

# El retorno de capital a América Latina

STEPHANY GRIFFITH-JONES

ANA MARR Y ALICIA RODRÍGUEZ\*

Este artículo analiza el retorno masivo y un tanto sorprendente de capital privado a América Latina. Este fenómeno es al mismo tiempo muy reciente y muy antiguo; lo primero porque hace apenas tres años (cuando la atención estaba centrada en la restricción de divisas y el excesivo endeudamiento regionales) a la mayoría de los responsables de las políticas, los agentes del mercado y los analistas les hubiera parecido casi imposible. Su carácter añoso estriba en que desde principios del siglo XIX el capital privado ha llegado en abundancia a la región latinoamericana en muchas ocasiones. En este trabajo se analiza primero el entorno mundial de los cambiantes flujos privados internacionales y luego se revisa con cierto detalle la situación actual de los mismos en América Latina. Por tratarse de un fenómeno tan reciente, parece esencial comprender primero lo más posible su magnitud y características, lo cual no es fácil por las limitaciones de la información disponible y de su acopio mismo. En otro apartado se pretenden explicar los acontecimientos recientes a partir de los factores de la oferta y de la demanda. Enseguida se intenta desarrollar un marco analítico para evaluar los efectos de dichos flujos en los países de la región, para lo que se presentan pruebas empíricas adicionales. En el último apartado se ofrecen conclusiones, recomendaciones preliminares de política y algunas sugerencias para profundizar en el tema.

\* Versión en español del trabajo presentado en un taller organizado por el Foro sobre Deuda y Desarrollo celebrado en La Haya del 9 al 10 de junio de 1992. Las autoras agradecen la valiosa colaboración de Nicholas Georgiadis, los útiles comentarios de Mohammed El-Erian y Ricardo Ffrench-Davis, y las atinadas sugerencias de otros participantes del taller. El período analizado llega hasta 1991, por lo que no considera los nuevos comportamientos del mercado mundial de capitales, en especial desde la segunda mitad de 1992 [N. de la R.]

## El entorno mundial y los flujos de capital privado

### *Tendencias internacionales*

El retorno del capital privado a América Latina debe entenderse en el marco de los principales cambios en las corrientes internacionales de capital. Durante los ochenta los mercados financieros se caracterizaron por: *i*) su creciente integración entre países y segmentos de mercado así como instituciones e instrumentos financieros; *ii*) su liberación, y *iii*) el despliegue de innovadores instrumentos y técnicas financieras.

Los factores que explican estas tendencias se relacionan en primer lugar con la desregulación de los servicios financieros en diversas esferas: precios, tasas de interés, gastos y comisiones. Dicha política comenzó en realidad en los ochenta y ahora está casi consolidada en los países industrializados. Además, se han reducido las restricciones en la gama de actividades de las instituciones financieras, tanto por las prácticas del mercado como por la acción legislativa y reguladora. De hecho, en las tres principales economías con sistemas tradicionalmente segmentados (Canadá, Japón y Estados Unidos) ha habido cierta relajación de las barreras funcionales.

En años recientes, la tendencia a la integración geográfica de los mercados financieros es particularmente clara en la Comunidad Europea, sobre todo con el programa del Mercado Único en 1992. En realidad, como señalan los informes del FMI,<sup>1</sup>

1. "IMF International Capital Markets, Developments and Prospects", *World Economic and Financial Survey*, Washington, mayo de 1991.

muchos participantes en el mercado europeo (miembros o no de la CE) consideran el proceso de integración europea como la influencia más determinante de sus actividades y estrategias de los noventa. Los avances en la integración de los servicios financieros en la CE han estado acompañados de un análisis para integrar aún más la supervisión y regulación, sobre todo en el terreno bancario. No obstante, en este último el avance en sectores clave como el de valores ha sido relativamente lento, lo cual pudiera ser causa de preocupación.

Cabe destacar que otros factores han contribuido a la globalización de los mercados de capital, como los importantes avances tecnológicos en telecomunicaciones y computación, que aceleran y abaten los costos de operación e intercambio de información en todo el mundo. Asimismo, los marcados desequilibrios en la cuenta corriente de los principales países industrializados en los ochenta ocasionaron cuantiosos flujos de fondos de los países superavitarios hacia los deficitarios, en especial a Estados Unidos. Esta tendencia parece estar disminuyendo un poco a medida que se reduce en algo el superávit en cuenta corriente de Alemania y el déficit respectivo de Estados Unidos.

Por último, es importante destacar en este marco dos tendencias en cierto modo relacionadas. Una es el crecimiento mucho más acelerado de los empréstitos garantizados (los bonos) que el de los préstamos bancarios (véase el cuadro 1). La segunda es que los inversionistas institucionales (fondos de pensión, de seguros y mutualistas) han desempeñado un papel cada vez más dominante en los mercados mundiales de capital. Como su capacidad para analizar a fondo las cambiantes condiciones de los distintos mercados es mayor que la de los inversionistas individuales,

muchos de ellos buscan una mayor diversificación geográfica de sus inversiones para mejorar sus utilidades y dispersar sus riesgos.

En el cuadro 1 se muestra la evolución de los mercados internacionales de capital. En el lapso 1982-1991 se advierte un incremento muy acelerado de los préstamos totales: de 179 000 a 439 000 millones de dólares. Luego de contraerse en 1990, a causa de una reducción significativa de algunos bonos japoneses, el año siguiente registraron un notable incremento de casi 20 por ciento.

Asimismo, se observa que tiende a crecer la importancia de los bonos en el total de los préstamos: de cerca de 42% en 1982 a alrededor de 67% en 1991. Este comportamiento ha coincidido con una baja en la participación de los préstamos sindicados, que se contrajeron sobre todo en 1991. Esto se debe primordialmente a que los principales bancos internacionales tienden a otorgar créditos sólo a los prestatarios selectos, política que indica que dan una alta prioridad a contener el crecimiento de los activos dentro de los límites definidos por los nuevos requerimientos de suficiencia de capital y a mejorar la calidad de la cartera. Por otro lado, es evidente que la situación pasada y la futura de los mercados internacionales de valores es a todas luces más favorable.

Los observadores del mercado señalan que la disponibilidad global de fondos aún es vasta. Según la OCDE dos factores pueden favorecer esta tendencia positiva implícita: primero, la más intensa diversificación de activos porque varios segmentos "emergentes" del mercado de eurobonos han alcanzado un tamaño que justifica un peso mayor en la cartera de los inversionistas institucionales; segundo, la madurez de aquel mercado entraña un incremento en las amortizaciones de bonos, lo que proporciona a los inversionistas una fuente cada vez más grande de liquidez que debe reinvertirse en forma redituable.<sup>2</sup>

Si se consideran además los préstamos en papel eurocomercial y otros recursos sin garantía, el total de empréstitos en los mercados internacionales de capital pasó de 392 000 millones de dólares en 1987 a 518 000 millones en 1991. Aunque la participación de los países en desarrollo en ese total es aún relativamente baja, tuvo un incremento significativo en los tres años anteriores: de 5% en 1988 a 8.1% en 1991.

En realidad, el monto total que esos países captaron en los mercados privados internacionales se incrementó en 1991 cerca de 50% (a 42 000 millones de dólares), el máximo nivel en términos nominales absolutos desde principios de los ochenta.<sup>3</sup> Destaca en esta expansión el fuerte crecimiento de los préstamos de algunos países de América Latina, lo cual se trata en el siguiente apartado.

2. OCDE, *Financial Market Trends*, núm. 51, febrero de 1992.

3. *Ibid.*

C U A D R O 1

EMPRÉSTITOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	1982	1984	1987	1988	1989	1990	1991
Bonos	75.5	111.5	180.8	227.1	255.7	229.9	297.6
Acciones ordinarias	n.d.	0.3	18.2	7.7	8.1	7.3	21.6
Préstamos sindicados	98.2	57.0	91.7	125.5	121.1	124.5	113.2
Créditos con emisión de notas	5.4	28.8	29.0	14.4	5.5	4.3	1.8
Otros créditos de respaldo	—	—	2.2	2.2	2.9	2.7	4.5
Total de valores y recursos comprometidos	179.1	197.6	321.9	376.9	393.3	368.7	438.7

Fuente: OCDE, *Financial Market Trends*, febrero de 1992 y números anteriores.

## C U A D R O 2

## AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE: AFLUENCIA NETA DE CAPITAL Y TRANSFERENCIA DE RECURSOS (MILES DE MILLONES DE DÓLARES Y PORCENTAJES)

	AFLUENCIA NETA DE CAPITAL (1)	PAGO NETO DE UTILIDADES E INTERESES (2)	TRANSFERENCIA DE RECURSOS	
			Valor 1 — 2	Porcentaje de la exportación de bienes y servicios
1975	14.3	5.6	8.7	21.2
1980	32.0	18.9	13.1	12.5
1981	39.8	28.5	11.3	10.0
1982	20.1	38.8	-18.7	-18.2
1983	2.9	34.5	-31.6	-30.9
1984	10.4	37.3	-26.9	-23.7
1985	3.0	35.3	-32.3	-29.7
1986	9.9	32.6	-22.7	-24.0
1987	15.4	31.4	-16.0	-14.8
1988	5.5	34.3	-28.8	-23.4
1989	9.6	37.9	-28.3	-20.8
1990	18.4	34.4	-16.0	-10.6
1991	36.0	29.3	6.7	4.4

Fuente: CEPAL, *Preliminary Overview of the Economy of Latin America and the Caribbean 1991*, Santiago de Chile, diciembre de 1991.

## Nuevos flujos privados a América Latina

*Drástico cambio de dirección e incremento*

En el decenio de los ochenta la transferencia neta de recursos a América Latina y el Caribe fue pronunciadamente negativa (véase el cuadro 2). Una de las principales razones de esto fue la drástica caída de los flujos privados a la región a causa, primordialmente, de la baja considerable de los préstamos de los bancos privados, que hasta 1982 habían alcanzado niveles muy altos. Según El-Erian, el total de préstamos y financiamiento de bonos que fluyeron voluntariamente a los países latinoamericanos fue mucho menor en el lapso 1983-1988 que sólo en 1982.<sup>4</sup>

Desde 1989 ha habido un incremento notable de nuevos flujos privados voluntarios hacia América Latina y el Caribe. Según la CEPAL, el total neto se incrementó casi siete veces de 1988 a 1991 (véase el cuadro 2). Este drástico aumento y en menor medida una reducción en los pagos netos por concepto de utilidades e intereses, dieron como resultado que en 1991, por primera vez desde 1981, la transferencia neta de flujos financieros cambiara de dirección y se tornara positiva. Así, la salida

neto de 16 000 millones de dólares en 1990 se convirtió el año siguiente en una afluencia cercana a 7 000 millones de dólares. Esto implica que en un año circularon 23 000 millones de dólares como transferencia neta, suma equivalente a 15% de las exportaciones regionales de bienes y servicios. Salomon Brothers calcula un crecimiento incluso un poco más rápido que el estimado por la CEPAL, que señala que los flujos de capital privado a América Latina se incrementaron ocho veces entre 1989 y 1991 y casi 200% sólo en 1991, cuando alcanzaron más de 40 000 millones de dólares (véase el cuadro 3).<sup>5</sup>

*Distribución por países*

En 1991, según Salomon Brothers, los flujos privados se concentraron en buena medida en Brasil y México, de los países más grandes de la región, que recibieron casi 70% del total. Ello equivalió para México (que se quedó con 40% del total de los flujos destinados a América Latina) a casi 6% de su PIB, y para Brasil, a 2.7% del mismo indicador. Se calcula que en 1991 entraron a Venezuela 4 800 millones de dólares, que representaron 10% del PIB; y en Argentina y Chile 7.6 y 5.8 por ciento, respectivamente (véase el cuadro 4). La distribución por país en 1990 fue un tanto diferente, pues los flujos más importantes se quedaron en México y Chile, que según Salomon Brothers recibieron más de 77% del total destinado a América

## C U A D R O 3

## PRINCIPALES DESTINOS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO A AMÉRICA LATINA (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	1989	1990	1991
Argentina	1.4	0.5	5.1
Brasil	0.2	0.4	11.6
Chile	1.1	2.0	1.7
México	0.7	8.4	16.1
Venezuela	1.0	1.8	4.8
Regional	0.6	0.2	0.8
Total	5.0	13.4	40.1

Fuente: Salomon Brothers, *Private Capital Flows to Latin America: Volume Triples to US\$ 40b in 1991*, Nueva York, 12 de febrero de 1992.

Latina. En 1990, las afluencias a Chile y México representaron 7.4 y 3.6 por ciento de su PIB respectivo.

Es muy interesante observar que en 1991 no sólo Chile y México (que siguieron políticas macroeconómicas prudentes y redujeron de manera considerable su deuda a finales del decenio

4. M.A. El-Erian, "Restoration of Access to Voluntary Capital Market Financing", *IMF Staff Papers*, vol. 39, núm. 1, marzo de 1992.

5. Salomon Brothers, *Private Capital Flows to Latin America: Volume Triples to US\$40b in 1991*, Nueva York, 12 de febrero de 1992.

anterior) tuvieron acceso a los mercados de capitales privados, sino también países como Brasil, donde prevalecieron importantes desequilibrios macroeconómicos y una deuda cuantiosa. Sin embargo, como se verá, son un poco menos favorables las condiciones en que los prestatarios brasileños tienen acceso a dichos capitales.

### Tipos de flujos

Es importante subrayar que el incremento en los flujos netos de capital hacia América Latina y el Caribe no ha obedecido a la reapertura de los préstamos bancarios, sino al reingreso de la región a los mercados de capital (especialmente bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano plazo), inversiones en cartera e inversión extranjera directa. En este sentido vale la pena hacer notar que el proceso de reingreso de la zona a dichos mercados ocurre por medio de una amplia gama de instrumentos financieros y con la participación de una extensa variedad de mercados, inversionistas y prestamistas.

En el cuadro 5 se desglosan los flujos privados a América Latina en 1991. Cerca de 39% del total (15 700 millones de dólares) corresponde a préstamos, la mayoría de los cuales se hicieron mediante bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano

plazo. Los empréstitos constituyeron una fuente de recursos particularmente importante en Brasil (véase el cuadro 5). Es más, este país absorbió—como se aprecia en el cuadro 4—una proporción muy elevada de los flujos a corto plazo que recibió América Latina en 1991 mediante certificados de depósito y financiamiento comercial.

Otra fuente de capital importante en 1991 fue la inversión extranjera directa (IED), que ascendió a 14 000 millones de dólares y representó casi 35% de los flujos totales hacia la región. La IED alcanzó altas proporciones sobre todo en Venezuela (principalmente por la privatización), en Chile (por nuevas inversiones) y, en menor grado, en Argentina (por la privatización, aunque también por nuevas inversiones).

Las inversiones en cartera tuvieron una menor participación (16%) en el total de los flujos privados en 1991 (16%), con montos relativamente importantes en México y otros países latinoamericanos. En 1989 y 1990 esa nación, al igual que Chile obtuvieron una parte significativa de las inversiones en cartera en América Latina.<sup>6</sup> En realidad, la Compañía Telefónica chilena

6. P. West, "El regreso de los países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados", *Revista de la CEPAL*, Santiago de Chile, septiembre de 1991.

C U A D R O 4

### TIPOS DE FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO A AMÉRICA LATINA, 1991 (PORCENTAJES POR TIPOS DE FLUJO)

	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Regionales
<i>Empréstitos</i>	8.8	42.7	3.3	38.6	4.7	1.9
Bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano plazo	13.0	41.2	2.3	54.1	6.9	-17.4
Papel comercial	—	—	—	24.1	4.9	71.0
Certificados de depósito	27.2	69.1	—	3.7	—	—
Financiamiento comercial	—	65.8	—	34.2	—	—
Financiamiento bancario a plazos	4.2	70.0	13.7	10.6	1.4	—
<i>Inversiones en cartera</i>	11.6	3.7	0.8	69.9	—	13.9
Fondos	7.4	16.2	3.4	12.5	—	60.4
ADR <sup>1</sup>	12.9	—	—	87.1	—	—
<i>Inversión extranjera directa</i>	16.7	9.2	7.9	39.3	15.4	11.5
Afluencia de efectivo	39.1	—	—	60.9	—	—
Otras	9.1	12.4	10.5	52.6	—	15.4
<i>Otros flujos<sup>2</sup></i>	15.9	84.1	—	—	—	—
Total de flujos	12.7	29.0	4.2	39.9	7.2	7.00
<i>Porcentaje del PNB</i>	7.6	2.7	5.8	5.9	10.0	—

1. ADR = *American Depositary Receipts* (Certificados de Depósito en la Tesorería). 2. Identificados por los bancos centrales de los países.  
Fuente: Elaborado por Alicia Rodríguez con datos de Salomon Brothers, *1992 Emerging Markets*, cuadro 3.

C U A D R O 5

## TIPOS DE FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO A AMÉRICA LATINA, 1991 (PORCENTAJE DE LOS FLUJOS TOTALES)

	Total	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Regionales
<i>Empréstitos</i>	39.1	27.0	57.6	31.3	37.8	25.7	10.6
Bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano plazo	21.2	21.6	30.2	12.0	28.7	20.2	-53.1
Papel comercial	6.3	—	—	—	3.8	4.3	63.7
Certificados de depósito	1.6	3.4	3.8	—	0.1	—	—
Financiamiento comercial	4.2	—	9.4	—	3.6	—	—
Financiamiento bancario a plazos	5.9	1.9	14.1	19.3	1.6	1.2	—
<i>Inversiones en cartera</i>	16.0	14.6	2.1	3.1	28.0	—	32.0
Fondos	3.7	2.2	2.1	3.1	1.2	—	32.0
ADR <sup>1</sup>	12.3	12.5	—	—	26.8	—	—
<i>Inversión extranjera directa</i>	34.8	45.7	11.1	65.7	34.2	74.3	57.4
Afluencia de efectivo por la privatización	8.8	27.0	—	—	—	74.3	—
Otras	26.0	18.7	11.1	65.7	34.2	—	57.4
Otros flujos <sup>2</sup>	10.1	12.6	29.3	—	—	—	—

1. ADR = American Depositary Receipts (certificados en depósito de Estados Unidos). 2. Identificados por los bancos centrales de los países.  
Fuente: Elaborado por Alicia Rodríguez con datos de Salomon Brothers.

fue la primera empresa de la región en colocar desde 1963 acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York por medio de certificados de depósito (ADR, American Depositary Receipts). De igual interés en este sentido resulta la privatización de Teléfonos de México, que emitió unos 2 300 millones de dólares en diversos mercados accionarios. Esta oferta se considera como la sexta colocación más grande del mundo, en términos nominales.<sup>7</sup>

### Plazo y costo

Es alentador que el plazo a que estos capitales ingresaron en 1991, se haya caracterizado en algunos países (México, Chile y, en menor grado, Venezuela) por un incremento de los flujos de capital con plazos más largos. Más de 65% de los flujos privados que entraron a Chile ese año fue IED para nuevas inversiones. El porcentaje fue de casi 35 en México, que estableció un nuevo punto de referencia y supuestamente derribó una barrera psicológica al colocar —por conducto de Nafin— una emisión de eurobonos por 150 millones de dólares a diez años. No obstante, en promedio, las emisiones mexicanas de bonos internacionales no han mejorado gran cosa sus vencimientos. De acuerdo con el FMI, los de las emisiones garantizadas subieron de un promedio de 5 años en 1989 a sólo 5.5 en 1991 (véase el cuadro 6).<sup>8</sup> En el caso de las emisiones no garantizadas

del sector privado, ha sido más importante el alargamiento de los vencimientos (de 2 a 4.4 años), pero aún se trata de períodos por demás cortos.

Por otro lado, el vencimiento promedio de las emisiones no garantizadas del sector público experimentó cierta disminución. Sin embargo, cabe señalar la baja significativa de los diferenciales (*spreads*) en México, en particular las emisiones públicas no garantizadas.

C U A D R O 6

## MÉXICO: PLAZOS PROMEDIO EN BONOS INTERNACIONALES (AÑOS)

	1989		1990		1991	
	Dife- rencial <sup>1</sup>	Venci- miento	Dife- rencial <sup>1</sup>	Venci- miento	Dife- rencial <sup>1</sup>	Venci- miento
Garantizados	165	5	304	4.4	150	5.5
No garantizados						
Sector público	820	5	379	4.9	246	4.2
Sector privado	800	2	613	3.6	542	4.4

1. Diferencial (*spread*) = prima en puntos básicos, definida como la diferencia entre el rendimiento del bono al momento de su emisión y el rendimiento prevaliente correspondiente a los bonos gubernamentales del país industrial en la misma moneda y de vencimiento comparable.

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

7. M.A. El-Erian, *op. cit.*

8. *World Economic and Financial Survey, op. cit.*

C U A D R O 7

## TASAS REALES DE REFERENCIA EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA, 1990-1991 (PORCENTAJES)

	1990	1991
Argentina (tasa de financiamiento intercompañías)	47.4	22.0
Brasil (tasa mensual LTN/BBC)	25.4	32.4
Chile (tasa real anual de depósito a 90-365 días)	9.5	5.5
México (tasa Cetes a 28 días)	34.7	15.9
Venezuela (tasa cupón cero a 91 días)	33.8	35.5
LIBOR (en dólares, promedio de 6 meses)	8.4	4.4

Fuente: Salomon Brothers, con base en fuentes nacionales e internacionales.

Además de la inversión directa, algunos bonos y quizá ciertas inversiones en cartera, casi todos los flujos de capital privado que han entrado a América Latina han sido a corto plazo, primordialmente en instrumentos de mercado de dinero, donde las tasas locales de interés tienden a ser mucho mayores que en Estados Unidos. Por ello a muchos inversionistas y prestamistas estadounidenses, latinoamericanos y europeos les han atraído los certificados de depósito de la Tesorería, los bonos y el papel comercial, cuyos rendimientos son dos a cuatro veces mayores que la LIBOR en inversiones de corto plazo. En el cuadro 7 se calculan las tasas reales de interés nacionales reales como punto de referencia y se comparan con la LIBOR en dólares.

La drástica caída de las tasas reales de interés a corto plazo en Estados Unidos durante 1991 (muy bajas frente a las de los ochenta) incrementó en forma considerable el atractivo de los

C U A D R O 8

## FUGA Y REPATRIACIÓN ESTIMADAS DE CAPITALES EN AMÉRICA LATINA, 1983-1990\* (MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Total
1983	-1.7	-4.3	+0.2	-1.8	-4.5	-12.1
1984	+0.9	-6.4	+1.2	-3.1	-1.6	-9.0
1985	+0.4	-1.3	+1.0	-4.1	+0.4	-3.6
1986	+1.6	-0.4	+0.6	-2.1	+1.2	+1.0
1987	-1.8	-1.0	+0.2	-1.6	+0.9	-3.2
1988	+0.8	-1.5	-0.6	-5.3	+1.8	-4.7
1989	-1.3	-1.7	0.0	+5.2	+1.2	+3.4
1990	+0.3	-1.0	+1.4	+5.5	+0.7	+7.0
1983-1990	-0.7	-17.6	+4.1	-7.3	+0.2	-21.3

— Fuga. + Repatriación.

Fuente: Chattered West LB, *Developing Country Investment Review*, Londres, marzo de 1991.

instrumentos de inversión latinoamericanos, cuyos rendimientos eran mucho más altos. Es interesante que ante los menores rendimientos en su país, los inversionistas estadounidenses hayan incrementado tanto sus inversiones en América Latina, a pesar de que las tasas de interés europeas son mucho más altas que las de Estados Unidos. Esto muestra que los mercados financieros mundiales aún no están totalmente integrados.

Como acertadamente apunta Kuczynski, el hecho de que la afluencia de capital privado llegara incluso a países como Perú, con importantes problemas financieros y de otra índole, sugiere que las fuerzas externas de fondos, impulsadas por tasas de interés marcadamente más bajas en los mercados de Estados Unidos, constituyen una poderosa explicación de dichos movimientos de corto plazo.<sup>9</sup> Como se analiza con mayor detalle en el siguiente apartado, otros factores (incluidas no sólo las altas tasas de interés latinoamericanas, sino también las mejores perspectivas económicas de la región) han desempeñado un papel fundamental.

*Fuentes de financiamiento*

Es también alentadora la ampliación significativa del origen de las inversiones dirigidas a América Latina, sobre todo en 1991. Ahora incluye administradores de dinero, fondos de retiro y mutualistas, aseguradoras, compañías financieras e inversionistas latinoamericanos que regresan capital a su país o lo invierten en otros de la región. Adicionalmente, las empresas transnacionales están incrementando sus inversiones directas. Según el Banco Mundial, México y Brasil fueron en el lapso 1981-1991 los dos principales destinos de inversión entre los países en desarrollo. La perspectiva de integración comercial entre las naciones latinoamericanas, Estados Unidos y Canadá alienta aún más la formación de alianzas estratégicas entre compañías estadounidenses y latinoamericanas.

Es interesante dilucidar qué proporción del capital que llega a América Latina proviene de inversionistas latinoamericanos que regresan a su país de origen activos que mantenían en el extranjero. Se calcula que en 1990 la repatriación de capitales ascendió a 7 000 millones de dólares (en los cinco principales países de la región), alrededor de 40% del total (véanse los cuadros 2 y 8). Esta proporción pudo haber sido similar en 1989, lo que apoyaría la apreciación de los analistas respecto a que más de 50% del capital que entra a la zona proviene de inversionistas latinoamericanos. Sin embargo, parecería que una proporción creciente del capital que ingresa a la región proviene de inversionistas ajenos a ésta, en la medida en que se difunden el potencial y la rentabilidad de dichos flujos.<sup>10</sup>

9. Véase P.P. Kuczynski, "International Capital Flows into Latin America: What is the Promise?", *World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1992.

10. Entrevistas.

En cualquier caso, el regreso de capital es una tendencia importante y positiva presente desde 1989. De acuerdo con los datos del cuadro 8 correspondientes al total de los cinco principales países (México, Chile, Venezuela, Brasil y Argentina), en 1989-1990 se registró una repatriación neta de capital por 10 500 millones de dólares, en notorio contraste con el bienio previo, cuando se fugaron 7 900 millones de dólares. Lo anterior implica que se movilizaron 18 300 millones en un corto período.

El comportamiento en ese sentido de los cinco países fue muy heterogéneo en el lapso 1989-1990. Mientras México, Venezuela y Chile tuvieron importantes volúmenes de repatriación, Argentina y Brasil registraron fugas de capital. El país amazónico, otrora ejemplar en evitar la fuga de capital, sufrió de 1983 a 1990 pérdidas constantes de capital. Por el contrario, México, que tradicionalmente tuvo grandes fugas de capital, revirtió esa tendencia con un retorno masivo en 1989-1990 calculado en más de 10 000 millones de dólares; el Gobierno mexicano calcula que en 1991 regresaron 5 500 millones más. Sólo Chile registró una considerable repatriación neta de capital a lo largo del período 1983-1990. Esto parece ser consecuencia, de los llamados factores económicos fundamentales (el fortalecimiento de la política macroeconómica, buenas relaciones con los acreedores externos, orientación al sector privado, baja inflación, tasas reales de interés positivas y política de puertas abiertas a la IED) y de factores institucionales (conversiones de deuda y mecanismo de *swap* en dólares). Cabe señalar que por la aparente estabilidad derivada de un gobierno democrático exitoso, en 1990 Chile registró la repatriación más alta del período. Es pues importante subrayar que, al menos en el caso chileno, el retorno de la democracia ha tenido un efecto favorable en la repatriación de capitales.

### Causas de las grandes afluencias privadas a América Latina

Además del interés que de suyo tiene, comprender las causas de los enormes flujos privados de capital a América Latina arroja luz sobre dos aspectos de política relevantes. Uno estriba en determinar si los montos netos de capital privado pueden sostenerse en los países latinoamericanos a donde están fluyendo en tan gran escala. El otro consiste en avizorar qué otros países del resto de la región, del mundo en desarrollo y de Europa Oriental podrían tener tanto o el mismo éxito que algunas naciones de América Latina en la atracción de nuevos flujos.

Las condiciones generales de la oferta se relacionan con una serie de factores. Como se mencionó, dos circunstancias cruciales han fomentado los flujos hacia América Latina: el acelerado crecimiento y la globalización de los mercados mundiales de capital (especialmente de bonos y acciones) y la drástica baja de las tasas de interés a corto plazo en dólares estadounidenses. La prolongada recesión o el lento crecimiento en Estados Unidos y Europa desalientan aún más la inversión ahí, como también lo

hacen los graves problemas de deuda en sectores importantes (los bienes raíces, por ejemplo) de esas naciones. La disminución del déficit presupuestario en ciertas economías durante los ochenta —como en el Reino Unido— también significó una menor demanda de fuentes alternativas y tradicionales de inversión, como los valores de primera clase.<sup>11</sup> Una reducción en el déficit presupuestario de Estados Unidos podría tener un efecto similar. En general es importante destacar que los flujos netos de capital privado a América Latina no dependen sólo de las circunstancias y las políticas de la zona, sino también del equilibrio ahorro-inversión en el resto del mundo, los diferenciales en las tasas de interés y la eficiencia y estabilidad de los mercados internacionales financieros y de capitales.

Antes de continuar con este análisis, es pertinente resaltar que es muy alentador que ciertos países de la región recobraran el acceso a los mercados internacionales financieros y de capitales durante 1990-1991, cuando diversos factores en diversas partes del mundo fueron o bien problemáticos o sumamente inciertos (se redujo el superávit de la cuenta corriente de Alemania, crecieron las demandas por parte de Europa Oriental y la Comunidad de Estados Independientes, se manifestó la fragilidad de algunos bancos internacionales). A continuación se examinan los factores que atrajeron flujos de capital, en especial a ciertos países de América Latina.

### Políticas nacionales más adecuadas y perspectivas

Es consensual que una de las condiciones básicas para tener acceso a los flujos externos (y alentar la repatriación de capitales) es la reducción de los desequilibrios financieros internos —en su caso— mediante un mejor desempeño presupuestario y políticas monetarias prudentes. Entre los factores relevantes están el fortalecimiento del ingreso fiscal y tasas reales de interés positivas. Asimismo, es evidente la importancia de las políticas que mejoran la respuesta de la oferta en la economía, incluida la correspondiente a la producción de bienes exportables. La experiencia chilena de los años ochenta demuestra que un tipo de cambio competitivo es clave para promover la producción de bienes exportables. También son importantes las políticas para elevar la eficiencia económica mediante cambios estructurales, como la liberación comercial, la reforma fiscal y la racionalización de los trámites legales y de otra índole que regulan la inversión extranjera. Sin embargo, debe hacerse hincapié en que algunas de estas reformas estructurales, especialmente la liberación comercial, al principio tienen costos muy elevados, sobre todo si se llevan a cabo en forma demasiado acelerada y durante períodos de garantía cambiaria, como bien lo ilustra la experiencia chilena durante los setenta. Los países latinoamericanos han hecho importantes esfuerzos para flexibilizar

11. "Pension Fund Investment", *Financial Times*, 7 de mayo de 1992.

también las limitaciones a la propiedad extranjera como una forma de atraer IED. Como lo destaca Nora Lustig en el caso de México: "Después de 1982 ya no era posible esperar que la inversión extranjera siguiera al crecimiento. La IED tenía que llegar antes y se convirtió en un ingrediente indispensable para el crecimiento".<sup>12</sup> Por tanto, se hicieron esfuerzos para atraerla. Dos tipos de medidas que sin duda han fomentado la afluencia de capital externo son la privatización (y las altas tasas de rendimiento asociadas a ella) y el desarrollo de los mercados nacionales de capital, en especial (pero no únicamente) las bolsas de valores.

Existen dos esferas que con frecuencia no se destacan en la literatura académica, pero que parecen tener importancia para explicar tanto la afluencia de recursos externos como la repatriación de capital.

Una es el crecimiento económico (como se ilustró con el caso chileno) o la perspectiva de un mayor crecimiento (como lo muestra la experiencia de México, cuyas perspectivas de crecimiento no sólo se apoyan en cifras recientes, sino de manera especial en las expectativas derivadas del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá). Lo que es más, en 1991 las perspectivas de crecimiento en diversos países latinoamericanos no sólo mejoraron sino que lo hicieron en forma significativa. Sin embargo, persisten problemas graves, heredados en parte del decenio de los ochenta, como los niveles de inversión relativamente bajos y una distribución del ingreso muy concentrada.

La segunda esfera es la estabilidad política, de preferencia en un entorno de relativo consenso y procesos democráticos. El incremento en la afluencia de capital a Chile durante el primer año de gobierno democrático ilustra la importancia de este factor.

## Reestructuración de la deuda

Los estudiosos están de acuerdo en que es preciso que muchos países eliminen o reduzcan de modo significativo el "excedente de deuda vieja" para reanudar los flujos de capital.<sup>13</sup> Hay pruebas contundentes de que por lo menos en algunos países puede haber una fuerte complementariedad entre cierta reducción de la deuda (como en México con el Plan Brady) y mayores afluencias de capital. Como lo esperaba el Gobierno mexicano,

12. Nora Lustig, "Mexico's Integration Strategy with North America", en C. Bradford (ed.), *Strategic Options for Latin America*, Centro de Desarrollo de la OCDE y el BID, París, 1992.

13. Entre los que destacan el vínculo directo existente entre la reducción de deuda y los nuevos flujos de capital, están M. Dooley, "Market Valuation of External Debt", en J. Frenkel, M. Dooley y P. Wickan (eds.), *Analytical Issues in Debt*, FMI, Washington, 1990, y S. van Wijnbergen, "Mexico and the Brady Plan", *Economic Policy*, abril de 1991. Sachs, Krugman y otros opinan de manera similar.

los efectos indirectos positivos del Plan Brady fueron más importantes que los directos.<sup>14</sup> El acuerdo de reestructuración multianual no sólo disminuyó el servicio de la deuda sino que postergó las amortizaciones en un número importante de años, redujo la incertidumbre y propició la confianza, lo que generó beneficios indirectos (incluidos flujos de capital considerablemente mayores y el regreso de capital) más importantes (por lo menos en el corto plazo) que los del flujo de efectivo de la propuesta Brady.<sup>15</sup>

En Venezuela existen evidencias preliminares de que el Plan Brady también ha favorecido mayores flujos de capital. El caso de Chile es un tanto diferente, en virtud de que su excedente de deuda se manejó con técnicas basadas puramente en el mercado (sobre todo mediante canjes de deuda por capital) y, en 1990, una reprogramación más convencional de la deuda comercial. Sin embargo, la reducción del excedente de deuda, aunada al rápido crecimiento de las exportaciones, también fue un factor importante para promover nuevos flujos privados.

Ahora bien, debe decirse que de manera por demás sorpresiva países como Brasil y Argentina, que no habían llegado a ningún acuerdo con los bancos privados o que ni siquiera tenían en orden su situación macroeconómica interna (como Brasil), han tenido acceso a nuevos flujos de capital desde 1991, aunque en términos financieros menos atractivos. Lo interesante es que estos nuevos flujos pueden, en el caso de Brasil, contribuir a una reducción del excedente de la deuda, revirtiendo así la causalidad observada en otros países. De hecho, el marcado incremento de las reservas brasileñas durante 1991, debido en parte a estas grandes afluencias, podría ayudar al Gobierno de ese país a definir un modelo de reducción de deuda similar al Brady, en virtud de que parte de tales reservas podría servir para pagar la garantía colateral requerida por los bancos para dicho propósito.

La llegada de estos flujos pudo deberse, por un lado, a la expectativa de que Brasil y Argentina seguirían el mismo camino que Chile, México y Venezuela (una especie de regionalización positiva de expectativas) y, por otro, a la reconocida solvencia de compañías que antes tuvieron acceso irrestricto a divisas y con buenos antecedentes crediticios, las cuales han atraído esos flujos.<sup>16</sup> Sin embargo, en el mediano plazo, para que las compañías de dichos países puedan solicitar cantidades significativas a menores tasas de interés y a plazos más largos parece existir el importante requisito de que mejore la situación macroeconómica interna y de que el excedente de deuda tenga algún tipo de arreglo definitivo.

14. Pedro Aspe, "The Renegotiation of Mexico's External Debt", *IDS Bulletin (Approaches to Third World Debt Reduction)*, en M. Faber y S. Griffith-Jones, eds., vol. 21, núm. 2, abril de 1990.

15. Para un estudio más detallado, véase Stephany Griffith-Jones, *Is there Still a Latin American Debt Crisis?*, CEPAL, 1991.

16. Entrevistas.



No obstante, es importante destacar que la "calidad" de las compañías que atraen los recursos (sean públicas o privadas, o como ha ocurrido con frecuencia en fechas recientes, en un entorno de privatización) es un elemento determinante del ingreso de dichos recursos. El acceso a los capitales foráneos será mucho más fácil para las empresas grandes, de prestigio y solventes, en especial si son exportadoras. Al parecer el tamaño y la reputación de las compañías, más que ciertos sectores en particular, es lo que atrae los flujos del exterior. De hecho, los capitales extranjeros han llegado a compañías de sectores tan diversos como el petrolero, el papelero, el turístico, el bancario, el telefónico y el minero; tal vez la principal característica en común es su capacidad para generar ingreso de divisas mediante sus ventas.

Aún no está claro si los países pequeños de la región (con menor número de compañías y menos conocidas en esa categoría) tendrán la misma capacidad para atraer en tal magnitud el tipo de nuevas afluencias de capital privado que en la actualidad están llegando a México, Chile, Venezuela, Colombia, y que pueden continuar entrando en Argentina y Brasil. Su labor será aún más difícil si no resuelven el problema de la deuda, como es el caso, entre otros, de Ecuador. En este sentido, es importante que de ser ese el caso: *i*) consigan, donde sea necesario, una reducción de deuda mayor que la de los países que pueden atraer nuevos flujos; *ii*) obtengan amplio apoyo de las instituciones financieras internacionales para lograr un arreglo rápido y favorable de su deuda (en virtud de que los bancos privados pudieran ser menos estrictos en dichos casos y debido a que tal vez requieran una mayor reducción de deuda); *iii*) conserven un acceso significativo a los flujos oficiales, y *iv*) que las instituciones financieras internacionales y los gobiernos de las naciones industrializadas hagan esfuerzos especiales para ayudar a dichos países a atraer flujos privados.

### Menores costos de transacción

Aunque quizá no tan importante, pero sí significativo, es que ha habido una reducción en los costos de transacción que deben cubrir los países en desarrollo para tener acceso a los mercados internacionales de capital, y en especial al de Estados Unidos.

La aprobación en 1990 de la Regulación S y de la Disposición 144A ha reducido los costos de transacción y los problemas de liquidez de los países de América Latina y el Caribe que acelera a los mercados estadounidenses.<sup>17</sup> La Regulación S exime a los valores de los requisitos de registro y declaración (cuyos costos por la primera emisión para países menos desarrollados se calculan entre 500 000 y 700 000 dólares). Asimismo, la dis-

posición 144A redujo la pérdida de liquidez asociada a las "colocaciones privadas" (en el pasado, los compradores de valores con esta modalidad tenían que retenerlos por lo menos dos años después de la oferta inicial). Desde 1990, los "compradores institucionales calificados" (por ejemplo, entidades que administran y poseen por lo menos 100 millones de dólares en valores) han flexibilizado el registro de retención por dos años. Estos cambios también han reforzado las posibilidades que ofrece el programa de certificados de depósito (American Depositary Receipts) sin cubrir los costos totales de las ofertas/cotizaciones. Esto ha ayudado a los países de América Latina y el Caribe, como Chile y México, a colocar acciones en el mercado estadounidense.

Además, las clasificaciones para ejecutar el crédito de mercados viables han apoyado el acceso de los países de América Latina y el Caribe a los mercados de bonos con lo que se reducen los costos de los inversionistas y se abre el acceso a nuevos segmentos de los mercados de capital internacionales. México recibió su primera clasificación de crédito en diciembre de 1990 por parte de Moody's Investors. El rango máximo establecido para la deuda de México se fijó en B a 2, justo debajo del grado inversor, pero al parecer existen buenas posibilidades para una mejor posición. De hecho, podría argumentarse que el mercado ya está otorgando a México el rango de inversión y que las clasificaciones de crédito se están rezagando.

Estos avances en el acceso a los mercados de capital de Estados Unidos debieran acompañarse de cambios similares o equivalentes, si fuera necesario, en los mercados de Europa y Japón. Al respecto ya se han tomado algunas medidas. En Japón, por ejemplo, en junio de 1991 las autoridades disminuyeron los estándares de clasificación de crédito mínimos para emisiones públicas de bonos en el mercado Samurai (de A sencilla a triple B). En Suiza se han instrumentado medidas para abolir los requerimientos mínimos de crédito.

### Posibilidad de adecuar instrumentos financieros

Una opción para mejorar el acceso a los mercados de capital, sobre todo de los países que están en la fase de restablecer (o establecer) plenamente su reputación, es proporcionar aumentos de crédito explícitos mediante garantías colaterales (con base, por ejemplo, en activos existentes, como los depósitos en el exterior), o según el monto esperado de cuentas por cobrar. Al respecto, Teléfonos de México logró atraer inversionistas concediéndoles el derecho de reclamar pagos vencidos (o precisamente por ello) de la empresa estadounidense ATT, a cuenta de comunicaciones internacionales). Otra modalidad recientemente utilizada por los prestatarios latinoamericanos es el aumento de opciones de reducción anticipada, particularmente por medio de una "opción de venta" que permite al tenedor revender el bono al prestatario a un precio predeterminado.

17. G. Pfefferman y A. Madarassy, *Trends in Private Investment in Developing Countries*, Documento de análisis de la Corporación Financiera Internacional, Washington, 1992.

Tales mecanismos los han usado, con innovaciones, compañías mexicanas, venezolanas y de otros países de la región. De ser necesario, su empleo podría extenderse a compañías y naciones que requieran ofrecer este tipo de "comodidad", así como a inversionistas que todavía estén un tanto preocupados por el crédito y por el riesgo de transferencia. Sin embargo, es necesario evaluar cuidadosamente los posibles costos del uso extensivo de este mecanismo. Los costos incluyen en particular la reducción de la flexibilidad del país y la compañía en el uso de su futuro ingreso, así como los asociados a los convenios técnicos y legales. Éstos deben compararse con la ventaja de ayudar inicialmente a restaurar el acceso al mercado y con la posibilidad de conseguir fondos más baratos que por otros medios. En términos más generales, debe evitarse la proliferación de garantías gubernamentales explícitas o implícitas, a menos que sean indispensables.

### Otros elementos estructurales

Con respecto a la inversión extranjera directa (IED), además de los antes señalados, parece haber elementos más estructurales que influyen en su magnitud. Un estudio de 1992 de la Corporación Financiera Internacional concluye de manera un tanto categórica que las investigaciones recientes señalan que las determinantes tradicionales de los niveles de la IED, como los costos de mano de obra y el riesgo del país, han perdido mucha importancia.<sup>18</sup>

Hoy desempeñan un papel cada vez más significativo como indicadores del clima de negocios de un país los factores estructurales, como la disponibilidad de fuerza de trabajo calificada y muy especializada, la dimensión del mercado, la calidad de la infraestructura, el grado de industrialización y la magnitud existente de inversión extranjera directa.

### Ideas para evaluar los efectos del regreso del capital privado

Sin duda, es una tendencia muy positiva el regreso de los flujos de capital privado a algunos de los principales países de Latinoamérica, pues refleja el reconocimiento internacional del mayor crecimiento, competitividad internacional y tendencia a la baja de la inflación en dichas naciones. Es digna de encomio la prontitud con que después de la aguda crisis de los ochenta los elaboradores de políticas y los principales actores sociales de esas naciones lograron tan importantes cambios económicos que favorecieron su rápido acceso a los mercados de capital privado.

Sin dejar de recibir con gusto estas tendencias, es necesario plantear ciertas cuestiones de política. ¿Es posible sostener por

un período prolongado los altos niveles de los flujos privados netos a dichos países? ¿No son demasiado onerosas para las economías receptoras las condiciones en relación con los vencimientos, los costos y las garantías, en particular las de los préstamos? ¿Los riesgos que corren los inversionistas/prestamistas no serán a la larga demasiado altos? ¿Se están invirtiendo de manera productiva los recursos externos? ¿La parte de estas inversiones destinada a ahorrar/generar divisas es suficientemente alta como para ayudar a servir la deuda o atraer otros flujos del exterior? ¿Los efectos macroeconómicos en las economías receptoras de esos grandes flujos son indeseables o claramente deseables? ¿Cuáles y qué tan eficaces son las medidas que están tomando los respectivos gobiernos para contrarrestar los efectos problemáticos? Resulta urgente realizar una investigación empírica muy detallada que permita tener una base más informada para responder dichas preguntas.

Desde un ángulo más positivo es preciso indagar qué lecciones se desprenden de la experiencia de Chile, México y otros casos para los demás países en desarrollo y los de Europa del Este y la Comunidad de Estados Independientes respecto a cómo reconquistar o conquistar el acceso a los mercados internacionales de capital privado. ¿Es probable que otras naciones (de Latinoamérica, pero también de las regiones más pobres del mundo, como África) ganen o recuperen el acceso a nuevos flujos privados? ¿Existen razones estructurales que lo hagan más difícil? Si es así, ¿qué se puede hacer, dentro y fuera de esos países, para ayudarlos a lograr dicho acceso? ¿Qué papel deben desempeñar los mecanismos de garantía (por ejemplo, mediante el Banco Mundial o los bancos regionales) para alentar nuevos flujos privados a los países más pobres y de menos solvencia crediticia?

Respecto a los países latinoamericanos que han recuperado el acceso al mercado, es necesario plantear algunos aspectos de política de las naciones tanto de origen como de destino de flujos. Por un lado, habría que definir qué se puede hacer para mejorar, profundizar y sostener el acceso de las naciones en desarrollo a los flujos de las desarrolladas. ¿Qué se puede hacer en especial para elevar el acceso a recursos de más largo plazo que tienen costos más bajos y menos variables? Por otro, ¿deben las autoridades de los países desarrollados y en desarrollo incrementar sus actividades de seguimiento, supervisión y posiblemente regulación, sobre todo de las nuevas categorías de flujos que están surgiendo, como la inversión en cartera? ¿Cuál es la mejor forma de lograr un equilibrio que satisfaga necesidades razonables sin restringir indebidamente el acceso de los países menos desarrollados?

La necesidad de plantear este tipo de preguntas surge tanto de la historia como del análisis económicos. Algunos autores como Bagehot, desde 1873, y Kindleberger, en fecha más reciente, han destacado que los mercados privados de capital tienden a presentar períodos sucesivos de préstamos excesivos e insuficientes, lo que con frecuencia genera costosas crisis

18. *Ibid.*

financieras.<sup>19</sup> Kindleberger analiza el modelo de auge (por lo general en tiempos de movimiento ascendente del ciclo comercial) y sobrecontracción del crédito (casi siempre en períodos de lenta actividad económica) e ilustra este modelo con ejemplos históricos que se remontan hasta la Burbuja de los Mares del Sur. Marichal y otros han descrito las cinco principales crisis de deuda, resultantes de anteriores auges de crédito ocurridos en América Latina desde su independencia: el siglo pasado, a mediados de los decenios de los veinte y los setenta, a principios de los noventa; en este siglo, durante las décadas de los treinta y los ochenta.<sup>20</sup>

Es particularmente útil el marco de análisis de los nuevos flujos que sugiere Corden y comenta John Williamson.<sup>21</sup> El autor se centra en las lecciones aprendidas a partir de los auges de crédito en los setenta y la crisis de la deuda en los ochenta. Con base en análisis empíricos, Corden examina los fenómenos del crecimiento del gasto corriente y de inversión en los países en desarrollo provocados principalmente por la pronta disponibilidad de fondos en los mercados mundiales de capital. Si bien destaca los auges del gasto público, reconoce que los privados tienen efectos similares en la práctica (como lo ilustra la experiencia chilena en los setenta y principios de los ochenta).

Es necesario distinguir cuidadosamente dos efectos de los auges. El primero es el keynesiano, que se refleja en la mayor demanda de bienes nacionales, la reducción de la restricción de divisas y un alza a corto plazo de la tasa de crecimiento; en la medida en que el incremento de la demanda (y las afluencias de capital) es temporal, el efecto también lo es. No sólo sube inicialmente la tasa de crecimiento de la producción, sino que el gasto puede elevarse aún con mayor rapidez en la medida en que el auge se financió con flujos extranjeros.

Una vez que (en caso de hacerlo) se inicia una crisis de deuda, la inversión y la producción decaen, por lo general drásticamente; los pagos por el servicio de la deuda se elevan rápidamente y la tasa de crecimiento —o el ingreso nacional— baja todavía más. En la primera fase suele darse una apreciación del tipo de cambio, en virtud de que las afluencias de capital crean un tipo de presión “de enfermedad a la baja” (el “mal holandés”), a menudo bienvenida por los gobiernos comprensiblemente ansiosos en reducir la inflación o evitar que aumente.

19. W. Bagehot, *Lombard Street: A description of the Money Market*, J. Murray, Londres, 1873, reimpresión de 1917, y C. Kindleberger, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crisis*, Basingstoke y Macmillan, Nueva York, 1978.

20. C. Marichal, *Historia de la deuda externa de América Latina*, Alianza Editorial, Madrid, 1988.

21. M. Corden, “Macro-economic Policy and Growth: Some Lessons of Experience”, y J. Williamson, “Comment on Corden’s Paper”, en Banco Mundial, *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1990*, Washington, 1990.

El segundo efecto (que debe distinguirse cuidadosamente del anterior) es con respecto al crecimiento de la capacidad (por el lado de la oferta). Es crucial la proporción de los flujos externos que se destinan a la inversión, qué tan productiva es y qué parte de la misma se convierte, directa o indirectamente, en bienes exportables. Si hay suficiente inversión eficiente y la producción sube en forma adecuada (y una parte suficiente se convierte en bienes exportables), es más probable que pueda financiarse sin problema el futuro servicio de la deuda u otros flujos generados por las afluencias originales.<sup>22</sup>

El aumento de la deuda o de la inversión extranjera no habrá sido un problema; de hecho, se incrementará temporalmente la tasa de crecimiento y el país se habrá colocado en mejores condiciones permanentes. Sorprendentemente, Corden no menciona que si se desencadenan otros efectos positivos (como mayor productividad de la inversión o incremento en el ahorro nacional y la inversión), los efectos a largo plazo en el crecimiento pueden ser aún más grandes y más sostenibles.

Sin embargo también hay un panorama menos color de rosa. Si la inversión incrementada resulta insuficiente o ineficiente (lo último porque lo era *ex ante* o debido a movimientos adversos inesperados de las tasas de interés internacionales, de los términos de intercambio u otros) y si no se producen suficientes bienes exportables, al crecimiento inicial de la producción le sigue un problema de deuda que provocaría reducciones en la absorción total por debajo de los niveles que pudieran haberse sostenido en ausencia del auge anterior. Por tanto, al paso del tiempo, el efecto total de dichos flujos puede ser negativo en el ingreso retenido del país aun si el efecto en la producción fuera positivo.

Es más probable que el panorama color de rosa se materialice si la modalidad de los flujos se adecua mejor al crecimiento de largo plazo. Esto implica preferentemente modalidades de largo plazo, bajo costo o, incluso, mejores mecanismos que vinculen las salidas de capital a los resultados. En este sentido, es importante que los prestatarios de los países menos desarrollados acudan a instrumentos disponibles en el mercado, que reduzcan la vulnerabilidad frente a variables como los precios de productos básicos y las tasas de interés internacionales, y que participen en el desarrollo futuro de dichos instrumentos. Por otra parte, no es deseable el crédito a corto plazo con tasas de interés variable, según lo demuestra de manera contundente la experiencia de los años ochenta.

Ante el riesgo de que no ocurran las cosas como es deseable, sería esencial tomar precauciones para reducir al mínimo ese peligro y maximizar la probabilidad de que los inversionistas,

22. Para un estudio más detallado, véase Stephany Griffith-Jones, “International Financial Markets. A Case of Market Failure”, en C. Colclough y J. Manor (eds.), *States or Markets? Neo-liberalism and the Development Policy*, Clarendon Press, Oxford, 1991.

prestamistas, así como receptores y prestatarios, obtengan de dichos flujos beneficios no sólo a corto plazo, sino también sostenidos. Un fortalecimiento de los mecanismos compensatorios públicos internacionales (por ejemplo, mediante la ampliación de las facilidades del FMI para este propósito) podría proporcionar una protección adicional contra la inestabilidad en las variables internacionales, como los precios de los productos básicos y las tasas de interés.

Sin embargo, cabe destacar que la renovación de los flujos privados a América Latina a principios de los noventa han contribuido considerablemente al arranque de la recuperación económica, la restauración de la confianza del sector privado interno y el incremento de los ingresos gubernamentales. Por tanto, no debe subestimarse el valor de este efecto keynesiano inicial y positivo de los flujos extranjeros, especialmente en una región que está saliendo de una "década perdida" en términos de crecimiento y desarrollo.

Tal vez ha sido más problemática la revaluación de los tipos de cambio reales durante 1991. De 18 países latinoamericanos, 15 lo elevaron de 5 a 20 por ciento en ese año. Aunque parcialmente en la dirección correcta, pues compensan las devaluaciones masivas reales de los ochenta, las revaluaciones de 1991 y principios de 1992 presentan el riesgo de crecientes déficit comerciales cada vez menos sostenibles, sobre todo en algunos países.

## Conclusiones y sugerencias de política

Conforme al marco analítico expuesto parece importante destacar lo siguiente:

- Con respecto a la escala de flujos privados, y en especial a los que crean deuda, parece conveniente que todos los participantes pequen de prudencia. Cuando los flujos privados internacionales representan una proporción muy grande del PIB (o particularmente de las exportaciones) de los países en desarrollo, hay más probabilidades de que sus efectos se tornen problemáticos, tanto para los prestatarios como para los prestamistas.
- Ciertos tipos de flujo son más deseables que otros, y siempre que sea posible los gobiernos de los países de origen y destino deben buscar una combinación adecuada. La inversión extranjera directa es en general preferible al crédito, pues al exigir de los inversionistas un cálculo más cuidadoso del costo-beneficio, tiene más probabilidades de aportar ganancias de eficiencia adicional; además, la relación utilidad-remesas tiende a vincularse más estrechamente con el éxito del proyecto que el servicio de la deuda. Sin embargo, en algunos casos las tasas de remisión de utilidades pueden superar el servicio de la deuda. Este punto tal vez requiera de un análisis más reciente de las tendencias empíricas. En cuanto al crédito, es claro que son preferibles los vencimientos más largos, los instrumentos de

interés fijos (a menos que haya firmes expectativas de una disminución de las tasas de interés), y obviamente, aunque suele olvidarse, es poco deseable el crédito muy costoso, a menos que el país no tenga otras opciones.

Las pruebas expuestas parecen indicar que la mayoría de los flujos privados de principios de los noventa tienen mejor perfil que los de los setenta, en virtud de que una proporción mayor (como en Chile y México) entra como inversión extranjera directa y una parte más alta de los préstamos a ciertos países (por ejemplo a México) ingresa en calidad de bonos de interés fijo. Además, como se señaló, han mejorado de manera significativa las condiciones de los bonos, en particular en México, sobre todo por las cuantiosas reducciones en las primas por concepto de riesgo. En el caso de otros países, como Brasil y Perú, un alto porcentaje de los flujos parece darse mediante préstamos a corto plazo y de costo elevado, lo cual es mucho más problemático.

Esto conduce a dos conclusiones preliminares. Una es la necesidad de que los países receptores y las instituciones internacionales (FMI y el Banco de Pagos Internacionales) lleven a cabo un seguimiento cuidadoso y preciso de todas las afluencias de capital en los diferentes países latinoamericanos, así como de sus condiciones. Ésta no es una tarea sencilla, pues el registro de algunos flujos puede no estar actualizado y existen problemas

C U A D R O 9

### MÉXICO: EMISIÓN DE BONOS POR TIPO DE PRESTATARIO

	NÚMERO			MONTO EN PORCENTAJE		
	1989	1990	1991 <sup>a</sup>	1989	1990	1991 <sup>a</sup>
<i>Públicos</i>	2	14	9	77.6	76.7	34.4
Paraestatales	—	—	2	—	—	—
Bancos	—	4	1	—	21.9	5.1
Bancos de desarrollo	2	1	—	4.4	6.4	—
Bancomext	1	1	2	29.9	6.6	8.9
Pemex	—	4	3	—	11.0	14.0
Telmex	1	2	—	47.8	22.6	—
CFE	—	1	—	—	10.3	—
<i>Privados</i>	1	9	6	22.4	23.3	65.6
Bancos	—	1	2	—	2.2	4.8
Cemento	1	1	2	22.4	4.4	29.3
Minería	—	2	—	—	6.6	—
Telmex	—	—	1	—	—	29.0
Tabaco	—	1	—	—	2.9	—
Petróleo	—	1	1	—	1.4	2.5
Acero	—	1	—	—	2.2	—
Otros	—	2	—	—	3.6	—
<i>Total</i>	3	23	15	100.0	100.0	100.0

a. A septiembre de 1991.

Fuente: Banco de México.

## C U A D R O 10

## BRASIL: EMISIONES POR TIPO DE PRESTATARIO, 1991 (MILLONES DE DÓLARES)

	Número	Monto	Porcentaje
<b>Públicos</b>		1 122	32.94
Banco de fomento	1	55	1.61
Petrobras	5	842	24.72
Telebras <sup>1</sup>	2	225	6.61
<b>Privados</b>		2 284	67.06
Acero	1	200	5.87
Bancos	2	130	3.82
Celulosa	1	40	1.17
Computadoras	1	100	2.94
Derivados del petróleo	50	1.47	
Químicos	3	120	3.52
Otros	4	186	5.46
Otros <sup>2</sup>		1458	42.81
<b>Total</b>		3 406	67.06

1. Se espera que Telebras se empiece a privatizar en 1993.

2. Menores a 20 millones de dólares.

Fuente: Datos basados en Salomon Brothers, *Private Capital Flows to Latin America, Volume Triples to US\$40 b in 1991*, 12 de febrero de 1992, Nueva York.

metodológicos (como calcular los rendimientos efectivos sobre los bonos, más que los iniciales que normalmente se registran).

Es necesario realizar esfuerzos para evitar los problemas de la segunda mitad de los setenta, cuando la información sobre los flujos privados era tan insuficiente que contribuyó a la toma de decisiones incorrectas. La segunda conclusión es que tal vez se requiera que los países receptores desalienten afluencias excesivas, en especial de cierto tipo.

En este sentido, recientemente se han tomado medidas acertadas en Chile, México y Brasil para desalentar todos o la mayoría de los flujos de corto plazo. Quizás se requieran medidas adicionales en esos y otros países si los flujos continúan en niveles excesivos.

En cuanto al tipo de flujos, se ha argumentado en ciertos círculos que es menor el riesgo de efectos negativos si los flujos tienen como origen y destino al sector privado. En 1991 en México y Brasil la mayoría del financiamiento con bonos se dirigió al sector privado, aunque en el primer país la situación fue diferente los dos años anteriores (véanse los cuadros 9 y 10). Si bien ello da cierta seguridad, en virtud de que es probable que el sector privado sea más eficiente que las empresas estatales, cabe recordar que en algunos ciclos anteriores de auge de crédito también participaron agentes privados como prestamistas y prestatarios.

Si bien el sector privado puede ser más eficiente en la toma de decisiones y el manejo de empresas en escala microeconómica, los gobiernos y los organismos públicos internacionales tienen la ventaja de que analizan las tendencias macroeconómicas y evalúan si la suma de las decisiones de los participantes privados es eficiente y sostenible en el presente y el futuro. De aquí la necesidad de que el gobierno siga, supervise y reglamente los flujos privados.

Además, es interesante notar que los inversionistas privados, especialmente en bonos, no corren todo el riesgo debido a que la mayoría de estas emisiones (sobre todo a los prestatarios del sector privado) se garantiza mediante cuentas por cobrar y cartas de crédito o tienen opciones de venta, lo que transfiere parte del riesgo al prestatario. Aunque es atractivo e ingenioso para propiciar el reingreso a los mercados de capital, se trata de un mecanismo que implica que los inversionistas pueden no evaluar el riesgo a cabalidad, como lo harían en otras circunstancias, por lo que el suministro de financiamiento no refleja con pureza las relaciones de riesgo de mercado-compensación.

En términos más generales, los prestamistas y los prestatarios privados (en especial los grandes) pueden asumir, con base en la experiencia pasada, que hay garantías-pólizas gubernamentales implícitas en sus flujos, lo que puede elevar la oferta por arriba de los niveles determinados por consideraciones puras de mercado. Esto es un argumento de peso, teórico y práctico, que justifica la supervisión y reglamentación gubernamentales en un período de expansión de nuevos flujos, pues de todos modos las autoridades pueden intervenir en etapas posteriores, si las cosas marchan mal, saliendo como fiadores del sector privado a expensas de los contribuyentes.

De manera aún más general, puede argumentarse que como los mercados financieros tienden a reaccionar de manera desproporcionada en ambas direcciones, y ello puede acarrear severos costos para la sociedad en su conjunto, la necesidad de evitar tales fallas del mercado justifica la reglamentación y la supervisión.

- Es indispensable evaluar cuidadosamente los proyectos que los nuevos flujos han de financiar, con técnicas de costo-utilidad que comparen el valor presente de los costos y los ingresos totales estimados; así como examinar en particular la relación estimada costo-beneficio en divisas de los proyectos individuales y la suma total de costos y beneficios de todas las afluencias. Corden y Williamson destacan acertadamente que en dichas evaluaciones es necesario considerar la cuenta vencida y las posibles devaluaciones cuando mengüe el auge crediticio.

En virtud de que los riesgos tienden a distribuirse de manera poco clara entre los prestamistas-inversionistas y los prestatarios privados, así como entre las instituciones privadas y públicas (tanto en los países de origen como en los receptores), parece importante que por lo menos uno de los participantes lleve a

cabo un análisis de costo-beneficio riguroso y cuidadoso. En este sentido, sería conveniente que los gobiernos de los países receptores efectuaran dichos análisis o se cercioraran de que el sector privado lo haga, y que además proporcionaran la asistencia técnica necesaria.

Naturalmente, es esencial que dichas evaluaciones y otras medidas de supervisión y reglamentación indispensables (por ejemplo, de las bolsas de valores nacionales) se realicen sin sofocar dichos flujos con trámites burocráticos inútiles. Sin embargo, la agilidad debe combinarse con un mínimo de prudencia.

Este equilibrio no es fácil, dada la rapidez con que se originan y avanzan los auges de crédito-inversión, así como por la gran escala en la que a menudo se presentan. Puede ser de mucho valor la asistencia técnica independiente, relevante y oportuna (por parte de las instituciones financieras internacionales, los órganos reguladores de países desarrollados y otras dependencias reguladoras de los países menos desarrollados); tal vez se requiera organizar de manera sistemática un intercambio rápido de información entre los órganos reguladores de los distintos sectores (banca, valores, otros) y países. Es preciso cubrir con rapidez las brechas reglamentarias e informativas en la medida en que la creación de nuevos mercados tal vez no cuenten con instituciones supervisoras y reguladoras apropiadas.

En el caso de los países desarrollados, la necesidad de una reglamentación y supervisión más apropiadas de los flujos a los países en desarrollo en ciertos sectores (por ejemplo, compañías de seguros, fondos de pensión) debe situarse en un marco más amplio que incluya todas estas inversiones institucionales.

- En los países receptores surgen aspectos difíciles en la administración macroeconómica, especialmente en lo que respecta al monto de gasto, el control de la oferta monetaria y el tipo de cambio.

Williamson y Corden concluyen que los países deben tratar de restringir su gasto al nivel de su ingreso permanente y fijar un tipo de cambio consistente con el equilibrio de largo plazo de la balanza de pagos. Sin embargo, en la práctica éstas son cuestiones complejas ya que, por ejemplo, el nivel de ingreso permanente o de un “tipo de cambio de equilibrio” depende básicamente (entre otros factores) de qué tan grandes y permanentes sean los flujos de capital privado, de la futura evolución de los términos de intercambio, de las tasas de interés internacionales, etc. Una vez más es recomendable pecar de prudencia, aplicar una política anticíclica y evitar la sobrevaluación excesiva.

Se requieren más investigaciones que estudien los problemas de política en las nuevas circunstancias (internacionales y nacionales), tomando en cuenta que el ámbito mundial está mucho menos reglamentado y que se ha incrementado la aper-

tura y la confianza en las fuerzas de mercado de las economías receptoras. Serán de valor el intercambio de experiencias de política entre los países y el análisis de su eficacia; la trayectoria europea, como la de España a finales de los ochenta, pueden aportar importantes lecciones para los países de América Latina.

- Finalmente, cabe destacar que los acreedores e inversionistas tienen muy buenas razones de largo plazo para canalizar fondos a ciertos países latinoamericanos. Éstos han realizado esfuerzos importantes y costosos para restaurar de manera muy satisfactoria el equilibrio macroeconómico en circunstancias muy difíciles; también han introducido reformas estructurales que han incrementado en forma notable su capacidad de exportación.

En parte como resultado de dichos esfuerzos, en ciertos países ha aumentado el crecimiento (aunque los niveles de inversión son todavía relativamente bajos) y se ha reducido la inflación. Lo que tal vez sea aún más importante, es el gran consenso que existe dentro de estos países para continuar con tales políticas.

No obstante, quizá cabe una advertencia final. Los prestamistas-inversionistas deben cuidarse de la euforia; también a los gobiernos exitosos de los países latinoamericanos les haría bien recordar la sabia aunque aparentemente conservadora sugerencia de Williamson: todos los efectos positivos deben considerarse como si fueran transitorios y todos los negativos como si fueran permanentes.

El elemento más promisorio de las nuevas circunstancias es precisamente que en numerosos aspectos muchos gobiernos latinoamericanos parecen tomar en serio ese consejo. Si esto continúa así, es posible que las nuevas afluencias de capital privado sean sostenibles en el mediano plazo y que se materialice el “panorama color de rosa”, como ha ocurrido en algunas naciones en desarrollo, como Corea del Sur.

Junto con la prudencia en los asuntos financieros y macroeconómicos y los demás elementos señalados, otra condición para alcanzar el “escenario color de rosa” pueden ser los esfuerzos sostenidos para, por ejemplo, incrementar el gasto gubernamental en educación y salud para mejorar el bienestar de los grupos más pobres en los países latinoamericanos. Además de ser equitativas, dichas medidas favorecerán la estabilidad y la sustentabilidad políticas y contribuirán al desarrollo de capital humano, esencial para el crecimiento y la atracción de flujos de capital de largo plazo.

Cabe añadir que la actual situación macroeconómica facilita financiar los aumentos del gasto social de manera no inflacionaria. En realidad, el solo hecho de que las tasas de interés nacionales e internacionales estén a la baja para muchos gobiernos latinoamericanos, así como la revaluación de sus monedas, alivia el costo monetario interno del servicio de sus deudas interna y externa. Esto les da un cierto margen para aumentar, de una manera no inflacionaria, el gasto social. 