	14.2	17.9
1982	62	1 921	-2 304	1 215	-76	-1 165	4.8	5.5
1983	986	1 748	-1 117	508	68	-541	2.6	2.3
1984	363	2 025	-2 111	1 940	188	17	10.1	8.5
1985	884	2 043	-1 413	1 384	-70	-99	9.6	5.9
1986	1 092	1 892	-1 191	741	223	-227	4.4	2.8
1987	1 229	1 700	-808	945	-91	45	5.0	3.0
1988	2 219	1 920	-167	1 009	-110	732	4.2	2.8
1989	1 578	1 926	-705	1 264	-122	437	5.0	3.2
1990	1 273	1 811	-648	3 049	-32	2 369	11.2	7.6
1991	1 576	1 809	15	829	394	1 238	2.6	1.9
1992	749	1 860	-743	2 882	359	2 498	7.4	6.1
1993	-979	1 503	-2 092	2 764	-94	578	6.7	5.5

FUENTE: Banco Central de Chile.

^a Ingresos netos de capital. Esta columna, más errores y omisiones, y menos la variación de reservas (según balanza de pagos) es igual al financiamiento neto de la cuenta corriente.

^b El PIB (en pesos de 1977) fue convertido a dólares con el tipo de cambio promedio para 1977. Los ingresos de capital fueron deflactados por el índice de precios externos para Chile.

rables (probablemente sobre lo "normal") a desfavorables;⁵ *iii*) efectos rezagados de las revaluaciones de 1991-1992 y de una reducción arancelaria en 1991.

Resulta evidente que el equilibrio del sector externo puede experimentar altibajos notables por efecto de choques externos y por cambios en la circunstancia macroeconómica interna de corto plazo. Por consiguiente, una visión cortoplacista puede inducir a costosos errores, como ocurrió en los años 1978-1981. Las actuales autoridades económicas parecieron tener muy presente esa lección cuando intentaron frenar las presiones revaloratorias en 1991, no obstante el superávit comercial y de cuenta corriente observado en ese año.

La composición de los ingresos de capital ha variado de manera más marcada que su volumen total (véase cuadro 1). En 1978-1981, los ingresos de capital tomaron predominantemente la modalidad de préstamos de mediano y largo plazos de la banca internacional al sector privado nacional. En parte, dada la abundante oferta de préstamos bancarios, esto se debió tanto a la creciente liberalización de los límites impuestos al endeudamiento externo de los bancos locales, con el fin de que hiciesen préstamos en pesos, así como de los avales que los bancos podían otorgar al endeudamiento externo de las empresas no bancarias.

A continuación se procede a analizar los cuatro componentes más importantes de las afluencias de capital: la inversión extranjera directa (IED), las inversiones de cartera, las corrientes especulativas y las inversiones chilenas en el exterior.

1. *La inversión extranjera directa*

La IED ha tenido un papel protagónico en el actual periodo de entradas de capital. La IED fue normada desde 1974 por el Decreto Ley 600, al cual se le han introducido ajustes menores desde entonces. Los principios de este decreto son el trato nacional para los inversionistas extranjeros, su libre acceso a los mercados nacionales y la casi total ausencia del Estado en relación con las actividades de las empresas extranjeras o al destino sectorial de sus recursos. Actualmente,

⁵ La deprimida situación internacional ha provocado una caída en los precios de los principales productos de exportación. En el caso del cobre, por ejemplo, a fines de 1993 se presentaba una caída de 25% respecto al promedio de 1991-1992, en tanto que en la celulosa la caída era de 35, y de 19% en la harina de pescado. En 1994 estos precios muestran en general una recuperación notoria.

la repatriación de capital puede efectuarse después de un año de materializada la inversión. A los inversionistas extranjeros se les garantiza el derecho a las remesas de utilidades, pudiendo optar entre el régimen tributario aplicable a las empresas nacionales o una tasa impositiva fija sobre sus utilidades garantizada por un determinado periodo. Cuando las inversiones para proyectos de exportación son superiores a 50 millones de dólares, las empresas pueden mantener cuentas bancarias (*scrow accounts*) fuera de Chile con el fin de cubrir pagos por concepto de intereses, dividendos, regalías, y compras de materias primas y bienes de capital. Como estos beneficios no están al alcance de inversionistas nacionales, se puede afirmar que la legislación vigente otorga trato preferencial a los extranjeros.

Otra manera muy utilizada para realizar inversiones en Chile fue el mecanismo de conversión de deuda externa en capital—el capítulo XIX del *Compendio de normas de cambios internacionales* (CNCI) del banco central— vigente desde 1985. Sin embargo, este mecanismo no representó un ingreso neto efectivo de capital, pero sí una conversión de la deuda.⁶ Las inversiones realizadas por el mecanismo del capítulo XIX estaban sujetas a aprobación del banco central, caso por caso. Además, existían algunas limitaciones en la utilización de este mecanismo; en el caso de los grandes proyectos de inversión en la minería, sólo 10% de las inversiones podía realizarse mediante conversiones de deuda. Cuando se introdujo el mecanismo, no podían remitirse utilidades por un periodo de cuatro años y el capital podía repatriarse sólo después de diez años.

La IED ha tenido una participación creciente en los ingresos netos de capital y alcanzó 32% en 1993; su importancia aumenta a 55% al sumarle los créditos netos asociados al Decreto Ley 600. Se observa un cambio en la composición entre capital de riesgo y créditos asociados en favor del primero, lo que puede estar relacionado con los mecanismos que desalientan las entradas de capitales financieros de corto plazo, que se comentan en la sección II.

Además de la estabilidad de largo plazo en las reglas del juego para las inversiones extranjeras y de la estabilidad y buenos pronósticos para la economía chilena en general, parece evidente que el sistema de conversión de deuda en capital fue un factor que favoreció

⁶ En la cuenta de capitales de la balanza de pagos las inversiones realizadas con pagarés de deuda externa se presentan como ingresos de capital. Sin embargo, al mismo tiempo, son anotadas como amortizaciones extraordinarias de las deudas que representan dichos pagarés.

el aumento de la presencia de inversionistas extranjeros. En el periodo de su presencia activa (1985-1990), aportó más de la mitad del total de la IE que ingresó a Chile⁷ (véase gráfica 1). Existe una controversia difícil de resolver acerca de la adicionalidad que representaron estos recursos.⁸ Los inversionistas que ingresaron a Chile por esta vía se beneficiaron de un significativo subsidio que no estuvo disponible para quienes utilizaron el DL 600. Ffrench-Davis (1990, cuadro 6) calcula que, entre 1985 y 1989, el subsidio implícito en el mecanismo fue de 46% del valor de las inversiones; esto es, el mayor valor recibido por el inversionista de los pagarés en el país dividido por su precio de compra en los mercados internacionales. En valores corrientes, estos inversionistas aportaron papeles con un valor de 1 900 millones de dólares en los mercados internacionales, por los cuales se les reconoció en Chile un valor de 2 800 millones.⁹

Es probable que la publicidad internacional que rodeó la introducción del mecanismo permitiera crear un ambiente favorable entre los inversionistas extranjeros y haya logrado canalizar el interés de ellos hacia Chile. Además, contribuyó a mitigar la crisis de la deuda externa y el servicio de ésta en un momento muy oportuno, de restricción externa predominante. En parte por la disminución de la deuda (y en parte por el fuerte aumento del cuántum y del precio de las exportaciones), la razón deuda-exportaciones disminuyó de 5 en 1984 a menos de 2 en 1989. El aumento del precio de los pagarés de la deuda chilena en los mercados internacionales hizo que la conversión dejara de ser un buen negocio para los inversionistas. En efecto, desde 1991 no se han realizado nuevas operaciones.

Una parte importante de la IED se ha establecido en rubros de exportación. Entre 1985 y 1992, los proyectos mineros absorbieron más de la mitad de las corrientes que ingresaron de acuerdo con el DL 600. Dos grandes proyectos de cobre (La Escondida y La Disputada de los Condes) representaron una parte considerable de esas inversiones en el periodo 1987-1990. Los únicos otros sectores significativos son las manufacturas y los servicios. A juzgar por la información dispo-

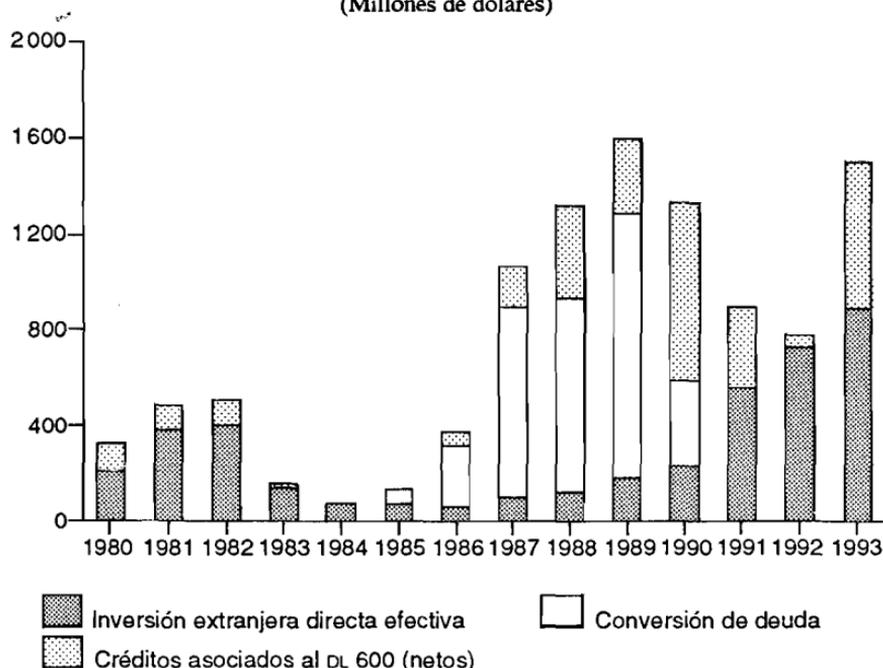
⁷ Si se considera que la IE total incluye: *i*) los ingresos netos de capital mediante el DL 600 y el capítulo XIV (IED efectiva); *ii*) los créditos asociados con el DL 600; *iii*) la capitalización de créditos externos, y *iv*) las inversiones realizadas con pagarés de deuda externa.

⁸ Diversas evaluaciones del mecanismo se presentan en Desormeaux (1989), Ffrench-Davis (1990) y Larrain (1988).

⁹ Su valor par alcanzó 3.2 mil millones de dólares; esto es, alrededor de 15% de la deuda externa de Chile al inicio del programa de conversión. Otro mecanismo (el capítulo XVIII) alcanzó mayor significación. Véase las referencias en la nota de pie anterior.

GRÁFICA 1. Chile: Inversión extranjera neta

(Millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Chile y cuadro 1.

nible para las inversiones superiores a 100 millones de dólares, la mayoría de las inversiones en el sector manufacturero ha sido destinada a las industrias forestal y del papel y la celulosa, orientadas fundamentalmente a los mercados externos. Puede calcularse, entonces, que casi dos tercios de la IED que ingresó mediante el DL 600 se haya localizado en sectores de exportación. En lo que se refiere a los servicios, la evidencia indica que la inversión se ha centrado en el sector financiero. En algunos casos, cuyo porcentaje del total es difícil de determinar, estas inversiones no han representado creación de activos nuevos sino compras de activos existentes, lo que implica que no toda la IED contribuye a aumentar la formación bruta de capital.

Ha existido cierta selectividad sectorial en el mencionado capítulo XIX. Los límites impuestos a las inversiones mineras explican la poca participación del sector en estas inversiones. En cambio algunos sectores manufactureros de exportación (alimentos procesados, y papel y celulosa), el sector forestal, la pesca y la agricultura de exportación

han recibido una gran proporción. En lo que se refiere a los servicios, estas inversiones se han centrado en las telecomunicaciones (privatizadas a fines de los años ochenta), las administradoras de fondos de pensiones (AFP), los bancos, las empresas generadoras de electricidad (también recién privatizadas) y los hoteles. En suma, es posible que, de las conversiones de deuda en capital accionario, entre la mitad y dos tercios haya ido a sectores de exportación, pero que en una proporción importante haya correspondido a la compra de activos existentes. En contraste con las inversiones realizadas mediante el DL 600, aquéllas se han centrado en sectores extractores o procesadores de productos primarios no mineros. Las inversiones en manufacturas no relacionadas con los productos primarios en los que Chile tiene ventajas comparativas naturales, no figuran de manera significativa ni en las corrientes que ingresan mediante el DL 600 ni en las que lo hacen por el capítulo XIX.

La compra de activos existentes ha sido indudablemente más importante entre las inversiones en virtud del capítulo XIX que entre las realizadas por el DL 600. Una gran parte de las inversiones en el sector servicios de acuerdo con el capítulo XIX fueron adquisiciones de empresas. Incluso en algunos sectores exportadores, empresas mixtas con grupos empresariales nacionales incluyeron compras de acciones de las empresas locales. Un cálculo basado en antecedentes del banco central señala que las compras de empresas representaron poco más de la mitad de las conversiones de deuda. Este gran porcentaje motivó al banco central en 1990 a priorizar las inversiones nuevas en rubros comerciables por sobre la compra de activos existentes.

2. Las inversiones de cartera

Es interesante analizar los factores determinantes de las corrientes más novedosas recién producidas: las inversiones de cartera, las cuales ingresan por medio de fondos de inversión de capital extranjero (FICE) y por la venta de acciones en mercados bursátiles internacionales vía el mecanismo de los ADR. Como se puede apreciar en el cuadro 1, los FICE fueron cuantitativamente más significativos en 1989 y 1990. En cambio, los ADR, luego de una primera operación en 1990, cobraron importancia desde 1992. Este mecanismo ha despertado un creciente interés por parte de las empresas locales y de los inversionistas foráneos, y ha generado también crecientemente significativos efectos macroeconómicos, no deseados, en la economía chilena.

CUADRO 3. Los ADR registrados en la Bolsa de Nueva York y operaciones flowback

(Millones de dólares a noviembre de 1993)

Empresa	Fecha	Colocación inicial	Inflows ^a	Total ^b	Flowback ^c	Porcentaje empresa en los ADR	Variación nominal (porcentaje) ^d
CTC	20/07/90	89	416.6	505.6	46.1	24.2	416.9
Chilectra	19/02/92	72.7	36.7	109.4	14	10.6	25
CCU	24/09/92	57	19.8	76.8	6.7	9.7	116
Madeco	07/06/93	55	34.6	89.6	2.4	15.8	103.6
Masisa	16/06/93	54	45.7	99.7	0	27.0	26.2
Soquimich	28/09/93	75.2	47.1	122.3	0	22.7	-8.4
Enerisis	26/10/93	63.5	39.2	102.7	0	9.5	9
Total		466.4	639.7	1 106.1	69.2	-	-

FUENTE: *Latin Finance Review*, varios números; Chile Market, corredores de Bolsa.

^a Contabiliza las compras efectuadas por extranjeros en Chile, convertidas a los ADR.

^b Total de los ADR chilenos en la Bolsa de Nueva York (colocación inicial más operaciones *inflows*).

^c Las operaciones *flowback* corresponden a los ADR transformados en acciones y comerciados en el mercado de valores nacional.

^d Variación nominal de la cotización de los ADR en la Bolsa de Nueva York desde el momento de su primera colocación hasta noviembre de 1993.

Existen dos modalidades por completo distintas de los ADR. La original ("oferta inicial") está sometida a rigurosas exigencias: por ejemplo, la empresa ofertante debe satisfacer mínimos establecidos de capital y renta bruta, exceder los requisitos en materia de clasificación de solvencia y, lo que es aún más importante, los ADR deben corresponder a un incremento del capital de la empresa y deben colocarse en los mercados de valores estadounidenses. La segunda modalidad (*inflows* o los ADR secundarios) corresponde a adquisiciones en la bolsa local de valores, de acciones ya emitidas de las empresas que cumplen las exigencias de la primera etapa. Posteriormente, se convierten en ADR y entonces son comerciados en el mercado estadounidense, y en Chile gozan de los beneficios de exenciones tributarias en las ganancias de capital y tienen acceso al mercado cambiario formal cuando lo deseen. También existe el proceso de *flowback*, que consiste en la conversión de los ADR en acciones y la reventa de éstas en el mercado local. Estas operaciones cuentan con acceso al mercado cambiario formal de divisas para la conversión de los dólares en pesos chilenos y viceversa. Una gran proporción del total de ADR vigentes

corresponde a la segunda categoría (véase cuadro 3); esta es una operación bursátil de acciones existentes, que no está asociada de manera directa con la formación de capital ni con la IED.

El interés por los títulos chilenos se intensifica cuando se producen diferencias de precio importantes entre el mercado local y el extranjero. Estas diferencias son aprovechadas por los inversionistas extranjeros, produciéndose el proceso de *inflows*. Como se señaló, la compra de los ADR secundarios es la que está predominando; a fines de 1993, los dólares que ingresaron mediante los ADR secundarios suman 640 millones, en comparación con sólo 466 millones por concepto de ofertas iniciales (véase cuadro 3); esto es, la mayor parte de la afluencia está asociada a "acciones antiguas". Este fenómeno se acentuó mucho en 1994. De hecho los ADR secundarios por mil millones de dólares fueron operados en 1994, representando una entrada neta de capital de 2% del PIB. Esta puede tornarse en una significativa fuente de inestabilidad futura.

En Chile operan dos tipos de fondos de inversión de capital extranjero: los financiados por medio de la conversión de deuda en capital accionario (regulados por el anexo 2 del capítulo XIX del CNCI), hoy reducido a fondos ya existentes, y los regidos por la Ley núm. 18.657.¹⁰ Mediante este último mecanismo se ha canalizado la mayor cantidad de recursos para la constitución de estos fondos. En mayo de 1994 la Superintendencia de Valores y Seguros había autorizado el funcionamiento de 18 fondos, los cuales habían captado a la fecha 505 millones de dólares. Con respecto a la composición de la cartera de los fondos, 97% correspondía a acciones de 120 sociedades anónimas. Sin embargo, sólo cinco empresas locales abarcan el 45% de la cartera total de los fondos.¹¹

Por otro lado, los tres fondos constituidos vía el mecanismo de conversión de deuda captaron capitales por un monto de 130 millones de dólares. A principios de 1990, como ya se ha comentado, el banco central anunció reglas más selectivas para la aplicación del capítulo

¹⁰ La Ley Núm. 18.657, anexa al DL 600, autoriza y regula el funcionamiento de los fondos de inversión de capital extranjero en Chile (FICE) desde septiembre de 1987. Pueden acogerse a esta norma las entidades organizadas como FICE que capten recursos fuera del territorio nacional, mediante la colocación de acciones en algún mercado de valores en el exterior (fondos de colocación pública), o ingresen al país capitales aportados de manera directa por inversionistas institucionales extranjeros (fondos privados), para ser destinados a la compra de valores de oferta pública emitidos en Chile. Originalmente, los fondos sólo podían retirarse después de transcurridos cinco años de su ingreso.

¹¹ Entre ellas se encuentran Endesa con 13% del activo total de los fondos, la Compañía de Teléfonos (10%), Andina (8%), Enersis y Copec.

XIX y excluyó de éste a nuevas aportaciones de fondos de inversión.¹² Indudablemente, las perspectivas macroeconómicas favorables de Chile desde fines de los años ochenta y el alza esperada en las cotizaciones de la Bolsa de Valores han resultado importantes para atraer este tipo de capitales.

Es interesante contrastar el retorno para el inversionista, y por lo tanto el pago a factores extranjeros de Chile, que han obtenido los ADR y los FICE. Ambos han sido significativamente beneficiosos para los inversionistas foráneos, tal como se menciona más adelante. Sin embargo, los ADR primarios han contribuido de manera directa a aumentos en el volumen de acciones, mientras que los FICE han ayudado en su mayor parte a incrementar los precios de las existentes. Los ADR primarios ofrecidos entre 1990 y 1993 permitieron a las empresas locales colocar acciones a mejores precios de los que podrían haber obtenido si se hubieran limitado al mercado cambiario local. De hecho, los ADR fueron ofrecidos a relaciones precio-utilidad de la Bolsa de Nueva York que eran más altas que los coeficientes prevalentes en el mercado chileno; el arbitraje previo y/o posterior a los ofrecimientos de ADR aumentó las relaciones locales hacia los niveles estadounidenses.¹³ Por lo tanto, en este proceso las empresas locales obtuvieron financiamiento a un menor costo.¹⁴

No obstante los precios relativamente altos obtenidos por los emisores de ADR, éstos continuaron después aumentando. En diciembre de 1993 el valor de los ADR —incluidas ambas categorías de ellos— compradas en 1 036 millones de dólares habían subido a 2 200 millones (más de 60 millones en dividendos). En cambio, los FICE entraron a la bolsa local a precios más bajos, lo que se refleja en el notable mayor incremento posterior de su patrimonio. Aportaciones de capital de los FICE del orden de 490 millones (cuadro 1) se habían transformado a diciembre de 1993 en 1 600 millones de dólares (véase

¹² Estos fondos se encuentran en proceso de disolución; los inversionistas han pagado una comisión de 3%, lo que les permite retirar sus aportaciones mediante el mercado cambiario informal, y los libera de cumplir el plazo de espera establecido inicialmente para la repatriación de capital captado vía la conversión de deuda (doce años para los fondos de inversión). A fines de 1993 sólo permanecían en Chile 30 millones de dólares de la inversión original.

¹³ La situación se ha modificado posteriormente. Colocaciones más recientes, por ejemplo en julio de 1994, han sido vendidas con un descuento de 15% (Embotelladora Andina) y de 10% (Chilquinta), en relación con su precio local anterior.

¹⁴ La emisión de nuevas acciones en el mercado bursátil chileno continúa siendo muy baja. En 1992 y 1993 sólo el equivalente a 60 millones de dólares, y 95 millones, respectivamente, fueron emitidas y vendidas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

cuadros 4 y 5). Ambas modalidades de pasivos externos son relativamente líquidas, ya que los activos se pueden retirar con rapidez de Chile mediante el mercado cambiario oficial (MCO) si los inversionistas consideran conveniente venderlos en el mercado local. Tanto en lo que respecta a la estabilidad del acervo de aportaciones como en su ayuda a la formación de capital y a la innovación productiva, la IED es notoriamente superior.

CUADRO 4. *Activos de fondos de inversión de capital extranjero*

(Miles de millones de pesos, a diciembre de 1993)

	<i>Acciones</i>	<i>Títulos estatales</i>	<i>Otros^a</i>	<i>Total activos</i>
Fondos relacionados con el DL 600 ^b	649.2	6.6	13.8	669.6
Fondos del anexo 2 del capítulo XIX ^c	25.3	0.1	0.8	26.2
Total	674.5	6.7	14.6	695.8

FUENTE: Superintendencia de Valores y Seguros, y Banco Central de Chile.

^a Incluye depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos y otras inversiones.

^b Incluye 17 fondos de inversión.

^c Incluye un fondo de inversión.

3. *Las corrientes especulativas*

Hacia 1975, las regulaciones existentes respecto al mercado financiero interno, así como el control en las corrientes de capital desde el exterior, dificultaban la entrada de afluencias especulativas hacia el país. Sólo a partir de 1978, con la liberalización de las restricciones al endeudamiento externo de los bancos, puede hablarse de la posibilidad de movimientos de capital especulativo mediante el mercado cambiario oficial. Posteriormente, durante 1982, la contracción abrupta de la oferta internacional de préstamos bancarios a la América Latina, la percepción de que Chile era un país de riesgo, así como la creciente expectativa de devaluación del peso, llevaron a una reducción grande de las corrientes de capitales privados; desde entonces hasta 1986 tuvieron características no voluntarias y como receptor preferente al sector público.¹⁵ Sólo a partir de 1987 volvió a produ-

¹⁵ Ante la desaparición de créditos voluntarios, destacan los créditos de los organismos financieros multilaterales y los créditos frescos de mediano plazo de la banca internacional otorgados al banco central y a la Tesorería en el contexto de las renegociaciones de la

CUADRO 5. Pasivos externos de Chile

(Miles de millones de dólares)

	1980	1986	1990	1993
1. Deuda tradicional	11.1	19.5	17.4	19.2
Largo plazo	9.4	17.8	14.0	15.7
Pública	4.7	14.4	9.8	8.6
Privada	4.7	3.4	4.2	7.1
Corto plazo	1.7	1.7	3.4	3.5
Pública	0.3	1.4	2.0	0.5
Privada	1.3	0.3	1.4	3.0
2. Reservas internacionales				
Banco Central ^a	4.0	1.8	5.4	9.8
Activos del sistema financiero	0.6	0.5	0.5	0.5
3. Inversión extranjera				
Inversión extranjera directa (IED) ^b	1.0	2.1	2.8	4.9
Inversión con pagarés de deuda externa ^c	-	0.3	3.3	3.2
American Depository Receipts (ADR) ^d	-	-	0.1	2.2
Fondos de inversión ^d	-	-	0.5	1.6
Inversión al exterior (activos capítulo XII)	0.0	0.1	0.2	1.2
4. Utilidades no distribuidas ^e	n.d.	n.d.	1.6	3.2

FUENTE: Banco Central de Chile (1 y 2) y cálculos de los autores (3 y 4).

^a Reservas internacionales brutas, netas del uso de créditos del FMI.^b Suma de las corrientes nominales netas de capital de riesgo del DL 600; excluye el capítulo XIX del CNCI, la deuda capitalizada directamente y las utilidades no distribuidas. Los créditos asociados con la IED están incluidos en la deuda privada de largo plazo.^c Es el valor de redenominación (neto de retiros de capital) del capítulo XIX más capitalizaciones directas.^d Acervo a precios de mercado.^e Cálculo conservador de utilidades y aumentos del valor nominal del acervo de IED y capítulo XIX.

n.d.: No disponible.

cirse una corriente de capitales privados de montos importantes, del cual una proporción considerable era capital especulativo o de corto plazo.

La medición de los capitales especulativos presenta problemas estadísticos importantes, porque ellos suelen esconderse tanto en la

deuda. A diferencia de otros países deudores de la América Latina, Chile contó con transferencias netas significativas de los acreedores multilaterales, las que facilitaron el gran ajuste estructural realizado por la economía nacional (Damill, Fanelli y Frenkel, 1992; French-Davis, 1992).

cuenta corriente como en la de capital. Es común que se considere que, con excepción de los créditos para financiar el comercio exterior, todos los capitales de corto plazo (a menos de un año) son de carácter especulativo. Lo cierto es que no todas las corrientes a menos de un año lo son, y es indudable que el crédito comercial "normal" no lo es. De todas maneras, las corrientes privadas de corto plazo representan una primera aproximación a la medición del concepto de capitales especulativos.

Cuando existen controles de capital o medidas que desincentivan las corrientes de corto plazo (como en el caso de Chile desde mediados de 1991), las vías más importantes para ingresar capitales especulativos son la sobrefacturación de las exportaciones de bienes y principalmente de servicios (como el turismo), la subfacturación de las importaciones y los adelantos y rezagos (*leads and lags*) en las liquidaciones de las operaciones de comercio exterior.

Otro canal por el cual podrían ingresar capitales especulativos es el mercado cambiario informal (ex mercado paralelo). Es indudable que en estas corrientes influyen tanto la diferencia entre las tasas de interés en Chile y los mercados financieros internacionales (en particular, las tasas en el dólar) como las expectativas de depreciación o apreciación del peso. El banco central realiza un cálculo de algunas de estas corrientes, asociadas con la cuenta corriente y otras operaciones de la cuenta de capital. El resultado se presenta en una partida de la cuenta de capitales llamada "otros activos", lo cual ha permitido depurar en parte la cuenta de errores y omisiones.

Las corrientes especulativas registradas se encuentran dentro de los movimientos de corto plazo realizados por los sectores privado y bancario y de las operaciones de crédito comercial directo. Estas últimas, aunque no tienen un carácter especulativo, evidentemente responden a las diferencias de las tasas de interés. Por consiguiente, pueden calcularse las corrientes especulativas sumando las afluencias privadas de corto plazo registradas en la balanza de pagos y la partida "otros activos". A partir del cuarto trimestre de 1991, el aumento del saldo acumulado de requerimientos de encaje asociados a estos créditos (un total aproximado de mil millones de dólares), debe restarse de las cifras de balanza de pagos, ya que los bancos han debido endeudarse con el exterior para cumplir las exigencias de encaje del banco central.¹⁶

¹⁶ Otros prestatarios en el exterior cumplieron sus requisitos de encaje, pagando al banco central una comisión de costo equivalente.

Como puede verse en la gráfica 2, las corrientes privadas de corto plazo se comportan de acuerdo con lo esperado, y fueron en gran medida positivas en 1989-1992. En este periodo ha existido una brecha bruta creciente entre las tasas nacionales e internacionales de interés (que aparecen en la gráfica 4), una expectativa de los agentes económicos que el peso chileno se apreciaría en términos reales (debido a la abundancia de capitales extranjeros y al mejoramiento de los términos del intercambio), y la percepción de que ha crecido considerablemente la posición de Chile en la clasificación de los países según el riesgo. Como se analiza en la sección II, la brecha bruta se redujo de manera significativa por una serie de medidas adoptadas por el banco central a partir de 1991.

4. *Inversiones en el exterior*

Hasta fines de 1990 estos movimientos de capital fueron poco significativos, alcanzando un monto total acumulado de 178 millones de dólares. Sin embargo, la presencia de la inversión chilena en el exterior cambió de modo radical con la flexibilización de algunas salidas de capital en 1991; a fines de 1994 las inversiones chilenas en el exterior habían alcanzado un total acumulado de 1 800 millones de dólares.¹⁷ Estas nuevas inversiones se centraron sobre todo en la Argentina, donde hay más de 50 empresas que pertenecen o están ligadas a chilenos. Durante 1992 la presencia chilena en la Argentina comenzó a tomar dimensiones significativas, en especial por medio de programas de privatizaciones. A fines de 1994 el banco central registraba inversiones en la Argentina que ascendían a 700 millones de dólares. Según informaciones disponibles, una cifra considerablemente superior incluye inversiones informales no registradas de cartera en varias bolsas de valores latinoamericanas y ganancias de capital asociadas con éstas.

El proceso de privatizaciones llevado a cabo por la Argentina,

¹⁷ El mecanismo legal por medio del cual se efectuó este tipo de operaciones es el capítulo XII del CNCI. Este instrumento legal establecía que las remesas de divisas destinadas a realizar en el exterior inversiones o aportaciones de capital debían efectuarse exclusivamente en el mercado formal y con la autorización del banco central. A partir de abril de 1991, esta cláusula fue modificada y se permitió la compra de divisas en el mercado informal y la posterior notificación al banco central. En 1991-1992 la mayor parte de la salida de capital se hacía mediante el mercado informal. Sin embargo, los inversionistas han preferido recientemente el mercado formal, porque la Argentina y Chile suscribieron un tratado acerca de la doble tributación que se aplica sólo a las inversiones realizadas respecto al mercado oficial.

GRÁFICA 2. *Corrientes de capitales de corto plazo*

(Datos trimestrales; millones de dólares)



FUENTE: Banco Central de Chile y cálculos hechos por los autores.

visto desde la perspectiva de los inversionistas chilenos, ha sido un éxito ya que tres de las cuatro empresas en que fue dividida la empresa Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA) quedó en poder de consorcios controlados por compañías eléctricas chilenas.¹⁸ También participaron inversionistas chilenos en la privatización de Gas del Estado, y desde 1992 en la adquisición de una siderúrgica. Otro ámbito en el que la presencia chilena en la Argentina comienza rápidamente a ser de importancia es el de los servicios, en especial en los supermercados y en seguros.

En el sector manufacturero, además de la presencia en la siderurgia, empresas chilenas se han diversificado comprando activos en la Argentina; tal es el caso de fábricas de baldosas, de pañales desechables, empresas de llenado de gases y productos de soldadura, fábricas

¹⁸ En marzo de 1992, 60% del capital accionario de la Central Puerto fue adjudicado a las empresas chilenas Chilgener (49.5%) y Chilectra Quinta Región (10.5%) en 92 millones de dólares. En mayo de 1992, 60% de la Central Térmica Costanera fue adjudicado al consorcio formado por las empresas chilenas Endesa (30% y operador), Enersis (9%), Chilectra (3%), la argentina Pérez Compac (15%) y la estadounidense Public Services of Indiana (3%) en 90 millones de dólares. En julio de 1992, 51% de la empresa distribuidora EDESUR fue vendida al mismo consorcio que se adjudicó la licitación de la Central Costanera en 511 millones de dólares. Sin embargo, esta vez las participaciones, por tratarse de un negocio distinto de la generación, fueron mayoritarias para las empresas chilenas Enersis y Chilectra, que concentraron 20%, lo que, sumado al 5% de Endesa, aumenta a 25% la participación chilena.

de confites y caramelos, fábricas de cables e industrias oleaginosas y, más recientemente, en los fondos privados de pensiones que comenzaron a funcionar durante 1994.

En 1993, el Perú también ha despertado el interés de inversionistas chilenos. En este país, al igual que en la Argentina, los negocios más rentables han estado vinculados con la privatización de empresas públicas y con las nuevas oportunidades generadas a partir de la liberalización económica; tal es el caso de la entrada en vigencia de nuevos fondos de pensiones.

5. La recomposición de los pasivos externos

Con el desarrollo de otras nuevas corrientes de capitales, la medición tradicional de la deuda externa es limitada. Este fenómeno se asemeja al que se presentó con la medición habitual de la deuda en los años setenta, que no incluía la deuda privada con acreedores bancarios ni la de corto plazo. Ambos componentes crecieron vertiginosamente, lo cual se tradujo en una subestimación aun mayor del endeudamiento externo (Ffrench-Davis, 1982). Se ha producido un fenómeno similar en el decenio de los noventa, aunque ahora implica una composición diferente, pues ha aumentado la proporción de los pasivos externos vinculados con las corrientes de cartera y de IED. Por eso en la actualidad hay preocupación por perfeccionar la medición de definiciones ampliadas de pasivos externos por parte de las IFI. El cuadro 5 mide los pasivos externos de Chile para algunos años seleccionados, incluido el año de la medición tradicional en que se alcanzaron los valores máximos y que corresponde a 1986.

II. EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS, DESARROLLO E INGRESOS DE CAPITALES

Los movimientos de capitales pueden afectar de manera significativa la evolución de las exportaciones y los equilibrios macroeconómicos, por medio de su influencia en el tipo de cambio y en la demanda agregada. La estrategia de desarrollo vigente otorga un papel central a la expansión y diversificación de las exportaciones. El nivel y la estabilidad del tipo de cambio real son algunos de los principales determinantes del comportamiento de las exportaciones. La economía chilena se ha caracterizado por su gran inestabilidad macroeconómica, la que ha estado asociada a choques externos de los términos

del intercambio y del financiamiento externo. Por ejemplo, la caída de 15% del PIB en 1982 y el alza de 10% en 1989, ambos los más pronunciados de la América Latina en esos dos años, estuvieron asociados a choques externos.

En general, la política macroeconómica reciente ha logrado amortiguar con relativo éxito la apreciación del peso así como el efecto de las afluencias de capital en el ritmo de expansión de la demanda agregada y de la inflación. Para ello, las autoridades económicas han recurrido a políticas de intervención compensatoria o de esterilización en tres aspectos: *i)* se ha procurado desalentar el ingreso de capitales restringiendo y gravando su entrada (principalmente) de corto plazo, y generando cierta incertidumbre para el arbitraje de tasas de interés; *ii)* se ha aplicado una activa política de sustentación del tipo de cambio, acumulando significativas reservas internacionales, y *iii)* se ha aplicado una esterilización efectiva de los efectos monetarios de la acumulación de reservas.

1. La política macroeconómica y el carácter de los movimientos de capitales

Al momento de desencadenarse la crisis de la deuda en 1982 imperaba un tipo de cambio fijo y una política monetaria pasiva, lo que dio lugar, como consecuencia de los choques externos, a una intensa reducción automática del gasto interno, tanto en consumo como en inversión (líneas 2, 3 y 4 del cuadro 6). Para reducir la brecha externa funcionó como variable de política principal una reducción extremadamente grande de la demanda agregada. El ajuste se transmitió al sector externo, reduciendo las importaciones e incrementando la oferta exportable (línea 6 del cuadro 6).

Esta reasignación endógena fue apoyada después, de manera adicional, por una serie de grandes devaluaciones del tipo de cambio real y de un aumento de los aranceles y sobretasas de importación (véase Ffrench-Davis, Leiva y Madrid, 1991). No obstante, el efecto de las políticas reductoras de la demanda fue mucho más intenso que el de las políticas reasignadoras, como puede inferirse del hecho que el ajuste contribuyó más a reducir la demanda que a reasignar la demanda y oferta. Eso se tradujo en una alta subutilización de la capacidad productiva, lo que se refleja parcialmente en el cuadro 6, línea 1.¹⁹

¹⁹ Véase las estimaciones de la brecha entre la demanda efectiva y la frontera productiva en Ffrench-Davis y Muñoz (1990) y Marfán (1992).

CUADRO 6. *Producción, consumo, inversión y choques externos per capita:*
Chile, 1980-1993^a

(Porcentaje del PIB *per capita* de 1981)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
1. PIB	95.7	100.0	85.0	81.2	84.5	84.7	88.1	91.5
2. Gasto interno	102.1	112.8	85.1	77.6	82.7	78.6	81.4	85.9
3. Consumo	79.2	86.5	73.9	69.0	68.1	66.7	68.0	69.3
4. Formación bruta de capital								
fijo	16.9	19.4	11.7	9.8	11.5	12.4	13.1	14.9
5. Ahorro interno ^b	16.5	13.5	11.0	12.2	16.4	18.1	20.0	22.2
6. Cuenta corriente no financiera ^c	-6.4	-12.8	-0.1	3.6	1.8	6.2	6.7	5.7
a) Exportaciones	22.6	20.3	20.9	20.5	20.7	22.8	24.6	26.3
b) Importaciones	29.0	33.1	21.0	17.0	18.9	16.6	17.9	20.7
7. Efecto términos del intercambio	1.9	0.0	-1.7	-1.2	-2.5	-3.7	-3.3	-2.2
8. Transferencias netas de fondos ^c	4.5	12.8	1.9	-2.4	0.7	-2.4	-3.4	-3.5
a) Movimientos de capital	12.0	17.5	4.0	1.6	7.6	3.8	2.9	2.6
b) Pago neto de utilidades e intereses	-3.4	-5.0	-6.8	-6.5	-7.4	-7.0	-7.6	-6.5
c) Transferencias unilaterales	0.4	0.5	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
d) Subtotal	9.0	13.0	-2.3	-4.4	0.8	-2.7	-4.3	-3.4
e) Variación reservas internacionales	4.6	0.2	-4.1	-2.0	0.1	-0.3	-0.9	0.2

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Promedios 1983-1989	Promedios 1990-1993
1. PIB	96.7	104.6	105.1	109.6	119.1	124.6	90.2	114.6
2. Gasto interno	92.0	101.4	99.8	102.5	114.1	123.1	85.7	109.9
3. Consumo	74.3	77.9	77.2	79.9	85.8	91.1	70.5	83.5
4. Formación bruta de capital fijo	16.2	19.3	20.3	19.8	23.4	28.0	13.9	22.9
5. Ahorro interno ^b	22.4	26.7	27.9	29.8	33.3	33.5	19.7	31.1
6. Cuenta corriente no financiera ^c	4.7	3.2	5.3	7.1	5.0	1.5	4.5	4.7
a) Exportaciones	27.5	31.3	33.1	36.8	40.7	41.8	24.8	38.1
b) Importaciones	22.8	28.1	27.8	29.7	35.7	40.3	20.3	33.3
7. Efecto términos del intercambio	0.9	0.2	-2.3	-1.7	-2.0	-4.7	-1.7	-2.7
8. Transferencias netas de fondos ^c	-5.6	-3.4	-3.0	-5.4	-3.0	3.2	-2.9	-2.1
a) Movimientos de capital	3.3	4.0	9.1	3.0	9.2	8.0	3.7	7.3
b) Pago neto de utilidades e intereses	-6.9	-6.5	-5.5	-5.7	-5.8	-4.4	-6.9	-5.3
c) Transferencias unilaterales	0.6	0.7	0.7	1.1	1.3	1.2	0.5	1.1
d) Subtotal	-3.0	-1.9	4.2	-1.5	4.7	4.9	-2.7	3.1
e) Variación reservas internacionales	2.6	1.5	7.2	3.9	7.7	1.7	0.2	5.1

FUENTES: Banco Central de Chile, Cuentas Nacionales Oficiales definitivas 1980-1985; empalmes sobre 1985 con Cuentas Nacionales Oficiales para 1986-1992; tasas de crecimiento en pesos de 1986 para 1993 obtenidas de las Cuentas Nacionales Oficiales trimestralizadas del Banco Central, agosto de 1994.

^a Todas las cifras se ajustaron por el crecimiento de la población y se expresan como porcentajes del PIB de 1981. De esta manera, la comparación de cualquier cifra en una línea dada con su valor en 1981, indica el cambio porcentual *per capita* en el periodo respectivo.

^b Calculado como la diferencia entre el PIB y el consumo.

^c Las transferencias unilaterales netas están incluidas en la línea 8.

Con el transcurso del tiempo, dados los incentivos cambiarios y arancelarios a la producción de rubros comerciables, se presentó una recuperación gradual de la actividad económica y de la inversión, proceso que fue liderado por la expansión dinámica de las exportaciones.²⁰

A partir de 1988, gracias al mejoramiento obtenido en los términos de intercambio (línea 7), en especial por una brusca alza del precio del cobre entre 1986 y 1988 y una renovada afluencia de capitales extranjeros (línea 8a), la economía chilena comenzó a enfrentar problemas radicalmente opuestos al antes descrito.

Entre los efectos más importantes de la renovada afluencia de capitales extranjeros está, por una parte, su efecto positivo en la actividad y la inversión, y por otra su presión en la oferta monetaria y hacia la apreciación monetaria. Para contrarrestar el efecto en el tipo de cambio, las autoridades han recurrido a una serie de medidas para impedir una apreciación como la experimentada en el periodo anterior de afluencia de capitales (1978-1981) y sus efectos negativos en la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos, y la expansión y diversificación de las exportaciones.

La percepción de que altos déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos no son sustentables en el largo plazo así como las lecciones aprendidas de la crisis de la deuda, indujo a las autoridades a prestar atención prioritaria al tipo de cambio real. El banco central decidió intervenir activamente a fin de mantener el tipo de cambio en un nivel compatible con equilibrios macroeconómicos sostenibles, proteger el desarrollo de los sectores productores de rubros comerciables y orientar los recursos de inversión hacia ellos.

En el fondo, las autoridades se preocupan por determinar si las fuerzas que afectan el comercio exterior, la IED y el acceso a los mercados de capital internacionales son de una naturaleza transitoria o permanente. El objetivo es evitar la volatilidad de un precio clave, en una economía abierta al exterior, para no generar incertidumbre entre los inversionistas, en especial de los que se encuentran en sectores productores de rubros comerciables.

El efecto de la entrada de capitales en la estabilidad y la formación de precios relativos ha preocupado a las autoridades monetarias en Chile (Zahler, 1992). Existen dos mecanismos fundamentales me-

²⁰ En 1988 el PIB *per capita* estaba 3% por debajo del de 1981, para luego superarlo por 25% en 1993 (cuadro 6, línea 1). La inversión comenzó a dar señales de recuperación a partir de 1987, superando sólo en 1989 el nivel *per capita* que tenía en 1981, para excederlo en 45% en 1993.

diante los cuales tales corrientes afectan el nivel y la estructura de los precios relativos en el país. Primero, alientan la apreciación cambiaria, reducen los costos de importación y generan mayores exigencias a los productores de rubros comerciables. Segundo, mediante el efecto monetario de las operaciones de cambio que —de no ser adecuadamente esterilizado— puede conducir de manera alternada a excesos de demanda e inflación o a recesiones que detienen los procesos de inversión e innovación tecnológica.

Las expectativas pueden desempeñar un papel muy importante en el corto plazo. Por ejemplo, en una circunstancia de expectativas favorables se puede alentar un ingreso grande de fondos, que a su vez genere expectativas de apreciación, las que luego induzcan un incremento adicional de las afluencias.

Las autoridades chilenas, en el periodo recién estudiado, optaron por la regulación del mercado para influir en la determinación del tipo de cambio real en el corto plazo, de suerte que corresponda mejor a la tendencia de largo plazo. Esta opción, destinada a que prevalezcan las variables fundamentales, se sustenta en la asimetría de información entre el mercado y las autoridades monetarias, suponiendo que estas últimas: *i*) conocen mejor las perspectivas de los diversos componentes de la balanza de pagos y sus probables efectos en la economía, y *ii*) tienen un horizonte de planeación mayor que los agentes que operan intensamente en los mercados de corto plazo. Sin embargo, ante la dificultad de acertar respecto a lo que sucederá en la realidad, las autoridades en vez de apuntar a un valor único del tipo de cambio han utilizado bandas cambiarias centradas en un tipo de cambio de referencia; éste se encuentra ligado a una canasta de tres monedas, que incluye el dólar, el marco y el yen, con ponderaciones asociadas a su peso en el intercambio comercial de Chile.²¹

Existen implicaciones de política económica decisivas que recaen en dos variables claves que afectan la asignación y el volumen de los recursos para la inversión: el tipo de cambio y la tasa de interés; además la política fiscal puede desempeñar un papel importante tanto en las tendencias del mercado como en determinada circunstancia. El dilema en materia de política es cómo conciliar simultáneamente tres objetivos: reducir la inflación; un tipo de cambio real estable para incentivar, en una medida razonable, al sector productor de rubros comerciables, y lograr el desarrollo sostenido con equidad.

²¹ En Helpman, Leiderman y Bufman (1993) se desarrolla un análisis comparativo de las bandas en Chile, Israel y México.

Se intenta lograr que el tipo de cambio, las tasas de interés y la política fiscal ofrezcan buenas señales de mediano plazo a los agentes económicos a fin de promover un desarrollo productivo eficiente. Para ello resulta necesario, al mismo tiempo, que los problemas circunstanciales inevitables puedan enfrentar una dosificación de políticas adecuada. Un excesivo descanso en una sola política tiende a provocar un sobreajuste de su instrumento, y por consiguiente distorsiones asignadoras.

2. La trayectoria de la política cambiaria

La política cambiaria ha experimentado cambios fundamentales en el transcurso del tiempo. En los comienzos del régimen militar se quiso compensar el efecto de la liberalización comercial con devaluaciones reales del peso. Luego, a partir de 1976, se empezó a utilizar el tipo de cambio nominal para combatir la inflación. Se procedió así por la rebeldía de la inflación para reaccionar frente a una profunda recesión, que generó un superávit en cuenta corriente. La habitual revaluación real que resulta de usar el tipo de cambio para reprimir la inflación, culminó en 1979, cuando se fijó el dólar a 39 pesos, paridad nominal que se mantuvo hasta la crisis de 1982; durante esos años se produjo una importante apreciación real. Después de un periodo de experimentación con sucesivos cambios de política, se adoptó de nuevo una paridad reptante, política que se mantuvo entre 1983 y 1988. Fundamentalmente, el banco central fijaba en el mercado oficial un precio de referencia para el dólar (llamado tipo de cambio acuerdo, TCA), con una banda de flotación de 2% para cada lado (que se amplió a 3% en 1988). El tipo de cambio "oficial" (TCO) se devaluaba día con día, de acuerdo con el diferencial entre la inflación interna y un cálculo de la inflación externa. A ello se sumaron, en varias ocasiones, devaluaciones reales discretas, que permitieron la notable depreciación que ocurrió después de la crisis de 1982 (119% entre 1981 y 1988).

Dado que diversos controles cambiarios se mantuvieron vigentes por muchos años (salvo por unas pocas semanas en 1982), operó de manera no legal un mercado cambiario paralelo. Éste sería legalizado como mercado cambiario informal (MCI) apenas en abril de 1990, en virtud de las disposiciones de la ley de autonomía del banco central, que se dictó a fines del gobierno de Pinochet.

Durante 1988 tuvieron lugar revaluaciones acompañadas de reba-

jas tributarias y arancelarias que lograron conciliar una reducción de la inflación con un alza en la actividad económica. En 1989 se completó la recuperación de la actividad económica, ascendiendo así hasta la frontera de producción. Esto se alcanzó con un acelerado incremento de la demanda agregada, sustentada en las rebajas tributarias y la apreciación cambiaria en 1988, y en el ingreso generado por un notable aumento del precio del cobre en 1987-1989: la mejora de los términos del intercambio en 1988 con respecto a 1986 equivalió a 7% del PIB (nuevas cuentas nacionales del banco central). Un incremento grande de las importaciones y del déficit externo (que alcanzó a 10% del PIB, si se recalcula la cuenta corriente usando el precio "normalizado" del Fondo de Estabilización del Cobre, que se comenta más adelante) llevó al banco central a revertir sucesivamente anteriores rebajas de tasas de interés y, en particular, a una depreciación cambiaria.

A mediados de 1989 se amplió aún más la banda de flotación del dólar a 5% para cada lado. La acción del banco central estuvo acompañada de un cambio de expectativas del mercado cambiario, que llevó a que éste se situara con rapidez en el tope de la banda. Así se logró, sin mayor traumatismo, una significativa depreciación sin modificar el tipo de cambio "oficial". Durante cerca de un año —que incluyó el retorno a un régimen democrático, elecciones presidenciales (diciembre de 1989) y la asunción del presidente Aylwin (marzo de 1990)—, el tipo de cambio observado se mantuvo en el tope de la banda. Esto sucedió no obstante que en enero de 1990 se acentuó un proceso de ajuste para frenar un acelerado aumento de la inflación (que alcanzó 31% anualizado en los cinco meses precedentes). El ajuste descansó exclusivamente en un alza marcada de las tasas de interés, encabezada por pagarés del banco central, que los ofreció a la elevada tasa real de 9.7% anual, a un plazo de diez años.

Los cambios en marcha en los mercados internacionales, las altas tasas de interés en Chile y el rápido despeje de la incertidumbre que habían generado el plebiscito de 1988 y la asunción del presidente Aylwin, promovieron un creciente ingreso de capitales hacia Chile (también las importaciones se frenaron como resultado del ajuste). Estos hechos se reflejaron rápidamente en una apreciación cambiaria real en el mercado. Desde julio de 1990 el TCO se situó en el piso de la banda. Incluso durante la crisis de Irak, en septiembre de ese año, el TCO se mantuvo en el piso, pese a que Chile importaba entonces 85% de su consumo de petróleo; Chile reaccionó ante esa crisis

aumentando de manera drástica el precio interno de los combustibles (junto con una reducción del gasto fiscal no social) lo que provocó un choque inflacionario en septiembre y octubre. En ambos meses, el índice de precios al consumidor, cuyo componente inercial suponía un alza del orden de 2% mensual, aumentó a 4.9 y 3.8% en esos meses, respectivamente. La rapidez con que reaccionaron frente a los acontecimientos externos el banco central y el gobierno, coordinados con rigor, puede explicar las razones por las cuales se mantuvo en el mercado cambiario la tendencia a la apreciación.

Los ingresos de capitales continuaron sólidos. En octubre de 1990 el banco central tuvo que comprar 620 millones de dólares de oferta excedente del mercado cambiario; esto es equivalente a 27% del PIB mensual. Recurrentes corridas contra el dólar y en favor del peso se reforzaron con expectativas de revaluación (y de bajas de las tasas de interés internas), que dificultaron la política monetaria.

A comienzos de 1991 se abandonó la paridad móvil estricta que las autoridades monetarias venían aplicando y, con el fin de introducir "ruido cambiario" que desalentara las corrientes de corto plazo, se revaluó en tres ocasiones de modo moderado para devaluar compensatoriamente en los meses siguientes. De esta manera, el cambio "oficial" retornaba al final de cada episodio al nivel real inicial; las devaluaciones reales dentro de cada episodio encarecieron el costo de ingresar fondos de corto plazo y resultaron una medida efectiva para frenar por el momento el exceso de oferta de divisas. Sin embargo, la medida no podía repetirse en muchas ocasiones pues el mercado entonces se anticiparía al hecho revaluatorio y la política perdería eficacia, que fue lo que ocurrió en el tercer episodio. Durante casi un semestre las autoridades ganaron tiempo para elaborar una política que permitiera actuar con eficiencia en una transición más prolongada. La política se basaba en la percepción de que factores circunstanciales de la cuenta corriente, como el alto precio del cobre, el incentivo de tasas de interés internas altas e importaciones transitoriamente deprimidas, tenderían a modificarse a corto o mediano plazos.

Sin embargo, también se estaba consciente de que parte de la mejora observada en la cuenta corriente era más estructural o permanente: una cuenta de servicios no financieros muy mejorada, exportaciones no tradicionales más vigorosas y una reducción de la carga de la deuda externa. En reacción a esta combinación de factores, considerados algunos transitorios y otros permanentes por las autoridades, en junio de 1991, junto con una pequeña revaluación de 2% del "dólar

acuerdo" y una disminución del arancel de 15 a 11%, se estableció un encaje de 20% a los créditos externos —cuyo efecto se centró en los de corto plazo. Paralelamente un impuesto al crédito interno, que gravaba con una tasa anual de 1.2% las operaciones de hasta un año, se extendió a los préstamos externos. Tanto el encaje como el impuesto tienen un costo marginal cero para las operaciones a más de un año. El encaje, a su vez, era más gravoso para las operaciones a menos de 90 días, pues fue el plazo mínimo que se estableció de mantenimiento del encaje en una cuenta sin intereses (Banco Central de Chile, 1992, pp. 13-19).²² Las autoridades calcularon que el recargo financiero de ambas medidas, en el momento de ponerse en práctica, equiparaba el costo de los fondos externos (del mercado estadounidense) y los internos.²³

Las presiones en el mercado cambiario continuaron en los meses siguientes, a pesar de que el ingreso de capitales de corto plazo permaneció en niveles bajos en respuesta a las políticas regulatorias adoptadas y a una reducción de las tasas de interés internas. Cabe anotar que las etapas del ciclo económico coincidieron entonces en Chile y en "su centro financiero" (Estados Unidos) durante la mayor parte de 1991, lo que no sucedería a partir de fines de ese año y en 1992.

La presión en el mercado cambiario en 1991 obedeció entonces a ingresos de largo plazo, pero sobre todo a una cuenta corriente muy favorable: las exportaciones continuaban subiendo de manera considerable incluido un notable aumento del turismo procedente de la Argentina; el precio del cobre se mantenía anormalmente alto; los coeficientes de remesas de utilidades y los pagos de intereses también resultaron reducidos; la recuperación de las importaciones fue muy lenta y rezagada en relación con la reactivación de la economía. El resultado neto fue un (pequeño) superávit en cuenta corriente. Empezó a predominar la opinión de que era inevitable una modificación de la política cambiaria, con una revaluación significativa. En consecuencia, el cambio oficial iba perdiendo capacidad asignadora. En enero de 1992 se revaluó el tipo de cambio acuerdo en 5% y se amplió la banda de flotación del mercado cambiario formal a ± 10 por ciento.

²² El encaje no se pudo aplicar a "anticipos de compradores" y a las importaciones en cobranza, las que no son consideradas operaciones de crédito por la ley vigente. Los depósitos en moneda extranjera, en junio de 1991 siguieron sometidos a encaje de 4% (vista) y 10% (plazo), que afecta a todos los depósitos. Ambas tasas se aumentaron a la del encaje de los créditos externos en enero de 1992.

²³ Algunos antecedentes respecto a criterios de cálculo se encuentran en Banco Central de Chile (1992), cuadros 4 y 5.

Bruscamente, el tipo de cambio observado se revaluó 9% en el mercado, lo cual representa un poco menos que los diez puntos de la suma de la apreciación del tipo de cambio oficial y de la reducción del piso de la banda. A continuación surgió una ola de expectativas revaloratorias, alimentadas por los ingresos de capitales en los mercados formal e informal. Estas afluencias eran alentadas por la certeza de que el banco central no podía intervenir dentro de la banda por las normas que él mismo había establecido. En un mercado situado de manera persistente en un nivel cercano al piso, sólo podía intervenir comprando al precio mínimo. La expectativa del mercado era que, si algo cambiaba, el piso se revaluara como de hecho sucedió en enero de 1992.

Durante mucho tiempo había circulado en el banco central la proposición de iniciar, dentro de la banda, una flotación "sucía" o regulada; quienes proponían argumentaban que las normas vigentes, de banda pura, con un MCI crecientemente activo y un mercado formal más poroso, conducían a un TCO que se inclinaría hacia los extremos de la banda (en el tope en 1989-1990; después en el piso). La revaluación brusca de casi 10% del TCO entre enero y febrero de 1992 contribuyó a que el banco iniciase la flotación sucía en marzo de ese año. De hecho, el TCO ha fluctuado desde entonces en un rango de entre 1 y 8 puntos sobre el piso, esto es, habitualmente despegado del piso, siempre con activas compras por el banco pero también con frecuentes ventas.

La ampliación de la banda *per se* había señalado al parecer que el banco renunciaba a frenar las presiones revaloratorias y a defender la estrategia exportadora, entregando al mercado, dominado por el segmento más cortoplazista, la determinación del TCO en un rango muy amplio. En cambio, con el establecimiento de la flotación regulada, el banco central volvía a tener mayor capacidad de conducción, lo que le permitía fortalecer las variables de largo plazo en la determinación del tipo de cambio que enfrentan los productores de rubros exportables e importables.

En los meses siguientes, las tasas de interés del mercado estadounidense continuaron descendiendo, presionando al banco central. Sin embargo, la economía chilena enfrentaba un auge notable, con una tasa de aumento del PIB firmemente situada en dos dígitos (alrededor de 15% en 12 meses). En consecuencia, por razones de equilibrio macroeconómico, el banco central quiso elevar en vez de reducir las tasas internas de interés. Para evitar un estímulo al arbitraje, decidió

aumentar la tasa de encaje a los ingresos de capitales. En mayo de 1992, los encajes sobre los créditos externos fueron elevados a 30% y se fijó en un año el plazo del depósito.

Por último, en julio del mismo año se reemplazó al dólar como el vínculo directo del tipo de cambio oficial por una canasta de monedas (constituida en 50% por el dólar, 30% por el marco y 20% por el yen) como nuevo tipo de cambio de referencia. Las medidas han tenido como objetivos hacer menos rentable el arbitraje de tasas de interés entre el dólar y el peso e introducir mayor incertidumbre cambiaria en el corto plazo, dada la inestabilidad cotidiana entre las cotizaciones internacionales de esas tres monedas. La sustitución del dólar por una canasta de monedas le dio mayor estabilidad promedio a los valores en pesos de las ganancias de exportaciones. En efecto, a diferencia de las operaciones financieras que se denominan en gran parte en dólares, el intercambio comercial está bastante diversificado geográficamente, constituyendo los Estados Unidos sólo un quinto del total, y opera con una canasta también más diversificada de monedas.

Desde 1991 se ha intentado flexibilizar o anticipar la salida de capitales como una manera de aliviar las presiones a la baja en el tipo de cambio. Por ejemplo, se liberalizaron los plazos mínimos para repatriar capitales o remesar utilidades para las inversiones mediante el capítulo XIX (conversión de deudas en capital), en algunas opciones previo pago de una comisión en la inversión original o en la ganancia de capital o subsidio recibido por el conversor. Además se autorizó a las administradoras de fondos de pensiones (AFP) para que invirtieran hasta 6% (actualmente) de sus fondos en el exterior. Asimismo, se permitió que los bancos nacionales financiaran el comercio intralatinamericano a empresas de otros países de la región, y que compraran en el exterior activos financieros de bajo riesgo. Adicionalmente, los exportadores que deben retornar el valor de sus ventas por medio del mercado cambiario formal dentro de ciertos plazos, han sido autorizados a prolongar esos plazos y a retener en el exterior o a vender en el mercado informal una proporción creciente (10% de sus ingresos en 1993 y luego sucesivas alzas, 50% desde fines de 1994). Por último, como ya se expuso en la sección I, la inversión directa en el exterior se ha flexibilizado mediante ambos mercados cambiarios.

Es poco probable que, en la actual circunstancia del mercado de divisas, estas medidas tengan el efecto deseado en el tipo de cambio real, ya que la rentabilidad de los activos financieros es mucho mayor en Chile que en el extranjero; esto ha desincentivado que se efectúen

colocaciones importantes de los bancos o AFP en el exterior.²⁴ Incluso hay indicios de que los inversionistas extranjeros han reinvertido sus utilidades en Chile en proporción mayor a la "normal" en lugar de repatriarlas a sus sedes. Evidentemente, los exportadores han hecho un uso muy limitado de la opción de no retornar una proporción del valor de sus exportaciones al mercado formal.²⁵ Además, en general se han apresurado a efectuar sus retornos con rapidez para aprovechar la mayor rentabilidad del capital en el mercado nacional. En cambio, la inversión directa y de cartera en países de la región sí ha resultado significativa, hecho asociado a las ganancias de capital que se han podido obtener en las bolsas accionarias y en la compra de empresas privatizadas en varios países latinoamericanos.

Es preciso distinguir entre los efectos circunstanciales y permanentes de la apertura a la salida de capitales. En condiciones de mercados "ordenados" y con abundante oferta de divisas —como el chileno—, y en un contexto de tasas de interés muy bajas en el "centro financiero", las medidas que facilitan la salida de capitales (o de utilidades, dividendos o intereses) podrían tener un efecto contrario al deseado, e incentivar corrientes mayores hacia el país (Williamson, 1992; Labán y Larraín, 1993). A largo plazo, a su vez, podría ocurrir que se dejaran muchas puertas abiertas para la salida de capitales, que sí se usan cuando se produce nerviosismo en el mercado y surgen expectativas de devaluación. Una liberalización poco reflexiva puede dificultar la administración de la política cambiaria y sembrar inestabilidad macroeconómica para el futuro.

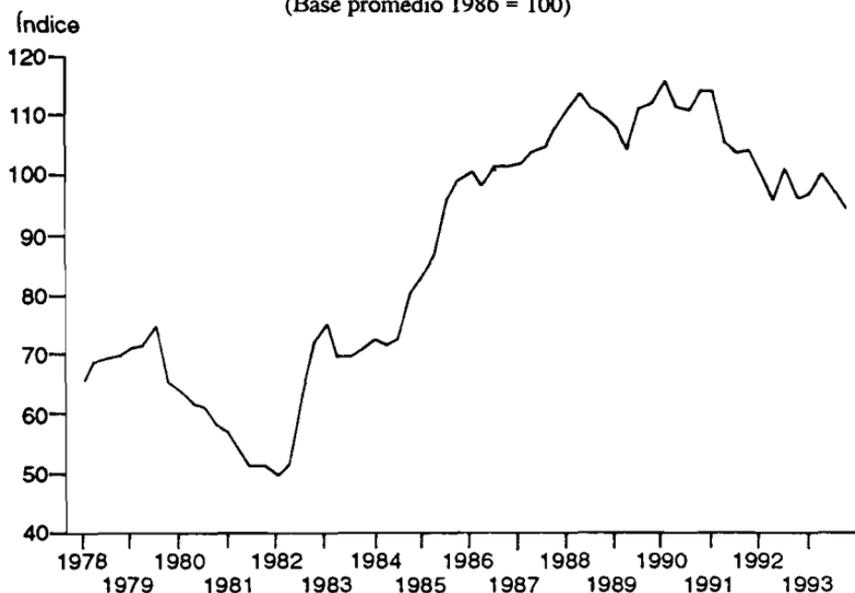
Como se puede apreciar en la gráfica 3, el tipo de cambio real (observado) se depreció mucho respecto a su punto más bajo en abril de 1982 hasta llegar a un nivel máximo a comienzos de 1988. Después de fluctuar sin tendencia hasta el primer trimestre de 1991, se inició un descenso que continuó hasta abril de 1992. La apreciación en este último lapso fue de 17%. Desde entonces y hasta principios de 1994 las fuertes presiones a la apreciación cambiaria real se debilitaron, en parte debido al mencionado deterioro que experimentaron los precios

²⁴ La inversión de los bancos en activos externos no riesgosos no ha operado mayormente porque la rentabilidad es superior en Chile y tampoco lo ha hecho hasta ahora en el caso de las AFP; en cambio, sí se movieron los créditos comerciales, pues los bancos locales podían captar un margen de intermediación (*spread*) alto. Sin embargo, al poco tiempo situaciones de incumplimiento o solvencia de acreedores, con pérdidas para los bancos nacionales, llevaron al banco central a suspender nuevas operaciones.

²⁵ En el primer semestre de 1994 sólo de 2 a 3% del valor exportado no fue retornado al mercado cambiario oficial.

GRÁFICA 3. *Tipo de cambio real*

(Base promedio 1986 = 100)



FUENTE: Banco Central de Chile.

de los principales productos de exportación de Chile, y (como lo habían pronosticado quienes eran partidarios de evitar las revaluaciones adicionales) a un gran aumento de las importaciones en 1992-1993. El superávit comercial, imperante desde la crisis de 1982, se transformó en un déficit del orden de mil millones de dólares y el saldo en cuenta corriente pasó de un leve superávit en 1991 a un déficit del orden de 2 mil millones en 1993 (5% del PIB). No obstante, la balanza de pagos aún tiene un superávit (véase cuadro 2).

Si se comparan las políticas hacia el capital extranjero y la regulación de sus efectos en la economía durante el episodio en curso con las adoptadas en circunstancias similares en 1978-1981, se llega a la conclusión de que las políticas macroeconómicas seguidas desde 1991 han sido, en promedio, mucho más pragmáticas y han dado resultados positivos. Respecto al efecto de las corrientes de capital en el tipo de cambio, las políticas seguidas desde el inicio de la nueva bonanza de divisas han logrado su objetivo de moderar una apreciación real que de otro modo hubiese sido más significativa. En contraste, durante 1978-1981 se siguió una política que implicó una considerable apreciación cambiaria, paralela a los efectos de una radical liberali-

zación comercial que culminó con el arancel uniforme de 10% en 1979. La apreciación resultó entonces sumamente perjudicial para la producción de rubros comerciables. En contraste con ese episodio, desde que recomenzó la abundancia de capitales extranjeros, se ha procurado mantener la apreciación dentro de límites razonables y promover el predominio de la IED y de los créditos de largo plazo en las entradas de capital. Las diferencias entre ambos episodios son aún más marcadas en lo que respecta al ahorro interno, pues en 1978-1981 éste parece haber sufrido un desplazamiento negativo (*crowding-out*) por el ahorro externo, en tanto que ahora parece haber operado uno positivo (*crowding-in*) (véase cuadro 6).

3. Las políticas monetaria y fiscal²⁶

La intervención del banco central en el mercado cambiario se reflejó, entre otros aspectos, en una gran acumulación de reservas internacionales entre 1989 y 1992 (cuadro 2 y cuadro 6, línea 8e). La contraparte de las compras de moneda extranjera en el mercado fue un aumento de la oferta monetaria, lo que con frecuencia significó un incremento de la liquidez superior a la requerida por las metas oficiales de la actividad económica y de la inflación.

La autoridad monetaria ha logrado esterilizar con éxito los efectos monetarios de los mencionados ingresos de capital y la consiguiente acumulación de reservas internacionales. Con objeto de evitar la correspondiente expansión monetaria, el banco emitió deuda interna para esterilizar el efecto de la compra de divisas. La esterilización puede tener dos efectos realimentadores. Primero, la colocación de papeles presiona en la tasa de interés interna, evitando que ésta se reduzca a nivel internacional y generando incentivos para un mayor ingreso de capitales. Segundo, puede ocasionar un déficit al banco central, pues tiene que endeudarse internamente a un costo superior a la rentabilidad que puede obtener de las reservas internacionales. Esta situación se torna insostenible en el largo plazo si los montos implicados son altos y por lapsos muy prolongados. En caso de persistir, termina generando expectativas de revaluación y acrecienta la rentabilidad prevista del arbitraje.

²⁶ Aquí nos centraremos solamente en los aspectos más relacionados con la política cambiaria y con los movimientos de capitales. Hay otros temas de gran interés, como las implicaciones de diferentes modos de efectuar las operaciones de mercado abierto y la política respecto a la curva de rendimiento de las tasas de interés.

a) *Esterilización y equilibrios macroeconómicos*. La necesidad de esterilización varía según la circunstancia macroeconómica que se enfrente. Durante 1976-1979 la economía chilena pasaba por una recesión y funcionaba muy por debajo de su capacidad productiva (Marfán, 1992). Los primeros ingresos de capitales y la correspondiente expansión de la emisión, contribuyeron a una reactivación de la demanda agregada, de rubros comerciables y no comerciables, que encontró una oferta capaz de reaccionar debido al financiamiento creciente de las importaciones y capacidad productiva disponible. La circunstancia no requería una esterilización activa.

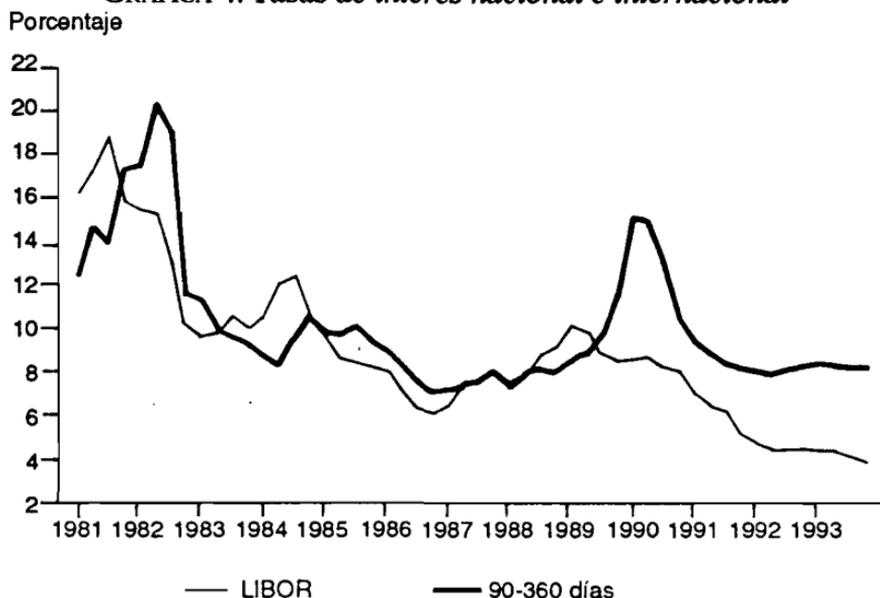
A medida que la capacidad productiva se fue copando, ya en 1979-1981, los crecientes ingresos de capitales tendieron a generar un aumento de la demanda agregada. Éste se manifestó en un acelerado incremento del déficit en cuenta corriente, en un alza del precio relativo de los rubros no comerciables y en un desaliento de la oferta exportable (French-Davis y Arellano, 1981; Morandé, 1988).²⁷ Deliberadamente, sin embargo, se había adoptado una política monetaria pasiva, en el marco del enfoque monetario de la balanza de pagos. Se suponía que la economía se ajustaría de manera automática y eficiente.

Luego de la crisis de 1982 la economía volvió a situarse muy por debajo de la frontera productiva. Por otra parte, en una primera etapa, la necesidad de depreciar la moneda nacional ocasionó una gran caída en los incentivos al arbitraje entre el endeudamiento externo y el interno. En la gráfica 4 se aprecia que el margen para el arbitraje entre la tasa de interés internacional y la interna, *ex post*, sin descontar el riesgo-país,²⁸ alcanzó valores negativos, en promedio, para el cuatrienio 1983-1986.

Las corrientes de capital se centraron en crédito comercial de corto plazo, préstamos involuntarios de la banca acreedora y fondos de las IFI destinadas a la Tesorería y al Banco Central de Chile. Las crecientes y voluminosas conversiones de deuda tampoco ejercían efectos monetarios ni cambiarios directos, aunque sí afectaban el mercado secundario de papeles y el mercado cambiario paralelo. Sólo posteriormente el margen para el arbitraje se tornó positivo, y empezó a

²⁷ No obstante, los ingresos de capitales se acentuaron hasta 1981, atraídos por la paulatina apreciación y por un notorio cortoplacismo.

²⁸ Es evidente que las expectativas de devaluación influyen en las decisiones de los inversionistas. Sin embargo, dado lo difícil que resulta medir tales expectativas, se ha calculado el margen con la devaluación observada del periodo. En ese sentido se califica de *ex post*.

GRÁFICA 4. *Tasas de interés nacional e internacional*

FUENTE: Basado en cifras del Banco Central de Chile.

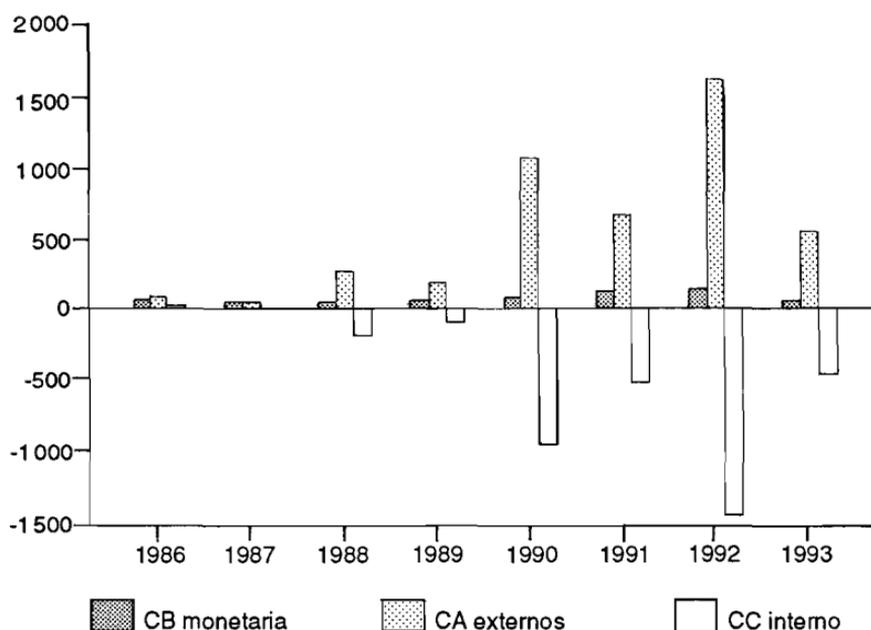
atraer fondos, pero en montos aún inferiores al servicio de la deuda (véase gráfica 5). Hasta 1988 la economía chilena seguía en proceso de recuperación y, por lo tanto, no se veía necesidad de efectuar una esterilización activa.

Sólo desde 1988-1989 surgió el dilema respecto a la dificultad, en ausencia de políticas activas, para mantener simultáneamente equilibrios macroeconómicos, la complementaridad entre ahorro externo e interno y un tipo de cambio real estable. La esterilización activa se ha tornado claramente una necesidad en los años noventa, con una circunstancia macroeconómica rondando la frontera productiva y un mercado cambiario excedente. A diferencia de 1985, cuando se hizo un miniajuste por exceso de demanda ante la restricción externa dominante, en 1990 y en 1992 se hicieron dos miniajustes por una restricción fundamentalmente interna (tendencia a exceder la frontera productiva en ambas ocasiones).

b) *Tasas de interés y déficit cuasifiscal.* La esterilización puede contribuir a estabilizar el tipo de cambio real y los equilibrios macroeconómicos de corto plazo. Sin embargo, también ejerce otros efectos: afecta las tasas de interés internas, la demanda y oferta agregadas, y las reservas del banco central.

GRÁFICA 5. *Fuentes de cambio base monetaria*

(Miles de millones de pesos)



FUENTE: Banco Central de Chile, *Activos y pasivos* (variaciones anuales de saldos).

La venta neta de pagarés ha mantenido la tasa de interés interna a niveles más altos de los que hubiera alcanzado de no haberse hecho esas operaciones. Esto es, si la absorción interna se hubiera incrementado, estimulada por revaluaciones cambiarias y por un gasto más intenso en rubros comerciables, habrían imperado menores tasas de interés internas, que hubieran tendido a converger con la tasa externa correspondiente. La formación de capital es todavía baja, en especial cuando se compara con la alcanzada por las economías en desarrollo más dinámicas; menores tasas internas de interés reales contribuirían a que ésta aumentara (aunque el efecto desalentador de la correspondiente apreciación cambiaria en la demanda de rubros comerciables probablemente puede compensar por mucho ese resultado, como se sostiene en la sección III).

Si la oferta de créditos externos y su costo se mantuvieran de modo indefinido tan favorables, como en 1990-1993, la política apropiada sería permitir que la tasa interna se redujera al nivel externo y el tipo

de cambio se revaluara. La única cuestión pendiente en materia de política se referiría sólo a la gradualidad relativa de esas medidas. Sin embargo, las autoridades han actuado sobre la base de que importantes componentes de la abundancia de fondos externos son sólo transitorios; esta posición tiene sólidos respaldos en publicaciones especializadas (Banco Mundial, 1993; Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993; CEPAL, 1994b, caps. IX-XI; y Devlin, Ffrench-Davis y Griffith-Jones, cap. 7 de este libro). Por lo tanto, en las actuales circunstancias macroeconómicas sería recomendable aplicar políticas que mantengan una brecha positiva entre las tasas internas y externas.

El costo financiero inmediato de la política de esterilización del aumento en las reservas internacionales ha sido alto: las tasas de interés que debe pagar el banco central por sus pagarés son mucho mayores que las que obtiene por sus colocaciones en moneda extranjera. Se calcula que, para 1992, las pérdidas del banco central por este concepto ascendieron a cerca de 0.5% del PIB.²⁹ Los costos mencionados no son inevitablemente permanentes. Si la intervención estabiliza un tipo de cambio "de equilibrio", ésta debería ser rentable para el banco central en tanto vendería más caro que lo que compra; no obstante, sí incurriría en pérdidas por la diferencia de intereses, los que tenderán a ser siempre mayores que en el centro financiero acreedor. Tanto más prolongada sea la etapa excedente en un régimen de banda pura, mayor tenderá a ser el costo financiero en que se incurrirá por efecto de esta diferencia; la flotación sucia, sin duda, tiende a disminuirlo. Al final, el efecto financiero neto de la esterilización para el balance del banco central puede ser positivo o negativo.

En caso de que el resultado inevitable sea una revaluación importante, se agrega este costo al de los diferenciales de interés. Sin embargo, no debe ignorarse que es imprescindible que Chile mantenga ciertas reservas internacionales. Es evidente, además, que a fines del decenio pasado Chile requería reponer sus reservas; en efecto, a comienzos de 1990 el banco central tenía reservas internacionales por 3 mil millones de dólares y pasivos de corto plazo en moneda extranjera "con residentes" por 5 mil millones. El costo de acumular reservas, y de la esterilización monetaria que pudiera estar asociada a ella,

²⁹ El banco central calcula las pérdidas para 1992, por diferencias de rentabilidad entre sus activos y sus pasivos, en 130 mil millones de pesos (Banco Central de Chile, 1992, p. 51). Esto es, 359 millones de dólares, o aproximadamente 1% del PIB. Más o menos la mitad de estas pérdidas son atribuibles a diferencias de rentabilidad entre las reservas en moneda extranjera y los pagarés que el banco debió emitir para esterilizar los efectos monetarios de su acumulación.

no sería entonces atribuible exclusivamente a las políticas de estabilización cambiaria y monetaria. Además, si la revaluación drástica es inevitable, cierta gradualidad del cambio de precios relativos puede ser eficiente, lo que tiende a lograrse con una política flexible de estabilización combinada con un conjunto de revaluaciones graduales. Por lo tanto, una parte del costo financiero de la esterilización podría ser más bien una inversión en una transición conducente a una asignación más eficiente de los recursos del país, y a su mayor estabilidad.

c) *Mercado interno de capitales y política fiscal.* Comúnmente se sostiene que la revaluación sería evitable con una política de gasto fiscal más restrictiva. Este último planteamiento parece sobrestimar los efectos en el mercado cambiario del ahorro fiscal por menor gasto,³⁰ y de la sustitución de gasto público (intensivo en rubros no comerciables) por gasto privado (intensivo en comerciables). Al mismo tiempo, subestima la importancia del gasto público social, en infraestructura e institucionalidad para el desarrollo productivo moderno. Aún prevalece un gran déficit en Chile al respecto.

La política fiscal ha apoyado los esfuerzos de estabilización macroeconómica y cambiaria en dos dimensiones. Por una parte, se ha generado un ahorro creciente del sector público no financiero. El crecimiento del gasto ha sido muy compensado por una fuerte alza de los ingresos, resultante de una reforma tributaria aprobada en 1990 (al comienzo del gobierno democrático), una mejor recaudación y un crecimiento económico superior al previsto (promedio efectivo de 6.3% versus 5% proyectado al inicio del gobierno).

La política fiscal se ha orientado prioritariamente a los objetivos de mantener la estabilidad interna y al mismo tiempo aumentar el gasto social, en especial en salud y educación. Desde que comenzó la afluencia de capitales, el fisco ha mantenido una tasa de ahorro y un superávit significativos y crecientes. El balance de la cuenta corriente del sector público ha sido positivo, fluctuando en 5.5% del PIB desde 1990 (5.6% en 1990, 5.5% en 1991 y 6.6% en 1992). El gran aumento de la demanda agregada también ha llevado a una política cautelosa con respecto al gasto fiscal. En los recién pasados años en lugar de aumentar los desembolsos al ritmo del incremento de los ingresos públicos, el gobierno ha utilizado en parte su superávit para prepagar la cuantiosa deuda que mantiene con el banco central (que se originó en el rescate del sector bancario después de la crisis de 1982). De

³⁰ Véase, por ejemplo, Arrau y Quiroz (1992) para un estudio que sustenta la tesis de sobrestimación.

hecho, el superávit total (incluyendo la cuenta de capital) fue 1.5% del PIB en 1990, 1.7% en 1991 y 2.8% en 1992 (CEPAL, 1994a). Un elemento central para comprender la situación monetaria chilena, además de la disciplina de las finanzas del sector público, es la creación del fondo de estabilización del precio del principal producto de exportación, cuya producción está, mayoritariamente, en manos del Estado (Romaguera, 1991).

El Fondo de Estabilización del Cobre (FEC) se acumula toda vez que el precio excede el nivel "base". El FEC se deposita en el banco central. Durante 1988 y 1989 se utilizó la casi totalidad de dichos recursos en prepagos de la deuda de la Tesorería General de la República con el banco central (véase cuadro 7). La política de usar los fondos del FEC para prepagar deuda fiscal ha continuado, parcialmente, acumulándose un monto inferior al total de depósitos. Esto implica que en la etapa de precio alto del cobre el FEC ha contribuido a suavizar el ciclo expansivo; al haber traspasado fondos al banco, el fisco no podrá operar de modo simétrico con similar intensidad en el eventual ciclo contractivo.

El banco central ha tenido acceso al mercado financiero para regular la cuantiosa liquidez que se origina en respuesta a la corriente de capitales, en parte gracias a una reforma del sistema de pensiones y al esfuerzo fiscal que viabilizó la reforma.³¹ Una de las características fundamentales de la reforma previsional chilena ha sido la capitalización individual, acumulándose volúmenes crecientes de recursos financieros. Esto ha redundado en un importante aumento de la participación de estos inversionistas institucionales en el mercado de instrumentos financieros en los cuales están autorizados a operar. La participación de los fondos en el mercado de algunos instrumentos específicos es mayoritaria, como las letras hipotecarias, bonos de empresas y títulos de la Tesorería General de la República. También es significativa en el caso de los pagarés del banco central (Iglesias y Acuña, 1991).

Mediante la disciplina fiscal y un mercado financiero relativamente desarrollado, el banco central ha tenido la posibilidad de interve-

³¹ El sector público conserva la responsabilidad de pagar las pensiones de quienes ya se han jubilado, así como un bono de reconocimiento a todos los afiliados al antiguo sistema que se incorporaron al nuevo. A su vez, la afluencia de ingresos se transfirió desde el sector público a administradoras privadas. La carga fiscal de esta operación se calcula que subirá de un equivalente a 1.2% del PIB en la fecha de su inicio (1981), a un máximo de 4.8% del PIB a comienzos de los años noventa, para luego declinar gradualmente a 2.4% alrededor del año 2010 (Arrau, 1992).

CUADRO 7. *Movimientos del Fondo de Estabilización del Cobre*
(Millones de dólares)

<i>Periodo</i>	<i>Depósitos</i>	<i>Usos</i>	<i>Saldo</i>
1987	26.4	-	26.4
1988	496.0	439.5	82.9
1989	1 202.9	1 260.1	25.7
1990	785.1	256.2	554.6
1991	289.7	200.0	644.3
1992	134.6	-	778.9
1993	9.8	39.0	749.7
Total	2 944.5	2 194.8	749.7

FUENTE: Banco Central de Chile y Romaguera (1991).

nir en los mercados cambiario y del dinero, permitiéndole regular la oferta monetaria. La disciplina en las finanzas del sector público y los depósitos del gobierno y de los fondos de pensiones en instrumentos financieros del banco central han ayudado a regular la oferta monetaria.

Este efecto se puede apreciar en la gráfica 5, que muestra la variación en la base monetaria y su desagregación en operaciones de cambio del banco central y de crédito interno. Nótese que los cambios en el crédito interno están de manera estrecha (y negativa) relacionados con las operaciones de cambio. Esto comprueba que el crédito interno fue usado intensamente para contrarrestar las compras y ventas de divisas. Las diferencias entre ambos componentes están asociadas a variaciones en la demanda de dinero, la que en Chile es muy sensible a cambios en el costo de mantener liquidez (la tasa nominal de interés) y a la etapa del ciclo en que esté situada la economía.

III. EFECTOS EN LA INVERSIÓN

La inversión nacional estuvo muy deprimida durante la primera mitad de la década de los ochenta y sólo comenzó a recuperarse significativamente hacia fines de ésta. La recuperación de la inversión ha afectado a todos los componentes de la misma. Si tomamos 1981 como base, en 1993 la inversión bruta fija por habitante había aumentado 45% (véase cuadro 8). Una considerable proporción de ese mejoramiento, que fue muy importante, se produjo en los pasados dos años. Hasta 1989 los incrementos del coeficiente de inversión en Chile co-

CUADRO 8. *Indicadores de la inversión, 1981-1993*

	<i>Inversión bruta fija (porcentaje del PIB)</i>		<i>Inversión bruta fija real p/c^a (1981 = 100)</i>	<i>Importación de bienes de capital p/c^c (1981 = 100)</i>
	<i>Antiguas cuentas nacionales^a</i>	<i>Nuevas cuentas nacionales^b</i>		
1981	19.4	23.2	100.0	100.0
1982	13.8	15.8	60.7	49.7
1983	12.1	13.7	50.7	28.3
1984	13.6	16.3	59.2	40.4
1985	14.6	17.7	64.0	45.3
1986	14.8	17.1	67.4	46.4
1987	16.3	19.6	77.0	62.5
1988	16.8	20.8	83.9	69.9
1989	18.6	23.5 ^d	99.6	93.2
1990	19.3	23.1 ^d	104.8	94.2
1991	18.0	21.1 ^d	102.1	81.2
1992	19.6	23.9 ^d	120.8	106.6
1993	22.5	26.5 ^d	144.6	121.5

FUENTE: Cálculos basados en datos del Banco Central de Chile y notas del cuadro 6.

^a Pesos de 1977.

^b Pesos de 1986.

^c Empalme rescalonado de las clasificaciones "antigua" y "nueva" del Banco Central; deflacionado por el índice de precios externos de Chile.

^d Cifras preliminares.

respondieron de modo exclusivo a una recuperación respecto a los muy bajos niveles a que llegó en 1983 y 1984. Sólo en 1993 la razón entre la inversión fija y el PIB superó los valores máximos que alcanzó a fines de la década de los sesenta (Ffrench-Davis y Muñoz, 1990). Dado el gran incremento de la inversión en sectores de exportación en el segundo quinquenio de la década de los ochenta, en particular en los vinculados con las inversiones extranjeras, el débil desempeño de la inversión global pareciera estar indicando que, con excepción de las exportaciones relacionadas con las materias primas, la inversión en la mayoría de los otros sectores (en especial la industria manufacturera) se rezagó notoriamente durante los años ochenta.

1. *Efecto general de las corrientes de capital*

Es difícil evaluar hasta qué punto las corrientes de capital han contribuido a aumentar la inversión. Se pueden distinguir cinco efectos principales: *i*) el efecto directo, y positivo, de la IED; *ii*) un posible

efecto mediante el relajamiento de la restricción de balanza de pagos, que podría haber permitido una normalización de la demanda efectiva y aumentado la capacidad del país para importar bienes de capital; *iii*) si la inversión estaba constreñida por falta de acceso al crédito (en otras palabras, si la tasa de interés por sí sola no equilibraba el mercado del crédito), los aumentos en la liquidez producto de las corrientes de capital y de la consiguiente acumulación de reservas podrían haber afectado favorablemente a la inversión; *iv*) la apreciación cambiaría que ha ocurrido como uno de los efectos de la afluencia de capitales podría desalentar la inversión en comerciables, pero también haber incentivado la inversión mediante el abaratamiento de los bienes de capital, los que en su mayoría son importados, y *v*) los efectos en el ambiente macroeconómico en que operan los posibles inversionistas.

Los efectos de las corrientes de capital en la distribución de la inversión entre rubros comerciables y los que no lo son, podrían haber sido importantes. La apreciación del peso, en la medida en que excede los aumentos netos de la productividad, tiende a afectar adversamente la inversión en los rubros comerciables (y, en particular, los exportables, que han sido el motor de la recuperación del crecimiento de la economía chilena desde mediados de los años ochenta) por cuanto entonces afecta de modo desfavorable a su rentabilidad. Ello puede ser en particular significativo en proyectos marginales de exportaciones de manufacturas, el sector más dinámico de las exportaciones chilenas. Este responde de manera más elástica a un tipo de cambio favorable, como lo demuestran los trabajos empíricos disponibles (CEPAL, 1994b, capítulo IV). Las apreciaciones cambiarias también tienen un efecto expansivo en la actividad económica en el corto plazo (porque hacen subir los ingresos reales). En consecuencia, el efecto acelerador tendería a aumentar la inversión en el corto plazo y a disminuirla en el mediano.

Es poco probable que los efectos en la inversión de las corrientes recientes de capitales se hayan operado por la vía del relajamiento de restricciones potenciales de divisas disponibles. Tal como se argumentó antes, la abundancia de divisas que ha experimentado la economía chilena se debe a una variedad de factores, el más importante de los cuales fue desde el principio el cambio favorable en la cuenta corriente (véase cuadro 2), encabezado inicialmente por un marcado mejoramiento del precio del cobre desde 1987. En lo que se refiere a la disponibilidad de crédito al sector privado, es indudable que las con-

diciones externas se han tornado más favorables en los recién pasados años, ya que prestatarios chilenos, en particular los bancos y algunas empresas grandes, volvieron a los mercados internacionales de crédito. Si es que existía una restricción crediticia que operara por vías adicionales a la tasa de interés, la reanudación de los préstamos voluntarios a bancos y empresas chilenas podrían haber contribuido a relajar dicha restricción. Además, todas las empresas, incluso las que no tienen acceso al mercado internacional de capital, se beneficiaron de una demanda efectiva que por primera vez en dos decenios se ha situado cerca de la frontera productiva por cinco años. Este es un determinante decisivo del buen desempeño de la inversión. Aparentemente, el efecto más directo de las corrientes, vía la IED, ha sido el más importante. Como ya se mencionó, estas inversiones han incrementado de un modo importante la capacidad productiva de rubros exportables.

2. Tipo de cambio, inversión en rubros exportables e importaciones de bienes de capital

Es de particular interés estudiar el efecto indirecto de la afluencia de capitales extranjeros en la inversión en rubros exportables, en especial en manufacturas, vía su efecto en el tipo de cambio. Por desgracia no existe información desagregada de inversión por sectores de actividad económica, y en sectores de rubros exportables. El desarrollo económico chileno durante las dos décadas pasadas ha estado muy ligado a la expansión y diversificación de las exportaciones. El avance más dinámico lo han tenido las exportaciones de productos primarios no cupreteros y las semimanufacturas asociadas a ellos. Las exportaciones de manufacturas, propiamente dichas, también han aumentado a tasas altas, pero desde niveles iniciales muy pequeños. El tipo de cambio es una variable fundamental que explica el comportamiento de la oferta exportable (Moguillansky y Titelman, 1993). El único subperíodo en el que el volumen de las exportaciones manufactureras se contrajo (en tanto que las de productos basados en recursos no mineros crecieron más lentamente) es el de 1979 a 1983. Es interesante anotar que durante 1979-1982 se produjo la gran revaluación del tipo de cambio asociada con la cuantiosa entrada de préstamos bancarios ocurrida durante el episodio anterior.

Esto explica por qué las autoridades le han dado tan alta prioridad a las medidas para moderar la apreciación del tipo de cambio, por lo menos hasta el primer trimestre de 1994, a pesar de sus implicaciones

con respecto a la inflación. En una economía pequeña y abierta como la chilena, una apreciación tiene no sólo efectos en la asignación de recursos entre los sectores de rubros comerciables y no, sino que también afecta la tasa de crecimiento de largo plazo.³² El crecimiento del sector de rubros no comerciables (al igual que el de los sectores sustituidores de importaciones) tiene un límite estrecho, determinado por el tamaño del mercado interno. El aumento de las exportaciones por lo general no está sujeto a estas limitaciones, en especial cuando su expansión es acompañada de un proceso de diversificación en cuanto a productos y mercados de destino. Además, es más probable que los beneficios de las economías de escala y aprendizaje puedan captarse exportando antes que produciendo para el mercado interno.

El tipo de cambio puede también afectar la inversión mediante su efecto en el costo de los bienes de capital, la mayor parte de los cuales son importados en una economía pequeña como la chilena. Este efecto puede ser de signo contrario al asociado con las inversiones en rubros exportables: mientras más depreciado esté el tipo de cambio real, más altos serán los costos de reposición de los bienes de capital y esto podría desincentivar la inversión. Sin embargo, aun cuando una depreciación cambiaria afecte negativamente a la inversión mediante el efecto precio de los bienes de capital, si esta lleva a una tasa de crecimiento de exportaciones y del PIB más alta, la inversión total podría aumentar (efecto ingreso de la depreciación). Lo que interesa averiguar es la importancia relativa de estos efectos.

En un estudio reciente Assael y Rojas (1993) estiman funciones desagregadas de demanda de importaciones. Con respecto a las importaciones de bienes de capital, al calcular la ecuación de cointegración, los autores encuentran que éstas tienen una elasticidad negativa respecto al tipo de cambio real de 0.24, y una elasticidad positiva en relación con la formación bruta de capital fijo de 1.15 (que es la variable escala utilizada por los autores). Dado que obtienen una relación de cointegración, se estima un modelo de corrección de errores. En este modelo, la elasticidad respecto al tipo de cambio resulta negativa y su valor en el corto plazo es de 0.32. Por lo tanto, ambas estimaciones señalan un efecto con el signo esperado, pero de una magnitud relativamente baja.

³² Nos referimos a apreciaciones no sustentadas en factores que influyen en el equilibrio del tipo de cambio en el largo plazo. Es normal observar que, a medida que una economía se desarrolla en comparación con el resto del mundo, el tipo de cambio se aprecia a causa de un mejoramiento persistente de la productividad de los factores, que tiende a estar sesgado en favor de los rubros comerciables.

Un estudio realizado por Solimano (1990) arroja nueva luz acerca de los elementos determinantes de la inversión. Solimano estima un modelo de tres ecuaciones simultáneas para la inversión, la q de Tobin (aproximada por el índice de precios reales de las acciones) y el ingreso real. Los resultados de dicho modelo indican que la inversión se ve afectada por el crédito al sector privado, pero que el efecto no es muy importante en términos cuantitativos. Por otro lado, el efecto del tipo de cambio en la inversión es complejo. En el corto plazo, la sobrevaluación cambiaria puede aumentar la rentabilidad de la inversión mediante una reducción en el precio de reposición del capital, dando lugar a una expansión en la inversión que no es sostenible y que está centrada en sectores "equivocados" (los productores de rubros no comerciables). En un plazo más largo, el efecto de una depreciación real puede tornarse positivo porque aumenta el valor del capital instalado en el sector de rubros comerciables, y este efecto llega a ser mayor que el del aumento del costo de la inversión a medida que la importancia relativa de ese sector de la economía crece y la dependencia de bienes de capital importados disminuye.

Como ya se señaló, una depreciación real del tipo de cambio tiene importantes efectos positivos en las exportaciones, aunque estos varían sectorialmente (Moguillansky y Titelman, 1993). Lo que a su vez tiene un efecto positivo en el crecimiento económico, el cual se debería reflejar en un aumento de la inversión total y, por tanto, en un incremento de las importaciones de bienes de capital. En consecuencia, es probable que una depreciación real, al tener un efecto positivo en las exportaciones y en los bienes sustitutivos de las importaciones, tenga un efecto positivo neto en la inversión por medio de sus efectos en la demanda agregada, no obstante el encarecimiento que produciría en el precio de los bienes de capital.

CONCLUSIONES

La experiencia chilena demuestra que para lograr simultáneamente el ingreso de capitales, la mantenencia de cierto control en las políticas cambiaria y monetaria, y un aumento del ahorro nacional, suele requerirse una gran intervención esterilizada y de regulación de los ingresos de capitales de corto plazo. El éxito de esta estrategia descansa en aspectos macrofinancieros que competen al banco central y al Ministerio de Hacienda.

En la experiencia chilena destaca la importancia de adoptar una

posición pragmática en torno de la regulación de los movimientos de capitales. En general se han modificado las regulaciones con una perspectiva de mantener el aliciente de atraer capitales al país, pero procurando minimizar los efectos transitorios no deseados que pudieran tener en la estabilidad macroeconómica y en la asignación de recursos.

Una manifestación de este pragmatismo es un proceso gradual, reflejo de la voluntad de las autoridades económicas para identificar si la afluencia de financiamiento externo constituye un choque externo transitorio o permanente. Ello permite aminorar los costos y maximizar los beneficios de disponer de tales recursos. La combinación de elementos utilizada para estos propósitos ha sido la de regular los movimientos especulativos de corto plazo mediante encajes, cuotas y comisiones; la de intervenir en el mercado cambiario mediante la flotación sucia, dentro de una banda ampliada, que se mueve en torno de un valor de referencia definido por una canasta de monedas, y la esterilización del efecto monetario de la mayor disponibilidad de divisas.

Es difícil atribuir la situación de abundancia de fondos externos exclusivamente a la política económica interna, pues la abundancia es común a países con políticas diferentes. Existen importantes factores externos que operan para desviar capitales internacionales hacia la América Latina (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993), y Chile es un importante receptor de ellos. La recuperación de la actividad económica y de las tasas de interés internacionales pueden ocasionar reversiones desestabilizadoras en las corrientes capitales, independientemente de las políticas internas chilenas.

El componente principal de los capitales extranjeros que ingresaron a Chile en los recién pasados años ha sido la IED. El primer factor importante ha sido una "reposición" de los acervos de IED, los que eran inusualmente bajos a mediados de la década de los ochenta. Pero las afluencias adicionales están relacionadas con las condiciones favorables que presentaba, y que aún presenta, la economía chilena para la inversión extranjera, sobre todo en rubros exportables en los que Chile tiene ventajas comparativas naturales.

Otra partida importante, en los recientes años, para las afluencias de capitales son los denominados capitales especulativos. Es difícil definir este concepto y en este estudio se hizo un examen de diversas definiciones, con hincapié en sus ventajas y desventajas. La definición que elegimos está estrechamente relacionada con los movimientos de capitales privados de corto plazo. En condiciones "normales"

en estas corrientes influye decisivamente el diferencial entre la tasa interna y la internacional de interés, corregida por las expectativas de devaluación.

Dos factores estructurales han sido fundamentales en explicar los cambios experimentados en las corrientes de capital de corto plazo desde 1987. El primero es el problema de la deuda, el cual prevaleció en su forma más aguda desde 1982 hasta mediados de 1987. En el segundo de esos años, los precios del cobre subieron de modo considerable y también Chile pudo suscribir un acuerdo de reprogramación de su deuda con los acreedores externos. Además, las presiones en la deuda externa se aliviaron como resultado del programa de conversión de la deuda en capital accionario. El segundo cambio estructural se relaciona con las medidas cambiarias adoptadas para desestimular el arbitraje internacional de tasas de interés, en particular la introducción de encajes en los créditos externos de corto plazo y la mayor incertidumbre en el precio del dólar causada por la ampliación de su banda de flotación, junto con el inicio de un régimen de flotación sucia, y por la adopción de una canasta de monedas para determinar el punto central de la banda. Estas políticas se adoptaron a partir de 1991 y tuvieron como efecto una disminución importante de las corrientes de capital de corto plazo, las cuales eran incentivadas por la mantención de tasas de interés nacionales que estaban muy por arriba de las internacionales.

En consecuencia, lejos de representar una situación de liberalización con perfecta movilidad del capital, tipo de cambio fijo, y donde se pierde control en la demanda agregada, el caso chileno ha supuesto una intervención pragmática flexible para regular la entrada de capitales y actuar en los mercados del dinero y cambiarios, para así administrar la liquidez interna y regular el gasto agregado.

El banco central y el Ministerio de Hacienda actuaron de manera concertada para implantar esta estrategia. Su papel consistió en el uso del mercado de capitales interno —profundizado como consecuencia de una reforma del sistema de pensiones— como ámbito para esterilizar los efectos monetarios de la acumulación de reservas a fin de prevenir la apreciación excesiva del tipo de cambio real. A su vez, tal enfoque ha requerido hacer ahorros en el sector público y por tanto aplicar una política fiscal disciplinada, de acuerdo con la cual los recursos generados por los choques positivos —que se manifiesten en los precios de recursos naturales de propiedad del Estado— se ahorran para ser utilizados en los periodos de choques negativos.

Se estudiaron las diferencias entre el primer periodo de entradas fuertes de capital (1978-1981) y el periodo 1987-1992. La principal diferencia entre estos dos periodos radica en que, en el primero, la política monetaria fue en esencia pasiva y permitió la monetización de las corrientes y el atraso cambiario; mientras que en el segundo, la autoridad monetaria en efecto ha esterilizado una buena parte de la entrada de capitales y ha articulado una serie de medidas para moderar la apreciación cambiaria. A raíz de eso, las tasas de interés llegaron a niveles más altos de las que hubieran prevalecido sin esterilización, y han requerido la utilización de las medidas cambiarias ya mencionadas y restricciones de costos para impedir una afluencia de capitales especulativos aún mayor. En contraparte, contribuye a un equilibrio macroeconómico más sostenible y a un desarrollo productivo más sólido, vinculado con el dinamismo exportador.

La cuenta de capitales ha aumentado mucho mientras que la inversión total lo ha hecho de modo más modesto. Esto podría indicar dos fenómenos complementarios: *i*) a pesar del aumento del coeficiente de inversión de la economía en su conjunto, la inversión en los sectores productores de rubros comerciables no asociados con los recursos naturales que no han tenido afluencia de IED aún es débil, *ii*) una parte importante del financiamiento externo, difícil de determinar en términos cuantitativos, financió la compra de activos existentes (por ejemplo, los FICE y los ADR secundarios) o a invertirse en el exterior. Resulta evidente que la IED, los créditos asociados directamente a ésta y las fuentes multilaterales, son los que contribuyeron a la mayor parte del complemento externo de la formación de capital en Chile.

A pesar de que no existen cifras sistemáticas de la distribución de la inversión entre comerciables y no comerciables, los análisis empíricos disponibles para diversos países permiten concluir que el tipo de cambio es una variable decisiva para la mantención del dinamismo exportador, particularmente en lo que se refiere a los productos no tradicionales (véase CEPAL, 1994b, cap. IV). El crecimiento económico de Chile ha llegado a descansar de manera ascendente en la ampliación sostenida de la oferta exportable, la cual ha incrementado de modo notorio su participación en el PIB. Este cambio estructural hace que una depreciación cambiaria tenga un efecto positivo cada vez mayor en la inversión. Esto se da en parte porque el acervo de capital en rubros exportables ha aumentado y, por lo tanto, la depreciación cambiaria aumenta el valor del capital instalado en la econo-

mía (efecto estudiado por Solimano, 1990). Por otra parte, el efecto positivo de una depreciación real en la inversión sería mayor mientras mayor sea el sector exportador. A medida que crece este sector, los aumentos de la inversión inducidos por el efecto de la depreciación en los precios relativos de los rubros comerciables pasan a ser mayores que las disminuciones en la inversión en los sectores productores de rubros no comerciables. A su vez, el efecto multiplicador del impulso exportador en la economía en su conjunto podría estar ejerciendo un efecto-ingreso positivo incluso en los sectores que producen rubros no comerciables y sustituidores de importaciones.

Estas consideraciones explican el esfuerzo de las autoridades por moderar la apreciación real como consecuencia de la afluencia de capitales extranjeros privados de años recientes. Es de especial importancia para el modelo de desarrollo chileno que se evite la apreciación cambiaria real más allá de la que ya ha ocurrido desde 1991.

Una de las razones del hincapié en la mantención del tipo de cambio es que las autoridades se han quedado con pocas herramientas opcionales. La liberalización comercial emprendida por Chile hace casi veinte años y la adhesión a las políticas de incentivos neutrales hace difícil elaborar medidas fiscales o financieras de apoyo a la diversificación y expansión de la oferta exportable chilena. El tipo de cambio real ha fluctuado y se ha apreciado, no obstante los esfuerzos de la autoridad, más de lo que ésta parecía considerar deseable. Este resultado se puede asociar a los efectos inducidos por ciertos aspectos de las políticas cambiarias y de movimiento de capitales aplicadas: i) las crecientes filtraciones del encaje en las entradas de capitales, la mayor de ellas representada por los ADR secundarios, y ii) la erosión paulatina de los límites entre los mercados de cambio formal e informal. Políticas más pragmáticas podrían hacer que la tasa de cambio se mantuviera más cercana a las bases fundamentales en vez de guiarse por valores transitorios fuera de tendencia (*outliers*). De esta manera podría contribuir de manera más efectiva al desarrollo de la economía chilena.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agosin, M., R. Fuentes y L. Letelier (1993), *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas: el caso de Chile*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo, Red de Centros de Investigación Aplicada.

- Akyuz, Y. (1993), "Financial Liberalization: The Key Issues", Y. Akyuz y G. Held (comps.), *Finance and the Real Economy: Issues and Case Studies in Developing Countries*, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo, Universidad de las Naciones Unidas, Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo, Santiago, S.R. V. Impresos.
- Arrau, P. (1992a), "El nuevo régimen previsional chileno", Seminario Internacional de Reformas al Régimen Pensional, Bogotá, 20-21 de mayo.
- , y J. Quiroz (1992), "Ahorro fiscal y tipo de cambio real", *Cuadernos de Economía*, núm. 88, Santiago, diciembre.
- Assael, P., y P. Rojas (1993), "Un análisis econométrico de la demanda por importaciones desagregadas en Chile: 1960-1992", Banco Central de Chile, Santiago, septiembre, inédito.
- Banco Central de Chile (1992), *Evolución de la economía en 1992 y perspectivas para 1993*, Santiago, septiembre.
- (1993), *Evolución de la economía en 1993 y perspectivas para 1994*, Santiago, septiembre.
- Banco Mundial (1993), *Diez años después de la crisis de la deuda*, Oficina Regional de América Latina y el Caribe, Washington, septiembre.
- Bianchi, A. (1993), "Overabundance of Foreign Exchange, Inflation and Exchange Rate Policy: The Chilean Experience", Colin Bradford (comp.), *Mobilising International Investment for Latin America*, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- Budnevich, C., y R. Cifuentes (1993), "Manejo macroeconómico de los flujos de capitales de corto plazo: La experiencia de Chile", *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 38, Santiago, diciembre.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 1, Washington, Fondo Monetario Internacional, marzo.
- CEPAL (1994a), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Chile*, Santiago, enero.
- (1994b), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial (LC/G.1800/SES.25/3)*, Santiago, marzo.
- Corbo, V., J. de Melo y J. Tybout (1987), "¿Por qué fracasaron las recientes reformas en el Cono Sur?", S. Roca (comp.), *Estabilización y ajuste estructural en América Latina*, Lima, Editorial Universo.
- Damill, M., J. M. Fanelli y R. Frenkel (1992), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta, Chile", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago, agosto, inédito.
- Departamento de Economía, Universidad de Chile (1993), *Comentarios sobre la situación económica*, Santiago, diciembre.

- Desormeaux, J. (1989), "La inversión extranjera y su rol en el desarrollo de Chile", serie *Documento de Trabajo* núm. 119, Instituto de Economía, Santiago, Pontificia Universidad Católica de Chile, julio.
- Feliú, C. (1992) "Inflación externa y tipo de cambio real: nota metodológica", Serie de Estudios Económicos, núm. 37, Santiago, Banco Central de Chile.
- Ffrench-Davis, R. (1982), "Deuda externa y balanza de pagos de América Latina: tendencias recientes y perspectivas", *Progreso económico y social en América Latina. Informe 1982*, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- (1984), "Deuda externa, liberalización financiera y crisis en Chile", *América Latina: Deuda, crisis y perspectivas*, Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI), Ediciones Cultura Hispánica, Madrid, y en *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 11, diciembre 1983.
- (1990), "Conversión deuda-capital en Chile", *Cuadernos de Economía*, año 27, núm. 82, Santiago, diciembre.
- (1992), "Adjustment and Conditionality in Chile, 1982-88", E. Rodríguez y S. Griffith-Jones (comps.), *Cross-Conditionality, Banking Regulations and Third World Debt*, Londres, MacMillan.
- , y J. P. Arellano (1981), "Apertura financiera externa: La experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 5, Santiago.
- , y O. Muñoz (1990), "Desarrollo económico, inestabilidad y desequilibrios políticos en Chile: 1950-89", *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 28, Santiago, junio.
- , P. Leiva y R. Madrid (1991), "La apertura comercial en Chile: Experiencias y perspectivas", (UNCTAD/ITP/68), *Estudios de Política Comercial*, núm. 1, Nueva York, UNCTAD, Naciones Unidas.
- Fischer, B., y H. Reisen (1992), "Towards Capital Account Convertibility", *Policy Brief*, núm. 4, París, OCDE.
- Fontaine, J. A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", *Estudios Públicos*, núm. 30, Santiago, Centro de Estudios Públicos.
- (1993), "Transición económica y política en Chile (1970-1990)", *Estudios Públicos*, núm. 50, Santiago, Centro de Estudios Públicos.
- Hachette, D., y A. Cabrera (1989), "The Capital Account Liberalization in Chile, 1974-82", *Documento de Trabajo*, núm. 120, Santiago, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile.
- Hanson, J. (1992), "Opening the Capital Account. A Survey of Issues and Results", *Policy Research Working Papers*, núm. 901, Washington, Banco Mundial.
- Held, G. (1993), "Bank Regulation, Liberalization and Financial Instability in Latin America and Caribbean Countries", Y. Akyuz y G. Held (comps.), *Finance and the Real Economy: Issues and Case Studies in Developing Countries*, ECLAC/UNU-WIDER/UNCTAD, Santiago, S.R.V. Impresos.

- Helpman, E., L. Leiderman y G. Bufman (1993), "A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and Mexico", Tel Aviv University, septiembre, mimeografiado.
- Iglesias, A., y R. Acuña (1991), *Sistema de pensiones en América Latina. Chile: Experiencia con un régimen de capitalización 1981-1991*, Santiago, S.R.V. Impresos.
- Labán R., y F. Larraín (1993), "Can a Liberalization of Capital Outflows Increase net Capital Inflows?", *Documento de trabajo*, núm. 155, Santiago, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile.
- Larraín, F. (1988), "Debt-Reduction Schemes and the Management of Chilean Debt", Washington, Banco Mundial, diciembre, inédito.
- Marfán, M. (1992), "Reestimación del PGB potencial en Chile: Implicancias para el crecimiento", *Cuadernos de Economía*, año 29, núm. 87, Santiago, agosto.
- Mizala, A. (1985), "Segmentación del mercado de capitales y liberalización financiera", *Notas Técnicas*, núm. 69, Santiago, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, marzo.
- (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera chilena", *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 35, número especial, Santiago, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, septiembre.
- Moguillansky, G., y D. Titelman (1993), "Estimación econométrica de funciones de exportación en Chile", *Estudios de Economía*, vol. 20, núm. 1, Santiago, junio.
- Morandé, F. (1988), "Apreciación del peso y entrada de capitales externos. ¿Cuál viene antes? (Chile, 1977-82)", F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (comps.), *Del auge a la crisis de 1982: Ensayos sobre liberalización financiera y endeudamiento en Chile*, Santiago, Instituto Latinoamericano de Doctrina y Estudios Sociales.
- Ramos, J. (1988), "Auge y caída de los mercados de capitales en Chile", F. Morandé y K. Schmidt-Hebbel (comps.), *Del auge a la crisis de 1982: Ensayos sobre liberalización financiera y endeudamiento en Chile*, Santiago, Instituto Latinoamericano de Doctrina y Estudios Sociales.
- Reisen, H. (1993), "Southeast Asia and the 'Impossible Trinity'", *International Economic Insights*, vol. 4, núm. 3, mayo-junio.
- Repetto, A. (1992), "Políticas macroeconómicas y tipo de cambio real en Chile, 1980-91", Santiago, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, diciembre, inédito.
- Romaguera, P. (1991), "Las fluctuaciones del precio del cobre y su impacto en la economía chilena", *Notas Técnicas*, núm. 143, Santiago, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, octubre.
- Solimano, A. (1990), "Inversión privada y ajuste macroeconómico: La experiencia chilena en la década de los 80", *Colección Estudios CIEPLAN*, núm. 28, Santiago, junio.

- Uthoff, A. (1992), "Estabilización y precios relativos, el desafío de reducir la inflación a un dígito", Proyecto Regional sobre *Políticas financieras para el desarrollo*, Santiago, CEPAL-PNUD.
- Valdés, S. (1993), "Ajuste estructural en el mercado de capitales: la evidencia chilena", D. Wisecarver (comp.), *El modelo económico chileno*, Santiago, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile-Centro Internacional para el Desarrollo.
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, núm. 2, Santiago, Departamento de Economía, Universidad de Chile, diciembre.
- Zahler, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de la CEPAL*, núm. 48, Santiago, diciembre.

6. CORRIENTES DE CAPITAL: EL CASO DE MÉXICO

José Ángel Gurriá Treviño

INTRODUCCIÓN

DURANTE los seis años que siguieron a la crisis de la deuda de 1982, la mayoría de los países deudores de la América Latina se encontraron en una situación por completo distinta de la que experimentaron en la década de los setenta: de ser receptores de cuantiosas corrientes de capital externo, principalmente vía endeudamiento externo, se convirtieron en exportadores netos de capital en montos significativos. Sin embargo, a partir del segundo semestre de 1989 comenzó a observarse un cambio considerable en esa tendencia, a tal grado que varios países de la América Latina, entre ellos México, han figurado en la lista de los llamados mercados emergentes más dinámicos del mundo.

De esta manera, desde la perspectiva de los países en desarrollo, uno de los aspectos más relevantes del llamado proceso de globalización del sistema financiero internacional es la gran cantidad de capitales que se han dirigido hacia esas naciones en los pasados cuatro años, así como los desafíos que plantea este fenómeno en cuanto al manejo de la política monetaria y de tipo de cambio de cada país, con el fin de evitar efectos adversos en la demanda agregada y en la inflación. Al respecto, se han planteado múltiples inquietudes que van desde intentar explicar las causas que han originado el cambio en la dirección de las corrientes de capital privado, hasta una preocupación comprensible por prever el grado de permanencia de estos capitales en los países receptores y la manera más apropiada de abordar la política económica para evitar efectos macroeconómicos indeseables. Pero, es obvio que la preocupación principal de los gobiernos radica en encontrar los medios que permitan obtener ventaja de la circunstancia actual para financiar el desarrollo de actividades productivas, así como, en una perspectiva de largo plazo, poner en marcha acciones que promuevan las corrientes de capital continuas, suficientes y, sobre todo, predecibles.

Los factores que explican la drástica modificación, tanto en la dirección de las corrientes de capital como en su composición, son de orden interno y externo. Entre los primeros se encuentran los resultados positivos de los programas de reforma económica aplicados por varios países en desarrollo, pues es indudable que la instrumentación de una política económica congruente y los progresos en la estabilización han creado un ambiente favorable para realizar inversiones, sin perder de vista que precisamente uno de los efectos de la política monetaria restrictiva que ha acompañado a los programas de estabilización ha sido mantener altas tasas reales de interés. Además, una gran parte de los países en desarrollo ha reestructurado su deuda externa sobre bases permanentes, normalizando sus relaciones financieras con el exterior.

Entre los factores de orden externo están los avances de tipo tecnológico, que se han traducido en una constante innovación de productos y servicios financieros, así como en la movilización a una velocidad casi instantánea de una enorme cantidad de capitales. Asimismo, la tendencia a la desregulación de los mercados financieros tanto de países industrializados como en desarrollo ha hecho posible reducir los costos de transacción y aumentar el espectro de posibilidades de inversión. Al quedar inmersos estos hechos en un contexto internacional recesivo e incierto, caracterizado por una fuerte contracción de las economías más importantes, el debilitamiento del dólar y la reducción a niveles históricamente bajos de las tasas de interés, han contribuido sin duda al notable incremento de la corriente de capitales hacia algunos países en desarrollo.

En el presente trabajo se estudian las tendencias de las corrientes de capital en México durante los pasados veinte años. En este lapso es posible distinguir tres subperiodos: *i)* de 1971 al primer semestre de 1982, cuando hubo una entrada considerable de capital externo, principalmente mediante los créditos de los bancos comerciales internacionales; *ii)* de finales de 1982 al primer semestre de 1989, lapso en el que se suspendieron los créditos voluntarios y el país se convirtió en exportador neto de capital, y *iii)* del segundo semestre de 1989 a la fecha, cuando tiene lugar el retorno a los mercados internacionales de capital. El último subperiodo constituye la parte central de este trabajo. En él, se analizan las maneras que ha adoptado el retorno de México a los mercados voluntarios de capital, las profundas modificaciones económicas y de tipo regulatorio que han permitido la captación de nuevas modalidades de inversión extranjera y el

papel de las políticas monetaria y de tipo de cambio en la absorción de las corrientes de capital excedentes. Por último, se presentan las conclusiones del trabajo.

I. PRINCIPALES CARACTERÍSTICAS DE LAS CORRIENTES DE CAPITAL EXTERNO QUE ENTRARON A MÉXICO ENTRE 1971 Y 1982

Tradicionalmente México, como cualquier otro país en desarrollo, ha recurrido al financiamiento externo para cubrir sus necesidades de inversión, debido a la generación insuficiente de ahorro interno. Lo que ha variado, a lo largo del tiempo, ha sido la composición de las fuentes de recursos externos. Durante el periodo que comprende las décadas de los cuarenta a los sesenta, dicho financiamiento provino en su mayor parte de la inversión extranjera directa (IED) y de los créditos oficiales. En los años setenta, el surgimiento y desarrollo de los mercados del eurodólar y el reciclaje de petrodólares provocaron un aumento considerable de la oferta de financiamiento externo de fuentes privadas, que colocaron a la banca comercial como el principal acreedor del país.

Pero además, en los primeros años de los setenta, en algunos ámbitos académicos y gubernamentales, se comenzó a cuestionar las ventajas de promover el acceso de inversión extranjera directa. Estas inquietudes se reflejaron en las restricciones contenidas en la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera, que entró en vigor en 1973. En ella, se establecieron los ámbitos reservados exclusivamente al Estado y a los mexicanos.¹

Así, la corriente de inversión extranjera directa, que había aumentado a una tasa promedio anual de 10% entre 1959 y 1970, creció apenas 4% en promedio anual de 1971 a 1976. Aunque de ninguna manera esta contracción puede atribuirse sólo a un cambio de tipo legal, indudablemente sí fue uno de los elementos que contribuyeron a provocarla.

¹ La Ley también estableció los diferentes porcentajes en los que podía participar la inversión extranjera en empresas mexicanas, la cual, en ningún caso podría exceder 49%, si bien la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras quedó facultada para resolver lo concerniente al aumento o disminución de los porcentajes de participación. De acuerdo a la Ley, se reservó exclusivamente al Estado las siguientes actividades: *i*) petróleo y los demás hidrocarburos; *ii*) petroquímica básica; *iii*) explotación de minerales radiactivos y generación de energía nuclear; *iv*) algunos casos de la minería; *v*) electricidad; *vi*) ferrocarriles, y *vii*) comunicaciones telegráficas. Para los mexicanos se reservaron: *i*) radio y televisión; *ii*) transporte automotor urbano, interurbano y en carreteras federales; *iii*) transportes aéreos y marítimos nacionales; *iv*) explotación forestal, y *v*) distribución de gas.

De manera simultánea al incremento de la oferta de fondos pres-tables del exterior, ocasionado por el auge de los euromercados, la política económica del gobierno mexicano comenzó a dar un giro de 180 grados con respecto a la política del "desarrollo estabilizador". Las metas de inflación de un dígito y de finanzas públicas equilibra-das cedieron su lugar a una estrategia de crecimiento basada en el incremento considerable del gasto público. Dado que no hubo un intento por aumentar los ingresos fiscales, la brecha se cubrió con endeudamiento externo. Entre 1972 y 1982 el saldo de la deuda externa creció 28% en promedio anual, lo que significa su ritmo de creci-miento más alto del presente siglo. Mientras tanto, el déficit público aumentó constantemente, hasta alcanzar 16.9% del PIB en 1982, contra un porcentaje de 4.5 en 1972.²

Con este panorama el tipo de cambio real se apreció de manera considerable, lo que en un sistema financiero escasamente desarro-llado y poco apto para ofrecer instrumentos atractivos en contextos inflacionarios, provocó una gran salida de divisas con carácter espe-culativo (fuga de capitales). Se calcula que entre 1973 y 1982 salieron del país alrededor de 26 mil millones de dólares por esta vía.³

Es conveniente aclarar que entre 1954 y 1976 la política cambiaria de México se caracterizó por mantener un tipo de cambio fijo (a una paridad de 12.50 pesos por dólar), con libre convertibilidad y sin restricciones a la movilidad de capitales. Con tipo de cambio fijo, el déficit de la cuenta corriente se ajustó mediante los siguientes meca-nismos: *i*) variaciones de las reservas internacionales; *ii*) aumento de la protección efectiva (es decir, encareciendo las importaciones), y *iii*) establecimiento de incentivos fiscales a la exportación (abaratando las exportaciones). En realidad estas medidas agravaron el dese-quilibrio fiscal y restaron competitividad a la planta productiva.

Poco a poco la economía entró en un círculo vicioso que restó consi-derables grados de libertad a la política económica. En efecto, el dé-ficit fiscal, al expandir la demanda agregada, ocasionaba un aumento del déficit de la cuenta corriente; éste se contrarrestaba reduciendo las reservas internacionales, contratando mayores créditos externos y/o aumentando la protección efectiva y los incentivos fiscales a la exportación. Las dos últimas medidas tenían un efecto negativo en el

² La nueva estrategia provocó, a partir de 1973, el crecimiento acelerado de la inflación, que promedió 23.9% anual entre ese año y 1982 (contra 4.7% promedio anual entre 1954 y 1970, periodo del "desarrollo estabilizador"), así como un marcado deterioro de la cuenta corriente, cuyo déficit como proporción del PIB pasó de 2.4% en 1971 a 6.4% en 1981.

³ Esta cifra se basa en la metodología desarrollada por Gurria y Fadl (1991).

déficit público, mientras que la primera generaba inestabilidad al tipo de cambio y alentaba tanto la creciente dolarización de los activos financieros como las fugas de capital; estas últimas, a su vez, aumentaban los requerimientos de endeudamiento externo, afectando negativamente el déficit público.

El deterioro de las finanzas públicas, el aumento de la inflación, las fugas de capital y el desequilibrio externo, más la contracción de la inversión privada, condujeron a la devaluación del tipo de cambio el 31 de agosto de 1976. Entre esta fecha y el 30 de noviembre de 1976 se adoptó un régimen de tipo de cambio flotante que condujo, finalmente, a una devaluación de 80%. Entre diciembre de 1976 y agosto de 1982 se aplicó un sistema de deslizamiento controlado, que hasta febrero de 1982 operó de manera formal, ya que el tipo de cambio permaneció casi sin variaciones.

En el periodo comprendido entre 1978 y 1981 la inversión pública se disparó considerablemente (se duplicó en términos reales). El motivo principal de dicho incremento fue la expansión del sector petrolero, cuando había expectativas muy favorables de mediano plazo en los precios del energético en el mercado internacional. Una buena parte de esta inversión se financió con recursos externos. Al respecto, las corrientes de capitales externos hacia el país continuaron mostrando el predominio de los empréstitos de la banca comercial; el saldo de la deuda pública externa presentó una tasa de crecimiento media anual de 28% en esos años. Sin embargo, también hubo un crecimiento importante de la inversión extranjera directa, cuyo saldo aumentó a una tasa de 19% promedio anual en ese mismo lapso.

A las cuantiosas corrientes de capitales externas se agregaron las entradas de divisas por exportación de petróleo. A pesar de que se realizaron cambios de gran importancia en la política monetaria, como fue el caso de la introducción de los Certificados de la Tesorería (CETES), un instrumento más práctico para el financiamiento del déficit público que además posibilitó la realización de operaciones de mercado abierto, se continuó utilizando el encaje legal como mecanismo de regulación monetaria. Así, en un principio, el uso de CETES no tuvo un gran efecto en la regulación de la liquidez de la economía y, por ende, para esterilizar parte de los efectos monetarios de la enorme cantidad de capitales externos que ingresaron al país entre 1978 y 1981. Sin embargo, a partir de 1979 se intentó dar mayor flexibilidad a las tasas de interés, al establecer la revisión semanal de las tasas de los depósitos denominados en pesos.

Estas medidas fueron insuficientes para contener la creciente apreciación del tipo de cambio. A pesar de que se mantuvieron tasas de interés reales positivas para compensar el riesgo cambiario, lo único que se ocasionó con ello fue una validación de las expectativas de devaluación, lo que realimentó la salida de capitales.⁴

Para contrarrestar la agudización de la crisis especulativa se decretó un control de cambios al mismo tiempo que la estatificación de los bancos comerciales, exacerbando el ambiente de incertidumbre. Así, a pesar del estricto reglamento y vigilancia para llevar a cabo operaciones en moneda extranjera, se calcula que la fuga de capitales tan sólo en el último trimestre de 1982 fue de 2 400 millones de dólares; es decir, 40% de las exportaciones totales en ese periodo. El control de cambios, además de resultar ineficaz para detener los movimientos especulativos de capital, tuvo por resultado el traslado de la mayor parte de las operaciones con divisas a las casas de cambio y a los bancos estadounidenses ubicados en la zona fronteriza.

II. PERIODO DE LA CRISIS DE LA DEUDA. MÉXICO SE CONVIERTE EN EXPORTADOR NETO DE CAPITALES (1983-1989)

De 1983 a 1987 las políticas monetaria y cambiaria tuvieron como propósito fundamental restablecer el equilibrio externo y colaborar a la estabilización de la economía. Ambas políticas estuvieron marcadas por la crisis generalizada por la que atravesó la economía a partir de 1982, la más grave desde la Gran Depresión.

En primer término, para contar con una política cambiaria eficaz, se requería ordenar el mercado cambiario, así como simplificar y agilizar su operación. Esto debía hacerse en condiciones macroeconómicas cuya característica era la aguda escasez de reservas internacionales, escasez de corrientes de capital, la falta de competitividad de la planta productiva y, particularmente, la carga de la deuda externa. Esa situación impedía liberar por completo el mercado de divisas en el corto plazo. Por tanto, el 20 de diciembre de 1982 comenzó a operar

⁴ La apreciación del tipo de cambio real entre 1978 y principios de 1982 (aproximadamente 27%), y el desplome del precio internacional del petróleo en el segundo semestre de 1981, empezaron a generar un ambiente de gran incertidumbre, que se reflejó en una cuantiosa fuga de capitales y, posteriormente, en la virtual interrupción de los créditos del exterior y de la IED. Estos acontecimientos dieron lugar a las devaluaciones de 1982 (febrero, agosto y diciembre). Además, después de la devaluación del peso en agosto de ese año, se estableció un rígido control de cambios, por lo que, por primera vez en la historia de México, se perdía la libre movilidad y convertibilidad de la moneda.

un régimen de tipo de cambio dual con un mercado libre y otro controlado. El primero regiría para el comercio de bienes y algunos servicios, así como para el pago del servicio de la deuda externa pública y privada, mientras que el segundo se aplicaría a las demás transacciones, tales como el turismo y el intercambio fronterizo. Al mismo tiempo se anunció un deslizamiento de 13 centavos diarios, lo que equivalía a una depreciación de 50% anual.⁵

Por su parte, la política monetaria buscó incrementar el ahorro interno y la intermediación financiera mediante el ofrecimiento de tasas reales de interés positivas. Además, se evitaría la emisión primaria como fuente de financiamiento del sector público. Sin embargo, debido a las fuertes presiones ocasionadas por el sobreendeudamiento externo del país, fue necesario aplicar una política monetaria sumamente restrictiva en algunos años.

En efecto, a pesar de los innegables avances en materia de saneamiento de las finanzas públicas, la carga excesiva de la deuda externa —en un contexto de drástica reducción de los créditos externos y de las corrientes de inversión extranjera directa—, provocó que el financiamiento del déficit público se apoyara tanto en un alto encaje legal como en la creación de deuda interna. La tasa de inflación, que se disparó a niveles sin precedente, y el aumento de las tasas nominales de interés, hacían más oneroso el pago de intereses en la deuda interna, lo cual tenía un efecto negativo en el déficit fiscal.

Sin embargo, en 1985 los esfuerzos iniciales no llevaron a los resultados previstos, principalmente en términos de finanzas públicas; más aún, dichos esfuerzos se vieron nulificados por dos circunstancias muy negativas: los terremotos de 1985 que exigieron un enorme gasto en reconstrucción y en 1986 la caída del precio del petróleo mexicano, de un promedio de 25 dólares por barril en 1985 a 12 dólares en 1986.

En respuesta, las políticas fiscal y monetaria fueron aún más restrictivas, y el tipo de cambio real se depreció considerablemente (48% en 1986 con respecto a 1985). La notable mejoría en la posición externa de México en 1986-1987, cuando se presentó un superávit

⁵ La fijación del tipo de cambio en los dos mercados se hizo estableciendo un margen de subvaluación inicial suficiente para absorber el ajuste de los precios internos y dar el espacio necesario para que otras medidas del programa de estabilización pudieran inducir una disminución de la inflación. Se calcula que en diciembre de 1982 el margen de subvaluación del tipo de cambio controlado fue de 28% y en diciembre de 1983 de 15%. El tipo de cambio nominal fundamentalmente se ajustó a las condiciones de mercado, aunque en ocasiones el Banco de México intervino ambos mercados y la diferencia entre las dos cotizaciones se amplió de modo considerable, tal y como ocurrió en 1985.

importante en la cuenta corriente de la balanza de pagos, fue acompañada, sin embargo, de un repunte de los precios. Las tasas de interés fueron altas en consecuencia, con lo que se impuso una presión adicional a las finanzas públicas por el componente inflacionario de los intereses. La espiral inflacionaria, que fue agravada por la mayor frecuencia de ajustes a salarios y a precios oficiales, junto con la caída de la bolsa de valores en octubre de 1987, resultó en importantes fugas de capital. En respuesta el Banco de México se retiró del mercado de cambios, por lo que el peso se devaluó de manera drástica, generando mayor incertidumbre.

La política económica que siguió a estos hechos consistió en la aplicación de un programa de estabilización de corte heterodoxo, de acuerdo con el cual el tipo de cambio se convirtió en el ancla nominal de los precios. Los elementos básicos de este programa fueron los siguientes: *i*) el tipo de cambio se mantuvo fijo en una primera etapa y, posteriormente, se puso en marcha un sistema de administración concertada; *ii*) con el fin de reducir el desequilibrio fiscal se estableció un control riguroso del gasto público, se puso en marcha una profunda reforma fiscal, se aumentaron los precios de los bienes y servicios producidos por el sector público y se profundizó el proceso de desincorporación de empresas públicas; *iii*) se instrumentó una política monetaria restrictiva; *iv*) se profundizó la apertura comercial mediante la reducción considerable de aranceles y la eliminación de barreras no arancelarias, y *v*) el programa se instrumentó mediante un mecanismo de concertación (Pacto) entre los agentes económicos (obreros, campesinos, empresarios y gobierno), quienes establecieron compromisos en relación con las variaciones de precios claves.

Los principales resultados de estas medidas se reflejaron en la drástica caída de la inflación, de 159% en 1987 a 20% en 1989, una reducción de 11 puntos porcentuales del déficit público, un incremento del PIB de 1.8% en 1987 a 3.1% en 1989 y, finalmente, un ambiente de estabilidad que permitió a los inversionistas planear en un horizonte de mediano y largo plazos.

III. EL REGRESO DE MÉXICO A LOS MERCADOS VOLUNTARIOS DE CAPITAL

Desde el segundo semestre de 1989 México se convirtió en receptor de montos significativos de capitales externos. Este resultado se explica por la conjunción de factores tanto internos como externos;

entre ellos podemos destacar los siguientes: la reducción de las tasas reales de interés a corto plazo en los mercados internacionales; la recesión de los países industrializados; el deterioro de los términos de intercambio que provocaron un creciente déficit de la cuenta corriente de México, en presencia de una amplia oferta de fondos externos, y cambios en las regulaciones de los mercados de capital en los Estados Unidos, que han reducido el costo de transacción a los agentes que tienen acceso a los mercados desde México.⁶

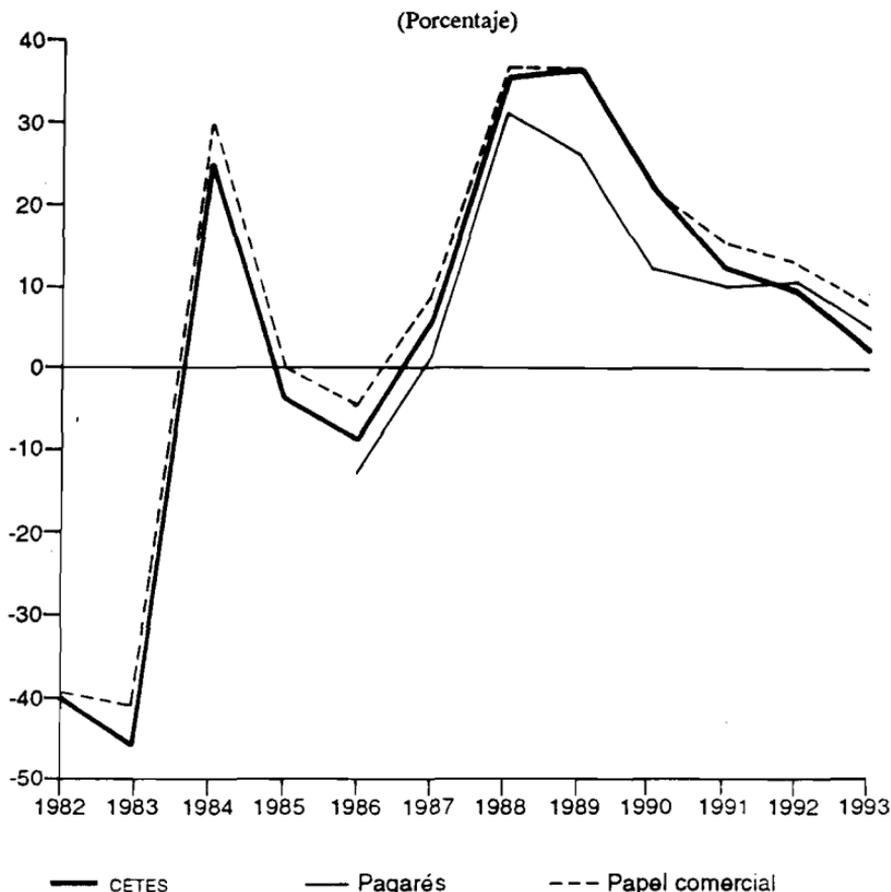
Por otra parte, la afluencia de capitales también ha obedecido a factores de la propia economía mexicana. Entre éstos destacan las altas tasas de interés real, en un principio relacionadas de modo estrecho con la puesta en marcha del programa de estabilización y, posteriormente, por efecto de la política de esterilización parcial de las corrientes de capital. Además del ofrecimiento de rendimientos reales atractivos, es indudable que el avance en consolidar las reformas económicas iniciadas en 1983 influyó positivamente en la atracción de capitales externos. En particular, el paquete de reestructuración 1989-1992 de la deuda pública externa fue un factor clave para generar mayor certidumbre entre los inversionistas acerca de la viabilidad del programa económico y, por tanto, mejoró la percepción del riesgo-país (véase gráfica 1).

La reestructuración del saldo de la deuda sobre bases permanentes, es decir, mediante la reducción del saldo y de las tasas de interés, produjo un efecto inmediato en los requerimientos financieros del sector público, no sólo por el efecto del acuerdo con los acreedores, sino por el hecho de que las tasas de interés internas disminuyeron drásticamente en virtud de las mejores expectativas respecto a la viabilidad del programa económico. Además, los recursos provenientes de las privatizaciones de las empresas estatales se utilizaron para reducir el saldo de la deuda pública, tanto interna como externa, lo que ha revertido el círculo vicioso en el que estaban inmersas las finanzas públicas.

No es fortuito, entonces, que sea a partir del segundo semestre de 1989 —fecha en la cual ya había concluido la parte más difícil de las negociaciones con los acreedores externos— cuando tuvo lugar el retorno de México a los mercados internacionales de capital. De esta manera, la cuenta de capital de la balanza de pagos, que había sido deficitaria en el periodo 1983-1988 por un monto acumulado de 3 374.3

⁶ La aprobación en 1990 del Reglamento S y la norma 144-A. Véase, FMI (1991b) y Culpeper en este mismo volumen.

GRÁFICA 1. México. Diferencial cubierto de los principales instrumentos de inversión

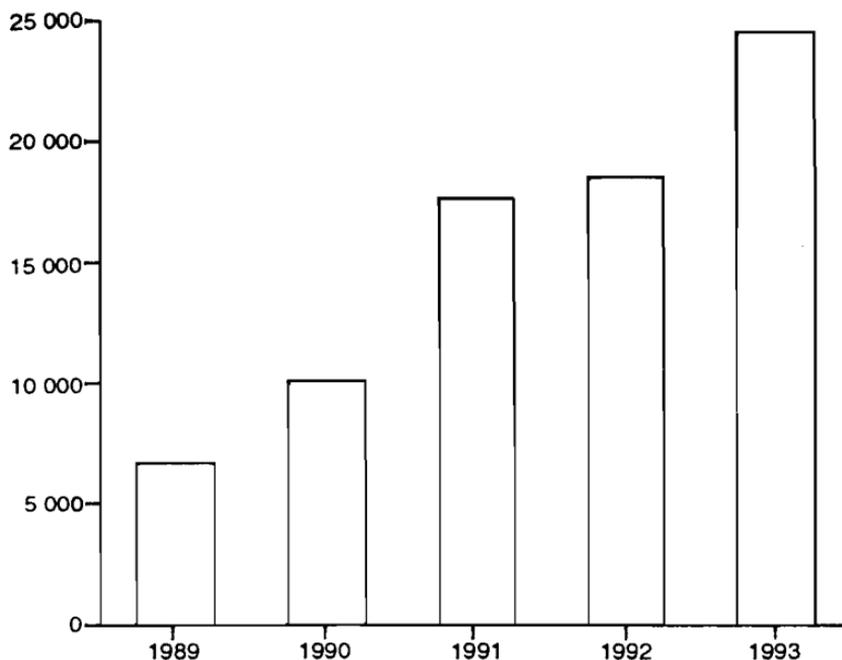


millones de dólares, revierte esa tendencia y comienza a presentar cuantiosos superávit, que suman 93 704 millones de dólares entre 1989 y 1993. El financiamiento proveniente del exterior ha permitido no sólo hacer frente al déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, sino también acumular un monto importante de reservas internacionales, que al 31 de diciembre de 1993 ascendía a 24 538 millones de dólares, lo que equivale a más de cuatro meses de importaciones (véase gráfica 2).

La mayor parte de las corrientes de capital que han entrado al país en el periodo comprendido entre 1990 y 1993, ha provenidido de endeudamiento del sector privado y de inversión extranjera, tanto directa

GRÁFICA 2. México. Reservas internacionales brutas^a

(Millones de dólares)



FUENTE: Banco de México.

^a Cifras a fin de periodo.

como de cartera. Así, 71.3% se explica por inversión extranjera; de ésta, la directa representa 17.6% del total y la inversión de cartera 53.7%. Del monto total de IED, 10% provino del segundo programa de intercambio de deuda por capital.⁷ Por su parte, el endeudamiento externo del sector privado participa con 25.5%. Un aspecto relevante del reciente ingreso de capital extranjero hacia el país lo constituye el hecho de que la participación del sector público ha sido más bien modesta, únicamente 3.2% del total, en comparación con el periodo

⁷ Como parte del paquete financiero 1989-1992 firmado con la banca comercial acreedora, el gobierno mexicano acordó llevar a cabo un programa de intercambio de deuda pública por capital (*swaps*). El mecanismo de asignación se realizó mediante dos subastas (julio y octubre de 1990), con resultados muy satisfactorios ya que se obtuvieron precios de canje de 47.95 y 48 centavos por dólar, respectivamente. Estos precios estuvieron muy cercanos a las cotizaciones que por esos meses presentaba la deuda mexicana en el mercado secundario (alrededor de 43.9 centavos por dólar). Los Derechos de Intercambio que se ejercieron durante el periodo de vigencia del programa (julio de 1990-abril de 1992) permitieron cancelar 813 millones de dólares de deuda pública externa.

de 1970-1979, cuando 70% de la captación de capital extranjero correspondió al endeudamiento externo contratado por el sector público (véase cuadros 1 y 2).

1. *La reforma económica*

La reordenación de la economía mexicana requirió un cambio sustancial de la política económica que se había instrumentado hasta 1982. Dicha estrategia se abocó a la consecución de dos objetivos fundamentales: la estabilización de la economía y el cambio estructural, mediante una economía de mercado abierta al exterior. A continuación se hará una revisión breve de los principales elementos de la reforma económica de México.

a) *Estabilización de la economía.* Uno de los pilares de la reforma económica ha sido el saneamiento de las finanzas públicas mediante: i) la racionalización del gasto público; ii) la privatización de empresas públicas, y iii) la adecuación de ingresos, vía la reforma tributaria y la revisión de precios y tarifas de los bienes y servicios que proporciona el sector público.

De esta manera, aunque el déficit financiero fue alto en el periodo comprendido entre 1983 y 1985, tanto el balance operacional como el balance primario reflejaron de manera más fiel el esfuerzo realizado. En efecto, a partir de 1983 se presentó un superávit primario (que no incluye el pago de intereses de la deuda pública total) del orden de 4.7% del PIB, mientras que el balance operacional (que elimina el componente inflacionario del pago de intereses de la deuda interna en moneda nacional) pasó de un déficit de 7.8% del PIB en 1981-1982 a un déficit promedio anual de 0.8% durante 1983-1988.

El programa heterodoxo de estabilización al que ya se hizo referencia incluía, como parte fundamental, un mecanismo de concertación entre los sectores económicos de la sociedad con el fin de eliminar el componente inercial de la inflación. Dicho programa permitió profundizar las medidas de ajuste y cambio estructural sin que ello implicara una contracción en la actividad económica. De hecho, entre 1989 y 1992 la economía creció a una tasa superior a la del incremento de la población. Así, el déficit financiero del sector público pasó de 5.6% del PIB en 1989 a un superávit de 0.7% en 1993 y, simultáneamente, la economía creció 3% en promedio anual durante esos años.

b) *Política de cambio estructural.* La primera etapa del cambio estructural tuvo lugar desde 1983, aunque se dio con mayor fuerza

CUADRO 1. *México: Corrientes de capital*

(Millones de dólares)

	<i>Endeudamiento</i>		<i>Inversión</i>		<i>Total de corrientes privadas</i> (5) = (2) + (3) + (4) (5)	<i>Total</i> (6) = (5) + (1) (6)	<i>Balanza de capitales^a</i> (7)	<i>Variación de reservas</i> (8)
	<i>Público neto</i> (1)	<i>Privado neto</i> (2)	<i>Extranjera directa</i> (3)	<i>Extranjera de cartera</i> (4)				
1970	443.0	268.6	184.6	0.0	453.2	896.2	1 244.7	102.1
1971	420.6	261.7	173.0	0.0	434.7	8 553.3	1 089.2	200.0
1972	149.4	460.1	156.1	0.0	616.2	765.6	1 231.2	264.7
1973	1 624.0	706.7	221.7	0.0	928.4	2 552.4	1 651.0	122.3
1974	2 921.6	1 134.6	290.0	0.0	1 425.5	4 347.1	3 262.9	36.9
1975	4 347.8	1 152.3	204.0	0.0	1 356.4	5 704.2	4 607.7	165.1
1976	5 092.2	584.6	211.8	0.0	796.4	5 888.6	2 679.4	1 004.0
1977	2 922.7	-14.1	327.0	0.0	312.9	3 235.6	2 253.5	657.1
1978	2 573.8	789.2	385.1	0.0	1 174.3	3 748.1	3 127.1	434.1
1979	3 352.2	2 058.2	782.2	0.0	2 840.4	6 192.6	5 219.5	418.9
1980	3 754.1	6 909.7	2 155.0	0.0	9 064.7	12 818.8	11 540.2	1 018.5
1981	18 282.4	9 498.6	3 835.8	0.0	13 334.4	31 616.8	17 326.6	1 012.2
1982	7 528.7	-46.8	1 657.5	0.0	1 610.7	9 139.4	2 920.9	3 184.8
1983	3 102.5	-1 982.2	460.5	0.0	-1 521.7	1 580.8	-2 300.4	3 108.8
1984	2 613.0	-2 175.7	391.1	0.0	-1 784.6	828.4	-885.4	3 200.9

CUADRO 1 (conclusión)

	Endeudamiento		Inversión		Total de corrientes privadas (5) = (2) + (3) + (4) (5)	Total (6) = (5) + (1) (6)	Balanza de capitales ^a (7)	Variación de reservas (8)
	Público neto (1)	Privado neto (2)	Extranjera directa (3)	Extranjera de cartera (4)				
1985	954.1	-2 170.6	490.5	0.0	-1 680.1	-726.0	-2 827.9	2 328.4
1986	1 646.2	-2 212.1	941.2	0.0	-1 270.9	375.3	2 373.3	985.0
1987	3 101.0	-2 554.8	1 798.0	0.0	-756.8	2 344.2	2 280.2	6 924.4
1988	-257.7	-1 937.0	1 726.5	0.0	-210.5	-468.2	-3 811.4	-7 127.0
1989	-829.4	-169.9	2 648.0	493.3	2 971.4	2 142.0	6 480.9	271.5
1990	6 854.1	5 746.4	2 633.2	1 994.5	10 374.1	17 228.2	10 346.8	3 414.3
1991	1 754.3	8 967.1	4 761.5	9 870.3	23 598.9	25 353.2	21 925.9	7 821.5
1992	-1 978.3	5 808.7	5 365.7	13 553.2	24 727.6	22 749.3	23 982.3	1 161.4
1993	-3 383.1	5 013.3	4 900.5	28 430.9	38 344.7	34 961.3	29 433.2	6 083.2
Promedio								
1970-1979	2 384.7	740.2	293.7	0.0	1 033.8	3 418.6	2 636.6	139.7
1980-1989	3 989.5	315.9	1 610.4	49.3	1 975.7	5 965.2	3 309.7	388.1
1990-1993	811.7	6 383.9	4 415.2	13 462.2	24 261.3	25 073.0	17 137.6	3 750.4

FUENTE: Elaboración propia, con base en *Indicadores Económicos*, Banco de México.

^a Incluye errores y omisiones.

CUADRO 2. México: Corrientes de capital

(Estructura porcentual)

	Endeudamiento		Inversión		Total de corrientes privadas (5)=(2)+(3)+(4) (5)	Total (6)=(5)+(1) (6)
	Público neto (1)	Privado neto (2)	Extranjera directa (3)	Extranjera de cartera (4)		
1970	49.4	30.0	20.6	0.0	50.6	100
1971	49.2	30.6	20.2	0.0	50.8	100
1972	19.5	60.1	20.4	0.0	80.5	100
1973	63.6	27.7	8.7	0.0	36.4	100
1974	67.2	26.1	6.7	0.0	32.8	100
1975	76.2	20.2	3.6	0.0	23.8	100
1976	86.5	9.9	3.6	0.0	13.5	100
1977	90.3	-0.4	10.1	0.0	9.7	100
1978	68.7	21.1	10.3	0.0	31.3	100
1979	54.1	33.2	12.6	0.0	45.9	100
1980	29.3	53.9	16.8	0.0	70.7	100
1981	57.8	30.0	12.1	0.0	42.2	100
1982	82.4	-0.5	18.1	0.0	17.6	100
1983	196.3	-125.4	29.1	0.0	-96.3	100
1984	315.4	-262.6	47.2	0.0	-215.4	100
1985	-131.4	299.0	-67.6	0.0	231.4	100
1986	438.6	-589.4	250.8	0.0	-338.6	100
1987	132.3	-109.0	76.7	0.0	-32.3	100
1988	55.0	413.7	-368.8	0.0	45.0	100
1989	-38.7	-7.9	123.6	23.0	138.7	100
1990	39.8	33.4	15.3	11.3	60.2	100
1991	6.9	35.4	18.8	38.9	93.1	100
1992	-8.7	25.5	23.6	59.6	108.7	100
1993	-9.7	14.3	14.0	81.3	109.7	100
Promedio						
1970-						
1979	69.8	21.7	8.6	0.0	30.2	100
1980-						
1989	66.9	5.3	27.0	0.8	33.1	100
1990-						
1993	3.2	25.5	17.6	53.7	96.8	100

FUENTE: Elaboración propia, con base en *Indicadores Económicos*, Banco de México.

CUADRO 3. *México: Oferta y demanda agregadas, 1989-1993*

(Crecimiento real; porcentaje)

	1989	1990	1991	1992	1993
Oferta total	5.1	6.1	5.1	5.1	0.6
PIB	3.5	4.4	3.6	2.6	0.4
Importación de bienes y servicios	21.3	19.7	16.4	21.2	-1.2
Demanda total	5.1	6.1	5.1	5.1	0.6
Consumo	5.7	5.5	4.5	5.3	0.4
Privado	6.8	6.1	4.6	5.9	0.0
Público	-0.1	2.3	3.9	2.2	3.0
Inversión	6.4	13.1	8.1	13.9	-1.4
Privada	7.5	13.3	12.7	20.4	0.0
Pública	3.6	12.7	-4.4	-6.6	-5.0
Variación de inventarios	-13.3	73.4	0.0	0.0	0.0
Exportación de bienes y servicios	2.3	3.6	5.4	0.3	3.5

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

después del choque petrolero (1985-1986), y se intensificó y generalizó en esta administración. El cambio estructural se basó en seis líneas generales: *i)* apertura comercial; *ii)* modificaciones al marco regulatorio de las inversiones extranjeras; *iii)* privatización de empresas públicas; *iv)* desregulación económica; *v)* modificación al marco regulatorio de la tenencia de la tierra, y *vi)* regulación de prácticas monopólicas mediante la promulgación de la Ley de Competencia.

Junto con estas directrices de cambio estructural, la economía mexicana experimentó un profundo ajuste macroeconómico, cuyos principales elementos fueron: *i)* cambio de los precios claves; *ii)* fortalecimiento de las finanzas públicas; *iii)* pactos sociales para concertar precios y salarios, y *iv)* reestructuración de la deuda externa.

2. Características de las corrientes de capitales

Una de las tendencias recientes más importantes dentro de las modalidades de captación de recursos externos por parte de los países en desarrollo es la marcada preferencia por fomentar la entrada de capitales que comparten el riesgo de los proyectos que financian. Esto contrasta con los créditos bancarios comerciales, cuyos rendimientos

estaban desligados, en principio, de la rentabilidad del proyecto por financiar. Por esta razón, la competencia por las corrientes de capital se ha centrado tanto en la inversión extranjera directa como de cartera.

La transformación de la economía mexicana, de exportadora en importadora neta de capital, es resultado de la búsqueda de ahorro externo para complementar el interno y así sostener el proceso de inversión y crecimiento. El comportamiento del sector privado en este proceso ha sido determinante: en los recién pasados años la relación de inversión privada entre ahorro privado se ha incrementado, al tiempo que las finanzas públicas han arrojado superávit. El déficit de la cuenta corriente observado en los pasados cinco años tiene un origen muy distinto al del pasado; en la actualidad se atribuye, entre otros factores, al hecho de que la inversión privada está creciendo más allá de su capacidad de generar ahorro.

Entre 1988 y 1993 el déficit de la cuenta corriente se incrementó cerca de 20 mil millones de dólares, mientras que la inversión fija bruta del sector privado aumentó 32 mil millones de dólares. De manera adicional a la recuperación de la inversión privada, el consumo privado ha mostrado gran dinamismo, con una tasa de crecimiento de 4.3% en promedio anual entre 1989 y 1993, lo que explica el considerable crecimiento de las importaciones de bienes de consumo. En este contexto, es posible detectar dos elementos básicos que han contribuido significativamente en el comportamiento de la balanza comercial y, por tanto, de la cuenta corriente: *i)* la apertura comercial, y *ii)* la propia entrada masiva de corrientes de capital privado, que explican la apreciación del tipo de cambio real. Se debe tener presente, sin embargo, que no hay consenso acerca de cuál es la mejor manera de construir un índice de tipo de cambio real.

a) *Inversión extranjera directa.* A lo largo de la historia económica reciente de México —desde la década de los cincuenta— se observa que la inversión extranjera directa responde a factores tales como: *i)* el comportamiento de las corporaciones internacionales en cuanto a sus estrategias de expansión y desarrollo de productos; *ii)* el potencial de crecimiento del mercado interno del país receptor, y *iii)* particularmente en los recién pasados años, las expectativas de desarrollo de mercados dentro de la tendencia de formación de bloques económicos. Es obvio que la IED también responde a determinantes básicos, como lo son el costo del capital, los costos salariales y las regulaciones de tipo jurídico y administrativo. Sin embargo, lo interesante aquí

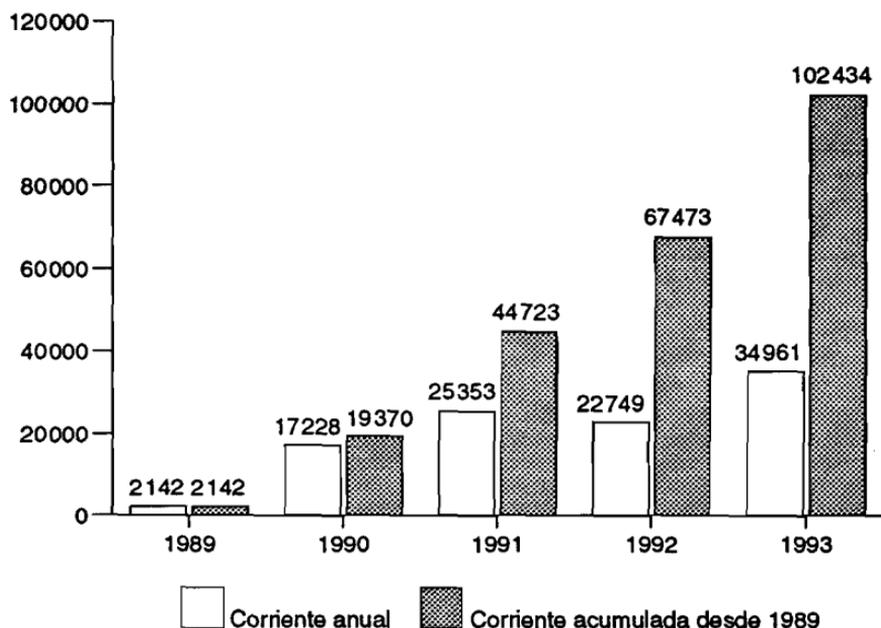
CUADRO 4. México: Principales indicadores económicos, 1983-1993

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
PIB <i>per capita</i> (crecimiento real)	-6.0	1.7	0.6	-5.7	-0.2	-0.8	1.3	2.4	1.7	0.9	-1.5
Inflación	80.8	59.2	63.7	105.7	159.2	51.7	19.7	29.9	18.8	11.9	8.0
Balance financiero del sector público (como porcentaje del PIB)	-8.6	-8.5	-9.6	-15.9	-16.0	-12.4	-5.5	-3.5	-1.5	1.7	0.7
Términos de intercambio (1971 = 100)	69.4	70.8	72.4	52.9	67.0	60.5	64.5	68.8	65.1	64.0	62.1
Deuda externa total (como porcentaje del PIB)	60.2	53.6	52.0	76.3	73.9	60.2	47.7	40.0	37.8	34.6	33.0
Deuda externa total (como porcentaje de los ingresos en cuenta corriente)	310	286	303	392	332	309	257	175	177	180	176
Intereses de la deuda externa (como porcentaje de las exportaciones)	45.3	48.4	46.9	51.6	39.5	42.1	40.6	34.3	31.2	28.1	25.4

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

GRÁFICA 3. México. Corriente de capital neto total proveniente del exterior

(Millones de dólares)



FUENTE: Banco de México.

es el hecho de que los movimientos de IED responden de manera importante a estrategias de mercado por parte de las empresas y no solamente a la tasa de rentabilidad, como ocurre en el caso de la inversión de cartera.

Al estudiar el comportamiento de la IED en México desde una perspectiva de largo plazo, es posible establecer que hasta la década de los años setenta este tipo de inversión respondió de modo primordial, más que a otras condicionantes, a la tasa de crecimiento de la economía y al desarrollo del mercado interno. El marcado proteccionismo de ese periodo ofreció a la inversión extranjera directa ganancias oligopólicas; su escasa contribución al mejoramiento de la competitividad de la economía, provocada sobre todo por la protección excesiva, generó presiones de carácter nacionalista para imponer una regulación más estricta al respecto.

En los años ochenta se pueden distinguir cuatro etapas en la captación de las corrientes de inversión extranjera directa. La primera de

ellas comprende los años de 1980 y 1981, cuando a pesar de los fuertes desequilibrios estructurales que vivía la economía mexicana, el gran dinamismo del mercado interno y el crecimiento del producto eran los determinantes más importantes en el comportamiento de las corrientes de IED que se captaron en ese lapso. La segunda etapa está relacionada directamente con el problema de sobreendeudamiento externo, que provocó una contracción muy severa de la economía y también de la inversión extranjera directa: de 1982 a 1984 la corriente de IED ascendió en promedio a 836.4 millones de dólares anuales, cifra que resulta 3.6 veces inferior al promedio presentado en el bienio 1980-1981 (2 995.4 millones de dólares). En 1985 hubo un ligero repunte, que se consolidó en 1986 y 1987, cuando la IED volvió a aumentar como resultado de la aplicación del Programa de Intercambio de Deuda Pública por Capital (*swaps*). Mediante el mecanismo de *swaps*, la IED se benefició con un subsidio implícito proveniente del diferencial entre el precio al que compraban los inversionistas el papel mexicano de deuda en el mercado secundario y el precio al que lo vendían al gobierno de México.⁸ Estos años, hasta 1989, constituyen lo que sería la tercera etapa.

A partir de 1990 la captación de corrientes de IED entra en su cuarta etapa, en la que ésta ha respondido a la recuperación económica, a las modificaciones de tipo regulatorio y, a partir de 1992, a los planes y proyectos de inversión estrechamente relacionados con la expectativa que ha generado la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos y el Canadá. Cabe señalar que las condiciones en que se negociaron las reglas de origen dentro del Tratado dan flexibilidad suficiente para permitir la participación de inversionistas de otras regiones del mundo.

Las afluencias de inversión extranjera también están relacionadas con algunos cambios que han tenido lugar en el sector real de la economía. Entre 1989 y 1993 se presenta un cambio en los precios relativos: el índice de precios de los bienes comerciables ha crecido más lentamente que el índice de los no comerciables. Esto se debe a que la apertura económica ha amortiguado el incremento de precios de comerciables mediante una mayor oferta de importaciones. En consecuencia, el índice de precios de los bienes comerciables en relación con los no comerciables cayó de 140.9 en 1988 a 74.3 en 1993.

Sin embargo, durante ese periodo no se presentaron diferencias

⁸ El descuento implícito del total de operaciones autorizadas en el primer programa de *swaps* fue de 18.7 por ciento.

CUADRO 5. *Índice de precios de bienes comerciables y no comerciables*
(1980 = 100)

Año	Comerciables		No comerciables		Índice de bienes comerciables y no comerciables
	Índice	Tasa de crecimiento	Índice	Tasa de crecimiento	
1980	100.0	-	100.0	-	100.0
1981	146.2	46.2	149.1	49.1	98.1
1982	286.1	95.7	278.4	86.7	102.8
1983	551.0	92.6	457.7	64.4	120.4
1984	908.9	65.0	684.7	49.6	132.7
1985	1 484.6	63.3	1 115.7	62.9	133.1
1986	3 029.0	104.0	2 050.7	83.8	147.7
1987	8 248.4	172.3	4 793.6	133.8	172.1
1988	12 167.6	47.5	8 638.0	80.2	140.9
1989	13 680.2	12.4	12 650.9	46.5	108.1
1990	15 989.3	16.9	18 470.9	46.0	86.6
1991	18 591.6	16.3	22 563.3	22.2	82.4
1992	20 290.5	9.1	26 059.4	15.5	77.9
1993	21 453.9	5.7	28 858.2	10.7	74.3

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público de México.

significativas en las tasas de crecimiento de los sectores productivos, con la excepción del sector agrícola. Así, el PIB creció a una tasa promedio de 3.5% anual, en tanto que la agricultura creció 0.9%, la industria 3.9% y los servicios 4.5%. Otro aspecto interesante de la inversión extranjera se refiere a su distribución entre los diferentes sectores económicos. De 1989 a 1993 el sector manufacturero declinó su participación como principal receptor de inversión extranjera al pasar de 67 a 49%, en tanto que los servicios aumentaron su participación de 32 a 49% en el mismo lapso. El sector agropecuario, por su parte, ha mantenido estancada su participación en porcentajes cercanos a 1 y la minería ha permanecido en un nivel de alrededor de 1.5 por ciento.

b) *Inversión extranjera de cartera.* El mercado de valores ha mostrado una rápida expansión acompañada de altos rendimientos a partir de 1988, que lo ubica como uno de los mercados emergentes más importantes del mundo. En diciembre de 1990 el saldo de la inversión extranjera de cartera a valor de mercado ascendía a 4 544 millones

CUADRO 6. México: Inversión extranjera, 1987-1993

(Millones de dólares)

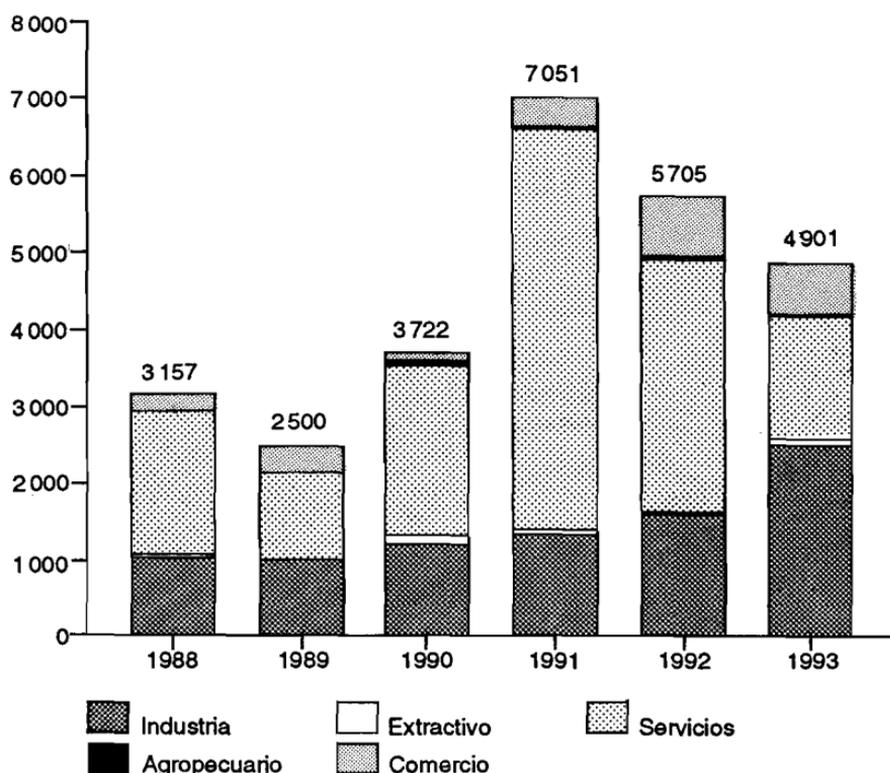
	1987	1988	1989	1990
Total (A + B)	2 634.6	2 880.0	3 668.8	4 627.7
A Directa	2 634.6	2 880.0	3 175.5	2 633.2
Nuevas inversiones	2 318.4	2 204.9	1 660.5	2 017.5
Inversión fresca	868.8	1 336.8	1 271.6	1 932.8
Conversión de deuda	1 449.6	868.1	388.9	84.7
Reinversiones	412.5	691.9	958.3	653.6
Cuenta con la matriz	-96.3	-16.3	556.7	-37.9
Compra de empresas extranjeras	-	-	-	0.0
B De cartera	-	-	493.3	1 994.5
	1991	1992	1993 ^a	
Total (A + B)	4 631.8	18 918.9	15 034.0	
A Directa	4 761.5	5 365.7	3 712.1	
Nuevas inversiones	4 605.9	5 392.8	3 195.2	
Inversión fresca	4 586.7	5 392.8	3 195.2	
Conversión de deuda	19.2	0.0	0.0	
Reinversiones	756.6	874.0	757.5	
Cuenta con la matriz	-601.0	-901.0	-240.6	
Compra de empresas extranjeras	0.0	0.0	0.0	
B De cartera	9 870.3	13 553.2	11 321.9	

FUENTE: *Indicadores Económicos*, Banco de México.^a Cifras hasta septiembre.

de dólares, para diciembre de 1993 dicho saldo se había incrementado a 54 632 millones.

Entre las causas que determinaron los movimientos de capital privado de inversión en cartera hacia los países en desarrollo, particularmente en el caso de México, se pueden citar las siguientes: el rendimiento relativo de los activos mexicanos comparado con el que ofrecen los mercados de los países industrializados; la solvencia financiera del país, medida por diversos indicadores que reflejan una posición más sólida; el menor riesgo percibido por los inversionistas en cuanto a la situación económica interna de México; el menor riesgo de sufrir pérdidas del valor real de los activos ocasionadas por una eventual devaluación al estar prestablecida la tasa de desliza-

GRÁFICA 4. México. Inversión extranjera directa por sector^a
(Millones de dólares)



FUENTE: SECOFI.

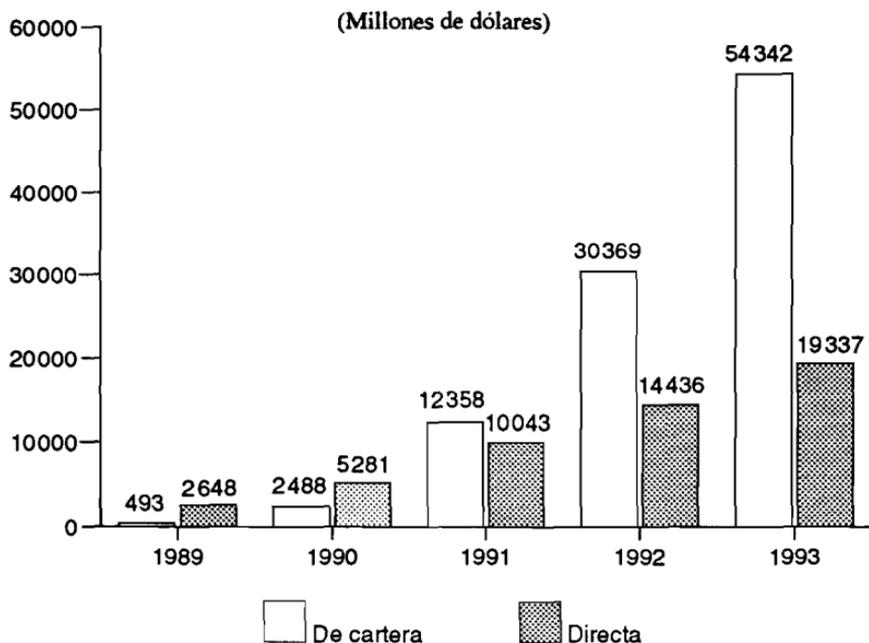
^a Acumulada en el año. Excluye la inversión de cartera.

miento del tipo de cambio, y las modificaciones a la legislación para dar mayor seguridad a los inversionistas extranjeros.

La estrategia de internacionalización del mercado de valores también se ha apoyado mediante la firma de diversos *memoranda* de entendimiento con autoridades y organismos de otros países. Con ello se ha facilitado la colocación de valores mexicanos en el exterior y se han obtenido diversos reconocimientos que permiten el acceso de inversionistas institucionales al mercado exterior.

Asimismo, los emisores se han favorecido por la regla 144-A, propuesta por la Comisión de Valores y Bolsas de los Estados Unidos, con objeto de facilitar las colocaciones privadas entre inversionistas institucionales calificados. El 22 de octubre de 1992 se aprobaron

GRÁFICA 5. *México. Inversión extranjera: Saldos acumulados desde 1989*



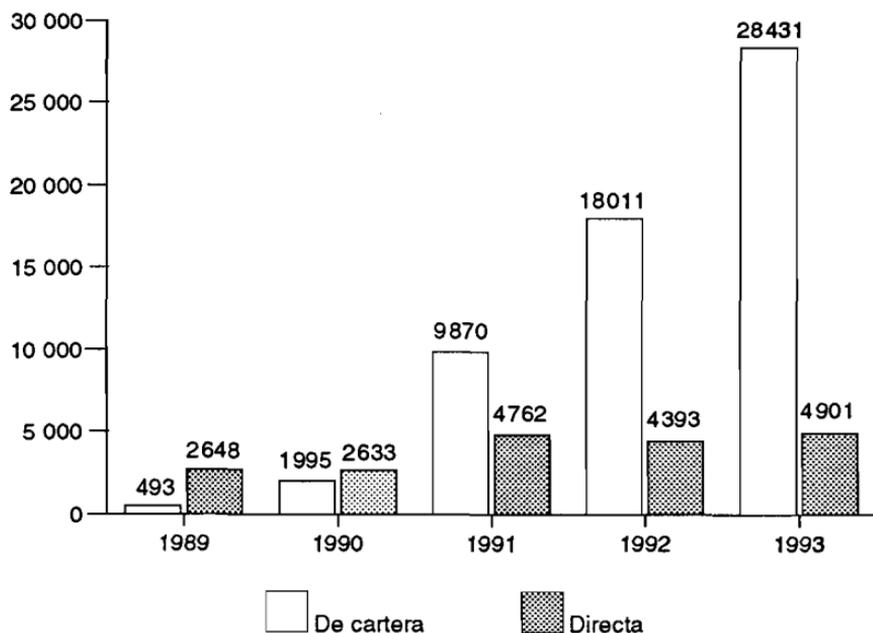
FUENTE: Banco de México.

algunas reformas a dicha regla que permitirán incrementar el número de inversionistas institucionales calificados, ya que se abre la participación a los fideicomisos en custodia del gobierno y los fideicomisos en custodia bancaria, como los planes de pensión, y las cuentas separadas de las compañías de seguros calificadas. Algunas emisoras han aprovechado esta flexibilidad para entrar inicialmente a los mercados privados y después colocar sus valores en algún mercado público (por ejemplo Vitro y Transportación Marítima Mexicana). También se ha buscado coordinar esfuerzos con las autoridades estadounidenses para facilitar la colocación pública simultánea de valores. Tal fue el caso de la oferta de Teléfonos de México. La coordinación ha consistido en homologar prácticas legales y principios de contabilidad entre ambos mercados.

c) *Colocación de bonos.* Otro de los aspectos relevantes del retorno de México a los mercados internacionales de capital ha sido el gran número de colocaciones de bonos por parte de entidades del sector público e importantes empresas del sector privado. No obstante, la

GRÁFICA 6. México. Inversión extranjera: Corriente anual

(Millones de dólares)



FUENTE: Banco de México.

importancia de esta fuente de financiamiento es todavía modesta; el saldo de la deuda pública externa en bonos públicos y privados pasó de 4 076 millones de dólares en diciembre de 1989 a 9 471 millones en diciembre de 1993.⁹

En junio de 1989 tuvo lugar la primera emisión de bonos no garantizados de una entidad mexicana en el mercado internacional, desde que estalló la crisis de la deuda en 1982. Esta colocación, por 100 millones de dólares, tuvo un plazo de amortización de cinco años a un rendimiento inicial de 17% anual, lo cual implicó una sobretasa de 820 puntos base sobre los Bonos del Tesoro del gobierno estadounidense (*Treasury Bills*). A partir de entonces, y hasta diciembre de 1993, se efectuaron 130 colocaciones por un monto de alrededor de 16 400 millones de dólares.

⁹ Lo que implica una tasa de crecimiento media anual de 23% en ese lapso, aunque ese incremento se explica en su mayor parte por las colocaciones de 1991, año en que aumentó el saldo de este tipo de deuda en 37.5%, debido a que una parte de esos recursos se utilizaron para financiar operaciones de reducción de deuda.

CUADRO 7. *México: Valores gubernamentales en poder de residentes en el extranjero^a*

(Millones de dólares)

	1991	1992	1993
Enero		5 520	15 203
Febrero	3 679	6 447	16 493
Marzo	4 226	7 266	17 527
Abril	5 003	7 198	18 649
Mayo	5 480	7 790	18 872
Junio	5 141	8 359	19 024
Julio	4 157	9 436	19 789
Agosto	3 452	11 037	21 570
Septiembre	4 238	11 926	21 921
Octubre	4 697	12 753	22 077
Noviembre	5 121	13 633	20 879
Diciembre	5 652	14 159	21 263

FUENTE: Elaboración propia con base en información del Banco de México.

^a Saldos promedios a valor nominal.

La aceptación de las emisiones estuvo influida por el hecho de que, aun durante la crisis de la deuda, México continuó dando servicio a los bonos, ya que esta deuda formó parte de la llamada "deuda excluida". Asimismo, particularmente en la fase inicial del retorno a los mercados voluntarios de capital, se ha recurrido a la utilización de diversas técnicas financieras, entre las que se incluye el otorgamiento de colaterales y de opciones con el fin de hacer más atractivas las emisiones. Con el paso del tiempo, al aumentar la presencia y el prestigio financiero del país, casi ha desaparecido el número de emisiones garantizadas; así, mientras en 1990 el 50% de las emisiones implicó el ofrecimiento de algún tipo de garantía, en el periodo 1991-1993 no hubo ningún caso de operaciones colateralizadas. La importancia de este hecho consiste en que a pesar de ello, el rendimiento ofrecido ha disminuido de modo considerable.

La sobretasa de las emisiones ha pasado de 820 puntos base en la emisión de Bancomext (junio de 1989) al actual de 120, o incluso más bajas, para el gobierno mexicano.¹⁰ Si bien es cierto que la magnitud de la primera sobretasa refleja el costo de entrada, debe señalarse que en las últimas colocaciones del sector público se han al-

¹⁰ Así, por ejemplo, durante los primeros dos meses de 1994, Nafin colocó bonos a sobretasas de 100 y 112 puntos base, Bancomext a 163 y Pemex a 115.

CUADRO 8. *México: Valor de mercado de la inversión extranjera en renta variable^a*

(Millones de dólares al 31 de diciembre de 1993)

<i>Emisoras</i>	<i>ADR/GDR</i>	<i>Serie libre suscripción^b</i>	<i>Fideicomiso Nafin</i>	<i>Fondo México^c</i>	<i>Total</i>	<i>Porcentaje</i>
Telmex	20 781	1 238	0	99	22 119	40.5
Cifra	2 169	1 779	133	189	4 269	7.8
Cemex	1 178	1 507	647	92	3 424	6.3
GFB	1 311	776	153	42	2 283	4.2
Televisa	2 629	732	0	20	3 381	6.2
Gcarso	1 001	0	1 297	68	2 367	4.3
Femsa	272	1 043	0	34	1 349	2.5
Banacci	0	1 242	470	55	1 766	3.2
Kimber	28	22	977	83	1 110	2.0
Ttolmex	93	865	0	48	1 006	1.8
Vitro	267	0	221	24	512	0.9
ICA	695	0	118	20	833	1.5
Ggemex	190	634	0	9	833	1.5
Apasco	25	15	647	65	751	1.4
TMM	625	24	0	5	654	1.2
Otros	2 696	3 029	1 718	533	7 975	14.8
Total	33 960	12 906	6 381	1 386	64 632	100.0
Porcentaje	59.8	26.5	11.2	2.4	100.0	

FUENTE: Elaboración propia con base en información de la Comisión Nacional de Valores, Banamex, Nafinsa y Citibank.

^a Cifras a valor de mercado de dólares.

^b Las series de libre suscripción incluyen las sociedades de inversión de renta variable, según el porcentaje que tengan invertidos en acciones (49.9 millones de dólares).

^c La valuación total del Fondo México es 820.4 millones de dólares de los cuales 762.7 millones (92.97%) están invertidos en renta variable, y 57.7 millones de dólares (7.03%) en renta fija.

canzado niveles reservados para emisores de reconocida capacidad crediticia.

Aunque la mayor parte de las emisiones se ha realizado en dólares, se ha procurado diversificar mercados en busca de las mejores condiciones de acuerdo con el momento de emisión. Así, se han colocado bonos en yenes, marcos alemanes, ecus y pesetas. Además, se ha logrado captar la atención de los inversionistas institucionales, quienes han reconocido la calidad crediticia de la deuda mexicana. Lo anterior quedó demostrado por la emisión del gobierno mexicano mediante los llamados Bonos *Yankee*, primeros bonos latinoameri-

canos en ofrecerse directamente en el mercado estadounidense y con registro ante la autoridad bursátil, los que tuvieron gran aceptación, pagando un rendimiento característico de instrumentos calificados con un riesgo más favorable. En febrero de 1994, Nacional Financiera emitió bonos por 250 millones de dólares en el mercado Dragón a una sobretasa de 100 puntos base sobre la LIBOR. Ésta constituyó la primera emisión de un país latinoamericano en ese mercado y fue también el rendimiento más bajo pagado por México hasta ese momento en los mercados internacionales de capital.

Del total de emisiones, alrededor de 73% han correspondido al sector privado, por un monto equivalente a cerca de 12 mil millones de dólares. La sobretasa de las emisiones privadas se ha venido reduciendo de un nivel máximo de 830 puntos base en enero de 1990 a 290 puntos en diciembre de 1993, dependiendo de la calidad del emisor (cuadro 9).

CUADRO 9. *México: Emisiones internacionales de bonos, 1989-1993*

<i>Año</i>	<i>Monto (millones de dólares)</i>	<i>Cupón^a</i>	<i>SPREAD^a</i>	<i>Plazo (años)^a</i>
1989	570	10.72	447	4.2
1990	2 311	11.11	450	4.6
1991	2 475	10.16	305	5.6
1992	3 665	9.10	322	5.4
1993	7 329	8.26	299	5.5

FUENTE: Fondo Monetario Internacional; Comisión Nacional de Valores y Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

^a Promedio ponderado anual.

Uno de los factores que más ha incidido en el mejoramiento de los términos de las colocaciones o, incluso, en la apertura de nuevos mercados internacionales de capital, ha sido la calificación del riesgo crediticio de México por parte de organismos internacionales especializados. En la actualidad los inversionistas internacionales conceden gran importancia a las calificaciones de riesgo de organismos reconocidos para tomar sus decisiones de inversión. Más aún, en un gran número de casos, los inversionistas institucionales no pueden, de acuerdo con sus estatutos y regulaciones, adquirir títulos de emisores que no hayan recibido el grado de inversión.

En diciembre de 1990 Moody's Investors Service otorgó una calificación de Ba3 a los bonos de deuda restructurada del sector público

mexicano, en tanto que al gobierno federal como deudor le asignó un nivel superior de Ba2. De acuerdo con la nomenclatura de este organismo, ambas calificaciones situaron a México dentro del "grado especulativo";¹¹ aunque esta calificación fue baja, el aumento sostenido de las cotizaciones de los bonos de deuda en el mercado secundario, a partir de que se hizo el anuncio de la primera calificación, indica con claridad que los inversionistas tenían una percepción de riesgo diferente.

Posteriormente, en julio de 1991 la Standard and Poor's Ratings (SP) asignó una calificación de BB+ a la deuda mexicana de largo plazo, colocando al país en la mejor categoría de "grado especulativo". De acuerdo con la nomenclatura de este organismo, el país quedó a sólo un estrato de la categoría considerada como recomendable para invertir (*investment grade*). En diciembre de 1992 SP evaluó la deuda pública interna denominada en moneda nacional (CETES), la cual recibió la calificación más alta que otorga SP a ese tipo de deuda (corto plazo y en moneda nacional). Por último, en 1993, la Duff and Phelps otorgó el "grado de inversión" a la deuda emitida por los dos principales bancos de desarrollo de México: Nacional Financiera y el Banco Nacional de Comercio Exterior.

Sin embargo, a pesar de la aceptación de los títulos mexicanos en los mercados internacionales en condiciones cada vez más favorables, la estrategia ha consistido en actuar con prudencia para no forzar la entrada a los mercados, sino aprovechar las oportunidades conforme se vayan presentando y escalonar las emisiones públicas para evitar una saturación del mercado con el consecuente aumento de costos. En cuanto a las colocaciones del sector privado, legalmente no hay ningún tipo de restricción que afecte los montos, plazos, frecuencia, etcétera, de las emisiones de este sector; sin embargo, se mantienen consultas informales en la Secretaría de Hacienda acerca del desempeño de los mercados, para no saturarlos, lo que redundaría en el empeoramiento de las condiciones de colocación.

d) *Otro tipo de endeudamiento.* México también ha entrado a los mercados de recursos de corto plazo (con vencimientos de entre 90 y 180 días). Los Euro-CD y el europapel comercial han sido utilizados principalmente por inversionistas del sector privado desde 1990. Así, los bancos mexicanos han recaudado un monto importante de recursos mediante la emisión de Euro-CD y, un año después, algunas compañías privadas comenzaron a colocar europapel comercial por

¹¹ Ba2 es el nivel medio de "grado especulativo".

medio de emisiones públicas y privadas. En abril de 1991 Hylsa lanzó el primer programa de europapel comercial del sector privado y en marzo de 1992 PEMEX instrumentó el primer programa de papel comercial por parte de una entidad del sector público en los Estados Unidos. Los rendimientos de estos mercados también han mejorado, al grado de que algunas operaciones estadounidenses con papel comercial de PEMEX han sido vendidas ofreciendo rendimientos por abajo de la LIBOR prevaleciente.

A partir de la reestructuración de la deuda pública externa de 1989 se ha dado mayor importancia a los créditos provenientes de los organismos multilaterales (Banco Mundial y Banco Interamericano de Desarrollo) y a los otorgados por los organismos gubernamentales para la importación y exportación de mercancías. Los créditos multilaterales se han dirigido a financiar proyectos de apoyo al cambio estructural y a la modernización económica. El monto de los créditos contratados con el Banco Mundial y el BID entre 1989 y 1993 ascendió a 12 143 millones de dólares, que se utilizaron en el financiamiento de proyectos de descentralización y desarrollo, modernización educativa, servicios de salubridad, así como en inversiones en los sectores agropecuario, minero y eléctrico, entre los más relevantes. Por su parte, las líneas de crédito bilaterales financian en la actualidad más de 25% de las corrientes comerciales, y hay acceso a 573 líneas de crédito disponibles con 26 países, por un monto de 15 mil millones de dólares, permitiendo así dar un uso más eficiente a las divisas que capta el país. Durante el periodo 1989-1993 se utilizaron líneas y créditos bilaterales por un monto de 22 631 millones de dólares.

e) *Repatriación de capitales*. Entre las medidas que han contribuido al retorno de capitales destaca la liberalización y modernización del sistema financiero, las tasas de interés reales positivas y el denominado "timbre fiscal". Este último es un incentivo fiscal vigente a partir de agosto de 1989, cuyo objetivo ha sido facilitar las obligaciones fiscales de los contribuyentes que tienen capitales depositados en el exterior y desean invertirlos en el país. Para los primeros meses de aplicación del "timbre fiscal" la tasa impositiva se fijó según la fecha en que se realizó el depósito en el extranjero; pero a partir de mayo de 1990 se fijó una tasa única de 1%. Este es un mecanismo sencillo y, lo más importante, anónimo. En caso de una auditoría fiscal, el inversionista sencillamente justifica su ingreso mostrando el timbre que ampara el pago del impuesto de 1% y declarando que se trata de recursos repatriados.

Desde que se instituyó el "timbre fiscal", y hasta diciembre de 1993, se presentaron repatriaciones de capital por alrededor de 11 500 millones de dólares. De esta cantidad, 65% fue captado mediante casas de bolsa, mientras que los bancos captaron el 35% restante. Así, la repatriación de capitales captada mediante el "timbre fiscal" en 42 meses equivalió a 40% del capital fugado entre los años 1973 y 1988 (Gurría y Fadl, 1991).

3. *El papel de las políticas monetaria y cambiaria*

Si bien la capacidad de importación de la economía aumenta en un panorama de cuantiosas entradas de capital, surge el riesgo de que se expanda excesivamente la demanda agregada y, por tanto, se den presiones inflacionarias. Por esa razón, desde 1989, cuando se empezó a presentar en México una notable entrada de capitales, se pusieron en práctica diversas medidas para compensar dichas entradas: *i*) privatización de empresas públicas; *ii*) esterilización de recursos; *iii*) límite al endeudamiento externo de los bancos comerciales, y *iv*) flexibilización de la política cambiaria. Cabe señalar que el fortalecimiento y superávit de las finanzas públicas ha desempeñado un papel fundamental en este proceso, toda vez que da lugar a amortizaciones de deuda con el banco central. Esto facilita la tarea de una esterilización efectiva y deja espacio para que el sector privado aproveche los recursos financieros.

a) Política de esterilización. La mayor flexibilidad del tipo de cambio (tema que se analiza más adelante) consiste en la fluctuación del peso dentro de una banda, con un punto máximo de intervención a la venta que se deprecia todos los días en un monto preanunciado, y un punto mínimo a la compra que se mantiene fijo. El banco central interviene para mantener la cotización del tipo de cambio dentro de la banda. En estas condiciones, las autoridades monetarias no pueden controlar por completo la cantidad nominal de dinero, la cual está determinada por las variaciones del crédito interno y el saldo de la balanza de pagos.

Tanto la estabilización de la demanda agregada como el abatimiento de la inflación han sido dos de los objetivos más importantes de la política económica. Por esta razón, el banco central ha persistido en aplicar una política monetaria que evite de manera parcial el efecto de las entradas de capital en la liquidez global de la economía y, por tanto, en los precios y la demanda agregada. Por otra par-

te, esta política ha contribuido a la acumulación de reservas internacionales.

Más aún, se ha reducido el monto total del crédito otorgado por el banco central con dos resultados visibles: *i*) un incremento de las tasas nominales de interés con el consiguiente aumento del gasto público debido a un mayor pago de intereses en la deuda pública interna. Además, la conjunción de altas tasas de interés nominal con una tendencia a la baja de la inflación ha resultado en altas tasas reales de interés; *ii*) la permanencia de altas tasas de interés, en un contexto de expectativas favorables en la evolución de la economía mexicana, continuó atrayendo inversión extranjera, lo que a su vez requirió de un esfuerzo adicional de esterilización.

Cabe señalar que la Ley Orgánica del Banco de México, vigente desde el 1º de enero de 1985, ha sido un elemento decisivo para lograr una mayor efectividad de la política monetaria, ya que faculta al banco para determinar el financiamiento interno máximo que puede otorgar en un año. De hecho, la Ley de referencia independiza a la política monetaria de la fiscal y constituye el antecedente de la autonomía del Banco de México recién autorizada por el Congreso.¹²

Entre diciembre de 1989 y octubre de 1993 los activos internacionales netos del Banco de México aumentaron en cerca de 15 200 millones de dólares, mientras que el crédito interno presentó una disminución de 12 200 millones. Esta última fue resultado de los superávits públicos y de las operaciones de mercado abierto efectuadas por el banco central.

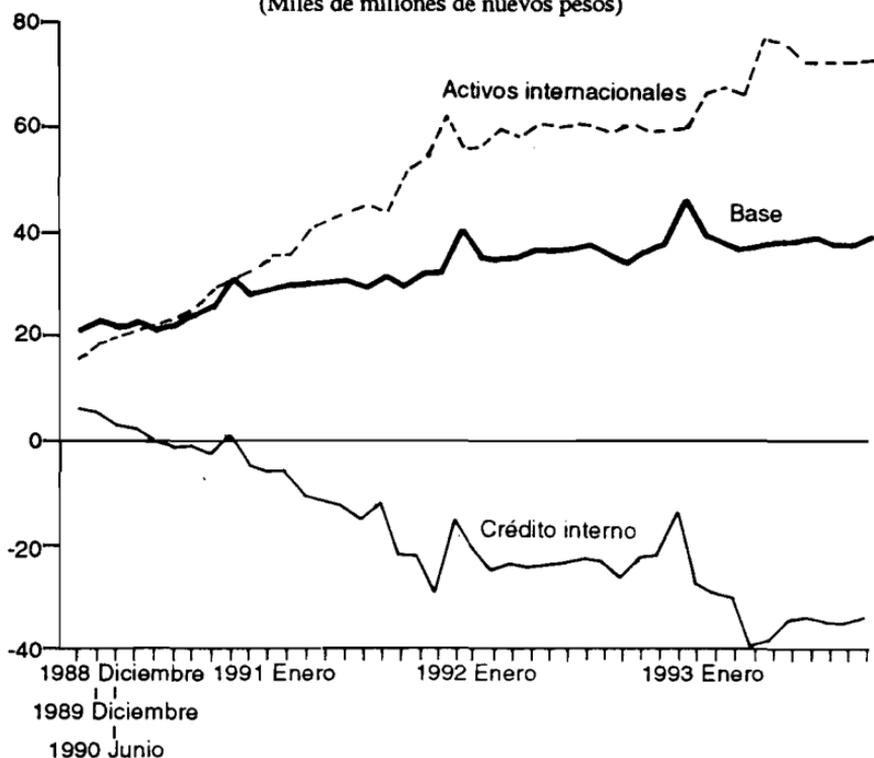
La privatización de empresas públicas ha tenido también un efecto esterilizador, debido a que esta es una manera en la que el gobierno ha absorbido la liquidez excesiva. Los recursos provenientes de las desincorporaciones se han depositado en el Fondo de Contingencia y, posteriormente, se han usado para amortizar deuda pública, otorgando así un beneficio permanente a las finanzas públicas. Esta es, en consecuencia, otra manera mediante la que se contrarrestan los posibles efectos negativos de las entradas de capital en la inflación.

La política de esterilización requiere un manejo cuidadoso, pues el costo de estas políticas, mediante operaciones de mercado abierto, reside en que aumenta las tasas de interés, con lo que sube el servicio

¹² Cabe señalar que en el periodo de mayor inestabilidad económica de México —desde principios de la década de los setenta hasta mediados de los años ochenta—, el crédito interno del banco central era la variable de holgura para completar el financiamiento del déficit público.

GRÁFICA 7. México: Base monetaria, 1988-1993

(Miles de millones de nuevos pesos)



FUENTE: Banco de México.

de la deuda interna. Al respecto, de acuerdo con cálculos propios, el costo de la esterilización fue de aproximadamente 0.13% del PIB en promedio durante el periodo 1990-1993 y 3% de los intereses de la deuda interna pagados por el sector público en el mismo lapso.

Si bien es cierto que las altas tasas reales de interés han tenido efectos desfavorables en la economía, también lo es que éste no es el único factor que ha provocado la contracción de la actividad económica ni el incremento de la cartera vencida de los bancos. Así, por ejemplo, en 1989 las tasas reales de interés se ubicaron en un promedio de 17% anual, mientras que el PIB creció ese año 3.3%; por otra parte, en 1993 las tasas reales de interés bajaron hasta ubicarse en 6% y el crecimiento económico fue de 0.4 por ciento.

En lo que respecta a la cartera vencida de los bancos, son varios los factores que explican la existencia de este fenómeno, además del

CUADRO 10. *Estimación del efecto "cuasi-fiscal" de la esterilización*

Año	Variación de reservas internacionales (millones de dólares) 1	Diferencial de tasas de interés México-Estados Unidos ^a (porcentaje) 2	Efecto cuasi-fiscal de la esterilización (millones de dólares) 3 = 2 x 1	Efecto cuasi-fiscal/PIB (porcentaje) 4
1990	3 414.3	15.48	528.5	0.22
1991	7 821.5	9.60	750.9	0.26
1992	1 161.4	6.99	81.2	0.02
1993 ^b	4 030.1	2.78	112.0	0.03

FUENTE: *Indicadores Económicos*, Banco de México.

^a (CETES/1990-CEDE/1990) menos la diferencia entre cotizaciones a la compra y a la venta del tipo de cambio.

^b Enero-septiembre.

nivel de las tasas reales de interés. Entre otros factores, se encuentra el desarrollo insuficiente de mecanismos para evaluar créditos. Dado el saneamiento de las finanzas públicas y que el sector público obtiene financiamiento mediante operaciones de mercado abierto, el gobierno ha recurrido cada vez menos al financiamiento bancario. En tales circunstancias, los bancos comerciales tuvieron que competir para colocar fondos entre acreedores del sector privado en una época en la que su capacidad para evaluar adecuadamente el riesgo se encontraba débil. Como resultado de lo anterior, activos de bajo o casi nulo riesgo (deuda del sector público y créditos a miembros muy selectos del sector privado) disminuyeron su importancia en el portafolio de los bancos. Este factor, combinado con la disminución de la actividad económica en los recién pasados meses y el mantenimiento de altas tasas de interés, han conducido a un incremento en el coeficiente de cartera vencida a cartera total.

En marzo de 1991 se emitieron las Reglas para la Calificación de la Cartera Crediticia de las Instituciones de Crédito, que establecen la obligación de llevar a cabo la calificación trimestral de la cartera, agrupándola de acuerdo con el grado de riesgo de los diversos activos y constituyendo las reservas preventivas del caso. Además, los bancos han tenido que reforzar su capitalización conforme a los criterios del Acuerdo de Basilea, incluso para los bancos que no realizan operaciones internacionales.

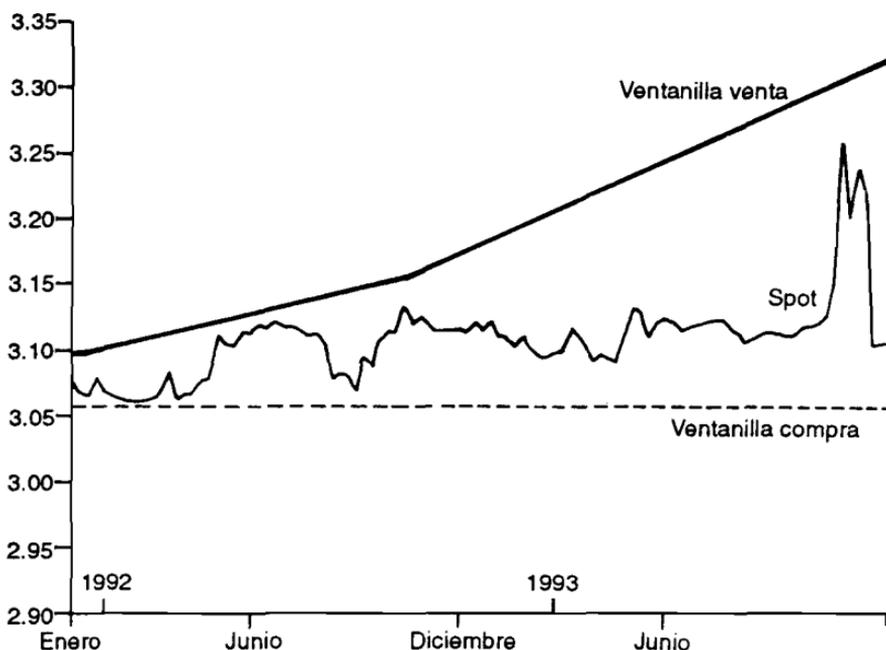
b) *Endeudamiento externo de los bancos comerciales.* Como ya se mencionó, desde 1989 México recuperó el acceso a los mercados internacionales de capital. Debido a las nuevas posibilidades de financiamiento que se abrían al país, durante 1990 y 1991 los bancos comerciales empezaron a emitir certificados de depósito a corto plazo denominados en dólares. Aunque las condiciones de las emisiones han sido cada vez más favorables, la magnitud de los montos de endeudamiento y el riesgo inherente de los pasivos en moneda extranjera empezaron a generar cierta preocupación. Por ello, las autoridades monetarias decidieron introducir un coeficiente de liquidez para la captación en moneda extranjera por parte de sucursales u oficinas de los bancos comerciales en el exterior. El propósito era moderar la afluencia de capitales provenientes del exterior para evitar su influencia en los precios.

A pesar de esas medidas, los pasivos en moneda extranjera de la banca comercial aumentaron en alrededor de 10% en tan sólo tres meses (de diciembre de 1991 a marzo de 1992) al llegar a 11 mil millones de dólares, en virtud de lo cual se estableció un límite al monto de pasivos en moneda extranjera, equivalente a 10% de los pasivos totales; además, se mantuvo el coeficiente de liquidez de 15%. Este coeficiente debería colocarse en instrumentos líquidos de riesgo bajo o nulo, de tal manera que ante un eventual retiro de depósitos el banco afectado pudiera recurrir en primera instancia a una fuente de moneda extranjera distinta de las reservas internacionales.

c) *Flexibilidad de la política cambiaria.* En noviembre de 1991 se abrogó el sistema de control de cambios vigente desde 1982, ante un cambio en las circunstancias y la virtual igualación de los tipos de cambio libre y controlado. El gobierno introdujo un mecanismo de banda ampliada dentro de la cual fluctúa el tipo de cambio, que permite dar certidumbre al mercado de divisas en el mediano plazo y, a la vez, permite responder con mayor flexibilidad a las situaciones circunstanciales por las que atravesase este mercado, siempre que la banda esté en un nivel "adecuado". La ampliación se llevó a cabo permitiendo que el techo de la banda continuara deslizándose 20 centavos diarios, en tanto que su piso se fijó al nivel que tenía en esa fecha.

No obstante la ampliación de la banda, el tipo de cambio de mercado se deslizó menos que el techo de la banda. En octubre de 1992 se aumentó el desliz del techo de 20 a 40 centavos, con el fin de que, si se requiere, el tipo de cambio fluctúe con mayor flexibilidad. Con

GRÁFICA 8. México: Banda de fluctuación peso-dólar



ello, se reduce la necesidad de intervención del Banco de México en el mercado cambiario. Por otra parte, al mantenerse fijo el piso de la banda se evita que el tipo de cambio tenga que subir, como sería el caso si el piso también se estuviera deslizando.

Las ventajas que proporciona un régimen de esta naturaleza cobran mayor importancia, tanto por la situación de los mercados financieros internacionales como por los desafíos que plantea a la economía mexicana la apertura comercial. Ambos son factores que obligan a la política cambiaria a actuar con mayor rapidez. El incremento en el rango de fluctuación del tipo de cambio permite resolver con mayor facilidad los problemas de las corrientes de capital. Si el tipo de cambio es flexible, la mayor oferta de capital se puede reflejar en una apreciación de la moneda y un incremento en la demanda de divisas en una depreciación. La mayor flexibilidad del tipo de cambio también ayuda a desalentar las corrientes de capital de muy corto plazo. Dado que la banda se amplía también lo hace el riesgo cambiario para inversionistas extranjeros, por lo que se desalientan las afluencias de capital que sólo buscan rendimientos especulativos de muy corto plazo.

CONCLUSIONES¹³

i) En la actualidad, en los países en desarrollo que han recibido cuantiosas corrientes de capital privado a modo de inversión de cartera (principalmente en instrumentos de alta liquidez como los valores gubernamentales) existe una profunda preocupación por prever los efectos adversos que tendría una reversión de esas afluencias de capital.

ii) México no queda exento de esas preocupaciones. Cada vez se hace más necesario perseverar en las políticas que permitan minimizar los efectos adversos de una salida masiva de capital. Continuar con el fortalecimiento de las finanzas públicas, reducir la inflación a niveles internacionales, fortalecer la productividad y competitividad de la economía, son acciones que no deben escatimar esfuerzos, lo que permitirá darle viabilidad financiera a la balanza de pagos en el largo plazo.

iii) La economía mexicana está viviendo un proceso de cambios profundos que abren mayores oportunidades a los inversionistas extranjeros. De 1989 a 1993 la entrada de capitales ha desempeñado un papel de primera importancia.

iv) Entre 1988 y 1993 el déficit de la cuenta corriente creció alrededor de 20 mil millones de dólares y pasó de representar 1.5% del PIB a 6.6% en el mismo lapso, en tanto que la inversión fija bruta del sector privado se calcula que aumentó en 32 mil millones de dólares (de 12.1 a 17% como proporción del PIB). El desequilibrio del sector externo se explica, precisamente, por el crecimiento de la inversión privada por arriba de la capacidad de generar ahorro interno. La brecha se ha cubierto con capital proveniente del exterior, sobre todo en la modalidad de inversión extranjera.

v) Tuvo lugar un cambio marcado en los precios relativos de los bienes comerciables y no comerciables, que hizo a estos últimos más atractivos para los inversionistas: el índice de precios de los comerciables a no comerciables cayó de 140.9 en 1988 a 74.3 en 1993.

¹³ Este artículo se terminó de escribir en junio de 1994, seis meses antes de que se suspendiera el esquema de fluctuación controlada y se decidiera dejar que las fuerzas del mercado determinen el tipo de cambio, lo que significó una devaluación de alrededor de 50% entre el 19 y el 30 de diciembre de 1994. A pesar de las bondades del esquema anterior, diversos fenómenos presionaron más allá de lo sostenible al tipo de cambio, entre ellos, podemos señalar el crecimiento del déficit de la cuenta corriente a cerca de 28 mil millones de dólares (8% del PIB) en 1994, el aumento de las tasas de interés internacionales y la incertidumbre entre los inversionistas debido tanto a factores económicos como políticos, que provocaron una reducción sensible de las reservas internacionales a 6 148 millones de dólares al cierre de 1994.

vi) La apreciación del tipo de cambio parece ser uno de los resultados de la entrada masiva de capitales.

vii) Se ha aplicado una política monetaria restrictiva para compensar parcialmente los efectos expansivos que las entradas de capital tienen en la liquidez global de la economía y, en consecuencia, en la demanda agregada y el nivel de precios. Esta política ha contribuido a alcanzar las metas de estabilización y, por otra parte, ha conducido a una acumulación de reservas internacionales. El control que el banco central ejerce en el monto total del crédito interno explica la persistencia de las altas tasas de interés nominales, lo que ha provocado, entre otras cosas, altos pagos de intereses en la deuda pública interna. Cálculos no oficiales ubican el costo de la esterilización en un promedio aproximado de 0.13% del PIB para el período 1990-1993, lo que representó un pago adicional de intereses de la deuda pública interna de alrededor de 3% en el mismo lapso. Las altas tasas reales de interés que han prevalecido en el contexto de reducción continua de la tasa de inflación —aunada a las expectativas favorables en el curso de la economía mexicana— favorecieron, a su vez, el aumento de las entradas de capital externo al país, aunque en la mayor parte de 1994, las tasas de interés en los Estados Unidos mostraron un repunte que afectó el ritmo al que venían entrando capitales a México.

APÉNDICE 1. *Historia de los regímenes cambiarios en el México moderno*

1954 a agosto de 1976	Régimen de tipo de cambio fijo a 12.50 pesos por dólar
Septiembre a diciembre de 1976	Régimen de tipo de cambio flotante. El peso pierde 80% de su valor
Diciembre de 1976 a agosto de 1982	Deslizamiento controlado con una devaluación importante en febrero de 1982 (de 26 a 45 pesos por dólar)
Agosto de 1982	Devaluación brusca a 95 pesos por dólar, seguida de un régimen de tipo de cambio flotante (flotó brevemente hasta alcanzar 120 pesos por dólar)
1º de septiembre a diciembre de 1982	Se establece un régimen de tipo de cambio dual y de deslizamiento controlado; se imponen rigurosos controles de cambio

Diciembre de 1982 a diciembre de 1987	Continúa el régimen dual y de deslizamiento controlado, pero con flexibilización en los controles de cambio. Devaluación discreta (el tipo de cambio libre pasó de 245.42 a 347.50 pesos por dólar) y aceleración de la velocidad de deslizamiento controlado a partir de agosto de 1985
Diciembre de 1987 a febrero de 1988	Continúa el régimen de tipo de cambio dual y se establece el tipo de cambio de flotación, manejada con el inicio del Pacto de Solidaridad Económica
Febrero de 1988 a enero de 1989	Continúa el tipo de cambio dual; sin embargo, el tipo de cambio controlado se fijó en 2 257 pesos por dólar
Enero de 1989 a noviembre de 1991	Continúa el régimen de tipo de cambio dual y el deslizamiento controlado. De enero de 1989 a mayo de 1990 se observa una depreciación diaria de un peso en ambos tipos de cambio; de mayo a noviembre de 1990 la depreciación diaria es de 80 centavos; de noviembre de 1990 a noviembre de 1991, esta es de cuarenta centavos por dólar
Noviembre de 1991 a noviembre de 1992	Eliminación del régimen dual con la abrogación del control de cambios; la depreciación diaria es de 20 centavos por dólar
Noviembre de 1992 a diciembre de 1994	Depreciación diaria de 40 centavos por dólar; reforma monetaria que elimina tres ceros a la denominación de la moneda. Se fija una banda de flotación del tipo de cambio con un rango de 9% de piso a techo de dicha banca.

FUENTE: Mansell (1992).

APÉNDICE 2

La inversión extranjera de cartera se encuentra distribuida en los siguientes mecanismos:

1. *Recibos de depósito americano (ADR) o recibos de depósito globales (GDR)*. Estos instrumentos permiten a los inversionistas extranjeros adquirir indirectamente acciones de empresas mexicanas; son recibos negociables que amparan valores de la emisora y son emitidos y administrados por un banco extranjero.

2. *Series de libre suscripción*. Es el mecanismo tradicional al que han acudido los inversionistas extranjeros para adquirir valores de empresas

mexicanas. Carecen de restricciones de tipo cuantitativo para su adquisición y ofrecen a inversionistas extranjeros los mismos derechos de propiedad y corporativos que a los ciudadanos mexicanos.

3. *Certificados de participación ordinaria (CPO) del fideicomiso neutro*. Este mecanismo se incluyó en el nuevo Reglamento para la Inversión Extranjera. Funciona mediante la formación de fideicomisos para que los inversionistas extranjeros puedan adquirir acciones que, en otras circunstancias, estarían reservadas exclusivamente a nacionales.

4. *Fondos de inversión internacionales*. Son fondos que mantienen una cartera de acciones representativa de las principales empresas inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores y que se cotizan en los principales mercados internacionales. Estos fondos tienen como antecedente el Fondo México, creado en 1981; cabe señalar que desde ese año y hasta 1989 no se creó ningún otro fondo, pero a partir de entonces se han formado más de 15 que operan con acciones mexicanas en los mercados internacionales.

5. *Valores gubernamentales*. Estas inversiones se realizan mediante operaciones directas en el mercado de dinero mediante las casas de bolsa o bancos mexicanos.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de México, *Indicadores Económicos*, varios números.
- , *Informe Anual*, varios números.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Afluencia de capital y apreciación del tipo de cambio", *IMF Staff Papers*, vol. 40, marzo.
- Cumby, R. E., y M. Obstfeld (1983), "Capital Mobility and the Scope for Sterilization: Mexico in the 70s", P. Aspe, R. Dornbusch y M. Obstfeld (comps.), *Financial Policies and the World Capital Market*, NBER, University of Chicago Press.
- Díaz-Alejandro, C. (1983), "Stories of the 1930s for the 1980s", P. Aspe, R. Dornbusch y M. Obstfeld (comps.), *Financial Policies and the World Capital Market*, NBER, University of Chicago Press.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1991a), "Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows", *World Economic and Financial Surveys*, marzo.
- (1991b), "International Capital Markets: Developments and Prospects", *World Economic and Financial Surveys*, mayo.
- (1991c), "Private Market Financing for Developing Countries", *World Economic and Financial Surveys*, diciembre.
- Gurría, J. A. (1992), "La política de deuda externa de México, 1982-1990", C. Bazdresch, N. Bucay, S. Loeza y N. Lustig (comps.), *México: Auge, crisis y ajuste*, Serie de Lecturas de EL TRIMESTRE ECONÓMICO, núm. 73, vol. 2, México, Fondo de Cultura Económica.

- Gurría, J. A. (1993), "La nueva política de deuda externa de México", M. E. Vásquez Nava (comp.), *La administración pública contemporánea en México*, México, Secretaría de la Contraloría General de la Federación y Fondo de Cultura Económica.
- , y S. Fadl (1991), "Estimación de la fuga de capitales en México, 1970-1990", núm. 4, Banco Interamericano de Desarrollo, serie Monografías.
- Mancera Aguayo, M. (1993), "La política monetaria en México", *Testimonios sobre la actuación de la Banca Central* (varios autores), vol. 1, México, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.
- Mansell Carstens, Catherine (1992), *Las nuevas finanzas en México*, México, Ediciones Milenio, p. 88.
- Rodríguez, M. A. (1978), "Consequences of Capital Flight for Latin America", D. Lessard y J. Williamson (comps.), *Capital Flight: The Problem and Policy Responses*, Washington, Institute for International Economics.

7. REPUNTE DE LAS CORRIENTES DE CAPITAL Y EL DESARROLLO: IMPLICACIONES PARA LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS

*Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis
y Stephany Griffith-Jones**

INTRODUCCIÓN

LOS MERCADOS internacionales de capitales han crecido espectacularmente desde mediados de la década de los sesenta. Si bien los movimientos de capital reflejan en parte la expansión de la economía mundial, del aumento del comercio internacional y de la globalización de la producción, están vinculados también con factores sólo financieros que aumentan a un ritmo notablemente más rápido. En el decenio de los sesenta, la creciente presencia de centros financieros internacionales extraterritoriales con muy poca regulación estimuló los movimientos de capital al dar cabida a la evasión de la reglamentación financiera nacional, a los controles del capital y a los impuestos. Luego, en los decenios de los setenta y ochenta, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a relajar o a abandonar la regulación de las transacciones de divisas. Esto, combinado con avances tecnológicos revolucionarios en la gestión de la información y de las telecomunicaciones y con el surgimiento de técnicas financieras cada vez más perfeccionadas, contribuyó a un auge de las corrientes financieras nacionales e internacionales.

Resulta prematuro hablar de mercados financieros integrados, pues la movilidad del capital internacional claramente está lejos de ser perfecta. No obstante, no hay duda de que las corrientes de capital y la integración financiera internacional aumentan de manera sostenida. Estas circunstancias han causado controversia. En un extremo están los que consideran la creciente integración como un signo de

* Agradecemos los valiosos comentarios recibidos en seminarios realizados en la Brookings Institution, en el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres, en el BID, la Secretaría de las Naciones Unidas en Nueva York y la CEPAL en Santiago. En particular, agradecemos los comentarios de Guillermo Calvo, Sebastián Edwards, Felipe Larrain, Helmut Reisen y John Williamson.

mayor eficiencia; según esta interpretación, los mercados están superando la represión financiera que caracterizaría a una ineficiente regulación gubernamental. En el otro extremo están los que consideran que el auge de las corrientes de capital constituye una especulación de alto riesgo que amenaza la soberanía nacional. Por supuesto, entre esos dos extremos hay varias posturas intermedias que reconocen las importantes ventajas potenciales de una mayor movilidad del capital internacional, pero a las que también preocupan cuestiones como la sostenibilidad, la composición y los plazos de las corrientes de capital, y la necesidad de asegurar que resulten compatibles con la estabilidad macroeconómica, la competitividad internacional, el crecimiento y la equidad social.

Últimamente esta controversia ha alcanzado mayor importancia para la América Latina. En el decenio de los ochenta, quedaron en gran parte rotos los vínculos con los mercados de capital internacional como resultado de una enorme crisis de deuda con los bancos comerciales.¹ Sin embargo, la región se ha beneficiado del fuerte auge de las corrientes de capital durante el periodo 1991-1994. Estas corrientes fueron muy valiosas porque removieron una restricción externa dominante que contribuía a los bajos niveles de inversión y a una grave recesión económica en la región. Sin embargo, esa afluencia de capitales también ha tenido un efecto indeseado en la evolución de los tipos de cambio, en el control de la oferta de dinero, en los pasivos externos y, posiblemente, en la futura vulnerabilidad ante nuevos choques externos.

En este artículo se examinarán políticas relacionadas con los movimientos de capitales, recurriéndose a estudios de caso que forman parte de este proyecto, así como a otros trabajos recientes acerca de la materia. En la sección I se examinarán los fundamentos conceptuales del desempeño de las corrientes externas de capital en el desarrollo, y en lo concerniente a la liberalización financiera y a la apertura de la cuenta de capital. La sección II se centrará en los orígenes del reciente auge de las corrientes de capital y en algunas de las consecuencias que en materia de políticas se derivan del comportamiento de la oferta de fondos. En la sección III se hará una evaluación de los efectos de dichas afluencias de capital en las economías de la

¹ Véase un análisis detallado de la inserción de la región en los mercados de capital en el decenio de los setenta y del surgimiento de la crisis de la deuda en Ffrench-Davis (1983); Devlin (1989); Feinberg y Ffrench-Davis (1988); Griffith-Jones y Rodríguez (1992); Banco Mundial (1993), y Ffrench-Davis y Devlin (1994).

América Latina y un examen de las implicaciones en materia de políticas.

Hay un tema común preponderante que emerge de este trabajo. Las corrientes de capital son sin duda un instrumento en extremo valioso en el desarrollo económico y en el proceso de integración de la economía mundial. Sin embargo, la naturaleza intertemporal de las transacciones financieras y lo incompleto de los instrumentos existentes contribuyen a que los mercados financieros se encuentren entre los de funcionamiento más imperfecto en la economía de mercado. Por lo tanto, el mejoramiento de la información, la regulación del sector financiero y una macrogestión amplia y prudente (directa e indirecta) de las corrientes financieras constituyen un bien público respecto al cual los gobiernos tienen un papel compartido: en el desempeño de la oferta en el caso de las autoridades de países industriales, y en la demanda en el de las autoridades de países en desarrollo, coordinadas, cuando corresponda, por los organismos internacionales.

I. MOVILIDAD DEL AHORRO EXTERNO Y APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITAL

1. *El capital externo y el desarrollo*

En los recién pasados años se ha prestado cada vez más atención a las aportaciones positivas de la movilidad del capital en general, lo que ha dado lugar a recomendaciones de políticas para la apertura de la cuenta de capital. Los argumentos en favor de un capital de libre movilidad están respaldados por sólidos planteamientos teóricos. Por desgracia, el mundo real subóptimo en que vivimos puede condicionar de modo grave muchas de las apreciaciones de los textos, lo que a su vez crea preocupación en cuanto a interpretar teorías de moda literalmente, y aplicarlas sin prestar atención a las importantes advertencias que pueden surgir de una evaluación más empírica del papel de la movilidad del capital en el proceso de desarrollo. Esto se puede ejemplificar examinando algunas de las razones con más frecuencia mencionadas para promover una mayor movilidad del capital. Entre las principales se encuentran: la canalización del ahorro externo hacia los países con insuficiencia de capital y el financiamiento compensatorio de los choques externos, que ayuda a estabilizar el gasto interno.

A nivel agregado, se dice que los movimientos de capital desde

los países desarrollados hacia los que están en desarrollo aumentan la eficiencia de la asignación de los recursos mundiales (Mathieson y Rojas-Suárez, 1993), porque el rendimiento real de la inversión marginal en los países con abundancia de capital es por regla general más bajo que el de los países con escasez de capital. Como en el caso de muchos razonamientos teóricos, los resultados previstos dependen del cumplimiento de algunas condiciones. Entre ellas está la de que los mercados financieros, que intermedian la mayoría de los movimientos internacionales de capital, deben contar con lo que Tobin (1984) denomina eficiencia fundamental de la valoración, es decir, las valoraciones del mercado deben reflejar apropiadamente el valor actualizado de los dividendos que de manera razonable se prevea que generarán los activos de que se trate a lo largo del tiempo.

La calidad de la fijación de los precios es sumamente importante porque estos son la principal señal para que el mercado reasigne el capital. Por desgracia, los movimientos de precios en los mercados financieros a menudo no reflejan aspectos fundamentales (Tobin, 1984; Kenen, 1993; Stiglitz, 1993). De ese modo, hay estudios empíricos (resumidos en Tobin, 1984; Lessard, 1991; Akyüz, 1993) así como análisis históricos (Kindleberger, 1978) que sugieren que la asignación de recursos en los mercados de capital puede sufrir graves ineficiencias.

En el corto plazo las imperfecciones pueden hacer que los mercados financieros asignen demasiado o muy poco capital (en relación con la rentabilidad implícita) a algunos receptores en un momento dado. Cuando la asignación ineficiente de corto plazo es muy cuantiosa puede inducir una crisis y tener consecuencias devastadoras para las empresas, sectores productivos y países.

Estos trastornos de corto plazo en el financiamiento, que perturban de manera grave la producción y distorsionan la rentabilidad del capital, pueden obviamente otorgar ventajas y desventajas a diferentes agentes económicos, los que en sí mismos pueden convertirse en elementos determinantes de la rentabilidad y, por consiguiente, de las tendencias en la asignación de los recursos. Es evidente que el fenómeno de la histéresis es muy pertinente en el terreno de lo financiero y en su interrelación con la economía real (Reisen, 1994, cap. 10).

La movilización del ahorro externo es el papel clásico para las afluencias de capital hacia un país en desarrollo. Ese ha sido el argumento más tradicional y ciertamente el más poderoso en favor de la movilidad del capital internacional y de las afluencias hacia los

países menos desarrollados. De hecho, las corrientes de ahorro externo pueden completar el ahorro interno, ni aumentar la inversión y estimular el crecimiento. A su vez, la expansión del ingreso global puede incrementar aún más el ahorro interno y la inversión, creando de ese modo un círculo virtuoso en el que hay una expansión económica sostenida, la eliminación a la postre de la deuda externa neta y la transformación del país en un exportador de capital (véase CEPAL, 1994, cap. x).

Si bien ese marco de análisis tradicional es muy estilizado, tiene algunas grandes connotaciones. En primer lugar, las corrientes externas de capital deben dirigirse de manera sostenida a aumentar la inversión agregada y a no desviarse hacia el consumo. En segundo lugar, se requiere un enérgico esfuerzo encaminado al ahorro interno: desde el comienzo de un ciclo de deuda, la tasa marginal de ahorro debe mantenerse a un nivel que sea mucho más alto que el de la tasa media de ahorro del país y también mucho mayor que la tasa de inversión, permitiendo de esa manera, a la larga, la formación de un superávit de ahorro para la amortización de la deuda. En tercer lugar, la inversión debe ser eficiente. En cuarto lugar, el país debe invertir de modo resuelto en bienes comerciables con el fin de crear un superávit comercial lo suficientemente voluminoso como para transformar el ahorro interno en moneda convertible, a modo de atender el servicio de la deuda. En quinto lugar, se requieren acreedores que estén dispuestos a proporcionar corrientes de financiamiento estables y términos razonables.

Puede ser que estas condiciones no se cumplan en la práctica: es posible que los países experimenten una sustitución del ahorro interno por ahorro extranjero; que las inversiones no siempre sean eficientes o encauzadas lo suficiente hacia bienes comerciables o de exportación, y que el comportamiento de los acreedores difiriera de la modalidad deseada.

En verdad, por convincente que sea el argumento tradicional en favor de la transferencia del ahorro internacional a países relativamente más pobres, los problemas mencionados y las consiguientes crisis de pagos han causado a menudo que este valioso mecanismo de desarrollo funcione sólo de manera débil. A pesar de estas graves dificultades, el ahorro extranjero ha cumplido históricamente un papel relevante en el desarrollo de muchos países, y algunos de éstos han surgido como países industriales, y posteriormente evolucionado, hasta convertirse en importantes exportadores de capital.

La movilidad del capital también puede contribuir a distribuir a lo largo del tiempo los costos de las diferencias intertemporales entre la producción y el gasto. Sin embargo, este proceso no siempre puede evolucionar sin tropiezos en la práctica. Si las oscilaciones transitorias de las variables externas son relativamente predecibles, los mercados libres de capital podrían proporcionar el financiamiento deseado sin mucha dificultad. No obstante, para los mercados no siempre es fácil determinar si un cambio desfavorable de circunstancias en el sector externo será o no transitorio y por cuánto tiempo, y esa incertidumbre, junto con las imperfecciones de los mercados internacionales de capital, en especial las asimetrías de información y los problemas de aplicación efectiva de las normas (Stiglitz y Weiss, 1981), representa obstáculos para la llegada de cantidades suficientes de financiamiento externo.

Cuando esta valiosa función de movilidad del capital internacional sólo se cumple de manera imperfecta, los costos del ajuste para los países en desarrollo pueden ser enormes. Ello se debe a que frente a un choque externo negativo (y reservas internacionales del país fácilmente agotables), toda disminución de la afluencia de capital exigirá una inmediata reducción del gasto interno para equilibrar la balanza de pagos. La producción caerá casi con seguridad debido a las rigideces naturales que entorpecen la reasignación de los recursos, en tanto que habrá también tendencia a que se produzca una reducción desmesurada de la inversión. El ajuste externo de la América Latina en el decenio de los ochenta ejemplifica muy bien estos puntos (CEPAL, 1984; Ramos, 1985; French-Davis y Devlin, 1994).

Si el financiamiento se trata analíticamente de modo análogo a los bienes, podrían suponerse beneficios sociales en un comercio internacional recíproco de activos financieros: la movilidad del capital permitiría a las personas satisfacer de manera más plena sus preferencias de riesgo por la vía de una mayor diversificación de sus tenencias de activos. Este microbeneficio es en la actualidad el argumento más común en favor de la movilidad del capital (Mathieson y Rojas-Suárez, 1993),² y se le ha usado ampliamente como argumento para justificar una apertura plena de la cuenta de capital de los países desarrollados y en desarrollo por igual.

La analogía entre el libre comercio de mercaderías y el libre comercio de activos financieros puede ser errónea. El comercio de activos

² Véase en CEPAL (1994) varios planteamientos teóricos acerca de los microefectos de la libre movilidad del capital externo.

financieros internacionales no es idéntico, por ejemplo, al intercambio entre países de trigo por textiles (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989). Este tipo de transacción es completo e instantáneo, mientras que el comercio de instrumentos financieros es inherentemente incompleto y de valor incierto, pues se basa en una promesa de pago en el futuro.

En un mundo de incertidumbre, mercados de seguros incompletos, costos de información y otras distorsiones, las evaluaciones *ex ante* y *ex post* de los activos financieros pueden ser por completo diferentes. Además, la separación en el tiempo entre una operación financiera y el pago correspondiente, junto con las barreras de información, genera externalidades en las transacciones de mercado que pueden magnificar y multiplicar los errores en las evaluaciones subjetivas, hasta el punto que finalmente las correcciones de mercado tienen que ser muy abruptas y desestabilizadoras. Es precisamente por eso que el bienestar social disminuye con la desreglamentación del comercio de activos financieros, y de hecho aumenta con una mayor intervención pública (Stiglitz, 1993). De ese modo, algunas maneras de regulación del comercio de ciertos activos financieros no sólo hacen que funcionen mejor los mercados, sino que además mejoran el rendimiento global de la economía al acentuar la estabilidad macroeconómica y al favorecer un mayor rendimiento de las inversiones a largo plazo.

2. *La liberalización de la cuenta de capital: Evolución de las políticas*

Existe un amplio consenso en el sentido de que la movilidad del capital internacional es un componente necesario del proceso de desarrollo. Sin embargo, la mayor parte de los análisis de equilibrio general examina el capital como un todo y no tiene en cuenta condiciones importantes del mundo real como las limitaciones en materia de información, las peculiaridades institucionales de los inversionistas, la estructura del mercado en el que éstos operan, el volumen y momento oportuno del financiamiento, y sus costos e inestabilidad. Estos y otros factores no siempre se combinan para permitir a los países aprovechar la totalidad de los posibles beneficios de los movimientos externos de capital. En verdad, pueden y suelen ocurrir fallas sistémicas del mercado. Ejemplos frecuentes del problema son las grandes crisis financieras, acompañadas del colapso macroeconómi-

co, que reiteradamente han aparecido en la historia económica, entre ellas la reciente crisis de la deuda en la América Latina.

Puesto que el mundo real puede condicionar los méritos de los argumentos teóricos más atractivos, no es sorprendente que hayan surgido animados debates acerca del funcionamiento de los mercados financieros internacionales y de la movilidad del capital. Durante muchos años, el número de propugnadores de cuentas de capital abiertas en los países en desarrollo ha aumentado de manera sostenida, hasta el punto de que muchos consideran que una apertura total debiera ser un objetivo fundamental de las políticas económicas. Más recientemente, parece haber una tendencia creciente a un enfoque más pragmático respecto a la apertura de la cuenta de capital, de acuerdo con el cual se aconseja cautela y gradualismo; se llega hasta a cuestionar seriamente la urgencia de abrir la cuenta de capital. Se ha expresado cierto interés por la idea de un seguimiento permanente de las corrientes financieras, usándose si es necesario la regulación para proteger los equilibrios macroeconómicos internos. A continuación aparece un examen de las tendencias.

a) *De economías cerradas a economías abiertas.* Durante los decenios de los cincuenta y los sesenta la corriente principal del pensamiento de especialistas acerca del desarrollo se centró sobre todo en la actividad económica real más que en asuntos monetarios y financieros. Además, el análisis de las corrientes de ahorro externo se centró en un número muy limitado de fuentes de crédito, básicamente en la ayuda y en los préstamos bilaterales, y en la inversión extranjera directa. La mayoría de los países desarrollados y en desarrollo tenían controles amplios de los movimientos de capital.

Esta situación tenía sus raíces en la circunstancia histórica concreta de la Gran Depresión y en la escasa actividad financiera internacional privada en particular, hasta comienzos del decenio de los sesenta. Sin embargo, esta orientación de las políticas no mantuvo un predominio de las ideas; en efecto, se vio enfrentada a paradigmas rivales, en especial variaciones de la teoría económica del *laissez faire*. Es más, estas últimas ideas disfrutaron de un número cada vez mayor de adeptos hacia fines del decenio de los sesenta, debido en parte a las crecientes dificultades que encaraban los gobiernos para lograr armonizar su reglamentación con las realidades de los mercados nacionales e internacionales.

Las nuevas tendencias también contribuyeron a un decisivo cambio de orientación de las políticas de desarrollo. Salieron a la luz

importantes estudios que se centraron en la necesidad de reducir la intervención estatal y liberalizar los mercados, con especial acento en los regímenes financieros nacionales. Se sostuvo también que se necesitaba una cuenta de capital abierta como una manera de aumentar el ahorro nacional, profundizar los mercados financieros locales, reducir los costos de la intermediación financiera mediante la intensificación de la competencia, satisfacer la demanda de las personas de contar con mayor diversificación del riesgo y optimar la asignación de los recursos. En resumen se arguyeron la mayoría de los beneficios de la movilidad del capital esbozados con anterioridad.

b) *Apertura y secuencia de las reformas.* Aunque los que se sentían atraídos con este enfoque coincidían ampliamente respecto al diagnóstico y las prescripciones en materia de políticas generales, había grandes diferencias de opinión en cuanto a la puesta en práctica. Algunos sostuvieron que las reformas básicas eran parte de una "trama continua" y que deberían emprenderse idealmente de manera simultánea (Shaw, 1973); otros favorecieron el ordenamiento secuencial de las reformas, en que la cuenta de capital se abriría sólo después de consolidar las otras medidas de liberalización y en que se daría prioridad a la reforma financiera interna y a la liberalización comercial (McKinnon, 1973).

La cuenta de capital se consideró un ámbito en especial delicado porque, si se la abría junto con otras reformas, podría inducir una avalancha de capitales que provocaría una revaluación prematura del tipo de cambio, con consecuencias negativas para la liberalización comercial y para la asignación de los recursos. Según ese punto de vista, un tipo de cambio competitivo era decisivo para la reforma comercial. Por consiguiente, la regulación de las corrientes de capital podría justificarse como una manera de reducir temporalmente las presiones revaloratorias.

Los diversos planteamientos de políticas comenzaron a tener implicaciones reales para la América Latina a mediados del decenio de los setenta, cuando tres países del Cono Sur llevaron a cabo procesos de liberalización económica radicales, inspirados en parte por la hipótesis de la represión financiera y por la simplicidad teórica del enfoque monetario de la balanza de pagos (véase Ffrench-Davis, 1983).

Había un incentivo adicional para estimular la apertura de la cuenta de capital. Muchos analistas consideraban el auge de los préstamos bancarios internacionales del decenio de los setenta como un hecho inherentemente benigno para el desarrollo. Desde el punto de vista

de la oferta, los mercados privados financieros, y en especial el mercado no regulado de eurodólares, se consideraban muy eficientes y capaces de imponer la "disciplina del mercado" a los prestatarios, en contraste con los préstamos supuestamente ineficientes y permisivos de los organismos oficiales de crédito (Friedman, 1977). Además, se consideró que las decisiones en materia de inversiones directas y de cartera se basaban en las variables claves de largo plazo (*fundamentals*) de los países, y eran por lo tanto inherentemente favorables a un mayor orden y disciplina. Desde la perspectiva de la demanda, había además una noción muy generalizada en el sentido de que si los prestatarios eran privados —en contraste con los organismos del sector público— los recursos se utilizarían de modo eficiente (Robichek, 1981).

Como se sabe, el experimento del Cono Sur acabó mal, pues las economías se derrumbaron con el peso de grandes desequilibrios de precios y burbujas especulativas en los precios de los activos, baja inversión y ahorro internos, una enorme deuda externa y crisis de insolvencia. Las razones que sobre todo se dieron para explicar la mala experiencia fueron fallas de los mercados financieros internacionales o el defectuoso orden secuencial de las reformas de liberalización, o ambas (Díaz-Alejandro, 1985; Edwards, 1984).

En lo que respecta a las fallas de mercado, se llegó a la conclusión de que sencillamente no se había materializado la llamada disciplina del mercado financiero privado, porque en vez de encarar una curva de oferta de préstamos ascendente con racionamiento del crédito, como sería de suponer en un mercado con prestamistas eficientes, parece que muchos países en desarrollo se enfrentaron en el decenio de los setenta a una curva horizontal de la oferta (con comisiones decrecientes cobradas por los prestamistas y apreciaciones de los tipos de cambio en los mercados de los prestatarios), lo que dio señales distorsionadas de precios para el proceso de ahorro-inversión. En cuanto a las razones de la curva horizontal de la oferta y las fallas del mercado, algunos han hecho hincapié en la existencia de garantías públicas directas o indirectas para los prestamistas y los prestatarios (McKinnon, 1992), en tanto que otros han acentuado las deficiencias de la estructura de los mercados financieros y las prácticas crediticias institucionales, así como la permisividad de los sistemas reguladores nacionales e internacionales (Devlin, 1989).

En relación con la secuencia de las reformas, ahora hay cierto consenso en cuanto a que la apertura de la cuenta de capital fue pre-

matura y debió haberse pospuesto hasta que se hubieran consolidado otras reformas importantes y establecido los precios de equilibrio. La enseñanza que se recoge es que durante el ajuste, las cuentas de capital abiertas (en especial en periodos de oferta elástica de financiamiento internacional) pueden inducir periodos de intensificación de la afluencia de capitales con efectos macroeconómicos y sectoriales desestabilizadores.

En primer lugar, si los mercados financieros internos son aún poco profundos, y no competitivos, no podrán intermediar un resurgimiento de las corrientes de capital de modo eficiente, amenazando de esa manera la estabilidad de los propias corrientes. En segundo lugar, deben consolidarse los parámetros fiscales y las políticas deben ser flexibles, pues sin una base impositiva sólida y sin mecanismos fiscales flexibles, las autoridades deberán depender demasiado de las políticas monetarias para regular la economía del país. Además de esto la base impositiva debe ser tan sólida como para soportar suficiente gasto público, compatible con las necesidades de desarrollo a largo plazo.

Por último, ya que parte de las corrientes de capital se gasta de manera inevitable en bienes no comerciables, el precio relativo de estos últimos tiende a aumentar, con la consiguiente sobrevaluación del tipo de cambio real. Ello a su vez se refleja en un incremento del déficit en cuenta corriente. Es obvio que la revaluación real del tipo de cambio puede distorsionar la asignación de los recursos y de la inversión, debilitando gravemente el objetivo estructural de mediano plazo de un país de penetrar los mercados externos con nuevas exportaciones. La sobrevaluación real tiende también a provocar costos sociales innecesarios, ya que los recursos internos con toda probabilidad tendrán que revertirse a la producción de bienes más comerciables, por la vía de una depreciación real del tipo de cambio (Edwards, 1984; Park y Park, 1993; Banco Mundial, 1993). Esto se debe a que la contrapartida del déficit en cuenta corriente es una acumulación de pasivos externos, cuyo servicio deberá efectuarse a la larga en divisas.

Se ha formado de esa manera un caudal considerable de opiniones de expertos, que instan a que la apertura de varios segmentos de la cuenta de capital ocurra sólo después de la consolidación de otros programas importantes de liberalización, en especial en los campos del comercio y de las finanzas nacionales; de hecho, según McKinnon (1992, p. 117), "durante la liberalización se justifica la aplicación de estrictos controles al aumento repentino de la afluencia (o salida) de capital de corto plazo" (véase también Banco Mundial, 1993).

Donde ha habido quizá la mayor divergencia de opinión es con respecto a la velocidad de la apertura de la cuenta de capital una vez que se adopta la decisión: algunos han preconizado una apertura rápida y ambiciosa, en tanto que otros aconsejan un enfoque gradual. La primera postura es favorecida por quienes desconfían de la intervención del gobierno en los mercados de divisas y de capital o temen que los intereses creados paralicen los programas de liberalización. El segundo punto de vista se basa en la creencia de que la estabilidad macroeconómica necesita además cierta secuencia en la propia apertura de la cuenta de capital. En un plano más general, se establece una clara distinción entre la entrada y la salida de capitales, y se sugiere que los países liberalicen la primera antes que la última, en parte debido a que los beneficios que pudieran derivarse de las salidas de capital son más evidentes en un país que haya acumulado considerables activos en el exterior (Williamson, 1992 y 1993). Podría también haber una ordenación secuencial dentro de los componentes de entradas y de salidas: por ejemplo, el ingreso de capitales de largo plazo podría liberalizarse antes que las operaciones de corto plazo, en tanto que en el caso de la salida de capital se podría otorgar prioridad a las inversiones directas en el exterior orientadas a las exportaciones y al crédito comercial.

El enfoque gradualista es más congruente con el conocimiento más profundo logrado con respecto a la secuencia más eficiente de las reformas. Así, aunque los países en desarrollo pueden haber llevado a cabo reformas radicales, es posible que pasen muchos años antes de que se den las condiciones propicias, esto es un mercado financiero nacional profundo e institucionalmente diversificado, una base impositiva consolidada y amplia, un sector exportador diversificado e internacionalmente competitivo, y una extensa variedad de mecanismos disponibles de políticas macroeconómicas —todo lo cual permitirá a sus economías absorber los movimientos no regulados de capital externo en modalidades que sean consecuentes con el crecimiento sostenido y la equidad social.

Los que abogan por la ordenación secuencial sólo cuestionan el orden y el momento oportuno de la liberalización, no el objetivo final de una cuenta de capital abierta. Sin embargo, la importancia decisiva de la estabilidad macroeconómica, junto al abrumador volumen de los mercados internacionales de capital en comparación con el tamaño mucho menor de las economías de la América Latina, y las graves imperfecciones que existen en dichos mercados, pueden hacer poco

conveniente un compromiso inflexible con una cuenta de capital abierta de manera permanente e indiscriminada. En realidad, la creciente inestabilidad de las corrientes internacionales de capital, y su tamaño, ya han dado origen a nuevos debates en los países industrializados respecto al comportamiento en potencia desestabilizador de los mercados de capital y de la posible necesidad de regularlos, en especial en determinadas circunstancias.

II. EL REPUNTE DE LAS CORRIENTES PRIVADAS DE CAPITAL EN LOS AÑOS NOVENTA: IMPLICACIONES DE POLÍTICAS PARA LA OFERTA

1. *Tendencias generales de la oferta*

a) *Aumento masivo en la escala de las corrientes de capital.* El primer aspecto que corresponde destacar es la extraordinaria envergadura de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina a comienzos del decenio de los noventa, así como el hecho de que esa enorme afluencia de capitales fue inesperada. Como puede verse en el cuadro 1, la afluencia neta de capital hacia la América Latina alcanzó en 1992-1994 un récord, ascendiendo a un promedio de 62 mil millones de dólares anuales. Las afluencias netas de capital como proporción del PIB a precios corrientes llegaron a 5% en ese periodo, que es superior al del máximo histórico anterior (4.5% en 1977-1981).

Particularmente espectacular ha sido el pronunciado aumento de las corrientes de capital hacia México (véase cuadro 1), donde los ingresos netos fueron cercanos a cero en el periodo 1983-1990, en tanto que en 1992-1994 excedieron el 8% del PIB, cifra muy superior a la participación del periodo 1977-1981. También la Argentina y Chile presentaron grandes aumentos de sus corrientes de capital a comienzos del decenio de los noventa, pero fueron menos espectaculares que los de México.³

b) *Cambios ocurridos en los tipos de corrientes.* Una segunda tendencia importante de las corrientes de capital hacia América Latina es la apreciable diversificación de las fuentes y, sobre todo, el cambio de su composición. Como se observa en el cuadro 2, la participación de la inversión extranjera directa se duplicó entre 1977-1981 y 1991-1992, el capital accionario en cartera surgió como nueva fuente de financiamiento para la región y aumentó su importancia aún más

³ Recuérdese que Chile adoptó activas políticas para desalentar ingresos de capitales de corto plazo. Véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff (1994).

CUADRO 1. *Corrientes netas de capital hacia la América Latina^a*
(Promedios anuales)

	<i>Corrientes netas totales (miles de millones de dólares)</i>			
	<i>1977-1981</i>	<i>1983-1990</i>	<i>1990-1991</i>	<i>1992-1994^b</i>
América Latina y el Caribe	29.4	9.6	27.8	61.1
Argentina	1.9	1.4	1.1	10.6
Chile	2.6	1.5	2.3	3.1
México	8.2	0.8	16.3	25.2
	<i>Porcentaje del PIB^c</i>			
	<i>1977-1981</i>	<i>1983-1990</i>	<i>1990-1991</i>	<i>1992-1994^b</i>
América Latina y el Caribe	4.5	1.3	2.6	5.0
Argentina	2.0	2.1	0.6	5.1
Chile	12.7	7.0	7.3	7.8
México	5.1	0.2	6.3	8.5

FUENTE: CEPAL (1994), cap. IX.

^a Incluye capital de largo y corto plazos, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones.

^b Cifras preliminares.

^c Estimaciones aproximadas que son extremadamente sensibles al tipo de cambio usado para la conversión del PIB en moneda nacional a dólares; para 1990-1994 se usó un promedio de dos estimaciones: una con tasa de cambio nominal derivada de la paridad real en 1990 y otra basada en tasas corrientes de cada año.

en 1993 y 1994, al igual que los bonos, en tanto que la participación de los préstamos de bancos comerciales ha disminuido de manera notable.

En general estos cambios de la estructura del financiamiento parecen positivos, ya que favorecen aparentemente una mayor sustentabilidad de las corrientes de capital, y las afluencias con tasas de interés variable (en especial inadecuadas para financiar el desarrollo a largo plazo, como lo demuestra la crisis de la deuda de los años ochenta) representan una proporción pequeña del total. No obstante, hay algunas advertencias importantes que deben hacerse con respecto a esta evaluación positiva de la composición de las corrientes, la mayoría de las cuales se analizarán posteriormente. Con todo, vale la pena hacer hincapié aquí en que una preocupación potencial es el hecho de que una proporción muy alta de las afluencias netas de capital a comienzos de los años noventa (más alta que en las décadas previas) corresponde a corrientes de corto plazo, en la que el riesgo de inestabilidad es tanto intuitiva como empíricamente más alto (CEPAL, 1994).

**CUADRO 2. Corrientes de capital hacia la
América Latina**

(Promedios anuales en porcentajes del total)^a

	1977-1981	1989-1992
Inversión extranjera directa	10.7	23.7
Inversiones de cartera	-	9.9
Bonos	4.5	17.0
Préstamos de bancos comerciales	66.7	10.4
Créditos de proveedores y de exportación	6.2	7.3
Préstamos oficiales	11.1	26.9
Donaciones	0.8	4.8
Total	100.0	100.0
(Miles de millones de dólares)	(49.7)	(56.0)

FUENTE: Basado en FMI (1993).

^a Corrientes brutas (excluyendo préstamos a corto plazo).

Por último, en lo que respecta a los cambios que ocurren en la composición de las corrientes de capital, es importante subrayar algo que se olvida con frecuencia: esos cambios siguen en general tendencias semejantes a las mundiales, en especial en cuanto a la disminución de la importancia de los créditos bancarios y al rápido aumento de los valores mobiliarios (tanto bonos como acciones). La tendencia hacia mayores corrientes de corto plazo también parece ser mundial.

c) *La composición regional de la oferta.* Los Estados Unidos son una fuente importante de las afluencias privadas de capital que llegan a la América Latina y el Caribe. De hecho, en lo que respecta a la IED, durante el periodo 1987-1990, alrededor de 35% de esas corrientes se originó en ese país, estimuladas posteriormente por las perspectivas del TLC y de una mayor integración continental. En 1987-1990, cerca de 25% del total de la IED en la región provino de Europa (Griffith-Jones, 1994). El Japón aportó una proporción mucho menor al total en ese periodo, alcanzando a sólo cerca de 5%. Resulta interesante también que, como lo señalan Chuhan y Jun (1994), la participación principal de la inversión del Japón en la región sea en paraísos tributarios, tales como las Islas Caimán, las Bahamas, Bermudas, las Islas Vírgenes, las Antillas Holandesas y Panamá, recibieron alrededor de tres cuartas partes de la IED en la región en 1991.

En materia de inversión bursátil, en especial al comienzo, las corrientes provenían de manera predominante de fuentes con sede en los Estados Unidos (incluido el regreso de capital fugado de la Amé-

rica Latina). De hecho, como lo señala Culpeper (1994), los inversionistas de los Estados Unidos han aportado una proporción muy importante de la inversión en acciones en las bolsas de países de la América Latina, como México, Brasil y Argentina; la proporción correspondiente a México es en especial considerable.

Por otra parte, los inversionistas japoneses han favorecido de manera clara y sostenida los mercados de Asia Sudoriental. En contraste con ello, al principio las fuentes basadas en Europa se centraron en la Cuenca del Pacífico; sin embargo, según se informa, los inversionistas europeos posteriormente aumentaron su participación en las compras bursátiles en la América Latina; se calcula que en 1991 los inversionistas europeos alcanzaron un máximo de 40% de las corrientes externas secundarias totales dirigidas a los mercados "emergentes" de la América Latina; esa proporción disminuyó un poco en los años posteriores.

Con respecto a los bonos, que en 1993 se convirtieron en la fuente más importante de afluencias privadas de capital hacia la América Latina, es muy difícil distinguir el origen regional de financiamiento de bonos, en particular en los mercados internacionales (o de euro-bonos). Durante el decenio de los noventa éstos han absorbido de tres a cinco veces el volumen de las emisiones de bonos extranjeros ofrecidos en los principales mercados internos de los Estados Unidos, el Japón y Europa. Empero, merece destacarse el hecho de que una proporción extremadamente alta de bonos latinoamericanos se emite en dólares, lo que es un indicio de que los inversionistas con sede en los Estados Unidos (incluido el capital fugado de la América Latina) constituyen una fuente importante de dicho financiamiento. La alta proporción de bonos expresados en dólares parecería reflejar las preferencias de los inversionistas y la composición de monedas de los ingresos de las compañías latinoamericanas. Además, las bajísimas tasas de interés en los Estados Unidos en el periodo 1991-1993 han estimulado a los inversionistas de los Estados Unidos a comprar valores latinoamericanos. Se debe señalar que, si bien una gran proporción de los bonos de la América Latina se expresan en dólares, casi todos se cotizan en Europa (en particular en Luxemburgo); ello se debe a la mayor libertad reguladora y a las posibles ventajas tributarias de las operaciones basadas en Europa en valores expresados en dólares.

Al igual que en el caso de la inversión extranjera directa y de la bursátil, las fuentes japonesas han tenido un papel de muy poca

importancia en el financiamiento de bonos de la América Latina. La virtual ausencia de prestatarios latinoamericanos en el mercado japonés contrasta con la activa presencia de algunos otros países con mercados "emergentes", en especial en el sector samurai; algunos de estos emisores han sido atraídos al mercado japonés de bonos por la diferencia de costos que ofrece en comparación con el mercado de eurodólares.

En el caso de los mercados nacionales de bonos, los prestatarios de la América Latina han participado principalmente en el mercado privado de colocaciones estadounidense, donde la relajación de la reglamentación (en particular la regla 144-A) ha facilitado en gran medida la obtención de préstamos. En contraste con ello, los mercados nacionales de bonos en Europa y en el Japón apenas han sido aprovechados por los prestatarios latinoamericanos. Por consiguiente, se puede concluir que, en lo que respecta a las corrientes dirigidas a los países de la América Latina, los prestamistas e inversionistas con sede en los Estados Unidos surgen a comienzos del decenio de los noventa como la fuente principal, lo cual parece estar vinculado con varios factores que incluyen los tradicionales como la proximidad geográfica, los fuertes vínculos políticos y un mejor conocimiento de la zona, a los que se añaden otros muy nuevos, como las perspectivas de integración hemisférica y la considerable diferencia de rentabilidad entre las inversiones en los Estados Unidos y las de la América Latina. Las corrientes provenientes de Europa, aunque menores que las de los Estados Unidos, son más importantes de lo que generalmente se percibe en la región, y parecen haber tenido ciertas características que les otorgan especial interés. Por ejemplo, los inversionistas extranjeros directos de Europa se han desempeñado como "amigos en la mala", en 1983-1988, cuando las corrientes netas de IED desde el Japón disminuyeron y las de Estados Unidos se tornaron negativas (debido a la crisis de la deuda); el financiamiento europeo disminuyó mucho menos, y se convirtió en la fuente principal de corrientes de IED hacia la América Latina (Griffith-Jones, 1994). Además, la inversión europea en esos países es particularmente activa en las manufacturas, en contraste con la de los Estados Unidos y el Japón, que se destina sobre todo a los sectores primarios. Por lo tanto puede ser conveniente para las compañías latinoamericanas realizar mayores esfuerzos que los que se hacen en la actualidad para aprovechar los mercados europeos como fuentes de financiamiento, tanto en valores como en inversión extranjera directa.

Un campo que ha surgido con grandes posibilidades futuras para los prestatarios de la América Latina es el de los inversionistas institucionales de los Estados Unidos y de Europa continental, ya que es probable que tanto el valor de sus activos como la proporción de éstos invertida internacionalmente aumente de modo considerable en los próximos años. En lo que respecta a las fuentes japonesas de financiamiento para la región, hasta ahora su característica principal es su bajo nivel, lo que resulta decepcionante, porque el Japón ofrece ventajas especiales, no sólo en cuanto a condiciones financieras potencialmente mejores en algunos casos (por ejemplo, los bonos), sino por los beneficios colaterales, lo que es posible que revista mayor importancia. Por ejemplo, la calidad de los conocimientos tecnológicos y administrativos japoneses puede hacer que la IED de Japón sea en particular valiosa en ciertos sectores. Las razones que explican las bajas afluencias hacia la América Latina (y la disminución de las inversiones japonesas en el exterior) son en parte transitorias, e incluyen los efectos de riqueza relacionados con la declinación del mercado japonés de valores, la contracción del mercado de propiedades y la revaluación del yen en relación con el dólar.

Resulta interesante señalar que, según Chuhan y Jun (1994), el débil crecimiento económico japonés es otro factor transitorio que desalienta las inversiones en el exterior, lo cual contrasta con la situación en los Estados Unidos, donde la mayor parte de los analistas sostiene que la recesión o el lento crecimiento estimulan las salidas de capital en busca de oportunidades más provechosas. Cualquiera que sea el vínculo de causalidad, si factores transitorios son básicos para explicar las bajas corrientes de capital desde el Japón hacia la región, entonces es mayor la probabilidad de un aumento de dichas corrientes, sobre todo si los gobiernos y compañías de la América Latina hacen esfuerzos especiales para atraerlas.

Esos esfuerzos pueden ser particularmente necesarios para superar los factores de índole más institucional que limitan las salidas de capital japonés hacia la América Latina, como la existencia de regulaciones muy estrictas, lo que significa, por ejemplo, que los prestatarios de baja clasificación (*non-investment grade*) no tienen acceso al mercado japonés de bonos; debe señalarse que algunas de estas restricciones han comenzado a relajarse. Sin embargo, un elemento más limitante para los inversionistas japoneses es su preferencia por inversiones de alta solvencia. En relación con los prestatarios de la América Latina, el recuerdo de la crisis de la deuda del decenio de

los ochenta parece llevar a los prestamistas e inversionistas japoneses a ser prudentes, en mucho mayor medida que en el caso de los estadounidenses o europeos. Como resultado de ello sería necesario hacer esfuerzos especiales para persuadir a los inversionistas y a los prestamistas japoneses, así como a los funcionarios de gobierno, de que el cambio hacia tendencias favorables en la economía de la región es sostenible.

d) *Algunas similitudes y diferencias entre las corrientes de capital de varias regiones.* Hay algunas similitudes y diferencias significativas entre las corrientes de capital que se originan ya sea en los Estados Unidos, Europa o el Japón. Aunque esas comparaciones son útiles para una mejor y más profunda comprensión de los diferentes mercados, es preciso hacer hincapié en que la distinción tiene sus límites, debido a la creciente internacionalización de esos mercados. Por otra parte, aunque en nuestro análisis ponemos el acento en los Estados Unidos, Europa y el Japón, es importante mencionar dos advertencias: en primer lugar, hay nuevas fuentes geográficas de fondos; un ejemplo son las provenientes de Taiwán. En segundo lugar, puede resultar útil desglosar las afluencias de capital europeas, distinguiendo, por ejemplo, entre el Reino Unido y el continente, ya que las tradiciones y la reglamentación implican diferencias significativas entre ellos, aunque el mercado único europeo ha comenzado a erosionar esas diversidades.

Una similitud general entre los tres grandes mercados analizados es que en todos ellos los inversionistas institucionales, en especial los fondos de pensiones y las compañías de seguros, han visto aumentar extraordinariamente sus activos totales en el pasado decenio (véase cuadro 3). Es el caso sobre todo de los fondos de pensiones y compañías de seguros de los Estados Unidos, cuyos 5 a 6 billones de dólares en activos a fines de 1992 representaban casi 15% de todos los activos financieros y más de 30% de los activos de instituciones financieras en ese país. Los activos japoneses y europeos de inversionistas institucionales (en particular los del Reino Unido) son también muy cuantiosos, y han crecido con rapidez (Chuhan y Jun, 1994).

Al mismo tiempo ha habido una clara tendencia, en algunos inversionistas institucionales, a aumentar la proporción de activos en el exterior, como porcentaje de sus activos totales (véase Griffith-Jones, 1994, cuadro 12). En especial ha sido pronunciado el aumento de esa proporción en los fondos de pensiones del Reino Unido, donde en 1990 alcanzó cerca de 20%, y en los fondos de pensiones holandeses,

CUADRO 3. *Activos totales de los inversionistas institucionales*

(Miles de millones de dólares)

	1980	1988	1990	1991	1992
Fondos de pensiones					
Canadá	43.3	131.3	171.8	188.4	
Alemania ^a	17.2	41.6	55.2	58.6	67.5 ^b
Japón	24.3	134.1	158.8	182.3	191.9
Reino Unido	151.3 ^c	483.9	583.5	642.7	
Estados Unidos	667.7	1 919.2	2 257.3	3 070.9	3 334.3
Compañías de seguros de vida					
Canadá ^d	36.8	85.5	106.1	118.1	
Alemania	88.4	213.6	299.5	325.7	375.3 ^b
Japón	124.6	734.7	946.9	1 113.7	1 214.9
Reino Unido	145.7 ^c	358.9	447.9	516.7	
Estados Unidos	464.2	1 132.7	1 367.4	1 505.3	1 624.5
Compañías de seguros					
Canadá ^d	46.0	108.2	132.9	141.4	
Alemania	125.1	301.1	425.8	453.1	529.3 ^b
Japón	159.2	890.7	1 137.2	1 329.2	1 433.3
Reino Unido	177.0 ^c	431.1	533.2	606.3	
Estados Unidos	646.3	1 586.6	1 896.6	2 096.9	2 253.2

FUENTE: *Estadísticas de Canadá: Quarterly Estimates of Trusteed Pension Funds & Financial Statistics; Bank of Canada Review, Financial Institutions' Financial Statistics; Geschäftsberichts des Bundesaufsichtsemtes; Bank of Japan, Economic Statistics Monthly; Oficina de Gobierno del Sistema de la Reserva Federal, Flow of Funds Accounts; Oficina, Financial Statistics.*

^a Fondos de pensiones para 1980 y 1988.

^b A septiembre de 1992.

^c Estas cifras corresponden a 1981.

^d Activos de tenencia canadiense.

donde llegó a 15%. Ello contrasta marcadamente con los fondos de pensiones alemanes, donde en 1990 sólo 1% del total estaba en activos en el exterior. Los fondos estadounidenses se hallan en una posición intermedia, ya que su proporción de activos en el exterior era aún muy baja en 1990 (4% del total), pero es probable que aumente mucho pues los expertos que asesoran estos fondos han recomendado que incrementen con rapidez su inversión en el exterior. Como resultado de esas tendencias, hay una cuantiosa oferta real y potencial

de fondos para inversión en los países en desarrollo, y en especial en la América Latina.

Una segunda tendencia similar en los principales países es que han ocurrido cambios de reglamentación que mejoran el acceso de los países en desarrollo a sus mercados de valores. Quizá de especial importancia han sido las medidas que facilitan el acceso a las bolsas de valores de los Estados Unidos y al segmento de colocaciones privadas de bonos en ese mismo país (véase Culpeper, 1994). No obstante, también ha habido cambios de reglamentación que facilitan el acceso al mercado japonés, como la relajación de las pautas de calidad para las emisiones de bonos samurai y de las regulaciones de emisiones no japonesas en el mercado de colocaciones privadas (véase Chuhan y Jun, 1994). En menor medida ha habido una liberalización en algunos países europeos; por ejemplo, la junta de inversiones en valores del Reino Unido (Securities Investment Board) ha propuesto la abolición del concepto de mercados aprobados para las sociedades de inversionistas individuales. Los cambios en la Unión Europea, vinculados al mercado único financiero, también tienden a liberalizar la reglamentación (véase Griffith-Jones, 1994).

En verdad, las reglas generales no parecen ser el principal factor limitante del acceso de los prestatarios de la América Latina a los mercados de bonos y acciones de los países industriales, aunque la reglamentación de los inversionistas institucionales en algunos casos plantea restricciones importantes. Se necesitan estudios profundos para determinar si este es el caso, y definir cuáles son los reglamentos que subsisten y restringen de modo indebido ese acceso. En efecto, la razón principal por la que los inversionistas institucionales en los principales países industriales —inversionistas que son atractivos desde la perspectiva de los prestatarios, dado su horizonte de más largo plazo— están comenzando, sólo lentamente, a invertir en la América Latina no es la reglamentación, sino más bien el hecho de que, aunque conscientes de las importantes mejoras logradas en las economías de esta región y las mayores rentabilidades obtenidas, todavía las consideran inestables, tanto en lo político como en lo económico. Los inversionistas institucionales japoneses son en especial cautos, tanto porque tienden a comprar sólo valores de alta calidad, como porque los recuerdos de la crisis de la deuda son más intensos en el Japón a causa de la integración más estrecha entre los diferentes segmentos de inversionistas y prestamistas. Por lo contrario, los inversionistas institucionales de los Estados Unidos han invertido

relativamente más que sus homólogos europeos o japoneses en valores latinoamericanos, en especial en México. El interés más fuerte de dichos inversionistas se explica por la proximidad geográfica, los crecientes vínculos comerciales con la región, y las perspectivas de una mayor integración continental.

2. *Recolección de información*

Debido a que los mecanismos mediante los cuales fluye el capital hacia los países de la América Latina en el decenio de los noventa son en general nuevos, los datos respecto a esas afluencias de capital tienden a ser incompletos. La información respecto a las corrientes de cartera es en particular incompleta, sobre todo respecto al mercado secundario y a las operaciones derivadas. La información acerca de cuánto invierten en la América Latina los inversionistas institucionales es también muy incompleta y preliminar. Es difícil para los responsables de formular las políticas y los reguladores adoptar decisiones correctas si tienen datos sumamente incompletos en relación con la magnitud de los diferentes tipos de afluencias de capital; esto quedó demostrado a fines del decenio de los setenta, cuando la información defectuosa e incompleta respecto a los créditos bancarios hacia los países en desarrollo se tornó en un factor importante que influyó en la adopción de decisiones incorrectas por los actores del mercado y por los reguladores (CEPAL, 1994).

Si bien se han hecho esfuerzos importantes para mejorar los datos, se requiere trabajar más en este campo. En lo mundial, y en lo que respecta a los países en desarrollo en conjunto, el FMI y el Banco Mundial deben mejorar aún más la información. En lo regional, instituciones como la CEPAL o el Banco Interamericano de Desarrollo pueden perfeccionar en mayor medida sus informes de estas corrientes de capital. Por último, y no por ello menos importante, los principales países de procedencia deben mejorar la información de las salidas de capital hacia diferentes mercados emergentes. Una información más completa, congruente y rápida de las corrientes privadas será beneficiosa para todos los participantes, vale decir, los países de procedencia y los receptores, los ahorrantes, los inversionistas y los prestatarios por igual.

Un segundo aspecto respecto al cual los datos son insuficientes e incompletos es la información —a disposición de los corredores de bolsa, los administradores de carteras de inversiones y en especial

de los inversionistas institucionales— acerca de las economías de la América Latina y de las empresas. Cuando los prestamistas perciben que saben mucho menos que los prestatarios de los riesgos crediticios, ellos pueden optar por racionar el crédito más que aumentar las tasas de interés, en especial a los prestatarios cuya calidad crediticia es más difícil de determinar (Stiglitz y Weiss, 1981). Esto tenderá a ocurrir en una situación en la que aumenta la incertidumbre, lo cual puede causar inestabilidad financiera (Mishkin, 1991).

En consecuencia, hay sólidas razones prácticas y teóricas para mejorar considerablemente la calidad de la información respecto a los prestatarios latinoamericanos que reciben los diferentes inversionistas o prestatarios. En especial, debe hacerse contactos más a fondo para encauzar la información de manera directa hacia, por ejemplo, los administradores de los grandes fondos de pensiones y seguros. En lo que atañe al mercado de los Estados Unidos, Culpeper (1994) informa que la principal limitación que afecta a los emisores de acciones o bonos parece ser ahora la transparencia de sus antecedentes financieros. Por esta razón, la puesta en práctica a lo largo de toda la región de normas de contabilidad generalmente aceptadas sería una manera muy eficaz de dar a las empresas de la América Latina un mayor acceso al mercado de los Estados Unidos. Deben realizarse esfuerzos similares para ayudar a aprovechar los mercados europeos, japoneses y otros.

Hay un tercer aspecto acerca del que la información y el análisis son muy incompletos, y tiene que ver con el uso final que se da a las corrientes privadas en los diferentes países receptores. ¿En qué medida se encauzan esas corrientes hacia la inversión? ¿Qué tan eficiente es esa inversión? ¿Qué proporción de esa inversión se destina a bienes comerciables? Las respuestas a esas preguntas serían muy decisivas para ayudar a determinar si el ingreso de capitales contribuirá en realidad al crecimiento y al desarrollo a largo plazo, y si se reducirá al mínimo el peligro de un grave problema de deuda en el futuro. La responsabilidad principal en lo que se refiere al seguimiento del uso de dichas corrientes al parecer correspondería a los bancos centrales y a los reguladores de los países receptores, aunque se esperaría también que los prestamistas e inversionistas (así como los bancos centrales y las autoridades reguladoras de los países de procedencia) se interesaran profundamente en el tema. El seguimiento sistemático al respecto, así como una investigación lo más a fondo posible, parece ser un aspecto muy decisivo (véase sección III).

3. *Los riesgos financieros de las nuevas corrientes de capital*

Los beneficios de la interacción con las corrientes de capital privado para el desarrollo de las economías receptoras, dependen en parte de un acceso estable y predecible a los mercados financieros. El riesgo de restricciones abruptas de la oferta o aumentos pronunciados del costo y acortamiento de los plazos de vencimiento de los pasivos externos está determinado en parte por las percepciones del riesgo y, por consiguiente, las políticas de los países receptores. Sin embargo, desde el punto de vista de los países en desarrollo, el acceso puede estar también muy condicionado por una dinámica de la oferta determinada de manera exógena y relacionada con las políticas macroeconómicas de los países industriales y con las normas de regulación prudencial.

Desde esta última perspectiva, es posible que la América Latina se enfrente a riesgos considerables de inestabilidad con respecto a las nuevas corrientes financieras del decenio de los noventa. En primer lugar, hay cierto consenso de que uno de los motores que impulsa la nueva afluencia de capital ha tenido una base exógena, en un ámbito de relajación circunstancial de la política monetaria en el área de la OCDE, y la consiguiente baja espectacular de las tasas internacionales de interés, en especial las de los Estados Unidos al comienzo de los años noventa (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993). Las mayores rentabilidades en la región han atraído a inversionistas que se habían acostumbrado a un decenio de tasas de interés relativamente altas en el área de bajo riesgo de la OCDE. Además, dadas las circunstancias especiales de la América Latina —recuperación de una profunda y prolongada recesión— los inversionistas pudieron captar una alta rentabilidad, con costos bajos de información, puesto que la necesidad de discriminar entre países y empresas no era grande. Todo aumento importante de las tasas internacionales de interés, junto a los mayores costos de una información que permita determinar dónde la inversión producirá una alta rentabilidad, podría inducir un cambio de orientación de las corrientes de capital de algunos de los inversionistas menos comprometidos. Este punto muestra el efecto negativo en la afluencia de capital hacia la región del aumento relativamente pequeño de las tasas de interés de los Estados Unidos en el primer semestre de 1994.

Los mercados financieros internacionales pueden también ser más vulnerables que en el pasado, desde el punto de vista estructural, a

las fluctuaciones de precios y volúmenes. Por ejemplo, muchos instrumentos financieros nuevos son complejos y a veces no plenamente comprendidos por todos los participantes, o incluso los intermediarios que gestionan las transacciones. Existe un creciente potencial de inestabilidad, a medida que los instrumentos derivados se tornan cada vez más importantes en la actividad financiera; por una parte, esas operaciones no están reguladas, no tienen normas relativas a los márgenes o al capital; por otra parte, la comercialización de esos instrumentos es impulsada por las comisiones iniciales que el vendedor devenga de modo inmediato sin riesgo. Por último, la información respecto a las operaciones de derivados es extremadamente insuficiente. Además de los riesgos sistémicos, los países deberían también tener conciencia de los riesgos específicos potenciales de las modalidades particulares con las cuales el capital fluye hacia la América Latina en el decenio de los noventa. Esto les permitirá maximizar beneficios y minimizar los costos potenciales de las corrientes privados.

Una fuente importante de nuevas afluencias hacia la región son los bonos. Su ventaja es que tienen una tasa de interés fija. Sin embargo, como se analiza en Griffith-Jones (1994) el vencimiento promedio de esos bonos en el decenio de los noventa es muy corto (alrededor de cuatro años). Ello implica que gran parte del acervo podría ser retirado con bastante rapidez, si los bonos no se renovaran. Menos espectacular, pero también causa de inquietud, es el riesgo de que, de ser posible la renovación de los bonos, aumente considerablemente el costo de los empréstitos; como los vencimientos son tan cortos, podría surgir muy pronto el aumento de costos.

Otra nueva manera de financiamiento privado para la América Latina es la inversión externa en acciones. Tiene la ventaja de poseer cierta sensibilidad cíclica de los dividendos. No obstante, estas corrientes de capital también suponen importantes riesgos para los países receptores. Los inversionistas podrían, por diferentes razones, no invertir en acciones, e incluso intentar vender sus valores rápidamente, si temieran un empeoramiento de las perspectivas en el país. Ello podría traducirse en presiones en el tipo de cambio o en caídas de los precios en la bolsa de valores local. Aunque este último efecto disminuiría el riesgo de una fuerte salida de divisas, podría tener un efecto negativo en la demanda agregada, mediante el efecto riqueza, y en el sistema financiero interno, en especial si los bancos y las operaciones de valores están muy integrados ya sea por medio de participaciones cruzadas o endeudamiento de los inversionistas. En la medida en

que una parte creciente de la inversión en acciones de la América Latina se origine en los inversionistas institucionales, que parecen asignar sus activos utilizando horizontes de más largo plazo, el riesgo de cuantiosas salidas de capital será menor. Empero, mientras el movimiento de los mercados dependa en una proporción significativa de participantes que se especializan en el corto plazo, y los mercados nacionales de valores permanezcan poco profundos, los riesgos de gran inestabilidad serán inherentes a esta nueva modalidad de financiamiento externo. En lo que respecta a las corrientes de inversión extranjera directa, parecen ser en general más estables y de largo plazo. Por lo tanto, es deseable que una proporción de las afluencias de capitales mucho mayor que en los años setenta llegue a modo de IED hacia la América Latina.

Menos alentadora es la muy alta proporción de corrientes de capital de corto plazo. (No se cuenta con cifras exactas; surge aquí nuevamente una cuestión importante por mejorar la información.) Esas afluencias de corto plazo, por su propia índole, plantean mayores amenazas de inestabilidad. En efecto, un análisis estadístico de la CEPAL (1994, cap. IX) confirma que las corrientes de corto plazo han sido sumamente inestables en el periodo 1950-1992.

4. Iniciativas de políticas respecto a la oferta

Una serie de medidas de política puede contribuir a mejorar el nivel y la calidad de la oferta de fondos privados.

a) *Presión para eliminar las barreras reguladoras discriminadoras.* La buena comprensión de las regulaciones y sus cambios permite a los países prestatarios identificar las barreras en los países de procedencia —que todavía entrañan una discriminación a los prestatarios de la América Latina— que no estén basadas en razones económicas. La aplicación de restricciones muy estrictas, en algunos países de procedencia, a la capacidad de los inversionistas institucionales de diversificarse hacia las regiones en desarrollo parecería ser sólo uno de varios ejemplos posibles. En esos casos, los gobiernos de los países receptores, ya sea por su propia cuenta o en conjunto para mayor eficacia, podrían ejercer presión para disminuir o eliminar esas barreras reguladoras. Nuevamente, las instituciones regionales como el BID y/o la CEPAL podrían desempeñar un valioso papel de apoyo, al igual que organismos de alcance universal, como el FMI o el Banco Mundial.

b) *Participar en deliberaciones mundiales acerca de la regulación.* Hay varios foros mundiales, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores, o de países industriales, como el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, donde se analizan aspectos relativos al riesgo sistémico de las afluencias internacionales, y se sugieren o ponen en práctica reglas orientadas a reducir el riesgo sistémico o a proteger a los inversionistas.

Los bancos centrales y gobiernos de la América Latina deben intentar activamente participar en esos foros de regulación, en los cuales deben promover cambios que signifiquen la reducción del riesgo sistémico internacional. De hecho, un menor riesgo sistémico en el ámbito internacional beneficia a los países de la América Latina, que históricamente han sido en especial vulnerables a la inestabilidad en los mercados financieros mundiales. Los temas de regulación internacional claves para los países de la América Latina parecen ser los siguientes:

i) Una supervisión coordinada, en lo mundial, de los mercados de valores. Aunque se han hecho esfuerzos importantes para abordar los difíciles problemas asociados con la regulación de los requisitos de capital para las operaciones de valores de los bancos, no existe aún una base equivalente para los valores no negociados por los bancos. En realidad, lograr establecer un sistema de supervisión más estrechamente integrado de los intermediarios internacionales activos en los mercados de valores, parece hacer necesaria la creación por los fiscalizadores de su equivalente del convenio de Basilea para los supervisores bancarios. Se trata de un importante vacío en materia de regulación que debe subsanarse.

ii) De manera más general, debe hacerse un gran esfuerzo por extender la cobertura reguladora a las instituciones financieras que actualmente carecen en efecto de regulación, como los conglomerados financieros.

iii) Si bien los acuerdos de los requisitos de capital que se aplican a los bancos, alcanzados en el ámbito del convenio de Basilea, significan un fundamental paso hacia adelante, es necesario además que se realice un esfuerzo extraordinario por llegar a un acuerdo respecto a normas, como las de contabilidad y de divulgación de información, en los diferentes sectores de la actividad financiera.

iv) También en otros aspectos la tarea de los supervisores y reguladores va más allá del examen de una capitalización adecuada de las instituciones financieras (el ámbito en el que más se ha avanzado

hasta ahora), para incluir aspectos más difíciles como la concentración del riesgo, las consecuencias de las innovaciones y la liquidez potencial de los activos y pasivos de los intermediarios en situaciones de crisis.

v) Parece haber una creciente necesidad por mejorar en mucho mayor medida la integración de las leyes contractuales, de modo que los contratos puedan impugnarse internacionalmente y los reguladores lleven a cabo procedimientos de liquidación que sean equitativos y eficaces desde el punto de vista internacional.

vi) Como sugirió Lamfalussy (1992), presidente del embrionario Banco Central Europeo, aumentar la exposición de los bancos mediante actividades no incluidas en el balance general (por medio de *swaps*, contratos de futuros, etcétera) agrava los problemas de información acerca de las carteras de los bancos, lo que a su vez incrementa el riesgo de corridas bancarias. Debido a que los instrumentos derivados han aumentado las vinculaciones entre los segmentos de los mercados, un trastorno en un segmento puede con mayor facilidad transmitirse hacia otros, generando de esa manera un riesgo sistémico.

Las amenazas potenciales que significan los instrumentos derivados para la estabilidad sistémica son de difícil manejo para los reguladores, en especial dado que la mayor parte de las transacciones ocurren de manera privada entre los agentes o corredores y sus clientes y, por lo tanto, no se cotizan en las bolsas de valores (Culpeper, 1994). No obstante, es una tarea importante que los reguladores deben abordar.

c) *Participación en las deliberaciones respecto a políticas macroeconómicas.* Como se mencionó, la sustentabilidad de las corrientes privadas de capital, y la capacidad de una rápida retirada que pudiera traducirse en una crisis, no depende sólo de la estructura y de la regulación de los mercados internacionales de capital; depende también decisivamente de las condiciones macroeconómicas mundiales. Por esa razón, parece importante que los gobiernos de la América Latina tengan la oportunidad de participar en deliberaciones de coordinación macroeconómica mundial (como las que se tratan en el G-7), sobre todo en el caso de los variables, como las tasas de interés y los tipos de cambio, que los afectan tan directamente. Los países de la América Latina deben también plantear sus inquietudes y puntos de vista a las autoridades de los principales países industriales en lo que atañe a las posibles repercusiones de las políticas macroeconómicas de esos países en las economías de la América Latina. Una vez más, el BID o la CEPAL pueden ser en especial eficaces.

Un paso importante hacia la coordinación macroeconómica regional se dio en abril de 1994, cuando los gobiernos del Canadá, México y los Estados Unidos (miembros del TLC) llegaron a un acuerdo para establecer un fondo de estabilización cambiaria de 8 800 millones de dólares.⁴ El acuerdo se produjo después de que el peso experimentara varias semanas de inestabilidad e incertidumbre, amenazando socavar el programa económico del gobierno. No se preveía que se recurriría con frecuencia a este mecanismo para defender las monedas de que se trata; más bien, el fondo se concibió con el volumen suficiente para desalentar la especulación y reducir de esa manera la inestabilidad a corto plazo del tipo de cambio. Además, los tres países establecieron un grupo consultivo (Grupo Financiero de América del Norte) en el que participan los ministros de Hacienda y los gobernadores de los bancos centrales de las partes integrantes del TLC. El grupo llevará a cabo consultas regulares de las medidas de política financiera y económica. Este mecanismo consultivo podría proporcionar un conducto fundamental de comunicación y coordinación, en el caso de que el ajuste del tipo de cambio fuera precipitado por las políticas internas de una de las partes del acuerdo (por ejemplo, aumentos de las tasas de interés por la Reserva Federal de los Estados Unidos).

A medida que la liberalización comercial y la integración económica se propaguen por el continente, resultará decisivo que se amplíen dichos mecanismos de coordinación económica y financiera. El establecimiento del fondo de estabilización del TLC es un reconocimiento del rápido incremento de la interdependencia, y del hecho de que los países (en particular los más grandes) no deben adoptar decisiones macroeconómicas basadas sólo en consideraciones internas, sin tener en cuenta su efecto en sus socios comerciales.

d) *Mayor prudencia de los participantes en el mercado.* Los participantes deben examinar con frecuencia la evolución de las condiciones del mercado, y la consiguiente pertinencia de su valoración del riesgo. Es preciso que entiendan por ejemplo que tan garantizadas están sus líneas de crédito, qué solidez tiene el respaldo de sus activos, y cuánto han variado los diferentes tipos de riesgos a los que se enfrentan. Esto se refiere tanto a las obligaciones en el país como a las del exterior; en cuanto a estas últimas y sus riesgos, parece ser muy valiosa la interacción de participantes procedentes de diferentes países (por ejemplo, mediante asociaciones internacionales).

⁴ Agradecemos a Roy Culpeper que haya sugerido y elaborado este punto.

III. RESURGIMIENTO DE LAS CORRIENTES DE CAPITAL EN EL DECENIO DE LOS NOVENTA: EL PUNTO DE VISTA DESDE LA DEMANDA

1. *Corrientes de capital y sus efectos macroeconómicos*

El repentino resurgimiento de la afluencia de capital ha proporcionado el financiamiento necesario para continuar, de una manera más eficiente los programas de ajuste estructural iniciados por diversos países en el decenio de los ochenta. Sin embargo, ha planteado desafíos en cuanto a salvaguardas destinadas a impedir crisis financieras, a garantizar la estabilidad y sustentabilidad de los equilibrios macroeconómicos y a promover las inversiones. Un tema de relevancia creciente se refiere a los programas antinflacionarios basados en la apreciación cambiaria. Ha resurgido como elemento clave para la formulación de políticas un examen a fondo de esos problemas.

Para la región en conjunto, la entrada de capitales ha tenido efectos positivos de tipo keynesiano en el sentido de que ha removido la restricción externa dominante, permitiendo que se use más plenamente la capacidad productiva, y que con ello se recuperaren la producción, los ingresos y el empleo. La supresión de la restricción externa en los años recientes ha contribuido a la reanudación del crecimiento económico, cuya tasa anual aumentó de 1.6% en 1983-1990 a 3.4% en 1991-1993 (cuadro 4, línea 17) y a 3.7 en 1994.

La recuperación se basa principalmente en el hecho de que la mayor disponibilidad de ahorro externo ha hecho posible financiar las principales importaciones asociadas a un aumento del uso de la capacidad productiva existente, que mediante su efecto en la producción y los ingresos ha reactivado la demanda agregada. El efecto expansivo se ha generalizado en toda la región, y ha sido en especial vigoroso en algunos países (como Argentina, Chile y Venezuela); sin embargo hay excepciones. Así, México, aunque experimentó una afluencia cuantiosa de capital privado, no ha tenido una recuperación importante del crecimiento durante el periodo. La medida en que la afluencia de capital privado se traduce en crecimiento está muy influida: por la brecha que haya inicialmente entre el PIB efectivo y la capacidad productiva; por la naturaleza de las políticas económicas internas, en particular las macroeconómicas; por las expectativas de los agentes económicos; por los acontecimientos políticos, y por factores externos como los términos de intercambio.

A partir de 1990, la afluencia neta de capital repuntó, alcanzando un promedio anual de alrededor de 61 mil millones de dólares en

CUADRO 4. *La América Latina: Indicadores macroeconómicos*

	Millones de dólares de 1980						Porcentajes del PIB					
	1976-1981	1983-1990	1991-1993	1991	1992	1993	1976-1981	1983-1990	1991-1993	1991	1992	1993
1. Afluencia neta de capitales	32.7	8.9	46.3	32.3	51.8	54.7	4.9	1.1	5.2	3.8	5.9	6.0
2. Cambio en las reservas	6.6	1.3	18.2	16.0	21.9	16.8	1.0	0.2	2.1	1.9	2.5	1.8
3. Ahorro externo (1 - 2) = 8	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3.9	1.0	3.1	1.9	3.4	4.2
4. Efecto en los términos de intercambio ^a	5.5	30.3	54.2	48.6	53.9	60.2	0.8	3.9	6.1	5.7	6.1	6.6
5. Déficit comercial	4.3	-54.9	-47.8	-54.7	-43.8	-45.0	0.6	-7.0	-5.4	-6.4	-5.0	-4.9
6. Servicios de factores	16.9	34.4	28.3	28.8	27.3	28.9	2.5	4.4	3.2	3.4	3.1	3.2
7. Transferencias unilaterales ^b	0.6	2.3	6.7	6.5	7.4	6.2	0.1	0.3	0.8	0.8	0.8	0.7
8. Déficit en cuenta corriente (4 + 5 + 6 - 7) = 3	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3.9	1.0	3.1	1.9	3.4	4.2
9. PIB	671.3	784.9	885.2	858.5	884.3	912.9	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
10. INB (9 - 4 - 6 + 7)	649.5	722.4	809.3	787.5	810.5	830.0	96.8	92.1	91.4	91.7	91.7	90.9
11. Consumo	513.5	599.7	684.0	664.1	683.9	704.0	76.4	76.4	77.3	77.4	77.3	77.1
12. Inversión	162.2	130.3	115.0	139.6	156.6	163.9	24.2	16.6	17.3	16.3	17.7	18.0
13. Exceso de gasto con respecto al PIB (11 + 12 - 9) = 5	4.3	-54.9	-86.2	-54.7	-43.8	-45.0	0.6	-7.0	-5.4	-6.4	-5.0	-4.9

14.Exceso del gasto con respecto al ingreso (11 + 12 - 10) = 3	26.1	7.6	28.0	16.2	29.9	37.9	3.9	1.0	3.1	1.9	3.4	4.2
15.PIB <i>per capita</i> (dólares de 1980)	2 044	2 013	2 036	2 013	2 034	2 061						
16.INB <i>per capita</i> (dólares de 1980)	1 978	1 853	1 861	1 823	1 847	1 864						
17.Tasa de crecimiento del PIB (porcentaje)	4.6	1.6	3.3	3.5	3.0	3.2						
18.Tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes	4.2 ^c	5.6	6.5	4.9	8.1	6.4						
19.Tasa de crecimiento de las importaciones de bienes	5.1 ^c	2.4	14.8	16.1	19.8	8.7						
20.Exportaciones de bienes	81.8	124.1	167.5	155.5	168.1	178.9	12.2	15.8	18.9	18.1	19.0	19.6
21.Importaciones de bienes	79.5	72.7	121.6	104.2	124.8	135.8	11.8	9.2	13.7	12.1	14.1	14.9

FUENTE: CEPAL, con base en cifras de la balanza de pagos y de las cuentas nacionales de 19 países.

^a Recursos necesarios para cubrir la pérdida resultante del aumento del precio de los bienes importados en comparación con los bienes exportados por la región, medidos a precios de 1980.

^b Corresponde a las corrientes privadas a modo de donaciones y a otras operaciones no oficiales.

^c Corresponde a las tasas de crecimiento anual entre 1981 y a los promedios de 1973-1975.

1992-1994. Más de la mitad del ingreso neto de 1991 se destinó a acrecentar las insuficientes reservas internacionales de los países de la América Latina; ese porcentaje se ha reducido en los años siguientes, situándose en un tercio en 1993 y en un octavo en 1994 (hacia noviembre), paralelamente al aumento de la capacidad de absorción de la región. Es evidente que, esta capacidad ha sido acrecentada por las significativas revaluaciones, ya sea toleradas o promovidas, en numerosos países latinoamericanos. Dado que los términos del intercambio se han deteriorado de manera significativa entre 1990 y 1993 (véase cuadro 4, línea 4), aún prevalece una brecha apreciable entre PIB e ingreso nacional bruto (véase líneas 15 y 16).

La tasa de inversión, por su parte, aumentó en 1992 a un nivel superior al del promedio de 1983-1990. Debe añadirse que sólo en algunos de los países de la región que han recibido cuantiosas entradas de capital, como Chile, dicha afluencia ha ido acompañada de un aumento apreciable de la tasa de inversión. Con todo, si se compara 1983-1990 con 1993, el ahorro externo captado (las corrientes netas menos la acumulación de reservas) aumentó en cerca de tres puntos porcentuales del PIB, en tanto que el coeficiente de inversión ha crecido sólo un punto. El resto se utilizó en consumo y en compensar el deterioro de los términos del intercambio.

Junto con la recuperación económica, la celeridad con que la afluencia de capital ha removido la restricción externa y generado un superávit de fondos se ha reflejado en una tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio, la rápida reducción de los superávits comerciales y un incremento del déficit en cuenta corriente (CEPAL, 1994). Esas tendencias reflejaron, inicialmente, la recuperación de los niveles "normales" de demanda agregada, importaciones y tipo de cambio real, todos los cuales estaban condicionados por la restricción externa durante el periodo precedente. Sin embargo, la continua abundancia de capital tiende a prolongar esas tendencias a lo largo del tiempo; entonces las autoridades económicas se han visto enfrentadas a un dilema decisivo para la estabilidad futura, en el sentido de que, si disminuye la afluencia de capital, los niveles de demanda agregada e importaciones y tipo de cambio pueden ser insostenibles a mediano plazo. Estas variables deben reflejar las condiciones de equilibrio de mediano plazo de los mercados internos monetarios y de bienes, así como la disponibilidad de ahorro externo, que depende de la naturaleza permanente o transitoria de las corrientes de capital.

Así, durante 1991-1993: i) una proporción mayor de las entradas

de capital que en los años setenta se destinó a la acumulación de reservas, moderando de esa manera el efecto de esos recursos en las economías de la región; *ii*) el gasto interno aumentó más que la producción interna y el ingreso nacional, en tanto que el superávit en la cuenta corriente no financiera a precios constantes se redujo, y apareció un déficit a precios corrientes a partir de 1992, el primero desde 1981, y *iii*) el ahorro nacional resultó desplazado (moderadamente) por el ahorro externo, como se refleja en el hecho de que el incremento de la inversión total fue inferior al del ahorro externo (véase cuadro 4).

Los efectos de las nuevas corrientes de capital no han sido los mismos en todos los países. Ello está asociado al acceso a dichos recursos, pero sobre todo al uso que las economías de la región han dado al financiamiento internacional. Tanto la capacidad de absorber esas corrientes como las políticas aplicadas por los países fueron afectadas por el avance alcanzado por cada país en el proceso de ajuste económico. De hecho, los renovados vínculos con los mercados financieros internacionales encontraron a los países en etapas diferentes de sus programas de ajuste.

2. Criterios de política

Cuando las autoridades se enfrentan a una inesperada abundancia de financiamiento externo, que consideran en parte transitorio o que fluye con demasiada rapidez para que la economía lo absorba con eficacia, pueden intervenir en tres puntos: *i*) para actuar, con el fin de moderar el efecto en el tipo de cambio, mediante la compra de divisas (es decir, la acumulación de reservas) por el banco central; *ii*) de mayor profundidad, para adoptar políticas de esterilización (por ejemplo, operaciones de mercado abierto en el país) para mitigar el efecto monetario de la acumulación de reservas en el primer punto de intervención, y *iii*) para adoptar políticas con respecto a los incentivos, sobretasas o controles cuantitativos para regular la afluencia de capital, influyendo de esa manera en la composición y el volumen de esta última. El objetivo es estimular corrientes cuyo volumen concuerde con la capacidad interna de absorción de la economía, y encauzarlos hacia proyectos de inversión productivos, y, a la inversa, desalentar el ingreso de capital financiero de corto plazo.

En general, dentro de un ámbito de liberalización financiera, los instrumentos adoptados se han orientado principalmente a los denominados como puntos *i*) y *ii*) de intervención. Según la importancia

que se otorgue a la necesidad de mitigar las tendencias hacia la valorización, las autoridades han llevado a cabo diferentes intervenciones en el mercado de divisas; además, según hayan decidido aplicar una política monetaria activa o pasiva, han introducido diferentes intervenciones para regular la demanda agregada. Algunos países también han regulado directamente los movimientos de capital para influir en su composición y hacerla compatible con sus objetivos de desarrollo. Las posibles combinaciones entre los puntos *i*) y *iii*) producen combinaciones diferentes de políticas monetarias y cambiarias, que llevan a distinguir dos opciones de intervención principales.

i) Intervención no esterilizada. El primer punto de intervención ha sido adoptado con frecuencia por países que se plantean como principal objetivo la estabilidad de los precios, usando como ancla un tipo de cambio nominal fijo, y que están dispuestos a aplicar una política monetaria pasiva. En efecto, el banco central debe acumular considerables reservas internacionales a medida que compra las divisas aportadas por la afluencia de capital, sin esterilizar el efecto monetario de estas operaciones. La expectativa es que las tasas de interés nacionales y las tasas de inflación convergerán rápidamente con las internacionales.

Una parte central del éxito de esta estrategia dependerá en definitiva de la confianza de los agentes económicos en la capacidad de la autoridades monetarias de mantener el tipo de cambio nominal. El éxito depende también de la relación resultante entre el tipo de cambio nominal y la inflación. Frente a componentes inerciales de la inflación o rezagos en el ajuste de las importaciones —lo que puede causar que la base monetaria sobrepase los niveles deseables o que los precios de rubros importables se mantengan “altos”— el uso del tipo de cambio como ancla para estabilizar los precios internos puede causar acentuadas revaluaciones del tipo de cambio real y tendencias hacia excesos del gasto agregado y cambios en la composición del gasto, sesgadas contra la producción de rubros comerciables. Dependier de manera excesiva de este enfoque para combatir la inflación es sin duda una estrategia de alto riesgo; si llegan a surgir desequilibrios importantes, las opciones de las autoridades a menudo se reducen a una grave recesión o a medidas correctivas abruptas y desestabilizadoras. En verdad hay quienes aconsejarían la acción directa en la inflación mediante la aplicación de activas políticas fiscales, de ingresos y monetarias. Como ha comentado Peter Kenen (1993),

“ningún marino sensato tira el ancla antes de que el barco deje de moverse”.

Mientras que en la práctica los países de la región han usado diferentes combinaciones de políticas, se puede ejemplificar a Chile en 1979-1982 y a la Argentina en el decenio de los noventa entre los países que han estado más cerca de la manera más pura de esta opción. Las compensaciones entre pros y contras (*trade-offs*) en la Argentina últimamente, al menos para el mediano plazo, han sido muy considerables (Fanelli y Machinea, 1994). La inflación ha disminuido de manera marcada y la economía ha experimentado una fuerte recuperación de la actividad económica y en materia de inversiones. Por lo contrario, la apreciación del tipo de cambio, junto con la liberalización de las importaciones, ha contribuido a un acentuado deterioro de la balanza comercial, y el déficit en cuenta corriente se ha acrecentado, en tanto que el ahorro interno y el nacional han mostrado una tendencia a la baja. Puesto que el ahorro externo estimula de manera desproporcionada la actividad interna, la trayectoria de la economía depende en gran medida de la sustentabilidad de las corrientes de capital.

ii) *Intervención esterilizada*. Este enfoque supone una esterilización de los efectos monetarios de acumular reservas durante periodos de intensificación de las entradas de capital (Reisen, 1993). El propósito es aislar la oferta monetaria de las grandes fluctuaciones derivadas de la movilidad del capital. Este tipo de esterilización, si es eficaz, impide que bajen las tasas internas reales de interés y limita la expansión de la demanda agregada. Este segundo punto de intervención ha sido preferido por los países que ya han salido de situaciones recesivas y que han mantenido una política monetaria activa y, al mismo tiempo, una postura más cautelosa en lo que respecta a las entradas de capital. Refleja una preocupación por el desarrollo sostenido del sector de rubros comerciables y la canalización del capital extranjero hacia el ahorro y la inversión (preferiblemente en ese sector).

En las economías que hacen uso pleno de su capacidad productiva, la esterilización tiene la ventaja de ayudar a controlar el gasto e impedir una mayor apreciación cambiaria real. No obstante, con esta opción, si persisten las diferencias de las tasas de interés, se siguen estimulando las entradas de capital, lo que genera nuevas necesidades de esterilización; al mismo tiempo, la intervención puede ser una fuente de déficit cuasifiscales, puesto que el banco central coloca papeles

en el mercado interno a tasas de interés más altas que las que obtiene de sus reservas internacionales.⁵

De ese modo, la opción de una intervención esterilizada no está exenta de problemas. Surgen conflictos con mayor intensidad cuando hay muy poca flexibilidad en el sistema tributario para que las autoridades económicas nacionales puedan usar esta política con el fin de contrarrestar los choques internos o externos. Lo que sucede en estos casos es que los otros instrumentos de política suelen quedar excesivamente comprometidos; en efecto, las autoridades deben depender sólo de instrumentos monetarios y cambiarios para moderar el gasto agregado o estimular la actividad económica. Un sistema tributario más flexible permitiría una mejor combinación de políticas, y tasas de interés y tipo de cambio más estables. Es también importante que se pueda mantener un gasto social e inversión pública en concordancia con los objetivos de desarrollo nacional.

Al no haber una política fiscal flexible, los problemas de la intervención esterilizada se refuerzan, acentuando el dilema que enfrentan las autoridades económicas cuando intentan controlar, simultáneamente, la tasa de interés real (como instrumento de política monetaria del programa de estabilización) y el tipo de cambio real (como instrumento de política comercial para promover el crecimiento de la producción de rubros comerciables). Si una tasa de interés en armonía con el objetivo de frenar la inflación (esterilizando los efectos monetarios de la acumulación de reservas) es mayor que la tasa internacional ajustada por las expectativas de devaluación, el ingreso de capital seguirá ejerciendo presión hacia la apreciación del tipo de cambio real, poniendo de esa manera en peligro el objetivo de mantener la competitividad de la producción de comerciables. Por lo contrario, si se deja bajar la tasa interna de interés, se desatienden ambos objetivos, pues el mayor gasto inducido por las menores tasas de interés ejercerá presión en los precios y además se traducirá en una revaluación real (Zahler, 1992).

Es por esta razón que, en la práctica, la opción de intervención esterilizada se ha combinado con otras medidas de política: *i*) en el primer punto de intervención, políticas adicionales, para influir en el mercado de divisas; *ii*) en el segundo punto, para regular la demanda agregada por medio de mecanismos que no sean la tasa de interés, y

⁵ Si la corriente de capital es muy elevada sólo transitoriamente ese eventual costo financiero tendería a ser compensado por futuras ventas de divisas del banco central, a precios mayores a los que efectuó sus compras. Véase Reisen (1993) y Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff (1994).

iii) en el tercer punto, para modificar el volumen y composición de las corrientes de capital, ya sea de modo directo, mediante restricciones y recargos dirigidos en especial al capital de corto plazo, o indirectamente, generando una incertidumbre respecto al tipo de cambio en los operadores de corto plazo (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994). Entre las posibles medidas, cabe destacar las siguientes:

En el primer punto de intervención, orientado a influir en los efectos respecto al mercado cambiario: *i*) aumentar la demanda de divisas mediante incentivos para la salida de capital durante periodos de superávit, lo cual se puede hacer relajando las reglas que rigen las inversiones de nacionales en el exterior y la repatriación de la IED, y autorizando a deudores a hacer pagos anticipados; *ii*) estimular inversiones intensivas en bienes de capital e insumos importados, y *iii*) fomentar el uso de mecanismos que estimulen el aumento de la productividad de conformidad con la apreciación cambiaria.

En el segundo punto de intervención, cuyo propósito es controlar el efecto en la demanda agregada: *i*) adoptar mecanismos para la regulación de los sistemas financieros con el fin de evitar distorsiones, completar mercados en el sector y remediar los puntos débiles en la supervisión y reglamentación del sistema financiero (véase CEPAL, 1994, caps. VII y XII); *ii*) imponer disciplina fiscal para reducir las presiones adicionales en la demanda, y *iii*) completar las políticas cambiarias con contratos sociales relacionados con los precios y los salarios (como en México).

En el tercer punto de la intervención, orientado a modificar la composición de los movimientos de capital: *i*) aplicar medidas cambiarias indirectas destinadas a reducir el ingreso (y aumentar el egreso) de capital de corto plazo introduciendo cierta incertidumbre con respecto a la evolución del tipo de cambio de corto plazo, mediante la intervención del banco central en la determinación de este valor; *ii*) adoptar medidas directas que impongan restricciones a la afluencia de capital, que pueden consistir en reservas obligatorias, sin interés, respecto a depósitos bancarios u otros créditos del exterior, y diversos tipos de controles cuantitativos (requisitos en cuanto a periodos mínimos de vencimiento, volúmenes mínimos para las emisiones de bonos, y reglas para la participación del capital extranjero en el mercado de valores). Entre los países que han optado por la intervención activa, Chile lo ha hecho con la mayor persistencia, pero otros, como Colombia, Costa Rica y México, también merecen destacarse (véase CEPAL, 1994, cuadro XI.4).

Chile es un buen ejemplo de un país que despliega una serie de políticas en los tres puntos, hasta la fecha con excelentes resultados en lo que atañe al crecimiento, al aumento del ahorro interno y a la inversión (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994). Las autoridades chilenas optaron por la intervención porque querían regular la demanda agregada por medio de una política monetaria activa y también respaldar el dinamismo de las exportaciones, puestas en marcha con mucho esfuerzo, influyendo en la determinación del tipo de cambio real en el corto plazo, con base en dos supuestos: *i*) la autoridad monetaria tiene una mejor idea de las tendencias macroeconómicas futuras en la balanza de pagos y sus efectos a largo plazo en la economía, y *ii*) de modo más fundamental, sus objetivos son de más largo plazo que los de los agentes que operan en los mercados de corto plazo (Zahler, 1992).

Por consiguiente, frente a una intensa afluencia de capital, las autoridades, interpretando que parte de ella tendría un carácter permanente, permitieron cierta revaluación cambiaria. Sin embargo, moderaron de manera considerable su magnitud, con una intervención activa y bastante integral, incluido el uso de varias regulaciones del capital de corto plazo. Naturalmente, para moderar la apreciación del tipo de cambio, el país debió flexibilizar su objetivo de llegar a una tasa de inflación inferior a 10%. Con todo, la inflación, de 13% en 1993, es muy controlable y baja en comparación con los niveles históricos. Como consecuencia de ello, la gestión chilena de las corrientes de capital parece en especial eficaz hasta comienzos de 1994.

México es un caso intermedio entre Chile y la Argentina. Por una parte, ha dado atención primaria a la convergencia de la inflación interna (con la de los Estados Unidos). Sin embargo, ha estado lejos del extremo de fijar el tipo de cambio nominal, como lo ha hecho la Argentina. Si bien ha habido una considerable revaluación real, ello ha sido moderado por una importante intervención de los puntos dos y tres (Gurría, 1994), aunque de manera menos completa que en Chile. El resultado ha sido en efecto el logro de una tasa de inflación de un dígito. Empero, las restrictivas políticas monetarias y fiscales aplicadas, junto con los problemas políticos de 1994, han frenado el crecimiento. En realidad, se podría decir que México introdujo un poco tarde elementos de gestión heterodoxa de las corrientes de capital extranjero (por ejemplo, una banda en el tipo de cambio).⁶

⁶ No obstante, la banda, junto con el fondo de estabilización del tipo de cambio, resultó ser extremadamente efectiva en la urgencia que debió encarar México a comienzos de 1994.

Es una causa de preocupación que incluso con una tasa de crecimiento extremadamente baja (0.5% del PIB en 1993), el déficit en cuenta corriente mexicano fue muy alto en ese año. Aunque la aprobación del TLC abre nuevas posibilidades para la economía mexicana, el gran déficit en cuenta corriente torna al país muy dependiente de la afluencia de capital extranjero; es por consiguiente vulnerable a cualquier disminución importante de las entradas de capital. Para ayudar a evitar esa disminución, las autoridades económicas necesitan hacer uso de altas tasas de interés, que tienen efectos negativos en la economía interna.

3. Políticas para la estabilidad y el crecimiento sostenido

Desde el punto de vista de las políticas públicas, la manera ideal de evaluar una respuesta al resurgimiento de las corrientes de capital sería separar sus componentes permanentes de los temporales. Si hay una corriente adicional permanente, fenómenos asociados como la revaluación cambiaria, el aumento del déficit en cuenta corriente y el mayor consumo podrían interpretarse como ajustes estabilizadores y, por tanto, económicamente eficientes. Si las corrientes de capital son temporales, los movimientos mencionados de las variables claves serían distorsionantes, pues crearían desequilibrios económicos y la probabilidad de ajustes futuros perturbadores con costos potencialmente altos. Esta distinción entre permanente y transitorio, por supuesto, es muy difícil de hacer en la práctica. Pero, hay medidas de política económica que pueden tener un efecto diferenciado entre las corrientes de capital de corto y largo plazos o en las corrientes de inversiones productivas en comparación con las afluencias puramente financieras (véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994).

Las externalidades y otras imperfecciones importantes de los mercados de capital internacionales dan lugar, entre otras cosas, a ciclos frecuentes de abundancia y escasez de recursos y a crisis sistémicas, con el resultado de que aun las corrientes potencialmente permanentes pueden desaparecer de la noche a la mañana (Guttentag y Herring, 1984). En consecuencia, es siempre aconsejable que los gobiernos tengan cierta precaución en lo que respecta a las corrientes de capital, con el fin de promover una situación en la que su monto total y los principales componentes sean compatibles con la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento basados en la competitividad internacional. En especial si el tamaño y la composición de las

corrientes de capital no concuerdan con esos parámetros, tarde o temprano su sustentabilidad podría verse amenazada, haciendo necesario recurrir a ajustes nacionales socialmente costosos. Este problema de calidad de la capacidad interna de absorción se agrava por los riesgos inherentes a los choques externos de corto plazo en los mercados financieros internacionales.

Como las corrientes de capital pueden afectar las variables macroeconómicas nacionales, así como ser afectadas por éstas, los gobiernos deben ejercer cautela en dos aspectos. En primer lugar, deben evitar una situación en la que las corrientes de capital creen valores atípicos (*outliers*) o distorsiones importantes en indicadores macroeconómicos fundamentales, como las tasas de interés y los tipos de cambio reales, el endeudamiento sectorial y nacional, la inflación (incluidos los precios de los activos), el consumo, la inversión y la producción de comerciables. En segundo lugar, los gobiernos deben evitar el uso de las entradas de capital como su principal instrumento para alcanzar un objetivo rígido o extremo respecto a una sola variable económica interna, en especial durante un periodo prolongado; un caso frecuente es pretender frenar la inflación vía una apreciación cambiaria. Si lo hacen, generalmente desequilibran otras variables importantes, afectando de ese modo al propio instrumento que intentaron usar, vale decir, las corrientes de capital.

Las afluencias de capital claramente no siempre son congruentes con los objetivos de estabilidad macroeconómica en su sentido amplio, con el crecimiento económico sostenido y la equidad social; se justifica por lo tanto cierto "manejo" público directo o indirecto para así influir en el volumen y en la composición de esas corrientes. Ha habido numerosas experiencias pasadas, con y sin éxito, en la aplicación de este enfoque. Lo que constituye una adecuada liberalización de la cuenta de capital podría variar con el tiempo, según las condiciones locales e internacionales de corto plazo y las necesidades de desarrollo nacional. Con respecto a la velocidad a la que debería liberalizarse la cuenta de capital, el proceso debe adaptarse también a la capacidad de la economía de absorber y asignar con eficiencia los recursos externos. Por ejemplo, como se analizó en la sección 1, se podría hacer una distinción entre las entradas y salidas de capital y los diferentes componentes de cada una (Williamson, 1992).

La liberalización de la cuenta de capital en los países industrializados ha sido muy lenta y gradual, acelerándose sólo en los pasados diez años, a medida que se han internacionalizado los mercados de

capital. Es interesante señalar que España, Portugal e Irlanda introdujeron ciertas restricciones a los movimientos de capital en 1992 para combatir la inestabilidad del tipo de cambio. Una vez que se alcanzaron los objetivos de estabilidad se suprimieron las restricciones. Ello destaca la importancia de usar instrumentos flexibles que, según las circunstancias, permitan imponer limitaciones temporales a los movimientos de capital para apoyar los esfuerzos hacia la estabilidad macroeconómica.

En los periodos en que los recursos son escasos, habría justificación para buscar modos específicos y más generales de atraer corrientes de capital y erigir ciertas barreras para impedir las salidas de capital. La situación en la primera mitad de 1994, de disminución de las afluencias hacia gran parte de la América Latina, muestra claramente el modo en el que las corrientes externas pueden agotarse y qué tan importante es, en circunstancias como éstas, que los gobiernos hagan esfuerzos especiales para atraer corrientes de capital. Correspondería lo contrario en los casos de una evidente abundancia de capital en los mercados, como sucedió en el periodo 1990-1993 en muchos países de la América Latina: parece deseable, en una circunstancia como ésta, que se restringieran ciertos tipos de afluencia de capital y se fomentaran algunos canales para las salidas de capital.

Hay diversas maneras de administrar las afluencias de capital. Mientras más urgente sea la necesidad de administración, y más escaso sea el desarrollo de las políticas fiscales y monetarias, mayor probabilidad habrá de que se justifique el uso de regulaciones directas aplicadas a ciertos tipos de capital externo, aunque sólo sea de manera temporal. Por supuesto, los controles de cualquier tipo a menudo se consideran ineficientes y susceptibles de ser eludidos por operaciones cada vez más complejas de los mercados de capitales. Sin embargo, como lo señala Williamson (1992, p. 189), "las afirmaciones acerca de la ineficacia de los controles de capital son muy exageradas". Como ya se mencionó, el uso de dichos instrumentos naturalmente supone costos, pero éstos deben compararse con los beneficios sociales generales desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica, la inversión y el crecimiento, así como en comparación con la factibilidad y confiabilidad de otros modos posibles de alcanzar el mismo objetivo. Como sostiene Zahler (1992), los posibles costos microeconómicos de regular los movimientos de capital pueden ser más que compensados por los beneficios resultantes de una mayor estabilidad macroeconómica. Es evidente que, el resultado neto de-

pendará de la naturaleza del ambiente económico y de la calidad de las políticas de regulación aplicadas.

Administrar las corrientes de capital implica algunos costos. Pero la experiencia ha demostrado que dejar siempre que el mercado determine el volumen y la composición de dichas corrientes puede también entrañar costos, y éstos pueden ser notablemente mayores. No hay instrumento, o conjunto de ellos, que pueda operar con una eficiencia total; en un mundo imperfecto, los instrumentos deben juzgarse según sus resultados globales. Debe hacerse un uso pragmático de los instrumentos de política que ofrezcan los mayores beneficios netos desde el punto de vista de la estabilidad macroeconómica y el crecimiento, y que al mismo tiempo reduzcan al mínimo los costos.

La reorganización de los sistemas financieros, incluida la apertura de la cuenta de capital, debe dar prioridad a encauzar los recursos hacia el ahorro y la inversión. Por lo tanto, también debe considerarse detenidamente la relación entre el sistema financiero interno y los procesos de ahorro e inversión, y entre el sistema financiero interno y los externos.

En lo que respecta a la relación entre los mercados financieros y a la formación de capital para el desarrollo se necesita un marco institucional para completar o perfeccionar los mercados de acuerdo con dos criterios. El primero es que se debe desarrollar, con el propósito de financiar proyectos productivos, un segmento del mercado financiero que sea dinámico y de largo plazo, lo que supone desalentar los segmentos de corto plazo y centrarse en el capital internacional de largo plazo acompañado de un buen acceso a la tecnología y a los mercados de exportación. Esto es particularmente pertinente para las empresas pequeñas y medianas perjudicadas por la segmentación del mercado de capitales. Con ese fin, se necesitan instituciones de crédito y mecanismos de garantía para hacer lo que los mercados de capital de la región no han logrado hacer de manera espontánea. En segundo lugar, se debe reconocer que, en los países con mercados de valores emergentes, la liberalización financiera de la cuenta de capital, que consiste en abrirla a las inversiones internacionales de cartera, corre el riesgo de crear un sobreendeudamiento externo y fluctuaciones excesivas en los mercados de valores y de los tipos de cambio. Las entradas de capital extranjero en gran escala en los mercados internos pueden desencadenar "burbujas en el mercado de valores" y la revaluación de la moneda nacional al mismo tiempo. La consi-

guiente caída de los precios en el mercado de valores puede, a su vez, causar salidas de capital y la depreciación de la moneda.

La preocupación con respecto a los riesgos asociados con los mercados financieros, como ser generadores de "burbujas" especulativas, implica la necesidad de adoptar mecanismos reguladores y de supervisión para asegurar la estabilidad de las instituciones financieras que operan en los mercados de capital. Esos mecanismos son en particular fundamentales en las economías abiertas, de libre mercado. El fortalecimiento de la supervisión y regulación puede aminorar los riesgos mencionados y contribuir a que el proceso de atracción de inversiones de cartera del exterior sea más ordenado y estable. Naturalmente, una regulación eficaz exigirá que los países mejoren sus sistemas de seguimiento de las corrientes de capital externo, lo cual debe realizarse, en el caso de las instituciones financieras, no sólo en la esfera microeconómica sino también en la macroeconómica para asegurar que el monto y la composición de las corrientes de capital sean compatibles con la estabilidad económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Akyüz, Y. (1993), "Financial Liberalization: The Key Issues", *UNCTAD Discussion Papers*, núm. 56, Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD/OSG/DP/56).
- Banco Mundial (1993), *Diez años después de la crisis de la deuda*, Washington, Oficina Regional de América Latina y el Caribe, septiembre.
- Calvo, G., E. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 1, marzo.
- CEPAL (1984), "Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina", *Cuadernos de la CEPAL*, núm. 48, Santiago, Naciones Unidas (LC/G.1332).
- (1994), *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Santiago, Naciones Unidas (LC/G.1800/SES.25/3), abril.
- Chuhan, P., y K. Jun (1994), "El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón", capítulo 3 de este libro.
- Culpeper, R. (1994), "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: El papel de los inversionistas estadounidenses", capítulo 2 de este libro.
- Devlin, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, Princeton University Press.

- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, núms. 1-2, septiembre.
- Edwards, S. (1984), "The Order of Liberalization of the Balance of Payments. Should the Current Account Be Opened First?", *World Bank Staff Working Papers*, núm. 710, Washington, Banco Mundial, diciembre.
- Fanelli, J. M., y J. L. Machinea (1994), "El movimiento de capitales en la Argentina", capítulo 4 de este libro.
- Feinberg, R., y R. Ffrench-Davis (comps.) (1988), *Development and External Debt in Latin America*, Buenos Aires, University of Notre Dame Press, Indiana, y Grupo Editor Latinoamericano-CIEPLAN.
- Ffrench-Davis, R. (comp.) (1983), *Relaciones financieras externas y su efecto en la economía latinoamericana*, México, Fondo de Cultura Económica.
- , M. Agosin y A. Uthoff (1994), "Movimiento de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", capítulo 5 de este libro.
- , y R. Devlin (1994), "The Great Latin American Debt Crisis: A Decade of Asymmetric Adjustment", G. Helleiner (comp.), *Poverty, prosperity and the world economy*, Londres, MacMillan.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1993), *World Economic Outlook*, Washington, octubre.
- Friedman, I. (1977), *The Emerging Role of Private Banks in the Developing World*, Nueva York, Citicorp.
- Griffith-Jones, S., y E. Rodríguez (comps.) (1992), *Cross Conditionality, Banking Regulation and Third World Debt*, Londres, MacMillan.
- (1994), "Corrientes de fondos privados europeos hacia la América Latina: Hechos y planteamientos", cap. 2 de este libro.
- Gurría, J. A. (1994), "Corrientes de capital: El caso de México", capítulo 6 de este libro.
- Guttentag, J., y R. Herring (1984), "Credit Rationing and Financial Disorder", *Journal of Finance*, vol. 39, diciembre.
- Kenen, P. (1993), "Financial Opening and the Exchange Rate Regime", H. Reisen y B. Fischer (comps.), *Financial Opening*, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- Kindleberger, Ch. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, Nueva York, Basic Books.
- Lamfalussy, A. (1992), "The Restructuring of the Financial Industry: A Central Banking Perspective", ponencia presentada en la City University, Londres, marzo, inédito.
- Lessard, D. (1991), "The International Efficiency of World Capital Markets", H. Siebert (comp.), *Capital Flows in the World Economy: Symposium 1990*, Tubinga, J.C.B. Mohr.
- Mathieson, D., y L. Rojas-Suárez (1993), "Liberalization of the Capital Account", *Occasional Papers*, núm. 103, Washington, Fondo Monetario Internacional, marzo.

- McKinnon, R. (1973), *Money and Capital*, Washington, Brookings Institution.
- (1984), "The International Capital Market and Economic Liberalization in LDCs", *The Developing Economies*, vol. 22, diciembre.
- (1992), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.
- Mishkin, F. S. (1991), "Assymmetric Information and Financial Crises: An Historical Perspective", R. G. Hubbard (comp.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, University of Chicago Press.
- Park, Y. Ch., y W. A. Park (1993), "Capital Movement, Real Asset Speculation, and Macroeconomic Adjustment in Korea", H. Reisen y B. Fischer (comps.), *Financial Opening*, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- Ramos, J. (1985), "Políticas de estabilización y ajuste en el Cono Sur, 1974-1983", *Revista de la CEPAL*, núm. 25 (LC/G.1338), Santiago, abril.
- Reisen, H. (1993), "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria", *Revista de la CEPAL*, núm. 51, diciembre.
- (1994), *Debt, Deficits and Exchange Rates*, OECD, Development Centre/Edward Elgar Company, Hants, Inglaterra.
- Robichek, W. (1981), "Some Reflections About External Public Debt Management", *Estudios monetarios VII*, Santiago, Banco Central de Chile.
- Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Nueva York, Oxford University Press.
- Stiglitz, J., y A. Weiss (1981), "Credit Returning in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol. 71, junio.
- (1993), "The Role of the State in Financial Markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, vol. 2, Washington, Banco Mundial, mayo.
- Tobin, J. (1984), "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review*, núm. 153, julio.
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de economía*, vol. 19, núm. 2, Santiago, Universidad de Chile.
- (1993), "A Cost-Benefit Analysis of Capital Account Liberalization", H. Reisen y B. Fischer (comps.), *Financial Opening*, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos.
- Zahler, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de la CEPAL*, núm. 48, Santiago.

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE GENERAL

- Prefacio* 7
1. *La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: El papel de los inversionistas norteamericanos*, por Roy Culpeper 13
- Introducción, 13; I. La América del Norte en los mercados de capital mundiales. Un punto de vista histórico, 14; II. Acontecimientos en los mercados financieros a partir de 1980, 21; III. Corrientes de fondos recientes hacia la América Latina: El papel del mercado de capitales de los Estados Unidos, 25; IV. Las inversiones directas de los Estados Unidos en el exterior, 46; Conclusiones, 58; Referencias bibliográficas, 63
2. *Corrientes de fondos privados europeos hacia la América Latina. Hechos y planteamientos*, por Stephany Griffith-Jones 67
- Introducción, 67; I. Tendencias globales de las corrientes destinadas a los países menos desarrollados de la América Latina en los mercados privados, 68; II. Corrientes europeas privadas hacia la América Latina, 71; III. Motivaciones de los inversionistas europeos en valores, 91; IV. Reglamentación de la inversión en Europa, 97; V. Condiciones de las corrientes hacia la América Latina: Idoneidad para el desarrollo de largo plazo y riesgos, 103; Referencias bibliográficas, 111
3. *El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital del Japón*, por Punam Chuhan y Kwang W. Jun 113
- Introducción, 113; I. La inversión japonesa en la América Latina, 116; II. Factores que contribuyen a las reducidas corrientes de inversión japonesa hacia la América Latina, 129; III. Perspectivas de las corrientes de inversión japonesa hacia la América Latina, 141; Referencias bibliográficas, 142
4. *El movimiento de capitales en la Argentina*, por José María Fanelli y José Luis Machinea 143
- Introducción, 143; I. Las políticas cambiarias y financieras en el periodo previo a la reforma actual, 145; II. Corrientes externas de

fondos en los años noventa, 158; III. Corrientes de capital, estabilidad y crecimiento, 185; Referencias bibliográficas, 195

5. *Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile*, por Ricardo Ffrench-Davis, Manuel Agosin y Andras Uthoff 197

Introducción, 197; I. Características de las nuevas corrientes de capital, 199; II. Equilibrios macroeconómicos, desarrollo e ingresos de capitales, 218; III. Efectos en la inversión, 239; Conclusiones, 244; Referencias bibliográficas, 248

6. *Corrientes de capital: El caso de México*, por José Ángel Gurría Treviño 253

Introducción, 253; I. Principales características de las corrientes de capital externo que entraron a México entre 1971 y 1982, 255; II. Periodo de la crisis de la deuda. México se convierte en exportador neto de capitales (1983-1989), 258; III. El regreso de México a los mercados voluntarios de capital, 260; Apéndice 1. Historia de los regímenes cambiarios en el México moderno, 290, Apéndice 2, 291; Referencias bibliográficas, 292

7. *Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas*, por Robert Davlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones 294

Introducción, 294; I. Movilidad del ahorro externo y apertura de la cuenta de capital, 296; II. El repunte de las corrientes privadas de capital en los años noventa: Implicaciones de políticas para la oferta, 306; III. Resurgimiento de las corrientes de capital en el decenio de los noventa: El punto de vista desde la demanda, 323; Referencias bibliográficas, 337

Esta obra se término de imprimir en marzo de 1995, en los talleres de Editorial Universitaria, San Francisco 454, Santiago de Chile. Se utilizaron tipos New Serif de 13, 11, 10, 9 y 8 puntos. La edición, que consta de 2.000 ejemplares, estuvo al cuidado de *Guillermo Escalante y Leticia Picazo.*

SERIE DE LECTURAS

DE

EL TRIMESTRE ECONÓMICO

TÍTULOS EDITADOS

1. Edmundo Flores, *Desarrollo agrícola*.
2. Héctor Assael, *Ensayos de política fiscal*.
3. Ensayos de A. Pinto, *Inflación: raíces estructurales*.
4. Leopoldo Solís, *La economía mexicana* (2 vols.).
5. Albert O. Hirschman, *Ensayos sobre desarrollo y América Latina*.
6. José Serra, *Ensayos críticos sobre el desarrollo latinoamericano*.
7. Alejandro Foxley, *Distribución del ingreso en América Latina*.
8. Miguel S. Wionczek, *La sociedad mexicana: presente y futuro*.
9. K. J. Arrow y T. Scitovsky, *Lecturas sobre economía del bienestar* (2 vols.).
10. Francisco Orrego Vicuña, *Ensayos sobre derecho internacional económico* (2 vols.).
11. Eduardo García D'Acuña (Instituto de Economía de Chile), *La planificación del desarrollo en América Latina*.
12. Max Nolff, *Desarrollo industrial latinoamericano*.
13. Eduardo Lizano, *Integración económica centroamericana* (2 vols.).
14. Ernest Feder, *La lucha de clases en el campo*.
15. Luis Unikel y Andrés Necochea, *Desarrollo urbano y regional en América Latina. Problemas y políticas*.
16. C. F. Díaz-Alejandro, Simón Teitel y Víctor Tokman, *Política económica en centro y periferia* (Ensayos en homenaje a Felipe Pazos).
17. Banco de México, *Cincuenta años de banca central. Ensayos conmemorativos*.
18. G. C. Harcourt y N. F. Laing, *Capital y desarrollo*.
19. S. Andic y S. Teitel, *Integración económica*.

20. D. M. Lamberton, *Economía de la información y del conocimiento*.
21. E. K. Hunt y J. G. Schwartz, *Crítica de la teoría económica*.
22. A. Nove y D. M. Nuti, *Teoría económica del socialismo*.
23. Richard Layard, *Análisis costo-beneficio*.
24. Stanford L. Optner, *Análisis de sistemas*.
25. Banco de México, *Los premios Nobel de economía*.
26. Camilo Dagum, *Metodología y crítica económica*.
27. W. Edwards y A. Tversky, *Toma de decisiones*.
28. A. Sen, *Economía del crecimiento*.
29. T. Shanin, *Campesinos y sociedades campesinas*.
30. René Villarreal, *Economía internacional* (2 vols.).
31. N. Rosenberg, *Economía del cambio tecnológico*.
32. M. Anderson, *Sociología de la familia*.
33. R. Robertson, *Sociología de la religión*.
34. R. Fajnzylber, *Industrialización e internacionalización en la América Latina* (2 vols.).
35. Luciano Tomassini, *Relaciones internacionales de la América Latina*.
36. O. Sunkel y N. Gligo, *Estilos de desarrollo y medio ambiente en la América Latina* (2 vols.).
37. J. J. Villamil, *Capitalismo transnacional y desarrollo regional*.
38. Ricardo Ffrench-Davis, *Intercambio y desarrollo* (2 vols.).
39. Rolando Cordera, *Desarrollo y crisis de la economía mexicana*.
40. José Molero, *El análisis estructural en economía. Ensayos de América Latina y España*.
41. A. García, *Desarrollo agrario y la América Latina*.
42. Francisco R. Sagasti, *Ciencia, tecnología y desarrollo latinoamericano*.
43. C. Tello y C. Reynolds, *Las relaciones México-Estados Unidos*.
44. Armando Di Filippo, *Desarrollo y desigualdad social en la América Latina*.
45. Celso Furtado, *El subdesarrollo latinoamericano*.
46. Adolfo Gurrieri, *La obra de Prebisch en la CEPAL* (2 vols.).
47. Ricardo Ffrench-Davis, *Relaciones financieras externas y su efecto en la economía latinoamericana*.
48. Carlos Portales, *La América Latina en el Nuevo Orden Económico Internacional*.
49. Enrique Oteiza, *Autoafirmación colectiva. Una estrategia alternativa de desarrollo*.
50. Olga Pellicer y Richard R. Fagen, *Centroamérica. Futuro y opciones*.

51. Víctor L. Urquidi y Saúl Trejo Reyes, *Recursos humanos, empleo y desarrollo en la América Latina* (2 vols.).
52. Jozef Pajestka y C. H. Feinstein, *La pertinencia de las teorías económicas*.
53. Luis Maira, *Estados Unidos: Una visión latinoamericana*.
54. Richard R. Fagen, *Estado y clases sociales en las relaciones Estados Unidos-Latinoamérica*.
55. S. Méndez, *La crisis internacional y la América Latina* (2 vols.).
56. Helio Jaguaribe, *El nuevo escenario internacional*.
57. Edmar L. Bacha, *El milagro y la crisis. Economía brasileña y latinoamericana*.
58. Carmelo Mesa-Lago, *La crisis de la seguridad social y la atención a la salud. Experiencias y lecciones latinoamericanas*.
59. Miguel S. Wionczek, *La crisis de la deuda externa en la América Latina* (2 vols.).
60. José Antonio Ocampo, *Economía poskeynesiana*.
61. Stephany Griffith-Jones, *Deuda externa, renegociación y ajuste en la América Latina*.
62. M. Bruno, G. Di Tella, R. Dornbusch y S. Fischer, *Inflación y estabilización. La experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México*.
63. Bruce F. Johnston, Cassio Luiselli, Celso Cartas Contreras y Roger D. Norton, *Las relaciones México-Estados Unidos. La agricultura y el desarrollo rural*.
64. Enrique Cárdenas, *Historia económica de México* (vols. I-V).
65. Alejandro Foxley, Michael S. McPherson y Guillermo O'Donnell, *Democracia, desarrollo y el arte de traspasar fronteras. Ensayos en homenaje a Albert O. Hirschman*.
66. Víctor L. Urquidi, *Política de ingresos*.
67. Eliezer Morales Aragón y Clemente Ruiz Durán, *Crecimiento, equidad y financiamiento externo*.
68. Rudiger Dornbusch, John H. Makin y David Zlowe, *Soluciones a los problemas de la deuda de los países en desarrollo*.
69. Felipe Larraín y Marcelo Selowsky, *El sector público y la crisis latinoamericana*.
70. Francisco Gil Díaz y Arturo M. Fernández, *El efecto de la regulación en algunos sectores de la economía mexicana*.
71. Osvaldo Sunkel, *El desarrollo desde dentro. Un enfoque neoestructuralista para la América Latina*.
72. Víctor L. Urquidi y Gustavo Vega Cánovas, *Unas y otras integraciones. Seminario sobre integraciones regionales y subregionales*.

73. C. Bazdresch, N. Bucay, S. Loeza y N. Lustig, *México: Auge, crisis y ajuste* (3 vols.).
74. Dwight S. Brothers y Leopoldo Solís, *México en busca de una nueva estrategia de desarrollo*.
75. Rudiger Dornbusch y Sebastián Edwards, *La macroeconomía del populismo en la América Latina*.
76. Miguel A. Pérez, *Teoría de incentivos y sus aplicaciones. Regulación de empresas y subastas*.
77. Jaime Ros, *La edad de plomo del desarrollo latinoamericano*.
78. Félix Vélez, *La pobreza en México: Causas y políticas para combatirla*.
79. Gilberto Gallopín, *El futuro ecológico de un continente* (vol. I).
80. Fernando Clavijo y José I. Casar (comps.), *La industria mexicana en el mercado mundial*.

TÍTULOS EN PRENSA Y EN PREPARACIÓN

Gilberto Gallopín, *El futuro ecológico de un continente* (vol. II).