

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

26

**REPUNTE DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y
EL DESARROLLO: IMPLICACIONES PARA
LAS POLÍTICAS ECONÓMICAS**



NACIONES UNIDAS

PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**REPUNTE DE LOS FLUJOS DE CAPITAL Y
EL DESARROLLO: IMPLICACIONES PARA
LAS POLITICAS ECONOMICAS**



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONOMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA**

Santiago de Chile, agosto de 1994

LC/L.859
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por los señores Robert Devlin, Oficial Principal de Asuntos Económicos y Ricardo Ffrench-Davis, Asesor Regional Principal de CEPAL, y por la señora Stephany Griffith-Jones del Instituto de Estudios para el Desarrollo de la Universidad de Sussex, Inglaterra, para el Proyecto "Nuevos flujos financieros hacia América Latina". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con los de la Organización.

El Proyecto "Nuevos flujos financieros hacia América Latina" fue realizado por la CEPAL, en colaboración con el Instituto Norte-Sur de Ottawa, Canadá. El proyecto contó con el apoyo financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) de Canadá. Los siete estudios preparados serán publicados en español por el Fondo de Cultura Económica de México, y una versión en inglés será publicada por Lynne Rienner, Boulder, Colorado.

Los autores agradecen los valiosos comentarios recibidos de autoridades responsables de la formulación de políticas económicas, de académicos y de personal de las instituciones financieras, en seminarios realizados en la Brookings Institution, el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres, el BID, la Secretaría de las Naciones Unidas en Nueva York y la CEPAL en Santiago.

INDICE

Página

Prefacio	5
INTRODUCCION	9
I. MOVILIDAD DEL AHORRO EXTERNO Y APERTURA DE LA CUENTA DE CAPITAL	11
1. El capital externo y el desarrollo	11
2. La liberalización de la cuenta de capital: la evolución de las políticas	14
II. EL REPUNTE DE LOS FLUJOS PRIVADOS DE CAPITAL EN LOS NOVENTA: IMPLICACIONES DE POLITICAS PARA LA OFERTA	19
1. Tendencias generales de la oferta	19
2. Recolección de información	24
3. Los riesgos financieros de los nuevos flujos de capital	25
4. Iniciativas de políticas respecto de la oferta	27
III. EL RESURGIMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN EL DECENIO DE 1990: CUESTIONES RELACIONADAS CON LAS POLITICAS DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA ECONOMIA DE LA DEMANDA	31
1. Flujos de capital y sus efectos macroeconómicos	31
2. Criterios de política	32
3. Políticas para la estabilidad y el crecimiento sostenido	36
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	41
Anexo 1: CUADROS ESTADISTICOS	45

PREFACIO

Le estamos muy agradecidos al IDRC por responder rápidamente a la necesidad de investigación en este nuevo e importante tema y por proporcionar apoyo financiero al proyecto. Queremos también expresar nuestra gratitud a la 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.

Este proyecto 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 también de la participación de colegas de los organismos internacionales, como la CEPAL, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Una segunda característica de los proyectos del IDRC, aplicada también al presente estudio, es el uso de varias reuniones de autores, con 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 CEPAL, para analizar un documento marco de referencia para el proyecto preparado por Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, así como esquemas de trabajos sobre estudios de casos. Se realizó 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 esta serie de documentos. En esta última reunión, se contó con valiosos aportes hechos por comentaristas, entre ellos representantes del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda, del Banco de la Reserva Federal de Dallas, Estados Unidos, del Banco Mundial, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional, de instituciones financieras privadas (británicas, norteamericanas 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, D.C. (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 exitosas, cuyo objetivo era presentar los resultados del proyecto a académicos de alto nivel, financistas privados, representantes de bancos centrales y periodistas. Les estamos muy agradecidos a Victor Bulmer-Thomas (en Londres), Nora Lustig y Robert Devlin (en Washington) y Cristián Ossa (en Nueva York) por su decisiva ayuda en la organización de reuniones de tan alto nivel. Agradecemos también en forma 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 proyecto se dividen en tres grupos. El primero aborda las fuentes de flujos financieros, haciendo una distinción entre los créditos y las inversiones de Estados Unidos y Canadá (fuente principal de los flujos privados hacia América Latina en el decenio de 1990), los créditos e inversiones de Europa (los flujos 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 región de América Latina), y los fondos provenientes de Japón (caracterizados hasta ahora por su nivel más bien bajo).

Si bien en este proyecto 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 mencionar los límites de esa distinción, debido a la tendencia hacia la universalización de los mercados financieros. Cada uno de los trabajos sobre las fuentes de los flujos financieros analiza separadamente la inversión extranjera directa, los valores (tanto bonos como acciones) y los créditos bancarios; cada uno de ellos examina las motivaciones de los prestamistas y los inversionistas, así como la reglamentación existente que afecta a dichos flujos.

El segundo grupo de trabajos trata en profundidad las características de los flujos de capital y sus efectos macroeconómicos, al igual que la respuesta de las autoridades económicas en materia de políticas en tres países de América Latina: Argentina, Chile y México. Los tres países se hallan entre los que han experimentado aumentos particularmente considerables de afluencia de capital durante el decenio en curso, con un incremento especialmente 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; esas respuestas se relacionan fundamentalmente con los intentos: a) por moderar el efecto de los ingresos de capital en la apreciación del tipo de cambio (especialmente en el caso de Chile); b) por reducir el efecto monetario de las operaciones de divisas, y c) por moderar la afluencia de capital, en especial el de corto plazo (como se hizo en México y especialmente en Chile).

En la tercera sección de grupo de trabajos se exponen las repercusiones en materia de políticas para los países receptores, y las enseñanzas dejadas por los estudios de casos de los mercados. Un tema importante de esta sección es que el hecho de que se hayan reanudado los flujos de capital privado hacia América Latina debe acogerse con beneplácito, debido tanto a su potencial aporte positivo a la recuperación de la actividad económica y 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 esos flujos, los gobiernos de los países originarios del financiamiento y los de los países receptores deberían adoptar ciertas medidas. Entre las que se han analizado se hallan un mejor seguimiento de los flujos 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 los flujos privados de capital.

Los trabajos que componen el proyecto se escribieron principalmente en un período de abundancia (y en verdad de sobreabundancia) de flujos de capital destinados a América Latina, y prevalecían los temas relacionados con la gestión de dicha abundancia. En momentos en que se publica este documento (mediados de 1994), hay incertidumbre con respecto a la sostenibilidad de esos flujos de financiamiento a los

niveles recientes. Estas eventuales nuevas tendencias son consistentes con el énfasis que hemos dado a la inestabilidad de importantes componentes de esos flujos y a sus implicaciones de política económica.

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

Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones
Coordinadores del Proyecto

INTRODUCCION

Los mercados internacionales de capitales han crecido espectacularmente desde mediados del decenio de 1960. Si bien los movimientos de capital reflejan en parte la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional y la globalización de la producción, están vinculados también con factores puramente financieros que aumentan a un ritmo notablemente más rápido. En el decenio de 1960, 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, los controles del capital y los impuestos. Luego, en los decenios de 1970 y 1980, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a relajar o abandonar la regulación de las transacciones de divisas. Ello, combinado con revolucionarios avances tecnológicos en la gestión de la información y de las telecomunicaciones y el surgimiento de técnicas financieras cada vez más perfeccionadas, contribuyó a un auge de los flujos financieros nacionales e internacionales.

Resulta prematuro hablar de mercados financieros integrados, puesto que la movilidad del capital internacional claramente está lejos de ser perfecta. No obstante, no hay duda de que los flujos de capital y la integración financiera internacional aumentan sostenidamente. Estas circunstancias han causado controversia. En un extremo están aquellos que ven la creciente integración como un signo de mayor eficiencia; según esta interpretación, los mercados están superando la represión financiera que caracterizaría a una ineficiente regulación gubernamental. En el otro extremo están aquellos que consideran que el auge de los flujos 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, composición y plazos de los flujos de capital, y la necesidad de asegurar que resulten compatibles con la estabilidad macroeconómica, la competitividad internacional, el crecimiento y la equidad social.

Ultimamente, esta controversia ha alcanzado mayor importancia para América Latina. En el decenio de 1980, 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 ha disfrutado un fuerte auge de los flujos de capital durante el período 1991-93. Estos flujos fueron muy valiosos 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,

¹ Véase un detallado análisis de la inserción de la región en los mercados de capital en el decenio de 1970 y el 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 Devlin y Ffrench-Davis (1994).

el grado de control sobre la oferta de dinero, los pasivos externos y, posiblemente, la futura vulnerabilidad ante nuevos shocks externos.

En este artículo se examinarán tópicos de políticas relacionados con los movimientos de capitales, recurriéndose a estudios de casos que forman parte de este proyecto, así como a otros trabajos recientes sobre la materia. En la sección I se examinarán los fundamentos conceptuales del papel de los flujos externos de capital en el desarrollo, y el tema de la liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital. La sección II se centrará en los orígenes del reciente auge de los flujos 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 dichos flujos de capital en las economías de América Latina y un examen de las implicaciones en materia de políticas.

Hay un tema preponderante común que emerge de este trabajo. Los flujos de capital son sin lugar a duda un instrumento extremadamente 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 hallen 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 los flujos financieros constituyen un bien público respecto del 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 caso de las autoridades de los 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 últimos años, se ha prestado cada vez más atención a los positivos aportes 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. Desafortunadamente, el mundo real subóptimo en que vivimos puede condicionar seriamente muchas de las apreciaciones de los textos. Ello a su vez crea preocupación en cuanto a interpretar teorías de moda demasiado 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 ilustrar examinando algunas de las razones más frecuentemente mencionadas para promover una mayor movilidad del capital. Antes de ello, queremos hacer hincapié en que compartimos el punto de vista de que la movilidad del capital internacional cumple una serie de funciones de gran importancia en el desarrollo. Entre las principales se hallan: la canalización del ahorro externo hacia los países con insuficiencia de capital y el financiamiento compensatorio de los shocks externos, que ayuda a estabilizar el gasto interno.

A nivel agregado, se dice que los movimientos de capital desde los países desarrollados hacia los 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 razonablemente se prevea que generarán los activos en cuestión a lo largo del tiempo.

La calidad de la fijación de los precios es extremadamente importante porque éstos son la principal señal para la reasignación del capital por el mercado. Desgraciadamente, se sabe que 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; Akyuz, 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 gravemente 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 extremadamente pertinente en el terreno de lo financiero y su interrelación con la economía real.

La movilización del ahorro externo es el rol clásico para los flujos 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 los flujos hacia los países menos desarrollados. De hecho, los flujos de ahorro externo pueden complementar el ahorro interno, aumentar los niveles de inversión y estimular el crecimiento. A su vez, la expansión del ingreso global puede aumentar 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 fuertes connotaciones. En primer lugar, los flujos externos de capital deben dirigirse sostenidamente a aumentar la inversión agregada y 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 considerablemente 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 resueltamente en bienes transables con el fin de poder crear un superávit comercial lo suficientemente voluminoso para transformar el ahorro interno en moneda convertible, de 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.

Estas condiciones pueden no todas cumplirse en la práctica: es posible que los países experimenten una substitución del ahorro interno por ahorro extranjero; las inversiones pueden no siempre ser eficientes o encauzadas suficientemente hacia bienes comerciables, y el comportamiento de los acreedores puede diferir de la modalidad deseada. En verdad, por convincente que sea el argumento tradicional en favor de la transferencia del ahorro internacional hacia 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 débilmente. A pesar de estas graves dificultades, el ahorro extranjero ha cumplido históricamente un papel relevante en el desarrollo de muchos países, y algunos de ellos 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 la coyuntura 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

(especialmente 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 se cumple sólo en forma imperfecta, los costos del ajuste para los países en desarrollo pueden ser enormes. Ello se debe a que frente a un shock externo negativo (y reservas internacionales del país fácilmente agotables), toda disminución de la afluencia de capital exigirá una inmediata reducción del gasto interno para reequilibrar la balanza de pagos. La producción casi con seguridad caerá 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 América Latina en el decenio de 1980 ilustra muy bien estos puntos (CEPAL, 1984; Ramos, 1985; Devlin y French-Davis, 1994).

Si el financiamiento se trata analíticamente en forma análoga a los bienes, podrían suponerse beneficios sociales en un comercio internacional recíproco de activos financieros: la movilidad del capital permitiría a las personas satisfacer más plenamente 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 lo 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 errada. El comercio de activos 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, puesto que 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 radicalmente diferentes. Además, la separación en el tiempo entre una operación financiera y el pago correspondiente, junto a 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 pueden ser muy abruptas y desestabilizadoras. Es precisamente por eso que el bienestar social puede disminuir con la desreglamentación del comercio de activos financieros y de hecho puede aumentar con cierto grado de mayor intervención pública (Stiglitz, 1993). De ese modo, algunas formas 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 favorecer un mayor rendimiento de las inversiones a largo plazo.

² Véanse en CEPAL (1994) variados planteamientos teóricos sobre los microefectos de la libre movilidad del capital externo.

2. La liberalización de la cuenta de capital: la 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 examinan el capital como un todo y no tienen 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 operan los inversionistas, el volumen y momento oportuno del financiamiento, y sus costos e inestabilidad. Estos y otros factores no siempre se combinan en formas que permitan 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 macroeconómico, que reiteradamente han aparecido en la historia económica, entre ellas la reciente crisis de la deuda en 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 la movilidad del capital. Durante muchos años, el número de propugnadores de cuentas de capital abiertas en los países en desarrollo ha aumentado sostenidamente, 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 de la apertura de la cuenta de capital, de acuerdo con el cual se aconseja cautela y gradualismo; se llega hasta cuestionar seriamente la urgencia de abrir la cuenta de capital. Se ha expresado cierto interés por la idea de un seguimiento permanente de los flujos financieros, 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 1950 y 1960 la corriente principal del pensamiento profesional sobre el desarrollo se centró de preferencia en la actividad económica real más bien que en asuntos monetarios y financieros. Además, el análisis de los flujos de ahorro extranjero se concentró en un número muy limitado de fuentes de crédito, básicamente la ayuda y los préstamos bilaterales y 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 la escasa actividad financiera internacional privada en particular, hasta los comienzos del decenio de 1960. Esta orientación de las políticas no mantuvo un monopolio de las ideas, sin embargo; en efecto, se vio enfrentada a paradigmas rivales, especialmente variaciones de la teoría económica del "laissez faire". Es más, estas últimas ideas disfrutaron de un número cada vez mayor de adherentes hacia fines del decenio de 1960, 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 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 forma 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 optimizar la asignación de los recursos: en breve, se invocaron la mayoría de los beneficios de la movilidad del capital esbozados anteriormente.

b) *Apertura y secuencia de las reformas*

Si bien los que se sentían atraídos a este enfoque concordaban ampliamente respecto del 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 debería emprenderse idealmente en forma simultánea (Shaw, 1973). Otros favorecían la ordenación secuencial de las reformas, en que la cuenta de capital se abriría sólo después de la consolidación de las otras medidas de liberalización y en que se daría prioridad a la reforma financiera interna y la liberalización comercial (McKinnon, 1973).

La cuenta de capital se consideró un área especialmente delicada, porque si se la abría en conjunción con otras reformas, podría inducir una avalancha de capitales que podría provocar una revaluación prematura del tipo de cambio, con consecuencias negativas para la liberalización comercial y 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 los flujos de capital podría justificarse como una forma de reducir temporalmente las presiones revaluatorias.

Los diversos planteamientos de políticas comenzaron a tener implicaciones reales para América Latina a mediados del decenio de 1970, 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 French-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 1970 un hecho inherentemente benigno para el desarrollo. Desde el punto de vista de la oferta, los mercados privados financieros, y especialmente el mercado no regulado de eurodólares, se consideraban altamente 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 estimó 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 eficientemente (Robichek, 1981).

Como se sabe, el experimento del Cono Sur acabó mal, pues las economías se derrumbaron bajo el peso de grandes desequilibrios de precios y burbujas especulativas en los precios de los activos, bajos niveles de inversión y ahorro internos, una enorme

deuda externa, y crisis de insolvencia. Las razones que se dieron preferentemente para explicar la mala experiencia fueron fallas de los mercados financieros internacionales o la defectuosa ordenación secuencial de las reformas de liberalización, o ambas (Díaz-Alejandro, 1985; Edwards, 1984).

En lo que respecta a las fallas de mercados, se llegó a la conclusión de que simplemente 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, muchos países en desarrollo se enfrentaron aparentemente en el decenio de 1970 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, 1991), 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).

Con relación a la secuencia de las reformas, hay ahora cierto consenso en cuanto a que la apertura de la cuenta de capital fue prematura y debió haberse pospuesto hasta que se hubiesen 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 (especialmente en períodos de oferta elástica de financiamiento internacional) pueden inducir períodos 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 en forma eficiente un resurgimiento de los flujos de capital, amenazando de esa forma la estabilidad de los propios flujos. En segundo lugar, deben consolidarse los parámetros fiscales y las políticas deben ser flexibles, puesto que sin una base impositiva sólida y mecanismos fiscales flexibles, las autoridades deberán depender demasiado de las políticas monetarias para regular la economía del país. Añádase que la base impositiva debe ser tan sólida como para soportar niveles suficientes de gasto público, compatibles con las necesidades de desarrollo a largo plazo.

Por último, puesto que parte de los flujos de capital se gastan inevitablemente 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. La revaluación real del tipo de cambio puede obviamente distorsionar la asignación de los recursos y la inversión, debilitando seriamente 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 la cuenta de capital ocurra solamente después de la consolidación de otros programas importantes de liberalización, especialmente en los campos del comercio y las finanzas nacionales; de hecho, según McKinnon (1991, 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 procede de 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 pueden 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 el 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, es decir, contar con 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 formas 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 América Latina, y las serias imperfecciones que existen en dichos mercados, pueden hacer poco conveniente un compromiso inflexible con una cuenta de capital abierta permanentemente. En realidad, la creciente inestabilidad de los flujos internacionales de capital, y su tamaño, ya han dado origen a nuevos debates en los países industrializados respecto del comportamiento potencialmente desestabilizador de los mercados de capital y la posible necesidad de regularlos, especialmente en circunstancias determinadas.

II. EL REPUNTE DE LOS FLUJOS PRIVADOS DE CAPITAL EN LOS NOVENTA: IMPLICACIONES DE POLITICAS PARA LA OFERTA

1. Tendencias generales de la oferta

a) *Aumento masivo en la escala de los flujos de capital*

El primer aspecto que corresponde destacar es la extraordinaria envergadura de los flujos privados de capital hacia América Latina a comienzos del decenio de 1990, 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 América Latina alcanzó en 1992-93 un récord, ascendiendo a un promedio de US\$62 000 millones anuales. Además, los flujos netos de capital como proporción del PIB alcanzaron a 4.9% en 1992-93, que es un nivel similar al del máximo histórico anterior, (4.5% en 1977-81).

Especialmente espectacular ha sido el pronunciado aumento de los flujos de capital hacia México (véase nuevamente el cuadro 1), donde los ingresos netos fueron cercanos a cero en el período 1983-90, en tanto que en 1991-93 alcanzaron a 8% del PIB, cifra muy superior a la participación registrada en el período 1977-81. Como puede también verse en el cuadro 1, Argentina y Chile registraron grandes aumentos de sus flujos de capital a comienzos del decenio de 1990, pero fueron menos espectaculares que los de México.³

b) *Cambios ocurridos en los tipos de flujos*

Una segunda tendencia importante de los flujos de capital hacia América Latina es la apreciable diversificación de las fuentes y, sobre todo, el cambio de su composición. Como puede verse en el cuadro 2, la participación de la inversión extranjera directa se duplicó entre 1977-81 y 1989-92, el capital accionario en cartera surgió como nueva fuente de financiamiento para la región y aumentó su importancia aún más en 1993, al igual que los bonos, en tanto que la participación de los préstamos de bancos comerciales ha disminuido notablemente.

En general estos cambios de la estructura del financiamiento parecen positivos, ya que favorecen aparentemente una mayor sustentabilidad de los flujos de capital, y los flujos con tasas de interés variable (especialmente inadecuadas para financiar el desarrollo a largo plazo, como lo demuestra la crisis de la deuda de los años 80) representan una proporción pequeña del total. No obstante, hay algunas advertencias importantes que

³ Recuérdesse que Chile adoptó activas políticas para desalentar ingresos de capitales de corto plazo. Véase Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff (1994).

deben hacerse con respecto a esta positiva evaluación de la composición de los flujos, la mayoría de las cuales se analizarán posteriormente. Con todo, vale la pena hacer hincapié aquí en que una fuente potencial de preocupación es el hecho de que, como lo señala la CEPAL (1994), una proporción bastante alta de los flujos netos de capital a comienzos de los años 90 (más alta que en las décadas previas) corresponde a flujos de corto plazo, en que el riesgo de inestabilidad es tanto intuitiva como empíricamente más alto.

Finalmente, en lo que respecta a los cambios que ocurren en la composición de los flujos de capital, es importante recalcar -lo que se olvida con frecuencia- que esos cambios siguen en general tendencias semejantes a las mundiales, especialmente en cuanto a la disminución de la importancia de los créditos bancarios y el rápido aumento de los valores mobiliarios (tanto bonos como acciones). La tendencia hacia mayores flujos de corto plazo también parece ser mundial, aunque es cierto en mayor medida para América Latina.

c) ***La composición regional de la oferta***

Los Estados Unidos son una fuente importante de los flujos privados de capital que llegan a América Latina y el Caribe. De hecho, en lo que respecta a la IED, durante el período 1987-90, alrededor del 35% de esos flujos se originó en ese país, estimulados posteriormente por las perspectivas del NAFTA y de una mayor integración continental. En 1987-90, aproximadamente el 25% del total de la IED en la región provino de Europa (Griffith-Jones, 1994). Japón aportó una proporción mucho menor del total en ese período, alcanzando a sólo cerca del 5%. Resulta interesante también que, como lo señalan Chuhan y Jun (1994), la participación principal de la inversión de Japón en la región sea en paraísos tributarios; en efecto, paraísos tributarios como las Islas Caimán, Las Bahamas, Bermudas, las Islas Vírgenes, las Antillas Neerlandesas y Panamá recibieron alrededor de tres cuartas partes de la IED en la región en 1991.

En materia de inversión bursátil, especialmente al comienzo, los flujos provenían muy predominantemente de fuentes con sede en los Estados Unidos (incluido el regreso de capital fugado de América 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 América Latina, como México, Brasil y Argentina; la proporción correspondiente a México es especialmente considerable. Por otra parte, los inversionistas japoneses han favorecido clara y sostenidamente los mercados de Asia Sudoriental. En contraste con ello, inicialmente 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 América Latina; se estima que en 1991, los inversionistas europeos alcanzaron un máximo de 40% de los flujos externos secundarios totales dirigidos a los mercados "emergentes" de 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 flujos privados de capital hacia América Latina, es extremadamente difícil distinguir el origen regional de financiamiento de bonos, especialmente en los mercados internacionales (o de eurobonos). Durante el decenio de 1990 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, Japón y Europa. Empero, merece destacarse el hecho de que una proporción extremadamente alta de bonos

latinoamericanos se emiten en dólares, lo que es un indicio de que los inversionistas con sede en los Estados Unidos (incluido el capital fugado de 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 período 1991-93 han estimulado a los inversionistas basados en los Estados Unidos a comprar valores latinoamericanos. Se debe mencionar que, si bien una gran proporción de los bonos de América Latina están expresados en dólares, prácticamente todos se cotizan en Europa (especialmente en Luxemburgo); ello se debe a la mayor libertad reguladora y 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 bursátil, las fuentes japonesas han cumplido un papel de muy poca importancia en el financiamiento de bonos de América Latina. La virtual ausencia de prestatarios latinoamericanos en el mercado japonés contrasta con la activa presencia de algunos otros países con mercados "emergentes", especialmente 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 América Latina han participado principalmente en el mercado privado de colocaciones estadounidense, donde la relajación de la reglamentación (especialmente 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 Japón apenas han sido aprovechados por los prestatarios latinoamericanos.

Por consiguiente, se puede concluir que, en lo que respecta a los flujos dirigidos a los países de América Latina, los prestamistas e inversionistas con sede en los Estados Unidos surgen a comienzos del decenio de 1990 como la fuente principal; ello parece estar vinculado a varios factores, que incluyen factores tradicionales como la proximidad geográfica, los fuertes vínculos políticos y un mejor conocimiento de la zona, a los cuales se añaden factores bastante nuevos, como las perspectivas de integración hemisférica y la considerable diferencia de rentabilidad entre las inversiones en los Estados Unidos y aquellas en América Latina. Los flujos provenientes de Europa, aunque menores que los 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 1983-88, cuando los flujos netos de IED desde Japón disminuyeron y los de Estados Unidos se tornaron negativos (debido a la crisis de la deuda); el financiamiento europeo disminuyó mucho menos, y se convirtió en la fuente principal de flujos de IED hacia América Latina (Griffith-Jones, 1994). Además, la inversión europea en esos países es especialmente activa en las manufacturas, en contraste con la de los Estados Unidos y Japón, que se destina principalmente a los sectores primarios. Puede por lo tanto serles conveniente a 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 América Latina es el de los inversionistas institucionales de Estados Unidos y de Europa continental, ya que es probable que tanto el valor de sus activos como la proporción de ellos invertida internacionalmente aumente considerablemente en los próximos años.

En lo que respecta a las fuentes japonesas de financiamiento para la región, hasta ahora su rasgo principal es su nivel bajo, lo que resulta decepcionante, porque Japón ofrece ventajas especiales, no sólo en cuanto a condiciones financieras potencialmente mejores en algunos casos (por ejemplo, los bonos), sino que por los beneficios colaterales, lo que posiblemente reviste mayor importancia. Por ejemplo, la elevada calidad de los conocimientos tecnológicos y administrativos japoneses puede hacer que la IED de Japón sea particularmente valiosa en ciertos sectores. Las razones que explican el bajo nivel de flujos hacia América Latina (y la disminución de las inversiones japonesas en el exterior) son parcialmente transitorias, e incluyen los efectos de riqueza relacionados con la declinación del mercado de valores japonés, 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. Ello contrasta con la situación en los Estados Unidos, donde la mayor parte de los analistas han sostenido que la recesión o el lento crecimiento han estimulado las salidas de capital en busca de oportunidades más provechosas. Cualquiera sea el vínculo de causalidad, si factores transitorios son esenciales para explicar el bajo nivel de flujos de capital desde Japón hacia la región, entonces es mayor la probabilidad de un aumento de dichos flujos, sobre todo si los gobiernos y compañías de América Latina hacen esfuerzos especiales para atraerlos.

Esos esfuerzos pueden ser particularmente necesarios para superar los factores de índole más institucional que limitan las salidas de capital japonesas hacia América Latina, como la existencia de regulaciones bastante estrictas, lo que significa, por ejemplo, que a los prestatarios de baja clasificación ("non-investment grade") no se les da 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 América Latina, el recuerdo de la crisis de la deuda en el decenio de 1980 parece llevar a los prestamistas e inversionistas japoneses a ejercer prudencia, en mucho mayor medida que en el caso de los norteamericanos o europeos. Como resultado de ello, puede ser necesario hacer esfuerzos especiales para persuadir a los inversionistas y 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 los flujos de capital de varias regiones***

Hay algunas similitudes y diferencias significativas entre los flujos de capital que se originan ya sea en los Estados Unidos, Europa o 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 Japón, es importante mencionar dos advertencias: en primer lugar, hay nuevas fuentes geográficas de fondos; un ejemplo son los flujos provenientes de Taiwán. En segundo lugar, puede resultar útil desglosar los flujos de capital europeos, 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, especialmente los fondos de pensiones y las

compañías de seguros, han visto aumentar extraordinariamente sus activos totales en el último decenio (véase el cuadro 3). Es el caso sobre todo de los fondos de pensiones y compañías de seguros de los Estados Unidos, cuyos US\$5 a 6 billones en activos a fines de 1992 representaban casi el 15% de todos los activos financieros y más del 30% de los activos de instituciones financieras en ese país. Los activos japoneses y europeos de inversionistas institucionales (especialmente los del Reino Unido) son también muy cuantiosos, y han crecido con rapidez (Chuhan y Jun, 1993).

Al mismo tiempo, ha habido una clara tendencia, en algunos inversionistas institucionales, hacia el aumento de la proporción de activos en el exterior, como porcentaje de sus activos totales (véase Griffith-Jones, 1994, cuadro 12). Especialmente pronunciado ha sido el aumento de esa proporción en los fondos de pensiones del Reino Unido, donde en 1990 alcanzó a cerca de 20%, y en los fondos de pensiones holandeses, donde llegó a 15%. Ello contrasta marcadamente con los fondos de pensiones alemanes, donde en 1990 sólo el 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 bastante baja en 1990 (4% del total), pero es probable que aumente acentuadamente pues los expertos que asesoran a estos fondos han recomendado que incrementen rápidamente 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 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. Quizás 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 los Estados Unidos (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 medida menor 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 a nivel de la UE, 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 América Latina a los mercados de bonos y acciones de los países industriales, aunque la reglamentación de los inversionistas institucionales en algunos casos efectivamente plantea restricciones importantes. Se necesitan mayores estudios para determinar si éste es el caso, y definir cuáles son los reglamentos que subsisten y restringen indebidamente 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 América Latina no es la reglamentación, sino más bien el hecho de que, aunque conscientes de las importantes mejoras logradas en las economías de América Latina y las mayores rentabilidades obtenidas, todavía las consideran, potencialmente inestables, tanto política como económicamente. Los inversionistas institucionales japoneses son especialmente 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 Japón a causa de la integración más estrecha entre los diferentes segmentos de inversionistas y prestamistas. Por el contrario, los

inversionistas institucionales de los Estados Unidos han invertido relativamente más que sus homólogos europeos o japoneses en valores latinoamericanos, especialmente 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 a través de los cuales fluye el capital hacia los países de América Latina en el decenio de 1990 son en general nuevos, los datos sobre esos flujos de capital tienden a ser incompletos. La información sobre los flujos de cartera es particularmente incompleta, sobre todo respecto del mercado secundario y las operaciones derivadas. La información acerca de cuánto invierten en 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 muy incompletos sobre la magnitud de los diferentes tipos de flujos de capital; ello quedó demostrado a fines del decenio de 1970, cuando la información defectuosa e incompleta sobre 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. A nivel 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. A nivel regional, instituciones como la CEPAL o el Banco Interamericano de Desarrollo pueden mejorar en mayor medida sus informes sobre estos flujos de capital. Por último, y no por ello menos importante, los principales países de procedencia deben mejorar la información sobre las salidas de capital hacia diferentes mercados emergentes. Una información más completa, congruente y rápida sobre los flujos privados 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 del 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- sobre las economías de América Latina y sobre las empresas. Cuando los prestamistas perciben que saben demasiado menos que los prestatarios acerca de los riesgos crediticios, ellos pueden optar por racionar el crédito más bien que aumentar las tasas de interés, especialmente a los prestatarios cuya calidad crediticia es más difícil de determinar (Stiglitz y Weiss, 1981). Ello tenderá a ocurrir en una situación en que aumenta la incertidumbre, lo que puede causar inestabilidad financiera (Mishkin, 1991).

En consecuencia, hay fuertes razones prácticas y teóricas para mejorar apreciablemente la calidad de la información acerca de los prestatarios latinoamericanos que reciben los diferentes inversionistas o prestatarios. En especial, debe hacerse contactos más a fondo, para encauzar la información directamente hacia, por ejemplo, los administradores de los grandes fondos de pensiones y seguros. En lo que incumbe 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 través de toda la región

de normas de contabilidad generalmente aceptadas (GAAP) sería una forma muy eficaz de dar a las empresas de 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 sobre el cual la información y el análisis son muy incompletos, y tiene que ver con el uso final que se da a los flujos privados en los diferentes países receptores. ¿En qué medida se encauzan esos flujos hacia la inversión? ¿Cuán eficiente es esa inversión? ¿Qué proporción de esa inversión se destina a bienes transables? Las respuestas a esas preguntas serían muy decisivas para ayudar a determinar si el ingreso de capitales contribuirá realmente al crecimiento y el 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 dichos flujos parecería corresponder a los bancos centrales y 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 interesasen profundamente en el tema. El seguimiento sistemático al respecto, así como una investigación más a fondo donde ello sea posible, parece ser muy decisivo (véase la sección III).

3. Los riesgos financieros de los nuevos flujos de capital

Los beneficios de la interacción con los flujos 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 fuertemente condicionado por una dinámica de la oferta determinada en forma exógena y relacionada con las políticas macroeconómicas de los países industriales y las normas de regulación prudencial.

Desde esta última perspectiva, es posible que América Latina esté enfrentada a riesgos considerables de inestabilidad con respecto a los nuevos flujos financieros del decenio de 1990. En primer lugar, hay cierto consenso en el sentido de que uno de los motores que impulsa la nueva afluencia de capital ha tenido una base exógena, en un ámbito de relajación coyuntural de la política monetaria en el área de la OCDE, y la consiguiente baja espectacular de las tasas internacionales de interés, especialmente las de los Estados Unidos al comienzo de los 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 coyunturales especiales de América Latina -recuperación de una profunda y prolongada recesión- los inversionistas pudieron captar una alta rentabilidad, con costos de información bajos, 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 los flujos de capital de algunos de los inversionistas menos comprometidos. Ilustra este punto 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 inmediatamente sin riesgo. Finalmente, la información sobre 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 América Latina en el decenio de 1990. Ello les permitirá maximizar beneficios y minimizar los costos potenciales de los flujos privados.

Una fuente importante de nuevos flujos 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 1990 es muy corto (alrededor de cuatro años). Ello implica que una gran parte del stock 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, el costo de los empréstitos aumente considerablemente; como los vencimientos son tan cortos, podría surgir muy pronto el aumento de costos.

Otra forma nueva de financiamiento privado para América Latina es la inversión externa en acciones. Tiene la ventaja de poseer cierto grado de sensibilidad cíclica de los dividendos. No obstante, estos flujos de capital también suponen importantes riesgos para los países receptores. Los inversionistas podrían, por diferentes razones, dejar de invertir en acciones, e incluso tratar de vender sus valores rápidamente, si temiesen un empeoramiento de las perspectivas en el país. Ello podría traducirse en presiones sobre 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, a través del efecto riqueza, y en el sistema financiero interno, especialmente si los bancos y las operaciones de valores están estrechamente integrados ya sea a través de participaciones cruzadas o endeudamiento de los inversionistas. En la medida que una parte creciente de la inversión en acciones de América Latina se origine en los inversionistas institucionales, que parecen asignar sus activos utilizando horizontes de más largo plazo, será menor el riesgo de cuantiosas salidas de capital. 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 los flujos de inversión extranjera directa, parecen ser en general más estables y de largo plazo. Por lo tanto, es deseable que una proporción de los flujos de capitales mucho mayor que en los años setenta llegue en forma de IED hacia América Latina.

Menos alentadora es la proporción bastante elevada de flujos de capital de corto plazo. (No se cuenta con cifras exactas; surge aquí nuevamente una cuestión importante de mejoramiento de la información). Esos flujos 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 los flujos de corto plazo han sido sumamente inestables en el período 1950-92.

4. Iniciativas de políticas respecto de la oferta

Una serie de medidas de política pueden contribuir a mejorar el nivel y la calidad de la oferta de fondos privados.

a) *Hacer presión para eliminar las barreras reguladoras discriminadoras*

La buena comprensión de las regulaciones y sus cambios permite a los países prestatarios determinar las barreras en los países de procedencia -que todavía entrañan una discriminación a los prestatarios de 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 rebajar o eliminar esas barreras reguladoras. Nuevamente, las instituciones regionales como el BID y/o la CEPAL podrían cumplir un valioso papel de apoyo, al igual que organismos de alcance universal, como el FMI o el Banco Mundial.

b) *Participar en deliberaciones mundiales sobre la regulación*

Hay varios foros, ya sea mundiales, como la Organización Internacional de Comisiones de Valores, o de países industriales, como el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (BIS), donde se analizan aspectos relativos al riesgo sistémico de los flujos internacionales, y se sugieren o ponen en práctica reglas orientadas a reducir el riesgo sistémico o proteger a los inversionistas.

Los bancos centrales y gobiernos de América Latina deben tratar activamente de participar en esos foros sobre regulación, en los cuales deben promover cambios que signifiquen la reducción del riesgo sistémico internacional. De hecho, un menor riesgo sistémico en el plano internacional beneficia a los países de América Latina, que históricamente han sido especialmente vulnerables a la inestabilidad en los mercados financieros mundiales. Los tipos de temas de regulación internacional que son claves para los países de América Latina, parecen ser los siguientes:

i) Una supervisión coordinada, a nivel mundial, de los mercados de valores. Si bien 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 internacionalmente activos en los mercados de valores parece hacer necesaria la creación por los fiscalizadores de su equivalente del Concordato

de Basilea para los supervisores bancarios. Se trata de un importante vacío en materia de regulación que debe subsanarse.

ii) En forma más general, debe hacerse un serio 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 sobre los requisitos de capital que se aplican a los bancos, alcanzados en el ámbito del acuerdo de Basilea, significan un paso adelante fundamental, es necesario además que se realice un esfuerzo extraordinario por llegar a un acuerdo sobre 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 área en 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 de 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 embriónico Banco Central Europeo, aumentar la exposición de los bancos mediante actividades no incluidas en el balance general (por medio de swaps, contratos de futuros, etc.) agrava los problemas de información acerca de las carteras de los bancos, lo que a su vez aumenta 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, especialmente dado que la mayor parte de las transacciones ocurren privadamente 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 sobre políticas macroeconómicas*

Como se mencionó anteriormente, la sustentabilidad de los flujos privados de capital, y la capacidad de una rápida retirada que pudiera traducirse en una crisis, no depende solamente de la estructura y 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 América Latina reciban la oportunidad de participar en deliberaciones de coordinación macroeconómica mundial (como las que se tratan en el G7), particularmente en el caso de los variables, como las tasas de interés y los tipos de cambio, que los afectan tan directamente. Los países de 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 América Latina. Una vez más, el BID o la CEPAL pueden ser especialmente eficaces.

Un paso importante hacia la coordinación macroeconómica regional se dio en abril de 1994, cuando los gobiernos de Canadá, México y los Estados Unidos (miembros de

NAFTA) llegaron a un acuerdo para establecer un fondo de estabilización cambiaria de US\$8 800 millones.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 en cuestión; 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 NAFTA. El grupo llevará a cabo consultas regulares sobre 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 fuese 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 NAFTA es un reconocimiento del rápido incremento de la interdependencia, y del hecho que los países (en particular los más grandes) no deben adoptar decisiones macroeconómicas basados 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 cuán garantizadas están sus líneas de crédito, qué solidez tiene el respaldo de sus activos, y cuánto han variado los diferentes tipos de riesgos a que se ven enfrentados. Esto se refiere tanto a las obligaciones en el país como a aquellas en el 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. EL RESURGIMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN EL DECENIO DE 1990: CUESTIONES RELACIONADAS CON LAS POLITICAS DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA ECONOMIA DE LA DEMANDA

1. Flujos de capital y sus efectos macroeconómicos

El repentino resurgimiento de la afluencia de capital ha sacado a luz un importante dilema de políticas en lo que respecta a los esfuerzos para retomar una senda de crecimiento. Ha proporcionado el financiamiento necesario para continuar, en una forma más eficiente, los programas de ajuste estructural iniciados por diversos países en el decenio de 1980. 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. Ha resurgido como elemento clave para la formulación de políticas una inquietud con respecto a 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 con ello que se recuperen 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 1983-90 a 3.4% en 1991-93 (véase cuadro 4, línea 17).

La recuperación se basa principalmente en el hecho de que la mayor disponibilidad de ahorro externo ha hecho posible financiar las mayores importaciones asociadas a un aumento del uso de la capacidad productiva existente; ello, a través de 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 especialmente vigoroso en algunos países (como Argentina, Chile y Venezuela); sin embargo, hay excepciones. Así, México, si bien experimentó una afluencia especialmente cuantiosa de capital privado, no ha tenido una recuperación importante del crecimiento durante el período. La medida en que la afluencia de capital privado se traduce en crecimiento está fuertemente influida por la brecha que haya inicialmente entre el PIB efectivo y la capacidad productiva; la naturaleza de las políticas económicas internas, particularmente las macroeconómicas; las expectativas de los agentes económicos; los acontecimientos políticos, y factores externos como los términos de intercambio.

A partir de 1990, repuntó la afluencia neta de capital, alcanzando un promedio anual de alrededor de US\$62 000 millones en 1992-93. Cerca de la mitad del ingreso neto de 1991 se destinó a acrecentar las insuficientes reservas internacionales de los países de América Latina; ese porcentaje se ha reducido en los años siguientes, situándose en 31% en 1993, en paralelo con el aumento de la capacidad de absorción de la región. Evidentemente, esta capacidad ha sido acrecentada por las significativas revaluaciones, ya sea aceptadas o promovidas, en numerosos países latinoamericanos.

Dado que los términos del intercambio se han deteriorado significativamente entre 1990 y 1993 (véase cuadro 4, línea 4), aún prevalece una brecha apreciable entre PIB e ingreso nacional bruto (véanse líneas 15 y 16).

La tasa de inversión, por su parte, recién en 1992 aumentó a un nivel superior al del promedio de 1983-90. Debe añadirse que sólo en algunos de los países de la región que han recibido cuantiosas entradas de capital, como ser Chile, dicha afluencia ha ido acompañada de un aumento de la tasa de inversión. Con todo, si se compara 1983-90 con 1993, el ahorro externo captado (los flujos netos menos la acumulación de reservas) se ha elevado 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 superávit comerciales y un incremento del déficit en cuenta corriente (véase 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 período 1983-89. 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 crucial 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 no ser sostenibles a mediano plazo. Estas variables deben reflejar las condiciones de equilibrio de mediano plazo de los mercados internos de bienes y monetarios, así como la disponibilidad de ahorro externo, que depende de la naturaleza permanente o transitoria de los flujos de capital.

Durante 1991-93: i) una proporción mayor de las entradas de capital que en los años setenta se destinó a la acumulación de reservas, moderando de esa forma el efecto de esos recursos en las economías de la región; ii) el gasto interno se elevó 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 el cuadro 4).

Los efectos de los nuevos flujos de capital no han sido los mismos en todos los países. Ello está asociado al acceso a dichos recursos, pero particularmente al uso que las economías de la región han dado al financiamiento internacional. Tanto la capacidad de absorber esos flujos como las políticas aplicadas por los países han sido 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 niveles. En el primero, pueden actuar con el fin de moderar el efecto sobre el tipo de cambio, mediante la

compra de divisas (es decir, la acumulación de reservas) por el Banco Central. En un segundo nivel, de mayor profundidad, pueden 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 nivel de intervención. En el tercer nivel, pueden 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 volumen de esta última. El objetivo es estimular flujos cuyo volumen esté en concordancia 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 niveles primero y segundo 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 grados de intervención para regular la demanda agregada. Algunos países también han regulado directamente los movimientos de capital para influir en su composición y compatibilizarla con sus objetivos de desarrollo.

Las posibles combinaciones entre los niveles primero y segundo producen mezclas diferentes de políticas monetarias y cambiarias, que llevan a distinguir dos alternativas de intervención principales.

i) Intervención no esterilizada. El primer nivel 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 tasas internacionales.

Una parte central del éxito de esta estrategia dependerá en definitiva de la confianza de los agentes económicos en la capacidad de las 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. Depender 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 alternativa de acción directa sobre la inflación mediante la aplicación de activas políticas fiscales, de ingresos y monetarias. Como ha comentado el profesor 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 singularizar a Chile en 1979-82 y Argentina en el decenio de 1990 entre los países que han estado más cerca de la forma más pura de esta

alternativa. Las compensaciones entre pros y contras (trade-offs) en Argentina últimamente, al menos para el plazo mediano, han sido bastante considerables (Fanelli y Machinea, 1994). La inflación ha disminuido marcadamente y la economía ha experimentado una fuerte recuperación de la actividad económica y en materia de inversiones. Por el 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 desproporcionadamente la actividad interna, la trayectoria de la economía depende en gran medida de la sustentabilidad de los flujos de capital.

ii) Intervención esterilizada. Este enfoque supone una esterilización de los efectos monetarios de acumular reservas durante períodos de intensificación de las entradas de capital. El propósito es aislar la oferta monetaria de las fuertes 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 nivel 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 sobre sus reservas internacionales.

De ese modo, la alternativa de 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 shocks 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 exclusivamente de instrumentos monetarios y cambiarios para moderar el gasto agregado o estimular la economía. Un sistema tributario más flexible permitiría una mejor combinación de políticas, y tipos de interés y de tipo de cambio más estables. Es también importante que se pueda mantener un nivel de gasto público 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 tratan de 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 apreciación del tipo de cambio real, poniendo en peligro de esa manera el objetivo de mantener la competitividad de la producción de comerciables. Por el contrario, si se deja bajar la tasa interna de interés, se desatienden ambos objetivos,

puesto que el mayor gasto inducido por las menores tasas de interés ejercerá presión sobre los precios y además se traducirá en una revaluación real (Zahler, 1992).

Es por esta razón que, en la práctica, la alternativa de intervención esterilizada se ha combinado con otras medidas de política: i) en el primer nivel de intervención, políticas adicionales, para influir en el mercado de divisas; ii) en el segundo nivel, para regular la demanda agregada por medio de mecanismos que no sean la tasa de interés, y iii) en el tercer nivel, para modificar el volumen y composición de los flujos de capital, ya sea directamente, mediante restricciones y recargos dirigidos en especial al capital de corto plazo, o indirectamente, generando una incertidumbre respecto del tipo de cambio en los operadores de corto plazo (véase French-Davis, Agosin y Uthoff, 1994). Entre las posibles medidas, cabe destacar las siguientes:

En el primer nivel de intervención, orientado a influir en los efectos sobre el mercado de cambiario: i) aumentar la demanda de divisas mediante incentivos para la salida de capital durante períodos de superávit; ello 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; iii) fomentar el uso de mecanismos que estimulen el aumento de la productividad de conformidad con el nivel de apreciación cambiaria.

En el segundo nivel de intervención, cuyo propósito es controlar el efecto sobre la demanda agregada: i) adoptar mecanismos para regular 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 sobre la demanda; iii) complementar las políticas cambiarias con contratos sociales relacionados con los precios y los salarios (como en México).

En el tercer nivel 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 períodos 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 una buena ilustración de un país que despliega una serie de políticas en los tres niveles, hasta la fecha con excelentes resultados en lo que atañe al crecimiento, el aumento del ahorro interno y la inversión (French-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, a base de 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

cierto nivel de revaluación cambiaria. Sin embargo, moderaron en forma sustancial su magnitud, con una intervención activa y bastante integral, incluido el uso de varias regulaciones sobre el 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 al 10%. Con todo, la inflación, de 13% en 1993, es bastante controlable y baja en comparación con los niveles históricos. Como consecuencia de ello, la gestión chilena de los flujos de capital parece especialmente eficaz hasta comienzos de 1994.

México es un caso intermedio entre Chile y 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 Argentina. Si bien ha habido una considerable revaluación real, ello ha sido moderado por un grado importante de intervención de los niveles dos y tres (Gurría, 1994), aunque de manera menos exhaustiva 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 los flujos de capital extranjero (por ejemplo, una banda en el tipo de cambio).⁵

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 NAFTA abre nuevas posibilidades para la economía mexicana, el alto nivel del 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 forma ideal de evaluar una respuesta al resurgimiento de los flujos de capital sería separar sus componentes permanentes de los temporales. Si hay un flujo 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 ende, económicamente eficientes. Si los flujos de capital son temporales, los movimientos mencionados de las variables claves serían distorsionantes, puesto que 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 los flujos de capital de corto y largo plazo o en los flujos de inversiones productivas en comparación con flujos puramente financieros (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

⁵ No obstante, la banda, junto con el fondo de estabilización del tipo de cambio, resultó ser extremadamente efectiva en la emergencia que debió encarar México a comienzos de 1994.

de recursos y a crisis sistémicas, con el resultado de que incluso los flujos potencialmente permanentes pueden desaparecer de la noche a la mañana (Guttentag y Herring, 1984). En consecuencia, es siempre aconsejable que los gobiernos ejerzan cierto grado de precaución en lo que respecta a los flujos 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. Especialmente si el tamaño y composición de los flujos 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 del nivel y calidad de la capacidad interna de absorción se agrava por los riesgos inherentes a los shocks externos de corto plazo en los mercados financieros internacionales.

Como los flujos de capital pueden afectar las variables macroeconómicas nacionales, así como ser afectados por ellas, los gobiernos deben ejercer cautela en dos frentes. En primer lugar, deben evitar una situación en la que los flujos 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 transables.

En segundo lugar, los gobiernos deben evitar usar las entradas de capital como su instrumento principal para alcanzar un objetivo rígido o extremo respecto de una sola variable económica interna, especialmente durante un período prolongado. Si lo hacen, generalmente desequilibran otras variables importantes, afectando de ese modo al propio instrumento que trataron de usar, vale decir, los flujos de capital.

Los flujos de capital claramente no siempre son consistentes 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 grado de "manejo" público directo o indirecto para así influir en el volumen y composición de esos flujos. Ha habido numerosas experiencias pasadas, con éxito y sin éxito, en la aplicación de este enfoque. Lo que constituye un grado adecuado de liberalización de la cuenta de capital podría variar con el tiempo, según las condiciones locales e internacionales de corto plazo y el nivel y 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 eficientemente los recursos externos. Por ejemplo, como se analizó en la sección I, 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 bastante lenta y gradual, acelerándose sólo en los últimos 10 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 realza 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 períodos en que los recursos son escasos, habría justificación para buscar formas específicas y más generales de atraer flujos de capital y erigir ciertas barreras para impedir las salidas de capital. La situación en la primera mitad de 1994, de disminución de los flujos hacia gran parte de América Latina, ilustra claramente la forma en que los

flujos externos pueden agotarse y cuán importante es, en circunstancias como éstas, que los gobiernos hagan esfuerzos especiales para atraer flujos de capital. Correspondería lo contrario en los casos de una evidente abundancia de capital en los mercados, como sucedió en el período 1990-93 en muchos países de América Latina: parece deseable en una coyuntura como ésta que se restrinjan ciertos tipos de afluencia de capital y se fomenten algunos canales para las salidas de capital.

Hay diversas maneras de administrar los flujos 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 temporalmente. 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 sumamente exageradas". Según se mencionó anteriormente, 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 otras formas 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. Evidentemente, el resultado neto dependerá de la naturaleza del clima económico y la calidad de las políticas de regulación aplicadas.

Administrar los flujos de capital implica algunos costos. Pero, la experiencia ha demostrado que dejar siempre que el mercado determine el volumen y composición de dichos flujos puede también entrañar costos, y éstos pueden ser notablemente mayores. No hay instrumento, o conjunto de ellos, que pueda operar con total eficiencia; 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 incumbe a la relación entre los mercados financieros y 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 concentrarse en el capital internacional de largo plazo acompañado de un buen acceso a la tecnología y a los mercados de exportación. Ello es especialmente 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 espontáneamente. En segundo lugar, se debe reconocer que, en los países con mercados de valores emergentes, la liberalización financiera de la cuenta de capital, consistente 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 consiguiente baja 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 la generación 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 particularmente 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 los flujos de capital externo. Ello debe realizarse, en el caso de las instituciones financieras, no sólo al nivel microeconómico sino también al macroeconómico para asegurar que el nivel y la composición de los flujos de capital sean compatibles con la estabilidad económica.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Akyüz, Y. (1993), "Financial liberalization: the key issues", UNCTAD Discussion Papers, N°56 (UNCTAD/OSG/DP/56), Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Ginebra.
- Banco Mundial (1993), Diez años después de la crisis de la deuda, Oficina Regional de América Latina y el Caribe, Washington, D.C., 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, N°1, marzo.
- CEPAL (1984), "Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina", serie Cuadernos de la CEPAL, N° 48 (LC/G.1332), Naciones Unidas, Santiago.
- (1994), América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial (LC/G.1800(SES.25/3)), Naciones Unidas, Santiago, abril.
- Chuhan, P. y K. Jun (1994), "El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital de Japón", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).
- Culpeper, R. (1994), "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).
- Devlin, R. (1989), Debt and crisis in Latin America: the supply side of the story, Princeton University Press, Princeton.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", Journal of Development Economics, vol.19, N°1/2, septiembre.
- Edwards, S. (1984), "The order of liberalization of the balance of payments. Should the current account be opened first?", serie World Bank Staff Working Papers, N°710, Banco Mundial, Washington, D.C., diciembre.
- Fanelli, J.M. y J.L. Machinea (1994), "El movimiento de capitales en la Argentina", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).
- Feinberg, R. y R. Ffrench-Davis (comps.) (1988), Development and External Debt in Latin America, University of Notre Dame Press, Indiana, y Grupo Editor Latinoamericano/CIEPLAN, Buenos Aires, 1986.

- Ffrench-Davis, R. (comp.) (1983), Relaciones financieras externas y su efecto en la economía latinoamericana, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- Ffrench-Davis, R., M. Agosin y A. Uthoff (1994), "Movimiento de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).
- Ffrench-Davis, R. y R. Devlin (1994), "The great Latin American debt crisis: a decade of asymmetric adjustment", en G. Helleiner (comp.), Poverty, prosperity and the world economy, MacMillan, Londres.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (comps.) (1994), Los nuevos flujos financieros hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas, Fondo de Cultura Económica, México, en prensa.
- Friedman, I. (1977), The emerging role of private banks in the developing world, Citicorp, Nueva York.
- Griffith-Jones, S. (1994), "Corrientes de fondos europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).
- Griffith-Jones, S. y E. Rodríguez (1992), (comps.) Cross conditionality, banking regulation and Third World debt, MacMillan, Londres.
- Gurría, J.A. (1994), "Flujo de capitales: el caso de México", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).
- 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", en H. Reisen y B. Fischer (comps.), Financial opening, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París.
- Kindleberger, Ch. (1978), Manias, panics and crashes, Basic Books, Nueva York.
- Lamfalussy, A. (1992), "The restructuring of the financial industry: a central banking perspective", ponencia presentada en la City University, inédito, Londres, marzo.
- Lessard, D. (1991), "The international efficiency of world capital markets", en H. Siebert (comp.), Capital flows in the world economy: Symposium 1990, J.C.B. Mohr, Tubinga.
- Mathieson, D. y L. Rojas-Suárez (1993), "Liberalization of the capital account", Occasional Papers, N°103, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., marzo.
- McKinnon, R. (1973), Money and capital, Brookings Institution, Washington, D.C.

- (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, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- Mishkin, F.S. (1991), "Assymetric information and financial crises: an historical perspective", en R.G. Hubbard (comp.), Financial markets and financial crises, University of Chicago Press, Chicago.
- Park, Y.Ch. y W.A. Park (1993), "Capital movement, real asset speculation, and macroeconomic adjustment in Korea", Financial opening, H. Reisen y B. Fischer (comps.), Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París.
- Ramos, J. (1985), "Políticas de estabilización y ajuste en el Cono Sur, 1974-1983", Revista de la CEPAL, N°25 (LC/G.1338), Santiago, abril.
- Robichek, W. (1981), "Some reflections about external public debt management", Estudios monetarios VII, Banco Central de Chile, Santiago.
- Shaw, E. (1973), Financial deepening in economic development, Oxford University Press, Nueva York.
- Stiglitz, J. (1993), "The role of the State in financial markets", Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, vol.2, Banco Mundial, Washington, D.C., mayo.
- Stiglitz, J. y A. Weiss (1981), "Credit returning in markets with imperfect information", American Economic Review, vol.71, junio.
- Tobin, J. (1984), "On the efficiency of the financial system", Lloyds Bank Review, N°153, julio.
- Williamson, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", Estudios de economía, vol.19, N°2, Universidad de Chile, Santiago.
- (1993), "A cost-benefit analysis of capital account liberalization", en H. Reisen y B. Fischer (comps.), Financial opening, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París.
- Zahler, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", Revista de la CEPAL, N°48, Santiago.

Anexo 1
CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1. Flujos netos de capital hacia América Latina^a
(promedios anuales)

	Flujos netos totales (miles de millones de US\$)						% del PIB					
	1977-81	1983-90	1990	1991	1992 ^b	1993 ^b	1977-81	1983-90	1990	1991	1992 ^b	1993 ^b
América Latina y el Caribe	29.4	9.6	18.2	37.3	59.7	64.2	4.5	1.3	1.7	3.3	4.8	4.9
Argentina	1.9	1.4	-1.2	3.3	11.2	10.0	2.0	2.1	-0.8	1.8	5.0	4.1
Chile	2.6	1.5	3.1	1.4	3.5	2.8	12.7	7.0	10.2	4.2	8.6	6.4
México	8.2	0.8	10.7	21.9	24.7	28.5	5.1	0.2	4.4	7.6	7.5	8.3

Fuente: CEPAL, América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial (LC/G.1800(SES.25/3), Santiago, 1994, capítulo IX.

^a Incluye capital de largo plazo y corto plazo, transferencias unilaterales oficiales y errores y omisiones.

^b Cifras preliminares.

Cuadro 2. Flujos de capital hacia América Latina
(promedios anuales en % del total)^a

	1977-81	1991-92
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 (miles de millones de US\$)	100.0 (49.7)	100.0 (56.0)

Fuente: Basado en Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, Washington, D.C., octubre de 1993.

^a Flujos brutos (excluyendo préstamos a corto plazo).

Cuadro 3. Activos totales de los inversionistas institucionales
(miles de millones de US\$)

	<u>1980</u>	<u>1988</u>	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>
Fondos de pensiones					
Canadá	43.3	131.3	171.8	188.4	
Alemania ^a	17.2	41.6	55.2	58.6	67.5 ^d
Japón	24.3	134.1	158.8	182.3	191.9
Reino Unido ^b	151.3	483.9	583.5	642.7	
Estados Unidos	667.7	1.919.2	2.257.3	3.070.9	3.334.3
Cias. de seguros de vida					
Canadá ^c	36.8	85.5	106.1	118.1	
Alemania	88.4	213.6	299.5	325.7	375.3 ^d
Japón	124.6	734.7	946.9	1.113.7	1.214.9
Reino Unido ^b	145.7	358.9	447.9	516.7	
Estados Unidos	464.2	1.132.7	1.367.4	1.505.3	1.624.5
Cias. de seguros					
Canadá ^c	46.0	108.2	132.9	141.4	
Alemania	125.1	301.1	425.8	453.1	529.3 ^d
Japón	159.2	890.7	1.137.2	1.329.2	1.433.3
Reino Unido ^b	177.0	431.1	533.2	606.3	
Estados Unidos	646.3	1.586.6	1.896.6	2.096.9	2.253.2

Fuentes: Statistics Canada, Quarterly Estimates of Trusteed Pension Funds & Financial Statistics; Bank of Canada Review; Statistics Canada, Financial Institutions' Financial Statistics; Geschäftsberichts des Bundesaufsichtsementes; Bank of Japan, Economic Statistics Monthly; Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts; Central Statistical Office, Financial Statistics.

- ^a Fondos de pensiones para 1980 y 1988.
- ^b Las cifras de la primera columna corresponden a 1981.
- ^c Activos de tenencia canadiense.
- ^d Cifras correspondientes a septiembre de 1992.

Cuadro 4. América Latina: indicadores macroeconómicos

	AMERICA LATINA (millones de US\$ de 1980)				AMERICA LATINA (porcentajes del PIB)			
	76-81	83-90	91-93	1991	1992	1993	1993	1993
1. Afluencia neta de capitales	32.7	8.9	45.3	31.7	50.3	53.8	4.9	1.1
2. Cambio en las reservas	6.6	1.3	18.3	16.1	22.0	17.0	1.0	0.2
3. Ahorro externo (1-2)=8	26.1	7.6	27.0	15.7	28.3	36.9	3.9	0.9
4. Efecto en los términos de intercambio ^a	5.5	30.4	55.6	49.4	55.3	62.1	0.8	3.9
5. Déficit comercial	4.3	-55.0	-48.9	-55.1	-45.1	-46.5	0.6	-7.0
6. Servicios de factores	16.9	34.4	26.6	27.4	25.1	27.3	2.5	4.4
7. Transferencias unilaterales ^b	0.6	2.2	6.3	6.0	6.9	6.0	0.1	0.3
8. Déficit en cuenta corriente (4+5+6-7)=3	26.1	7.6	27.0	15.7	28.3	36.9	3.9	1.0
9. PIB	671.5	782.0	884.1	856.9	882.5	912.8	100.0	100.0
10. INB (9-4-6+7)	649.7	719.4	808.2	786.1	809.0	829.4	96.7	91.7
11. Consumo	513.3	595.4	680.1	659.8	677.9	702.7	76.4	76.1
12. Inversión	162.5	131.6	155.0	142.0	159.4	163.6	24.2	16.9
13. Exceso de gasto con respecto al PIB (11+12-9)=5	4.3	-55.0	-48.9	-55.1	-45.1	-46.5	0.6	-7.0
14. Exceso de gasto con respecto al ingreso (11+12-10)=3	26.1	7.6	27.0	15.7	28.3	36.9	3.9	1.0
15. PIB per cápita (US\$1980)	2.044	1.999	2.029	2.004	2.025	2.057		
16. INB per cápita (US\$1980)	1.978	1.834	1.841	1.824	1.841	1.856		
17. Tasa de crecimiento del PIB (%)	4.6	1.6	3.4	3.8	3.0	3.4		
18. Tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes	4.2 ^c	5.6	6.6	5.0	7.9	6.8		
19. Tasa de crecimiento de las importaciones de bienes	5.1 ^c	2.5	14.6	16.2	19.2	8.6		
20. Exportaciones de bienes	81.8	124.0	167.7	155.6	168.0	179.4	12.2	15.9
21. Importaciones de bienes	79.5	72.8	121.5	104.5	124.6	135.3	11.8	9.3

Fuente: CEPAL, en base a cifras de la balanza de pagos y 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

b por la región, medidos a precios de 1980.

c Corresponde a los flujos privados en forma de donaciones y otras operaciones no oficiales.

Corresponde a las tasas de crecimiento anual entre 1981 y los promedios de 1973-75.