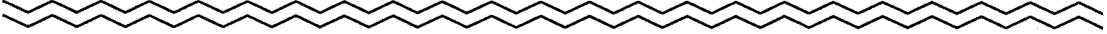


Conferencia Per Jacobsson

**La reciente afluencia masiva
de capital privado hacia los
países en desarrollo**

¿Es viable?



Guillermo de la Dehesa

Madrid • 1994

ISSN 0252-3108

Traducción al español de la
Dirección de Servicios Lingüísticos
del Fondo Monetario Internacional

Maqueta e impresión de la
Sección de Artes Gráficas del FMI

Prólogo

Guillermo de la Dehesa, Consejero Delegado del Banco Pastor, de Madrid, pronunció la segunda de las dos conferencias Per Jacobsson que tuvieron lugar en 1994. Su conferencia, titulada “La reciente afluencia masiva de capital privado hacia los países en desarrollo: ¿Es viable?”, fue pronunciada el 2 de octubre de 1994 en el Auditorio del Recinto Ferial Juan Carlos I, en Madrid. Sir Jeremy Morse, Presidente de la Fundación Per Jacobsson, presidió la reunión, cuyas actas se presentan en esta publicación.

Las conferencias Per Jacobsson están patrocinadas por la Fundación Per Jacobsson y se celebran normalmente una vez al año. La Fundación se constituyó en 1964 en honor de Per Jacobsson, tercer Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, con el propósito de fomentar a nivel internacional un análisis documentado de los problemas de actualidad en el campo de los asuntos monetarios.

Las conferencias se publican en español, francés e inglés y son distribuidas por la Fundación en forma gratuita. Gracias a la colaboración de otras instituciones, en ocasiones se publican también versiones en otros idiomas. Para obtener más información, se ruega dirigirse al Secretario de la Fundación.

Índice

	<i>Página</i>
Prólogo	iii
Palabras de apertura	
<i>Sir Jeremy Morse</i>	1
La reciente afluencia masiva de capital privado hacia los países en desarrollo: ¿Es viable?	
<i>Guillermo de la Debesa</i>	3
Preguntas y respuestas	35
Nota biográfica	45
Conferencias Per Jacobsson	46
Fundación Per Jacobsson: Patrocinadores originarios, Junta Directiva y funcionarios de la Fundación	48

Palabras de apertura

Sir Jeremy Morse

Damas y caballeros: Bienvenidos nuevamente a una de nuestras conferencias Per Jacobsson. Hemos comenzado un poco tarde, porque al público le ha tomado cierto tiempo encontrar el auditorio, pero creo que deberíamos iniciar nuestro programa ahora.

Les doy la bienvenida en nombre de la Fundación Per Jacobsson, representada en el podio por Jacques Polak, y en el mío propio. En primer lugar, quisiera agradecer a nuestros anfitriones españoles. En especial, quisiera agradecer a la Asociación Española de Banca Privada, cuyo presidente, José Luis Leal Maldonado, nos acompaña hoy, por los preparativos que han realizado para poner a nuestra disposición esta sala y organizar la recepción que tendrá lugar más tarde. En segundo lugar, quiero agradecer al personal de IFEMA (Institución Ferial de Madrid) por la ayuda que nos han prestado en la organización de esta conferencia.

No acostumbro explayarme en la presentación del orador porque en el programa figura un resumen de su carrera. Les llamará inmediatamente la atención que se trata de un orador con vasta experiencia, en la que se combinan su actuación en el Banco de España, en tres ministerios —aspecto en el que se destaca su cargo como Secretario de Estado de Economía y Hacienda en un momento crucial de la desregulación de la economía española— y una intensa actividad académica como autor y conferenciante.

El tema al que se referirá hoy: “La reciente afluencia masiva de capital privado hacia los países en desarrollo: ¿Es viable?” despierta grandes expectativas. Sin duda, tras las crisis de la deuda de las que hemos sido testigos en los países en desarrollo y también en los países de Europa oriental en los años treinta y nuevamente en los ochenta, resulta sumamente interesante desde el punto de vista histórico analizar el actual resurgimiento de los flujos de capital hacia dichos países, tema que podemos

examinar con entusiasmo porque se trata de una cuestión que ofrece muchas posibilidades de análisis. Se refiere a los mercados privados y a la medición, en un contexto real, de lo que está sucediendo y lo que sucederá. Es un tema que despierta gran interés; de modo, Guillermo, que lo invitamos a ofrecernos su conferencia.

La reciente afluencia masiva de capital privado hacia los países en desarrollo: ¿Es viable?

Guillermo de la Dehesa

Es un gran honor y un placer para mí pronunciar la Conferencia Per Jacobsson, no sólo en el año en que celebramos el cincuentenario de la Conferencia de Bretton Woods sino también en la primera reunión que las instituciones de Bretton Woods realizan en mi país y en la ciudad en que resido.

Agradezco a Sir Jeremy Morse y a Jacques Polak por ofrecerme esta interesante oportunidad y por sugerirme un tema tan importante y estimulante.

I. ANATOMÍA DE LA AFLUENCIA DE CAPITALES

En los últimos cuatro años, tras casi una década de relativo estancamiento, se ha producido un gran aumento de los flujos de financiamiento privado a largo plazo hacia los países en desarrollo. En 1993, los flujos privados netos a largo plazo ascendieron a US\$150.000 millones, lo que representa un total 53% mayor que en 1992 y 2,7 veces mayor que en 1990. Desde 1990 hasta 1993, el total de flujos privados ascendió a US\$380.000 millones, destinados en su gran mayoría a inversión extranjera directa y a bonos (cuadro 1).

Deseo agradecer a Guillermo Calvo, Jorge Mariscal, Pedro Noyola y Rafael Repullo los comentarios aportados. Manuel Guitián y Jacques Polak no sólo aportaron importantes ideas para esta conferencia sino que la mejoraron mediante una esmerada y paciente revisión. Deseo agradecer también a Alberto Pico su ayuda en la investigación bibliográfica.

Cuadro 1. Flujos privados hacia los países en desarrollo*(Miles de millones de dólares de EE.UU.)*

	1990	1991	1992	1993	1990-93
Préstamos bancarios	20,9	26,9	17,0	18,7	83,5
Bonos	6,1	12,4	23,7	59,5	101,7
Acciones	1,3	5,4	9,3	11,8	27,8
Fondos	3,5	1,1	1,4	4,1	10,1
IED	22,8	33,1	44,0	56,5	156,4
Total ¹	54,6	78,9	95,4	150,6	379,5
Total, neto ²	30,8	45,1	68,6	106,6	251,1

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *Private Market Financing for Developing Countries*, diversas ediciones.

¹Lamentablemente, sólo se dispone de datos sobre las corrientes de inversiones de cartera en valores brutos y de la inversión extranjera directa (IED) en valores netos (véase la nota metodológica que se incluye al final de la conferencia), de modo que no pueden sumarse ambos datos, pero ésta es la información más adecuada de que se dispone.

²Extraído de Fondo Monetario Internacional, *Balance of Payment Statistics Yearbook*.

Volumen y distribución geográfica

Estas cifras, que son sobrecogedoras en valores nominales, obviamente resultan menos espectaculares en valores reales. Si se las deflacta debidamente, los flujos actuales son sólo un poco mayores que los de principios de la década de los ochenta, aunque su composición es muy diferente, tal como veremos más adelante. Sin embargo, la reanudación de los flujos de los mercados privados constituye una circunstancia excelente para muchos países en desarrollo que durante tanto tiempo se habían visto excluidos de los mercados internacionales de capital y habían recibido casi exclusivamente flujos oficiales. Sólo a partir de 1991, por primera vez desde 1982, los flujos privados rebasaron el financiamiento oficial para el desarrollo; en 1993, el nivel de los flujos privados fue el doble del de los flujos oficiales.

La mayor parte del incremento de los flujos privados ha tenido por destino un número relativamente pequeño de países en desarrollo (cuadro 2). Las 12 economías que recibieron individualmente más de US\$10.000 millones en el período 1990-93 absorbieron el 78% del total. Junto con otras cuatro economías que

recibieron más de US\$5.000 millones cada una, la participación combinada de este grupo, que comprende 9 economías de Asia, 5 de América Latina y 2 de Europa, asciende al 83% del total.

Cuadro 2. Principales destinatarios de los flujos privados de capital; 1990-93
(Miles de millones de dólares de EE.UU., salvo indicación contraria)

	Total	Préstamos	Bonos	Acciones	Fondos	IED	Porcentaje del total	
							Flujos de inversión de cartera	Flujos de IED
México	52,8	2,8	22,8	9,3	0,3	17,6	66	33
China	49,2	10,1	4,5	3,0	1,1	30,5	38	62
Argentina	24,5	0,4	8,6	3,5	0,1	11,9	51	49
Corea	22,9	9,2	12,2	0,6	0,9	0,0	100	0
Indonesia	22,3	12,6	1,3	1,6	0,3	6,3	73	27
Malasia	19,2	3,5	1,2	0,4	0,3	13,8	28	72
Turquía	19,0	7,1	8,2	0,3	0,1	3,3	83	17
Singapur	18,2	1,5	0,1	1,2	0,0	15,4	15	85
Tailandia	18,1	8,3	3,0	0,9	0,1	5,8	68	32
Hungría	14,7	0,6	8,1	0,2	0,2	5,6	62	38
Brasil	14,4	0,4	12,3	0,1	0,1	1,5	90	10
Hong Kong	13,6	4,8	6,2	2,6	0,0	0,0	100	0
Venezuela	9,5	2,4	4,0	0,3	0,1	2,7	72	28
Chile	5,4	0,7	0,7	0,4	0,4	3,1	43	57
India	5,4	0,9	1,3	0,5	0,1	2,6	52	48
Filipinas	5,3	0,7	1,3	0,6	0,0	2,6	51	49

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *Private Market Financing for Developing Countries*, diversas ediciones.

Por gran margen, México y China han sido los principales beneficiarios de los flujos de capital (aproximadamente US\$50.000 millones cada uno). No obstante, en valores relativos, midiendo los flujos per cápita en función de la población de cada economía, los principales beneficiarios en los últimos cuatro años fueron Singapur con US\$6.400 por habitante, Hong Kong con US\$2.300, Hungría con US\$1.200, Malasia con US\$1.000 y Argentina con US\$800. Singapur y Hong Kong constituyen casos

especiales por dos razones: en primer lugar, deben ser consideradas economías desarrolladas y no economías en desarrollo y, en segundo lugar, el volumen de los capitales recibidos refleja también la solidez de sus mercados financieros, que operan en la intermediación y canalización de los flujos hacia otros países, principalmente hacia los países del sur de Asia y China. Por ejemplo, las autoridades chinas han preferido inscribir algunas empresas para que coticen en la bolsa de Hong Kong en lugar de acceder directamente a los mercados internacionales a través de emisiones de certificados americanos de títulos extranjeros o certificados de títulos mundiales en depósito; por lo tanto, la distinción entre los flujos recibidos por China y los recibidos por Hong Kong es borrosa.

Composición

Ha habido dos grandes cambios en la composición de los flujos privados en los últimos cuatro años con respecto a los flujos de períodos anteriores. En primer lugar, la inversión extranjera directa ha alcanzado casi la misma importancia que el total de flujos de inversión de cartera y, dentro de esta última, los flujos no bancarios han tenido una relevancia mucho mayor que los préstamos bancarios, tal como puede observarse en el cuadro 1. En segundo lugar, han prevalecido los prestatarios privados sobre los prestatarios soberanos. Los primeros han captado casi el 60% del total de flujos de capital privado en los últimos años, mientras que eran una clara minoría en los años setenta y ochenta.

Si bien el aumento de la afluencia de capital de cartera ha sido importante, durante los años noventa la inversión extranjera directa registró un incremento aún mayor. En valores reales, los flujos netos de inversión directa hacia los países en desarrollo alcanzaron un nivel casi dos y veces y media más elevado que el promedio de los años ochenta. Al igual que en el caso de la inversión de cartera, estos flujos de inversión extranjera directa tuvieron por destino un número relativamente pequeño de países de Asia, América Latina y Europa. Entre 1990 y 1993, 15 países recibieron el 82% del total de la inversión extranjera directa en los países en desarrollo, concentrándose el 56% del total en cinco de ellos (China, México, Malasia, Singapur y Argentina).

El aumento simultáneo de los flujos de inversión directa y de capital de cartera contrasta abiertamente con lo sucedido en los años setenta, en que paralelamente al auge del financiamiento de cartera, y específicamente los préstamos bancarios, se produjo una fuerte disminución de la inversión directa.

Fuentes

Un tercer elemento nuevo e importante que ha caracterizado a la reciente afluencia masiva de capitales ha sido la ampliación del espectro de inversionistas. Antes de 1992-93, los países en desarrollo captaban un volumen muy limitado de capitales de inversionistas institucionales de los países industriales, como fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros. En algunos países, sobre todo en América Latina, la reciente afluencia de capitales obedeció principalmente a la repatriación de capitales por parte de personas acaudaladas y a las actividades de los fondos de cobertura y de especuladores que operan con alto apalancamiento. Desde 1992, algunos fondos de pensiones y de inversión de Estados Unidos y Europa han elevado a niveles considerables la proporción de sus inversiones en países en desarrollo. Al final de 1993, más del 10%, en promedio, del total de la cartera de los inversionistas institucionales estaba colocada en los mercados emergentes, en tanto que en 1989 ese promedio era de tan sólo 2,5%. Los fondos de inversión regionales y nacionales han tenido una función muy importante como canales de difusión de información sobre los mercados emergentes entre los inversionistas.

Aún se observan disparidades en las preferencias de los inversionistas institucionales de los principales países industriales. Los inversionistas de Estados Unidos prefieren títulos emitidos en América Latina y Asia, los del Reino Unido tienden a invertir en Asia, los de Alemania centran su atención principalmente en Europa oriental, y los inversionistas japoneses prefieren concentrar la mayor parte de sus inversiones en los mercados de Asia oriental y sudoriental.

Como señalé anteriormente, la repatriación de capitales ha seguido siendo un factor importante en el aumento de los flujos netos de capital privado hacia los países en desarrollo, sobre

todo en América Latina y en algunos países muy endeudados de otras regiones. Éste es también un aspecto muy positivo de la reciente afluencia masiva de capital privado, debido a dos razones: en primer lugar, porque demuestra que es posible recuperar los capitales fugados una vez que se establecen condiciones internas y externas favorables; en segundo lugar, porque en muchos países en desarrollo se ha invertido la dirección de la transferencia neta de recursos hacia el exterior producida por una fuga de capitales mayor que el crecimiento de la deuda externa, lo que dio por resultado una disminución neta de las importaciones de dichos países y significó una limitación a su crecimiento económico. Aunque resulta muy difícil efectuar estimaciones exactas, es muy posible que los países en desarrollo hayan perdido alrededor de US\$300.000 millones en los años setenta y ochenta debido a la fuga de capitales¹. Como mencioné anteriormente, en 1990-93 los flujos de capital privado hacia los países en desarrollo alcanzaron un nivel cercano a los US\$400.000 millones. La simple comparación de estas dos cifras indica no sólo que la repatriación de capitales fugados ha tenido una magnitud muy importante, por lo menos en los principales destinatarios de esos flujos de capital, sino también que, muy probablemente, los países en desarrollo hayan logrado atraer nuevos inversionistas.

II. FACTORES QUE EXPLICAN LA AFLUENCIA MASIVA DE CAPITALES

¿Cuáles fueron las razones por las que hubo un aumento tan importante de los flujos de capital privado hacia estos países? Alguna de esas razones son externas y otras internas.

Factores externos

En primer lugar, uno de los principales factores externos fue el fuerte descenso de las tasas de interés a corto plazo, tanto en dólares como en otras monedas principales. Este descenso, que fue el mayor desde los años sesenta, permitió reducir el servicio de la deuda externa de los países en desarrollo y contribuyó a

¹Claessens y Naude (1993).

mejorar la solvencia y su calificación crediticia de dichos países. A su vez, esta circunstancia permitió que los países concluyeran negociaciones con sus acreedores y redujeran sus desequilibrios fiscales, además de brindarles nuevos incentivos para obtener más préstamos.

En segundo lugar, la recesión que afectó a los países industriales, aunada a la caída de las tasas de interés a corto plazo, redujo el rendimiento relativo del capital y las inversiones inmobiliarias internas. Esto creó un incentivo para que los inversionistas de los países industriales se volcaran hacia los países en desarrollo, principalmente hacia las economías de desarrollo incipiente, que habían mejorado su solvencia y ofrecían rendimientos más altos, y para que los inversionistas de los países en desarrollo comenzaran a repatriar sus capitales.

En tercer lugar, la recesión de los países industriales coincidió con un aumento del déficit en cuenta corriente de muchos países en desarrollo, tanto de Asia como de América Latina, resultado de un deterioro de su relación de intercambio como consecuencia del descenso del precio del petróleo y de otros productos, del asincronismo de los ciclos económicos de los países en desarrollo y los países desarrollados, o del aumento de las importaciones de bienes intermedios y de capital necesarios para modernizar la estructura productiva tras numerosos años de escasa inversión. Estos déficits en cuenta corriente han dado lugar a una gran afluencia de capital para financiarlos².

En cuarto lugar, el aumento de la competencia y la mundialización de los mercados internacionales ha impulsado a algunas empresas de manufacturas y servicios de los países industriales a trasladar sus actividades a países de desarrollo incipiente donde los costos laborales son menores.

Por último, la liberalización de los mercados financieros internos en los países industriales ha hecho posible que prestatarios soberanos y empresas privadas de países en desarrollo accedieran a dichos mercados. La reglamentación S y la Norma 144A adoptadas en Estados Unidos constituyen buenos ejemplos de esta tendencia.

²Calvo, Leiderman y Reinhart (de próxima publicación).

Factores internos

Los factores internos han guardado relación no sólo con la magnitud y el nivel del desarrollo industrial y financiero de los países de desarrollo incipiente sino principalmente con la gestión de la política económica de estos países. Las grandes diferencias que se observan entre los flujos de capital recibidos por los distintos países son una clara muestra de la importancia de estos factores internos.

Salvo unas poquísimas excepciones (por ejemplo, Brasil hasta hace muy poco), las 16 economías en las que se concentraron las mayores inversiones lograron un grado razonable de estabilidad macroeconómica, han adoptado con éxito programas de estabilización de precios basados en una política fiscal sana, han introducido reformas institucionales para liberalizar los mercados de factores de producción (especialmente el capital y el trabajo), han reducido los obstáculos al comercio exterior y las inversiones y, por último, han adoptado importantes medidas tendientes a la privatización de los activos estatales y la desregulación de los mercados financieros. Todas estas medidas internas han reforzado la confianza en sus políticas y han elevado la tasa de rendimiento de sus activos y proyectos de inversión. Sin embargo, unos pocos países que no han llevado a cabo el ajuste fiscal necesario pero que restringieron el crédito interno o elevaron las tasas de interés internas también captaron cuantiosos flujos de capital, aunque de carácter muy especulativo. Sólo en un régimen de estabilidad cambiaria resulta posible este fenómeno³. Es decir, en algunos de estos casos la falta de confianza en la política económica, resultante de programas de estabilización de precios o de liberalización del comercio exterior que no gozaban de plena credibilidad, no impidió que un nivel más elevado de rendimientos nominales de los activos financieros internos impulsaran una excesiva afluencia de capitales.

La prevalencia de factores externos, factores estructurales internos o consideraciones relativas puramente a las tasas de interés han tenido diferentes tipos de efectos en el volumen, la composición y la persistencia de los flujos de capital privado, así como en la economía interna de los países receptores de dichos flujos.

³Schadler, Carkovic, Bennett y Kahn (1993).

En los casos en que prevalecieron factores externos, como tendencia los flujos de capital han sido de corto plazo y sumamente inestables y han producido un recalentamiento de la economía interna. En los casos en que predominaron razones estructurales internas, no sólo se evitó el recalentamiento sino que la afluencia de capital contribuyó a lograr la estabilidad macroeconómica y, en general, los flujos resultaron más viables. Por último, cuando el único factor interno fue la ventaja de tasas de interés altas resultantes de medidas de política económica incoherentes, la afluencia de capital tendió a ser especulativa e inestable, tuvo escaso efecto sobre la inversión y el crecimiento económico internos y originó casi exclusivamente un incremento de las reservas en divisas⁴. Este incremento de las reservas oficiales también tiene algunos aspectos positivos en el caso de los países que aplican una política de tipo de cambio fijo, dado que refuerza la credibilidad de su política de estabilización⁵.

III. REACCIONES ANTE LA AFLUENCIA MASIVA DE CAPITALES

Ventajas y desventajas de la afluencia masiva de capitales

Como regla general, la afluencia de capitales sirve como complemento del ahorro interno y, por lo tanto, permite aumentar la inversión y fomentar el crecimiento económico, aunque también puede tener efectos desestabilizadores a corto plazo.

La entrada de capitales eleva el volumen de capital disponible, reduce su costo y permite a los inversionistas internos financiar sus decisiones de inversión y a los consumidores internos distribuir en el tiempo su gasto de consumo.

Sin embargo, la afluencia de capitales también puede tener efectos no deseados sobre la economía. En primer lugar, en general provoca una apreciación del tipo de cambio real, la consiguiente reducción de la competitividad y un aumento del déficit comercial y en cuenta corriente, lo cual obliga a los países receptores de los flujos de capital a llevar a cabo un ajuste interno para restablecer la competitividad. La razón es simple: si el aumento de la absorción interna induce un volumen elevado

⁴Schadler, Carkovic, Bennet y Kahn (1993).

⁵Dooley, Fernández-Arias y Kletzer (1994).

de gastos en el sector de bienes que no son objeto de comercio exterior, el precio relativo de estos bienes aumentará, el tipo de cambio real se apreciará y los recursos se trasladarán hacia ese sector, lo cual dará por resultado una reducción del sector de bienes comerciados y, por consiguiente, un aumento del déficit comercial⁶.

En principio, como tendencia lógica, los flujos de capital provocan un aumento del déficit en cuenta corriente para facilitar la transferencia de los bienes y servicios que constituyen la contrapartida material de dichos flujos. Sin embargo, en realidad, el déficit de la cuenta corriente se ha visto compensado con creces por los superávits registrados en la cuenta de capital, lo cual ha dado lugar a un aumento de las reservas en divisas.

La afluencia de capitales que por su naturaleza se consideran especulativos o desestabilizadores, o de capitales que recalientan la economía, impulsa a las autoridades monetarias a adquirir parte de dichos capitales, lo que deriva en un aumento de las reservas y de la masa monetaria. Para evitar este último efecto, dichas autoridades también tienden a esterilizar parte de los capitales vendiendo títulos públicos.

Estos capitales de carácter sumamente especulativo o inestable también pueden producir efectos negativos sobre la expansión del crédito interno y el sistema bancario nacional. Los capitales que no se utilizan directamente para financiar importaciones o inversiones son objeto de intermediación por medio de depósitos bancarios, que normalmente constituyen una de las inversiones que más atraen a los flujos de capital a corto plazo debido a su elevado rendimiento nominal. Estos nuevos depósitos pueden inducir a los bancos a exponerse a un mayor riesgo mediante la concesión de un mayor volumen de préstamos a corto plazo al sector privado interno, circunstancia que finalmente deriva en un endeudamiento excesivo. Esto aumenta la probabilidad de que se produzca una crisis financiera, no sólo debido a la posibilidad de que en el futuro aumente el volumen de préstamos no redituables sino también debido al carácter reversible de los flujos de capital⁷.

⁶Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

⁷Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

Medidas de política económica

Los efectos negativos que ha tenido la afluencia masiva de capitales en las economías receptoras, en especial la apreciación del tipo de cambio real, han provocado diferentes reacciones de política económica en los países en desarrollo. El principal dilema de política económica a que dan lugar estos flujos de capital se plantea entre la estabilidad de precios y la competitividad: la apreciación del tipo de cambio favorece la estabilización de los precios pero perjudica la competitividad⁸. En principio, es posible optar entre dejar que se aprecie el tipo de cambio o acumular reservas, o bien combinar estas dos opciones.

Algunos países han establecido controles cambiarios o impuestos sobre la obtención de préstamos a corto plazo suministrados por no residentes (Chile, Colombia). Sin embargo, sus efectos han sido de corta duración, ya que los agentes económicos han hallado la forma de eludir estas medidas, a través de la sobrefacturación y subfacturación de importaciones y exportaciones, recurriendo a mercados financieros paralelos o por otros medios⁹.

Otros países han subvencionado la exportación para compensar a los exportadores por la apreciación del tipo de cambio real. Pero esta política se opone a las normas del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) y tiende a inducir medidas de retorsión. Algunos otros países han liberalizado las importaciones (México, Chile, Tailandia, etc.) a fin de acrecentar la eficiencia, fomentar la competitividad y reducir los efectos monetarios del aumento de las reservas.

También se ha recurrido a la restricción fiscal en algunos países (Tailandia, Argentina, México, Chile) a fin de atemperar las presiones inflacionarias y, de ese modo, minimizar la apreciación del tipo de cambio real. Cuando se produce una cuantiosa y persistente entrada de capitales, es probable que esta sea la reacción más eficiente, sobre todo si se limita al recorte del gasto, dado que si se aumentan los impuestos se reduce la capacidad de absorción del sector privado.

En la mayoría de los casos se ha recurrido a la intervención esterilizada, mediante la venta de la deuda pública a cambio de

⁸Larrain (1994).

⁹Mathieson y Rojas-Suárez (1993). Véase también Guitián (1993).

divisas y títulos. Este tipo de reacción se manifiesta en un grado evidente de variación simultánea de las reservas oficiales y la afluencia de capitales en la mayor parte de los países receptores. La intervención esterilizada debería tener por efecto neto un aumento de las tasas de interés internas, nominales y reales, una reducción de la demanda agregada y una menor apreciación del tipo de cambio real. Sin embargo, la intervención esterilizada puede conllevar un costo fiscal determinado por la diferencia entre la tasa de interés más alta aplicable a la deuda pública emitida para llevar a cabo la esterilización y el menor rendimiento de la inversión de las reservas internacionales. Por consiguiente, los gobiernos y los bancos centrales actúan como intermediarios financieros que prestan dinero a un bajo costo y obtienen préstamos caros. Se ha estimado que, en valores anuales, en los países de América Latina este costo fiscal oscila entre el 0,25% y el 0,50% del PIB¹⁰. En definitiva, el éxito de la esterilización depende de la dimensión y liquidez del mercado interno de títulos.

Otro riesgo de la esterilización es que, cuando se efectúa un volumen masivo de operaciones de "mercado abierto" para colocar títulos de deuda del Tesoro, las tasas de interés nominales internas tienden a subir, lo que, a su vez, induce una mayor afluencia de capital, con lo cual se pone en marcha un círculo vicioso: cuanto mayor es la esterilización, mayor es la afluencia de capital y más necesaria resulta la esterilización. Malasia y Colombia son claros ejemplos de este tipo de riesgo.

La intervención no esterilizada, es decir, la mera compra de las divisas que ingresan al país a cambio de la creación de dinero, podría ser una alternativa, pero este tipo de medida crea el riesgo futuro de una mayor inflación, lo cual, además de derivar en última instancia en una pérdida de competitividad, también puede tornar más vulnerable al sistema bancario, tal como mencioné antes¹¹.

Con excepción de Chile y México, los países afectados han recurrido con menor frecuencia a la opción de permitir una apreciación del tipo de cambio nominal como forma de amortiguar el impacto de la entrada de capitales sobre la política monetaria interna. Aunque se trata de una medida por demás obvia, las

¹⁰Leiderman y Reinhart (1994).

¹¹Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

autoridades de los países en desarrollo se han mostrado bastante renuentes a recurrir a la misma debido a su probable impacto sobre la competitividad.

Por otra parte, cuando la entrada de capitales adopta la forma de depósitos bancarios a corto plazo, o cuando existe el temor de que los capitales se retiren de forma rápida, las autoridades monetarias han recurrido al encaje marginal sobre los depósitos a corto plazo (Chile y Malasia) o a mecanismos de crédito recíproco (*swaps*) de alcance limitado (Indonesia) a fin de evitar que surgieran en el sistema bancario riesgos relativos a las tasas de interés y la solvencia.

Experiencia regional

Las dos regiones que han recibido la mayor proporción de la reciente afluencia masiva de capitales, es decir, América Latina y Asia, presentan importantes similitudes y diferencias en cuanto a la composición y los efectos macroeconómicos de los flujos de capital.

En las dos regiones, el resultante superávit mundial de la cuenta de capital ha sido similar, aunque se observan grandes disparidades entre los distintos países. En ambas regiones, las autoridades monetarias han llevado a cabo una intervención de magnitud considerable, lo cual generó un cuantioso aumento de las reservas internacionales, y en ambas regiones se produjo una expansión de los mercados nacionales de valores, en los que se observó un importante aumento de los rendimientos en dólares.

Los efectos macroeconómicos de la entrada de capitales han sido diferentes en las dos regiones. En América Latina (con excepción de Brasil), la apreciación del tipo de cambio real ha sido mucho mayor que en Asia, donde Corea, Indonesia y Tailandia lograron en realidad una depreciación real a pesar de la afluencia de capital. Esto parece obedecer a una serie de factores. En América Latina, la entrada de capitales parece haberse encauzado más hacia el consumo, sobre todo en un comienzo, en tanto que en Asia se destinó una proporción relativamente mayor a la inversión. En América Latina, el nivel medio de inversión, medido en relación con el PIB, se ha mantenido estancado en un nivel de alrededor del 16% (aunque en México y Chile ha aumentado) y la razón consumo privado/PIB ha

aumentado 2,5 puntos, en tanto que en Asia el nivel medio ha subido del 25% al 28%¹². Además, el consumo público, que normalmente se vuelca en mayor medida hacia los bienes que no son objeto de comercio exterior, ha desempeñado un papel de mayor relevancia en América Latina (salvo en Chile) que en Asia, donde la reacción frente al aumento de la entrada de capitales se ha centrado más en la contracción del gasto público. Por último, las medidas de esterilización han tenido mayor éxito en los países asiáticos (sobre todo en Singapur), que lograron desacelerar el ritmo de crecimiento monetario y, por consiguiente, limitar el impacto de la demanda agregada sobre el precio de los bienes no comerciados.

Cuadro 3. Flujos de capital privado hacia Asia y América Latina; 1990-93

	Asia (Miles de millones de dólares de EE.UU.)	Participación de Asia en el total (Porcentaje)	América Latina (Miles de millones de dólares de EE.UU.)	Participación de América Latina en el total (Porcentaje)
Préstamos bancarios	55,6	30,4	6,6	5,6
Bonos	30,9	16,9	49,8	42,5
Acciones	12,5	6,8	14,0	12,0
Fondos	4,3	2,3	1,8	1,5
IED	79,3	43,4	45,0	38,4
Total	182,6	100,0	117,2	100,0

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *Private Market Financing for Developing Countries*, diversas ediciones.

La diferencia más notoria entre las dos regiones se manifestó en la composición de las entradas de capital. Como se observa en el cuadro 3, los bonos (42%) y las acciones (12%) han sido una fuente de financiamiento mucho más importante en América Latina que en Asia, donde la inversión de cartera se concentró predominantemente en préstamos (30%). En los países asiáticos, el 43% del total de flujos se canalizó a través de la inversión directa, mientras que en los países latinoamericanos la inversión extranjera directa alcanzó una proporción del 38%. Esta diferencia de composición podría explicar la menor apreciación real que

¹²Calvo, Leiderman y Reinhart (1993).

sufrió la moneda de los países asiáticos, en los cuales, muy probablemente, la inversión en bienes comerciados haya crecido a un ritmo más rápido que el consumo de productos no comerciados.

Por último, al parecer los factores externos han tenido, en promedio, un mayor impacto en América Latina que en Asia en lo que respecta a la afluencia de capital. El deterioro de la relación de intercambio ha sido más pronunciado en los países latinoamericanos y el efecto de la modificación de la cuenta de capital privado de la balanza de pagos de Estados Unidos (materializada en un aumento de las salidas de capital y una reducción de las entradas) ha repercutido en América Latina en mayor grado que en Asia, debido a que la balanza de pagos de Japón no sufrió una modificación del mismo tipo y magnitud. En varios estudios económicos se ha determinado que los factores externos tuvieron un impacto que puede ponderarse entre el 30% y el 60% en el caso de América Latina¹³ y en sólo 20% a 25% en el caso de Asia¹⁴.

IV. VIABILIDAD DE LA AFLUENCIA MASIVA DE CAPITALES

Evolución reciente

En el primer semestre de 1994, las condiciones externas sufrieron un drástico deterioro. La mayoría de los países industriales están superando la recesión y algunos, como Estados Unidos, están registrando un crecimiento económico más rápido de lo previsto. Las tasas de interés a corto y largo plazo están en alza en Estados Unidos y las tasas a largo plazo también están subiendo en Europa. Como consecuencia, en los países miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) está aumentando el rendimiento de los activos financieros y algunos inversionistas están recurriendo nuevamente a los mercados nacionales para recomponer sus carteras. En unos pocos de los principales países en desarrollo prestatarios, las condiciones internas también han sufrido un deterioro debido a circunstancias económicas y políticas desfavorables.

¹³Calvo, Leiderman y Reinhart (de próxima publicación). Véase también Bercuson y Koenig (1993).

¹⁴Calvo, Leiderman y Reinhart (de próxima publicación).

En el cuadro 4 se ilustra la repercusión de estas circunstancias sobre la viabilidad de las entradas de capital. En dicho cuadro se comparan los flujos recibidos por los países en desarrollo en el segundo semestre de 1993 con los recibidos en el primer semestre de 1994. Por el momento, la repercusión parece ser de escasa magnitud. La participación de los países en desarrollo en el total de flujos internacionales de bonos ha disminuido 4 puntos porcentuales, pero se ha registrado un aumento de casi 5 puntos porcentuales en la emisión total de acciones y de más de 8 puntos porcentuales en el total de compromisos de préstamos

Cuadro 4. Viabilidad de los flujos de capital privado en los países en desarrollo

(Miles de millones de dólares de EE.UU., salvo indicación contraria)

	Segundo semestre de 1993	Primer semestre de 1994
Préstamos bancarios	10,0	11,4
Porcentaje del total de compromisos	15,9	20,7
Asia	7,0	9,2
América Latina	1,5	0,2
Bonos	37,2	26,2
Porcentaje de la emisión mundial	15,9	12,0
Asia	14,9	13,0
América Latina	15,8	8,8
Acciones	7,6	6,8
Porcentaje de la emisión mundial	19,6	24,2
Asia	4,1	3,8
América Latina	3,1	2,1

Fuentes: Fondo Monetario Internacional, *Private Market Financing for Developing Countries*, diversas ediciones.

bancarios. Dentro de este panorama global, el efecto ha sido especialmente negativo en América Latina. Los países asiáticos han logrado mantener una corriente de acciones y bonos relativamente estable, y la corriente de préstamos bancarios prácticamente se ha duplicado. En los países latinoamericanos se ha producido una reducción de los flujos de capital en las tres categorías, aunque concentrada principalmente en los préstamos bancarios.

En lo que concierne a la inversión extranjera directa, la situación comparativa es similar. En China, Tailandia, Malasia e Indonesia

dicha inversión ha aumentado en un grado sin precedentes en los primeros seis meses de 1994. En América Latina el incremento ha sido menor, pero las expectativas que ya ha creado el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) y las expectativas futuras que despierta la creación del Mercado Común del Sur (MERCOSUR) podrían coadyuvar a mantener una corriente razonable de inversión extranjera directa en los próximos años.

La diferente situación en ambas regiones es perfectamente acorde con la conclusión, señalada anteriormente, de que los factores externos desempeñaron en América Latina un papel más relevante que en Asia en lo que respecta a la afluencia masiva de capitales.

Perspectivas

¿Que sucederá en el futuro cercano? Sin duda, durante el resto de los años noventa los flujos netos de capital privado hacia los países en desarrollo seguirán reflejando los saldos de ahorro e inversión de los países en desarrollo y los países industriales. Por el momento, resulta evidente que desde mediados de los años setenta las tasas de ahorro han disminuido tanto en los países industriales como en los países en desarrollo, y han seguido bajando en los primeros años de la década del noventa. Al mismo tiempo, la demanda de inversiones ha crecido y es probable que siga creciendo en el futuro cercano, impulsada por la reconstrucción de Europa central y oriental y la apertura de países muy grandes, como China e India, a los mercados mundiales¹⁵. Esto indica que, si no se adoptan medidas que estimulen el ahorro del sector privado o del sector público en los países industriales y en los países en desarrollo, en los años noventa seguirán observándose como principales características de algunos países en desarrollo un nivel elevado de tasas de interés reales —sobre todo para los instrumentos a largo plazo— y una “compresión del capital privado” de carácter muy selectivo.

En este contexto general, es posible que los flujos de inversión de cartera resulten más perdurables de lo que indicaría la interpretación convencional y, por el contrario, los flujos de

¹⁵Chuhan, Claessens y Mamingi (1993).

inversión directa podrían tornarse menos viables de lo que cabría pronosticar según dicha interpretación.

En lo que respecta a los flujos de inversión de cartera, es posible que la fuerte demanda de títulos de países en desarrollo que se ha observado recientemente refleje la convicción cada vez mayor de los inversionistas de que puede reducirse el riesgo global de una cartera añadiendo títulos de países en desarrollo aun si estos activos tienen un riesgo mayor que los de países industriales. ¿Por qué? Pues, porque se ha llegado a la conclusión de que el rendimiento de los títulos de países en desarrollo guarda una correlación muy baja o negativa con los rendimientos que arrojan los mercados de Estados Unidos y otros países industriales. Más aún, en general también se observa una relativa falta de correlación entre los rendimientos de diferentes países en desarrollo. En realidad, los rendimientos de los países en desarrollo han sido más inestables (en el caso de las acciones) y menos inestables (en el caso de los bonos) que en los países que integran la OCDE. La única excepción a esta baja correlación ha sido la reciente crisis de los bonos, en la cual los rendimientos de muchos países en desarrollo crecieron en forma paralela a los de los países industriales, sobre todo en el caso de los rendimientos de América Latina y Estados Unidos. Es posible que esto haya obedecido a la venta masiva e indiscriminada de títulos de países en desarrollo realizada por muchos fondos de resguardo que operan con alto apalancamiento a fin de absorber pérdidas en otros mercados. Contrariamente a lo que convencionalmente cabría pensar, también se intensificó la inestabilidad de las cotizaciones bursátiles de las acciones de países en desarrollo una vez que los mercados dieron acceso a los inversionistas extranjeros y ampliaron su gama de inversionistas internacionales.

Por el otro lado, la interpretación convencional indica que las consideraciones a más largo plazo desempeñan un papel de mayor relevancia en los flujos de inversión directa que en los de inversión de cartera. Por lo tanto, en principio, los flujos de inversión directa deberían ser, en general, más estables que los flujos de otro tipo de capitales. Sin embargo, las actuales entradas de capital contienen algunos elementos que pueden reducir el horizonte temporal de la inversión directa. En primer lugar, la reinversión de los beneficios de las filiales extranjeras, que no aparece correctamente reflejada en las estadísticas de balanza de pagos y

que, supuestamente, contribuiría en gran medida a la viabilidad, parece oscilar siguiendo los ciclos económicos, de modo tal que una reducción del crecimiento económico interno de los países en desarrollo disminuye los beneficios de las filiales y, por consiguiente, la reinversión de capitales. En segundo lugar, una gran parte de los flujos de inversión directa ha estado relacionada con la privatización, y lentamente los programas de privatización están llegando a su fin en muchos países en desarrollo. En tercer lugar, en un gran número de estos países, es probable que parte del fuerte aumento que registró la inversión directa se haya debido meramente a que los inversionistas extranjeros efectuaron por única vez un ajuste de la composición de sus carteras como reacción frente a las mayores oportunidades creadas por la eliminación de las restricciones legales que impedían que los activos nacionales pertenecieran a no residentes¹⁶. En resumen, es posible que, medida año a año para un determinado país, en términos generales la inversión extranjera directa no sea menos inestable que los flujos de otro tipo de capitales, por lo menos en una perspectiva de corto plazo. Es más probable que la inestabilidad de un tipo determinado de flujos de capital esté determinada en mayor medida por los cambios que sufra la estructura institucional de los mercados financieros del país en cuestión que por las características de los flujos¹⁷.

Diferencias con respecto al pasado

La cuestión de la viabilidad de los flujos de capital ha tenido extrema importancia desde que la abrupta interrupción de la afluencia de capital en los años setenta culminó en la crisis de la deuda en los años ochenta¹⁸. Sin embargo, la situación actual de los países en desarrollo es muy diferente de la imperante al final de los años setenta. En primer lugar, en dicho período su favorable situación obedecía a una evolución positiva de la relación de intercambio que dio impulso a sus exportaciones. La concesión masiva de préstamos por parte de los bancos comerciales entre 1979 y 1981 se fundó en la expectativa de que se mantendría la

¹⁶Goldstein y otros (1991).

¹⁷Fondo Monetario Internacional (1994, de próxima publicación).

¹⁸Claessens, Dooley y Warner (1993).

misma situación. Pero esa expectativa no se materializó, y ésta fue la causa por la cual se interrumpió tan bruscamente la concesión de préstamos. Hoy, los países en desarrollo han logrado hacer frente a factores negativos que afectan a su relación de intercambio e incluso han podido mantener el crecimiento de sus exportaciones diversificando la gama de productos exportados¹⁹.

En segundo lugar, en los años setenta la mayoría de los países prestatarios obtuvieron financiamiento para la balanza de pagos destinado al Estado o a entidades controladas por el Estado, y no para financiar proyectos internos. El auge de la concesión de préstamos a entidades soberanas guarda estrecha relación con las políticas de desarrollo “orientadas al interior” aplicadas en los países en desarrollo y en las economías de planificación centralizada (con excepción de unos pocos países asiáticos), caracterizadas por elevadísimos niveles de intervención estatal en la economía y por la “represión financiera”. Conforme a este enfoque, se mantuvieron tasas de interés bajas y se asignó a los mercados financieros la limitada función de asignar los recursos dentro de la economía, dado que los recursos financieros se canalizaron directamente por decisión oficial a través de subvenciones, asignación de créditos especiales y otros medios.

Actualmente, por el contrario, la mayor parte de los países en desarrollo prestatarios han optado por políticas abiertas orientadas al mercado, en virtud de las cuales el Estado deja un margen mucho más amplio para que el mercado adopte las decisiones económicas y se procura una mayor integración en la economía mundial adoptando estrategias de crecimiento económico orientadas a la exportación y reduciendo las restricciones al comercio de bienes y servicios. El Banco Mundial y el FMI han contribuido en gran medida a estimular este cambio de política. Aun los países asiáticos de desarrollo incipiente más dinámicos, que durante muchos años mantuvieron un alto grado de control estatal, represión financiera y restricciones cambiarias, están adoptando cautelosamente medidas tendientes a la liberalización²⁰.

Mediante la introducción de reformas económicas se han suprimido las subvenciones, los controles de precios y la asignación de

¹⁹Calvo, Leiderman y Reinhart (1992).

²⁰Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (1993).

créditos especiales en la mayoría de los países en desarrollo. Las reformas del sector financiero también han tenido un efecto muy importante al establecer la competencia entre las instituciones financieras, liberalizar las tasas de interés, reducir los obstáculos que restringían el acceso a los mercados, mejorar la infraestructura financiera y perfeccionar la tecnología utilizada en las bolsas de valores y en los sistemas de pagos y compensación.

En tercer lugar, como señalé anteriormente, la situación actual resulta más sólida debido a que, como cambio importante, se ha pasado de los prestamistas soberanos a los privados y de la concesión de préstamos bancarios a los bonos, acciones y, sobre todo, la inversión extranjera directa.

En los años setenta, la concesión de préstamos a entidades privadas se veía limitada por dos razones: salvo en el caso de las filiales multinacionales, era escasa la información financiera verificada por auditores y no era posible reducir el riesgo soberano concediendo préstamos a otros prestatarios distintos del Estado, ya que los créditos a empresas privadas y a instituciones no financieras no quedaban excluidos de la reprogramación cuando el país ya no estaba en condiciones de cumplir sus obligaciones externas.

Hoy, un número cada vez mayor de inversionistas e intermediarios operan activamente en los mercados emergentes y han creado una infraestructura que hace posible recoger y diseminar información, gracias a que existe a nivel local un gran número de profesionales que conocen los mercados locales y sus prácticas. El conocimiento más cabal de esos mercados ha hecho que el riesgo-país revista menor importancia. Actualmente, los prestatarios e inversionistas privados están en condiciones de operar en entornos que son relativamente desfavorables a juzgar por el "riesgo-país".

La situación actual es muy diferente de la que imperaba en los años setenta, en que un número pequeño de prestatarios soberanos interactuaba con un número comparativamente reducido de bancos, concentrándose una parte considerable del riesgo en estos países. Actualmente, existe un gran número de inversionistas, en su mayoría institucionales, pero también particulares y empresas, que interactúan directamente con un grupo muy numeroso de prestamistas privados o a través de bancos de inversión que operan en muchos países. El proceso de diversificación

internacional de los activos está teniendo consecuencias de gran alcance para los países en desarrollo²¹.

En cuarto lugar, el nivel de la deuda externa de la mayoría de los países en desarrollo es hoy más bajo que en los años setenta y dichos países han acumulado una cantidad sustancial de reservas en divisas para utilizarlas si resulta menester. Por consiguiente, actualmente los inversionistas se encuentran en una posición algo más cómoda que antes. En las circunstancias actuales, las entradas de capital privado adoptan predominantemente la forma de títulos de crédito en moneda nacional frente a deudores nacionales, que pueden ser el gobierno, instituciones bancarias o no bancarias. El valor en dólares de estas inversiones depende de la determinación de los gobiernos deudores de defender el tipo de cambio de sus monedas. En muchos casos, existe el firme compromiso de mantenerlo y, en general, ahora se cuenta con un volumen mayor de reservas que pueden utilizarse si resultan necesarias para defender la política cambiaria²².

Por último, la estabilidad política y macroeconómica es hoy mucho más sólida que en los años setenta.

En suma, la situación objetiva y las condiciones de los países en desarrollo y de los mercados financieros internacionales han cambiado diametralmente en las dos últimas décadas y actualmente es mucho menos probable que la corriente de capitales cambie repentinamente de sentido y es menor su nivel de vulnerabilidad.

Sin embargo, debe reconocerse que, por lo menos en cierto grado, la expansión excepcionalmente vigorosa de los flujos de capital hacia los países de desarrollo incipiente representa una adaptación de la composición de la cartera de los principales inversionistas ante las nuevas oportunidades que se presentan en países con un gran potencial económico que recientemente han llevado a cabo reformas económicas acertadas. Por consiguiente, una vez que se desvanezca el impulso actual por diversificar las carteras, es posible que los flujos sigan creciendo, pero a un ritmo más lento. Más aún, la reciente afluencia masiva de capitales no se ha limitado a los países que han aplicado programas de ajuste económico sólidos. El descenso de las tasas de interés en

²¹Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (1993).

²²Claessens, Dooley y Warner (1993).

dólares ha dado lugar a una drástica disminución de los descuentos aplicados en los mercados secundarios y, en muchos casos, los ha dejado reducidos a cero. Por lo tanto, parece plausible que el alza de las tasas de interés en dólares produzca una inversión de esta situación. Finalmente, la liberalización paulatina de los movimientos de capital generará una salida de capitales de los países en desarrollo a medida que sus inversionistas también procuren diversificar sus carteras.

Medidas que hacen más viable la afluencia de capitales

En último análisis, la perdurabilidad y viabilidad de la reciente afluencia de capitales dependerá de las medidas internas que adopten los propios países en desarrollo. Puede evitarse la inversión de la corriente de capitales en la medida en que factores internos de carácter duradero, como la rentabilidad real a largo plazo, la mayor competitividad y la adopción de políticas económicas acertadas, neutralicen el impacto de los factores externos adversos.

Para crear un contexto adecuado en materia de viabilidad, la primera medida consiste en asegurar que la entrada de capitales se destine a financiar el aumento del gasto en inversiones, ya que es la única forma de generar nuevos recursos para financiar el servicio de los flujos de capital en el futuro.

En el plano macroeconómico, las medidas internas deben orientarse a mejorar la capacidad de la economía para generar recursos. Cuanto mayor sea la capacidad de un país en desarrollo para fomentar el ahorro y la inversión internos, mayor será el volumen de capitales extranjeros que atraerá el país y mayor el volumen de capitales fugados que se repatriarán. Por tal razón, es necesario crear un clima macroeconómico favorable para la inversión, asegurando a los inversionistas que su capital estará a salvo de grandes fluctuaciones de la inflación, los impuestos y los tipos de cambio. En general, los países en desarrollo pueden ofrecer rendimientos más altos que los países industriales. Por consiguiente, su principal objetivo debe ser mejorar sus ventajas creando un marco de mayor credibilidad y confianza de los inversionistas.

La forma más eficiente de lograr este objetivo consistiría en adoptar medidas fiscales y estructurales tendientes a eliminar las

distorsiones. Lo más adecuado para contener la inflación y evitar una apreciación del tipo de cambio real es adoptar una política fiscal restrictiva. En la medida en que los capitales afluyan atraídos por una combinación insostenible de medidas de restricción crediticia y flexibilización fiscal, la reducción del gasto público contribuirá a evitar una demanda excesiva de bienes no comerciados y permitirá ahorrar recursos que podrán ser invertidos por el sector privado.

La política monetaria también puede desempeñar una función importante en el restablecimiento de la competitividad, al restringir la expansión del crédito en relación con el crecimiento de la demanda de dinero y limitar los efectos de la afluencia de capital sobre los precios y el tipo de cambio.

No obstante, si bien en el plano interno normalmente resulta necesaria una restricción crediticia y fiscal cuando se produce una gran afluencia de capitales, dicha restricción aporta principalmente soluciones de corto plazo. Si persiste la afluencia de capitales, serán necesarios otros cambios fundamentales en la economía para restablecer el equilibrio. Como parte de dichos cambios, se debe establecer algún medio de mejorar la capacidad de adaptación de la economía mediante una mayor flexibilización de los mercados de factores de producción.

Por consiguiente, también resulta eficiente responder a las perturbaciones creadas por los flujos de capital dando flexibilidad al mercado de factores de producción, incluidos los mercados de trabajo y capital²³. En una situación de salarios nominales de equilibrio, la apreciación del tipo de cambio hará que el nivel salarial sea excesivamente elevado. Será necesario establecer la flexibilidad salarial no sólo para restaurar el equilibrio sino también para evitar todo impacto negativo sobre el empleo. Lo mismo puede decirse de la necesidad de movilidad de la mano de obra entre los sectores de bienes comerciados y no comerciados, o de la asignación del capital de manera flexible, determinada por el mercado y no dirigida por el Estado.

A nivel sectorial, es menester establecer un marco institucional interno apropiado para canalizar los flujos de capital. En algunos casos, esto supone crear desde la base un sistema financiero correcto. En otros casos, supone mejorar la reglamentación estatal

²³Guitián (1994a).

del sector financiero, principalmente las funciones de supervisión y control prudencial del sistema bancario y el mercado de valores, a fin de evitar que se produzcan crisis financieras cuando la entrada de capitales no se dirige hacia las inversiones adecuadas o se destina al consumo. A su vez, en otros casos será suficiente mejorar los sistemas de custodia, los sistemas de compensación y pago y la información y documentación obligatorias, y establecer un mejor control sobre toda forma de manipulación de los mercados.

En el plano microeconómico, el mejor enfoque consiste en reducir o eliminar los obstáculos a la inversión extranjera que, en muchos casos, son la causa de la mayor parte de las diferencias entre las primas por riesgo que se aplican en los países en desarrollo. Estas medidas de liberalización deberían comprender la implantación del acceso sin restricciones de los extranjeros a los bienes nacionales, a fin de evitar primas de riesgo que no redundan en provecho del país receptor sino del inversionista extranjero, y la supresión de las restricciones a las remesas basadas en el carácter de propietario, así como las restricciones relativas a las operaciones cambiarias y la estructura del capital. Otro obstáculo importante es la aplicación de impuestos sobre las ganancias de capital, los cuales no deben ser superiores a los que aplican los países industriales, a fin de evitar que, una vez deducidos los impuestos, el rendimiento sea inferior. Los impuestos sobre las ganancias de capital deben ser siempre más bajos que los aplicados sobre los dividendos repatriados²⁴. También sería útil que los organismos de reglamentación y supervisión de los países industriales redujeran algunas de las restricciones rigurosas y antieconómicas que limitan la proporción de activos que pueden mantener los inversionistas institucionales en el extranjero o en países en desarrollo.

Para captar inversiones también sería útil contar con un marco reglamentario claro de normas internacionales sobre contabilidad empresarial y protección de los inversionistas. Asimismo, los países en desarrollo deberían tratar de acrecentar la negociabilidad internacional de sus títulos de modo de reducir el rendimiento que se les requiere, ya que es posible que disminuya el riesgo sistémico si un título de gran riesgo-país se internacionaliza²⁵.

²⁴Claessens y Gooptu (1993).

²⁵Eun, Claessens y Jun (1993).

Por otra parte, es muy importante que se pueda disponer de información internacionalmente, no sólo sobre la situación económica general del país emisor sino también sobre su situación financiera actual y las medidas que ha adoptado para atraer a los inversionistas extranjeros. Es necesario que se realicen calificaciones crediticias y que se difunda en todo el mundo la mayor cantidad posible de información sobre el país y sus empresas, que se proporcionen a los potenciales inversionistas datos selectivos precisos y que se trate de reducir al mínimo los "efectos de contagio" de otros países que se encuentran en situaciones diferentes.

En última instancia, la capacidad crediticia que perciba el inversionista extranjero tendrá gran importancia en la determinación de la disponibilidad, la viabilidad y el costo del capital para los países en desarrollo. Si se estima que se ha deteriorado la capacidad crediticia de un país, es posible que se produzca una interrupción abrupta de los flujos de capital, situación que sería muy difícil de corregir, como lo demuestra la experiencia adquirida por muchos países desde 1982 hasta 1990. Normalmente, la capacidad crediticia puede perderse en poco tiempo, pero lleva mucho tiempo restablecerla.

Actualmente, dada la gran integración de los mercados de capital, es aún más importante evitar, o al menos amortiguar, los efectos de contagio²⁶. Un país solvente puede perder el acceso al capital internacional cuando otros países que tienen una situación semejante en materia de deuda externa o que pertenecen a la misma región comienzan a experimentar dificultades en sus pagos al exterior. La última crisis financiera ha demostrado de qué manera se produce el contagio no sólo cuando se carece de información sobre la situación financiera actual de los prestatarios sino también cuando se difunden noticias económicas tan negativas que llega a considerarse que probablemente todos los prestatarios en condiciones similares se vean afectados de la misma manera. Eso es lo que ocurre en la actual crisis de bonos que ha afectado no solo a países en desarrollo sino también a países industriales. Actualmente, debido a la mayor integración de los mercados financieros, los efectos de contagio son más intensos. En algunos casos, es posible que los efectos de contagio se produzcan en sentido inverso, es decir, que los mercados

²⁶Claessens y Gooptu (1993).

financieros sigan “modas” que contribuyan a orientar los flujos de capital hacia países que no han logrado el mismo nivel de capacidad crediticia que otros. Una vez que los inversionistas “descubren” un nuevo mercado emergente, el capital tiende a fluir hacia ese país en cantidades que no guardan relación con la capacidad crediticia del mismo. Sin embargo, aun en este caso, se deben tratar de evitar los efectos de contagio, ya que el riesgo de que la moda cambie de sentido es muy alto.

Por último, el referirme a los flujos de capital y a los países en desarrollo en momentos en que estamos celebrando el cincuentenario de las instituciones de Bretton Woods me lleva a decir algunas palabras sobre éstas en el contexto de mi exposición. ¿De qué manera pueden el Banco Mundial y el FMI contribuir a la viabilidad de los flujos actuales de capital privado y a su extensión a otros países en desarrollo? Por su parte, el Banco Mundial podría contribuir otorgando respaldo financiero en apoyo de reformas económicas y financieras y de la cooperación y la integración regionales, a fin de lograr que un mayor número de países en desarrollo participe en la economía mundial. Podría contribuir también reforzando el papel del sector privado, que está dando muestras claras de que en él reside el mayor potencial para fomentar la inversión, estimular el crecimiento y crear empleos en los países en desarrollo. Por último, podría contribuir respaldando las decisiones de inversión del sector privado y el desarrollo de mercados privados en estos países.

El aporte del FMI podría adoptar tres formas. En primer lugar, la adaptación de su propio código de conducta teniendo en cuenta la mundialización de los mercados de capital y la liberalización de los movimientos de capital. El FMI ha desempeñado un papel clave en la liberalización de los sistemas cambiarios y en la apertura de las economías mundiales al libre intercambio de bienes y servicios. Sin embargo, su código de conducta aún permite a los países restringir los movimientos internacionales de capital como reacción frente a presiones provenientes de la balanza de pagos. Es posible que esta norma tuviera sentido hace 50 años, pero en un mundo en el que los movimientos de capital se han liberalizado de jure o de facto, puede ponerse en tela de juicio su pertinencia. La distinción entre la liberalización de la cuenta corriente y la cuenta de capital tenía sentido hace 50 años, pero hoy es muy difícil defender el fundamento de esa

distinción, dado que, en términos generales, existe apertura de las cuentas corrientes y los capitales fluyen básicamente en libertad²⁷. En segundo lugar, el FMI debería ampliar su potencial de concesión de préstamos a fin de ayudar a los países a hacer frente a mayores fluctuaciones de los flujos de capital mundiales. En tercer lugar, ahora que la mundialización de los mercados de capital crea una vinculación aún más estrecha entre la política monetaria de los distintos países, el FMI, mediante sus actividades de supervisión, debería velar por que las políticas monetarias nacionales sean compatibles en todo momento con la estabilidad financiera mundial²⁸.

En conclusión, en un entorno mundial de libertad de desplazamiento del capital y aumento de la competencia en la obtención de capital privado a largo plazo, los potenciales inversionistas requerirán que los países en desarrollo se sometan a una disciplina económica estricta. Sólo los países que evidencien una trayectoria consecuente y sólida de estabilidad macroeconómica, capacidad crediticia y rentabilidad financiera a largo plazo lograrán captar una corriente sostenida de flujos de capital privado a largo plazo, independientemente de que los factores externos sean favorables o desfavorables.

Sólo mediante este tipo de políticas la afluencia de capitales conllevará un aumento de las tasas de crecimiento económico de los países en desarrollo y la convergencia del nivel mundial de ingresos.

NOTA SOBRE LA METODOLOGÍA

Es preciso establecer una distinción entre los flujos de capital brutos y netos. Se producen flujos de capital netos sólo cuando existe un desequilibrio entre el ahorro nacional y la inversión nacional dentro de un país, es decir, un flujo neto es la contrapartida financiera de la transferencia de recursos reales a través de un desequilibrio en cuenta corriente. Los flujos de capital brutos no suponen necesariamente la transferencia de recursos reales cuando se compensan mutuamente, pero aun en este caso

²⁷Fondo Monetario Internacional (1991).

²⁸Guitián (1994b).

pueden resultar muy importantes para mejorar la liquidez de las carteras y diversificar los riesgos, ya que permiten a los particulares y la empresas escoger qué tipos de activos y pasivos desean mantener y emitir. La mayor parte de los flujos de capital brutos se producen cuando los administradores de carteras de inversión tratan de mejorar la composición de sus carteras (para diversificar el riesgo o reducir la carga impositiva) y no ya de ampliarlas.

Por el otro lado, los mercados de capital pueden reaccionar frente a las perturbaciones mediante flujos de capital, mediante variaciones de los precios de los activos, o combinando ambas posibilidades. Es posible que se observe una relación de sustitución entre el ajuste de los precios de los activos y los flujos de capital netos cuando se trata de restablecer el equilibrio del mercado de capitales. A medida que se acrecienta la integración de los mercados y las carteras adquieren una mayor diversificación internacional, es probable que se recurra cada vez más a la modificación de los precios de los activos, en lugar de recurrir a los flujos de capital netos, para restablecer el equilibrio en los mercados. Esto pone de manifiesto el peligro de basarse sólo en el volumen de los flujos de capital para medir el grado de integración de los mercados financieros.

También resulta extremadamente difícil medir los flujos de capital, debido a que no todas las transacciones suponen un canje de instrumentos financieros a cambio de dinero (por ejemplo, la reinversión de beneficios de una empresa de propiedad de un inversionista extranjero directo) y a que se presentan problemas de valoración como consecuencia de la fluctuación de los tipos de cambio o de los precios de los activos, y debido a la falta de información sobre algunos flujos, en especial a corto plazo.

Convencionalmente, aunque en forma imprecisa, las entradas netas de capital se miden tomando como base el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Excepción hecha de los errores y omisiones, el superávit de la cuenta de capital es igual a la diferencia entre el ahorro nacional y la inversión nacional. Por lo tanto, el aumento de las entradas de capital puede identificarse con una ampliación del déficit en cuenta corriente.

Para esta exposición me he basado en las estadísticas sobre flujos de capital publicadas por el FMI en su informe anual titulado *Private Market Financing for Developing Countries*.

REFERENCIAS

- Banco Mundial, *World Debt Tables, 1993/94: External Finance for Developing Countries*, 2 volúmenes (Washington: Banco Mundial, 1994).
- Bercuson, Kenneth B. y Linda M. Koenig, "The Recent Surge in Capital Inflows to Three Asian Countries: Causes and Macroeconomic Impact", en Occasional Paper 15 (Kuala Lumpur: South East Asian Central Banks' Research and Training Center, 1993).
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart, "Capital Inflows to Latin America: The 1970s and the 1990s", documento de trabajo del FMI WP/92/85 (Washington: Fondo Monetario Internacional, octubre de 1992).
- _____, "The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues", documento de análisis y evaluación de la política económica, PPAA/93/10 (Washington: Fondo Monetario Internacional, julio de 1993).
- _____, "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience", en *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Sebastian Edwards, encargado de la edición (Nueva York: Cambridge University Press, de próxima publicación).
- Chuhan, Punam, Stijn Claessens y Nlandu Mamingi, "Equity and Bond Flows to Asia and Latin America: The Role of Global and Country Factors", en World Bank Policy Research Working Paper No. WPS 1160 (Washington: Banco Mundial, 1993).
- Claessens, Stijn y Sudarshan Gooptu, "¿Pueden los países en desarrollo conseguir que siga entrando el capital extranjero?" en *Finanzas y Desarrollo*, vol. 31 (septiembre de 1994), págs. 62-5.
- Claessens, Stijn y David Naude, "Recent Estimates of Capital Flight", en World Bank Policy Research Working Paper No. WPS 1186 (Washington: Banco Mundial, 1993).
- Claessens, Stijn, Michael Dooley y Andrew Warner, "Portfolio Capital Flows: Hot or Cold?" en *Portfolio Investment in Developing Countries*, Stijn Claessens y Sudarshan Gooptu, encargados de la edición, World Bank Discussion Paper No. 228 (Washington: Banco Mundial, 1993).
- Dooley, Michael, Eduardo Fernández-Arias y Kenneth M. Kletzer, "Recent Private Capital Inflows to Developing Countries: Is the Debt Crisis History?", NBER Working Paper No. 4792 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, julio de 1994).
- Eun, Cheol, Stijn Claessens y Kwang W. Jun, "International Trade of Assets, Pricing Externalities, and the Cost of Capital", en *Portfolio Investment in Developing Countries*, Stijn Claessens y Sudarshan Gooptu, encargados de la edición, World Bank Discussion Paper No. 228 (Washington: Banco Mundial, 1993).
- Fondo Monetario Internacional, *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington: Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1991).

- _____, *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington: Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1992).
- _____, *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington: Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1993).
- _____, *Private Market Financing for Developing Countries*, World Economic and Financial Surveys (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1994, de próxima publicación).
- Ghosh, Atish R. y Jonathan D. Ostry, "Do Capital Flows Reflect Economic Fundamentals in Developing Countries?", documento de trabajo del FMI WP/93/34 (Washington: Fondo Monetario Internacional, abril de 1993).
- Goldstein, Morris y otros, *Determinants and Systemic Consequences of International Capital Flows*, Occasional Paper 77 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1991).
- Goldstein, Morris y Michael Mussa, "The Integration of World Capital Markets", documento de trabajo del FMI WP/93/95 (Washington: Fondo Monetario Internacional, diciembre de 1993).
- Gooptu, Sudarshan, "Portfolio Investment Flows to Emerging Markets", World Bank Policy Research Working Paper No. WPS 1117 (Washington: Banco Mundial, 1993).
- Grupo de los Treinta, *Latin American Capital Flows: Living with Volatility* (Washington: Grupo de los Treinta, 1994).
- Gutián, Manuel, "The Issue of Capital Account Convertibility: A Gap Between Norms and Reality", trabajo presentado en un seminario sobre convertibilidad de la moneda patrocinado por el Instituto del Fondo Monetario Internacional y el Instituto Económico del Fondo Monetario Árabe, Marrakech, Marruecos, 16 al 18 de diciembre de 1993.
- _____, (1994a), "The Choice of an Exchange Rate Regime", en *Approaches to Exchange Rate Policy: Choices for Developing and Transition Economies*, Richard C. Barth y Chong-Huey Wong, encargados de la edición (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1994).
- _____, (1994b), "El FMI como institución monetaria: el desafío del futuro", en *Finanzas y Desarrollo*, vol. 31 (septiembre de 1994), págs. 38-41.
- Larrain, Felipe, "Exchange Rates and Reserve Management with Large Capital Inflows," en *Latin American Capital Flows: Living with Volatility* (Washington: Grupo de los Treinta, 1994).
- Leiderman, Leonardo y Carmen Reinhart, "Capital Inflows to Latin America", en *Latin American Capital Flows: Living with Volatility* (Washington: Grupo de los Treinta, 1994).
- Lim, Chee Peng, "Flows of Private International Capital in the Asian and Pacific Region", en *Asian Development Review*, vol. 11, No. 2 (1993), págs. 104-39.
- Mathieson, Donald J. y Liliana Rojas-Suárez, *Liberalization of the Capital Account: Experiences and Issues*, Occasional Paper 103 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1993).

- Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, "The Revival of Private Flows to Developing Countries," en *Financial Market Trends*, No. 56 (París: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, 1993).
- Schadler, Susan, Maria Carkovic, Adam Bennett y Robert Kahn, *Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*, Occasional Paper 108 (Washington: Fondo Monetario Internacional, 1993).

* * *

SIR JEREMY MORSE: Muchas gracias, Guillermo, por esta conferencia. Pasamos ahora a la sección de preguntas y respuestas. Pueden formular preguntas por escrito, pero prefiero que lo hagan verbalmente.

Nuestro orador nos ha presentado un panorama muy amplio, tal como cabía prever por el título de la conferencia. Ha analizado los flujos, los factores internos y externos, su combinación y los efectos sobre las diferentes regiones del mundo. Distinguió correctamente entre los factores cíclicos, los factores circunstanciales que determinan el auge de los flujos, y los factores de largo plazo. Después nos ofreció una visión realista —pero muy alentadora— de la viabilidad de dichos flujos, y concluyó presentándonos recomendaciones, que atañen fundamentalmente a los países en desarrollo aunque también a los países industriales y a las instituciones internacionales. Estoy seguro de que cuando leamos el texto las palabras de cierre resonarán con mucho orgullo.

Preguntas y respuestas

Tras la presentación formal, el Sr. de la Dehesa respondió a las preguntas formuladas por el público.

Tengo dos preguntas. En primer lugar, quisiera saber en qué proporciones se divide la inversión en acciones y bonos en los mercados emergentes. En segundo lugar, dado que la sensibilidad ante los riesgos cambiarios de quienes invierten en acciones y bonos en los mercados emergentes es diferente, quisiera saber si las variaciones de las tasas de interés resultantes de medidas de esterilización constituyen un riesgo grave para los países receptores de capital.

SR. DE LA DEHESA: Con respecto a la primera pregunta, en América Latina los bonos han representado el 42% y las acciones el 12%. En Asia, la mayor proporción corresponde a préstamos —30%—, en tanto que la inversión en bonos representa el 17% y la inversión en acciones el 7%. En cuanto a la segunda pregunta, en los últimos años las monedas de los países en desarrollo han mostrado mayor estabilidad. Por consiguiente, el riesgo cambiario ha sido menor que antes en la mayoría de los países en desarrollo. Probablemente, las mayores fluctuaciones de los tipos de cambio en el corto plazo se hayan producido en algunos países industriales y no en países en desarrollo, naturalmente con excepción de Brasil o de los países que registran tasas de inflación altas. En lo que atañe al riesgo relativo a las tasas de interés, no creo que hasta ahora haya sido un obstáculo significativo para los inversionistas extranjeros. Por el contrario, las diferencias entre las tasas de interés han sido muy considerables y son las que han atraído la mayor parte de los capitales. No obstante, como mencioné en mi exposición, es cierto que algunos países que no aplicaron una política macroeconómica correcta lograron igualmente captar un cuantioso volumen de

capital extranjero; en esos países el riesgo era mucho mayor. Pero en la mayoría de los países a los que me estoy refiriendo el riesgo creado por las tasas de interés no constituyó una amenaza importante.

¿Considera usted que existe una relación directa entre el aumento constante de las inversiones de capital en el extranjero y el descenso de la inversión en gastos militares tras el cese de la guerra fría?

SR. DE LA DEHESA: Creo que es sabido que, para evitar la llamada compresión del capital —aunque en cierta medida este tema es discutible—, una de las principales formas de reducir los déficit públicos en los países industriales sería reducir el gasto militar también en los países en desarrollo. Por consiguiente, coincido con usted en que el recorte de los gastos militares permitirá reducir los desequilibrios fiscales en los países en desarrollo y dará al sector privado la posibilidad de realizar inversiones y también de captar mayores flujos del exterior.

Usted señaló que en el período 1990–93 el total de los flujos de capital fue de US\$380.000 millones. De esa cifra, durante exactamente el mismo período, Europa central y oriental recibieron un total de tan sólo US\$15.000 millones. Hace cinco años se habría pensado que ese total sería mucho mayor. ¿Podría ofrecernos su opinión sobre las razones por las cuales ese total ha sido tan bajo hasta ahora, qué factores podrían modificarlo y de qué manera se podría cambiar esta situación?

SR. DE LA DEHESA: Actúan dos factores. Uno de ellos es la competencia por la obtención de flujos, y parecería que los países asiáticos están creciendo a un ritmo tan acelerado que las oportunidades allí son mucho mayores. Lo mismo ocurre en América Latina. El crecimiento de América Latina es mucho mayor que el de Europa central u oriental. Esta es una razón muy importante, porque tanto Europa central como Europa oriental se encuentran aún en un período de transición en la reestructuración de sus economías, en tanto que en Asia y América Latina hace ya bastante tiempo que están en funcionamiento economías de mercado. La otra razón es la preferencia de los inversionistas por determinadas regiones. Los inversionistas de Estados Unidos prefieren América Latina, algunos países de Asia sudoriental, y ahora

China. Los inversionistas de Japón se vuelcan hacia Asia, y sólo los de Alemania muestran aún cierta preferencia por Europa central y oriental. Los flujos procedentes de Alemania han sido muy escasos debido a que en su mayor parte se destinaron a Alemania oriental. Sin embargo, creo que en el futuro habrá un cambio en estos flujos. Hungría, por ejemplo, ya se encuentra entre los 16 países que recibieron más de US\$5.000 millones en los últimos cuatro años, pero el resto de Europa oriental recibió, como usted bien lo dijo, una proporción muy pequeña. Por consiguiente, probablemente a medida que Hungría y tal vez la República Checa avancen en el proceso de transición, seguidas quizá por Polonia, y algún día Rusia y las demás repúblicas que formaban la antigua Unión Soviética, los países de Europa central y oriental pasarán a formar parte de la lista de beneficiarios de la afluencia de capitales. No obstante, por el momento, los inversionistas centran sus preferencias en Asia y América Latina.

¿Cómo pueden ser estables las entradas de capital cuando los inversionistas institucionales extranjeros invierten en títulos negociables con miras a obtener ganancias a corto plazo? ¿No sería conveniente ponerles algún freno y, como sugirió Tobin, aplicar impuestos a estos flujos de capital de corto plazo?

SR. DE LA DEHESA: Es lo que ha hecho Chile, por ejemplo. Chile ha tratado de evitar una gran afluencia de capitales debido a su carácter altamente especulativo. Pero, en realidad, la mayoría de los países en desarrollo están ávidos de capital, de modo que hasta ahora las ventajas de la afluencia de capital han sido mucho mayores que los inconvenientes. Por consiguiente, creo que sería demasiado prematuro comenzar a poner trabas cuando se están recibiendo flujos de esta magnitud. Es cierto que algunos capitales son más especulativos que otros y pueden retirarse rápidamente, pero al mismo tiempo esos capitales —aun si son muy líquidos— aumentan el crédito interno a través del sistema bancario y la inversión interna por parte de inversionistas nacionales. El problema es saber si esos capitales se retirarán en poco tiempo o no. Y para este interrogante la mejor respuesta es aplicar medidas macroeconómicas internas correctas.

Con respecto a la creación de flujos hacia los mercados de acciones de los países de desarrollo incipiente, ¿considera necesario

acrecentar la transparencia de los mercados locales de acciones en los diversos países? ¿No sería importante como incentivo que también se adoptaran en los mercados emergentes algunos de los procedimientos que son la norma en los países desarrollados?

SR. DE LA DEHESA: Creo que es un tema muy importante y lo he mencionado en mi conferencia. Si todos los países en desarrollo aplicaran las mismas normas internacionales con respecto a la divulgación de información de auditoría, estoy seguro de que los flujos serían mucho más cuantiosos, y considero que ésta sería una medida muy importante que deberían adoptar los mercados de capital que aún no lo hayan hecho. Creo también que el hecho de que muchos inversionistas se hayan establecido en los distintos países también está ayudando en gran medida a lograr esa meta.

Si bien en su conferencia se ha referido ampliamente a las medidas que deberían adoptarse con respecto a la afluencia de capitales, es la salida de capitales que se produce posteriormente la que deja a los países en desarrollo en una situación difícil. ¿Podría profundizar sobre este tema? También quisiera formular una pregunta de orden más general. Usted no mencionó en ningún momento la inversión extranjera directa en África. ¿Qué perspectivas considera que existen para África, y para Sudáfrica en particular, en lo que respecta a la inversión extranjera directa?

SR. DE LA DEHESA: África ha quedado un poco relegada de la mayoría de los flujos de capital privado. África recibió cuantiosos flujos oficiales, pero los flujos de capital privado son casi inexistentes o de muy escasa cuantía; Nigeria recibe un pequeño volumen de capitales, y ahora también Sudáfrica y unos pocos países menores. Pero usted se refirió a la salida de capitales. La fuga de capitales ha sido muy cuantiosa en América Latina durante muchos años y siempre se produjo como reacción ante malas políticas económicas. Incluso cuando se implantaron controles de capitales —como lo hicieron la mayoría de los países de América Latina en los años sesenta, setenta y ochenta— la fuga de capitales resultó imposible de frenar. No se puede frenar la salida de capitales estableciendo controles. Sólo es posible frenarla mejorando las medidas internas.

En lo que respecta al futuro de la inversión extranjera directa en África, creo que existe un gran potencial, porque algunos de los países africanos pueden exportar productos muy importantes y están en condiciones de atraer proyectos de desarrollo relativos a la producción y distribución de esos productos. Sí, es posible una inversión extranjera directa de gran volumen.

En algunos países, como India, se discute actualmente qué hacer con la afluencia de capitales. Parece superar el volumen que el Estado puede manejar y, en parte, ello se debe a que los capitales producen un aumento de las reservas y el gobierno debe emitir moneda, lo cual es inflacionario. ¿Considera usted que, en cierta medida, esta cuestión puede corregirse permitiendo que los inversionistas institucionales extranjeros importen oro en los países y lo vendan en el mercado en lugar de entregar al Estado divisas y luego utilizar el producto de la venta para invertir en el mercado de capitales, a fin de amortiguar el impacto inflacionario de los capitales aportados por los inversionistas institucionales?

SR. DE LA DEHESA: Es una propuesta muy interesante pero, personalmente, dudo de que en un país tan inmenso como India la actual afluencia de capitales —que no es astronómica— pueda producir un nivel elevado de inflación. Es posible que, o bien el banco central de India no esté llevando a cabo una estabilización suficiente o bien esté solamente interviniendo y acumulando reservas que incrementan la base monetaria; de lo contrario, no entiendo de qué manera la entrada de capitales puede ser inflacionaria en India. Por consiguiente, dudo de que exista el problema que usted plantea.

¿Cree usted que los países que reconocen la importancia de movilizar su propio ahorro para destinarlo a inversiones en acciones y títulos de deuda captarán mayores flujos de capital del exterior que los países que descuidan la creación de capital interno?

SR. DE LA DEHESA: Sin duda, ésta es la cuestión principal. En algunos países de Asia, el nivel de ahorro es tan alto que pronto se convertirán en exportadores de capital. Algunos ya lo son. Tienen un nivel de ahorro tal que no sólo atraen capitales para algunos sectores o empresas determinados sino que también exportan capital, de modo que el flujo neto en algunos de estos países es

muy bajo. Esto demuestra que la clave para captar más capital es tener internamente un nivel de ahorro e inversión muy elevado. Cuanto más se produzca en el país, mayor interés despertará en el exterior.

Quisiera saber cómo evalúa usted la posibilidad o la perspectiva de que el ahorro mundial sea suficiente para satisfacer la demanda futura de todos los países en desarrollo y los países en transición, más la insuficiencia de ahorro de los países industriales que registran déficit presupuestario. Hubiera pensado que ése sería uno de los problemas más graves que deberían considerarse al evaluar la viabilidad futura de los flujos de capital.

SR. DE LA DEHESA: Como lo expliqué en mi exposición, para evitar que se produzca una compresión del capital y que las tasas de interés mundiales alcancen un nivel elevado, sería muy importante que los países industriales redujeran su déficit fiscal. Y ahora existen perspectivas mucho mejores para esa reducción porque se está produciendo una recuperación en las economías de dichos países. Como usted sabe, el componente cíclico del déficit fiscal en la mayoría de los países que integran la OCDE, incluido su país (Canadá) es muy grande, pero ahora que su país se encuentra entre el grupo de países de mayor crecimiento económico generará un nivel mucho mayor de ingreso fiscal y podrá hacer frente al déficit fiscal con mucha más rapidez. De lo contrario, en la medida en que exista un desequilibrio entre el ahorro y la inversión mundiales y las tasas de interés suban, los países que más sufrirán serán los que tienen una razón deuda/PIB muy alta, y muchos países de la OCDE se encuentran en esa situación. De mediar tales circunstancias, el financiamiento de esa razón tendría un costo mucho mayor. Por lo tanto, el esfuerzo por mantener una tasa de interés baja redundaría tanto en provecho de los países industriales como de los países en desarrollo.

Usted mencionó que el descenso de las tasas de interés y la recesión económica en los países industriales fueron algunos de los factores clave que determinaron la magnitud de la afluencia de capitales. Suponiendo que en los próximos años suba la tasa de interés y se confirme la recuperación económica, ¿cómo evaluaría el impacto (medido en volumen y márgenes, cantidades y precios) sobre los flujos de capital hacia los países de desarrollo incipiente?

SR. DE LA DEHESA: Sería muy difícil arriesgar números, pero, como ya lo dije, entre el 30% y el 60% de los capitales recibidos por América Latina obedecieron a los factores externos que usted ha mencionado. Por consiguiente, en el caso hipotético de que la inversión de la situación se debiera enteramente a estos factores externos, los flujos se reducirían en los mismos porcentajes. Sin embargo, dudo de que la reducción alcance semejante magnitud, porque existe cierta inercia en los flujos de capital, tanto en la inversión de cartera como en la inversión extranjera directa. Muchos de los inversionistas institucionales se sienten muy atraídos por la diversificación de sus carteras. Consideran que la falta de correlación entre los rendimientos de los países industriales y los países en desarrollo reduce el riesgo y eleva la rentabilidad. Naturalmente, si las tasas de interés suben en los países industriales, también subirán en cierta medida en los países en desarrollo, y ello neutralizará, en parte, la amenaza de que los capitales se retiren rápidamente.

El Sr. de la Dehesa se ha referido a la reciente afluencia masiva de capitales hacia los países en desarrollo, pero en algunos países desarrollados también se ha producido un fenómeno similar, entre ellos tal vez el país anfitrión, España. Quisiera preguntar al conferenciante si la experiencia de España en el manejo del cuantioso volumen de capitales que ha recibido ofrece enseñanzas para los países en desarrollo.

SR. DE LA DEHESA: No sé si en España estamos en condiciones de dar muchas lecciones, pero vivimos el mismo tipo de situación principalmente desde 1986 hasta 1991, y especialmente desde que nos incorporamos al mecanismo de ajuste de cambios (MAC) en 1989. Desde que pasamos a formar parte del MAC, la entrada de capitales ha sido mucho mayor debido a que se consideró que la peseta no se depreciaría. Ello dio impulso a una gran afluencia de capitales a corto plazo, que llegaron atraídos por las diferencias entre las tasas de interés de España y Alemania (y otros países europeos). Esta ha sido una de las paradojas del MAC: debido a la estabilidad del tipo de cambio, los países de alta inflación captaron grandes cantidades de capital, lo cual creó distorsiones en la política monetaria interna e impidió controlar la inflación, en tanto que los países con tasas de inflación muy baja perdieron capital, lo cual intensificó la situación de deflación de esos países.

¿Cómo reaccionaron las autoridades españolas ante este fenómeno? En un comienzo recurrieron a la esterilización en forma masiva y, naturalmente, ello elevó las tasas de interés internas y atrajo un mayor volumen de capitales. Luego, el Banco de España decidió establecer, con carácter temporal, algunas medidas orientadas específicamente a frenar esa enorme afluencia de capitales extranjeros. Dichas medidas, semejantes a controles de cambio, consistieron en la aplicación de impuestos sobre el rendimiento de la deuda pública adquirida por no residentes y en la exigencia de que se depositara el 30% de los préstamos externos recibidos por residentes. Estas medidas, que fueron derogadas pocos meses después, no dieron resultado, debido a que al adoptarlas el Gobierno español perdió credibilidad, de modo tal que la prima por riesgo aumentó y comenzaron nuevamente a llegar capitales por vías diferentes, a pesar de la adopción de dichas medidas restrictivas.

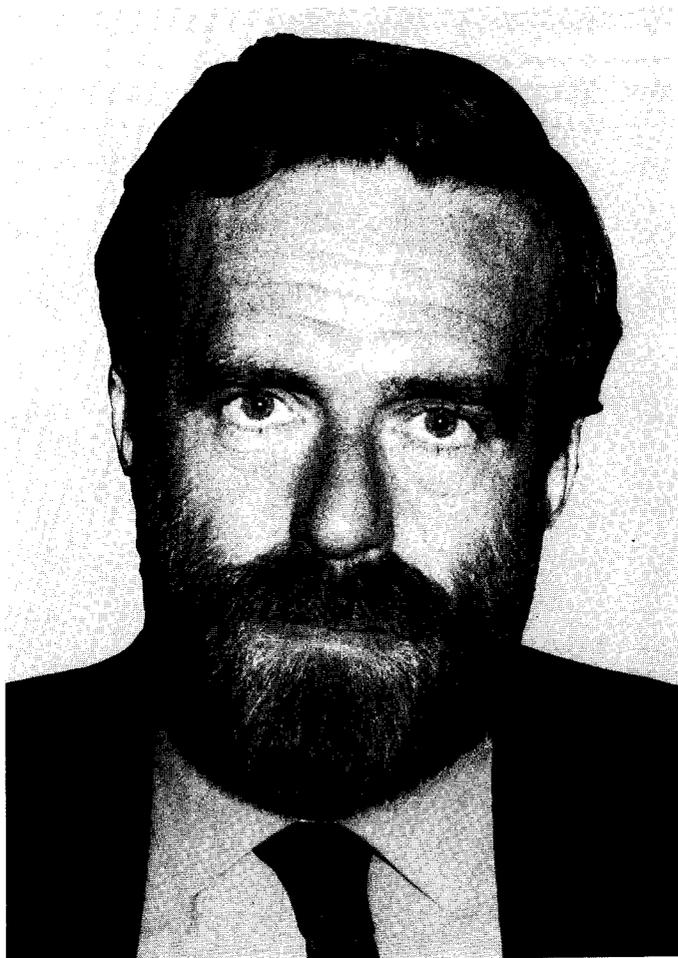
Por lo tanto, una de las enseñanzas que podemos ofrecer a los países en desarrollo es que, en esos casos, la mejor forma de proceder consiste en dejar que la economía absorba la afluencia de capitales de manera productiva. Si se logra que la demanda interna de inversiones aumente suficientemente, será posible absorber la entrada de capitales sin que se recaliente la economía. Otra enseñanza que podría transmitirle es que no se debe tratar de usar controles cuantitativos ni otras medidas de efecto semejante para evitar la entrada de capitales, porque en última instancia menoscaban la credibilidad del país.

* * *

SIR JEREMY MORSE: Muchísimas gracias. Unas pocas palabras antes de retirarnos. Las primeras, de agradecimiento para nuestro conferenciante. Ha sido un tema muy amplio, que ha sabido abordar con gran profundidad. En cuanto a las preguntas, se han referido a todos los aspectos posibles del tema y a todas las regiones del mundo, y han sido contestadas con gran maestría. Se lo agradecemos sinceramente.

Dentro de unos meses se publicará el texto completo de la conferencia, con las preguntas y respuestas, pero, por ahora, a la salida del salón pueden recoger un ejemplar de la conferencia de hoy, ampliada con cuadros. También encontrarán ejemplares de

la versión en español de la conferencia sobre América Latina que nos ofreció Enrique Iglesias el año pasado y de la conferencia sobre la banca central en transición pronunciada por Alexandre Lamfalussy en junio en ocasión de las celebraciones del tricentenario del Banco de Inglaterra. También se les ha entregado —con el programa de hoy— un formulario para solicitar que se les envíe por correo la versión completa de la conferencia de hoy. Nos volveremos a encontrar dentro de un año en Washington. Hasta entonces. Gracias a nuestros intérpretes y nuevamente gracias a nuestro orador.



Guillermo de la Dehesa

Nota biográfica

Guillermo de la Dehesa ha ocupado el cargo de Consejero Delegado del Banco Pastor y Vicepresidente de Goldman Sachs Europa desde 1988.

En 1991 fue elegido Presidente del Consejo Superior de Cámaras de Comercio Españolas y Presidente por su país de la Cámara Internacional de Comercio, con sede en París. Es miembro del consejo de administración de diversas empresas españolas, entre las que se incluyen Unión Eléctrica Fenosa y Hullas del Coto Cortés.

Entre 1982 y 1988, el Sr. de la Dehesa ocupó altos cargos en el Gobierno español. Inicialmente fue nombrado Subsecretario de Comercio y posteriormente Secretario de Estado de Economía y Hacienda. Desde ambos cargos desempeñó un importante papel en la desregulación de los mercados financieros españoles y la preparación de nuevas leyes sobre banca, seguros, auditoría y mercados de acciones, así como en la liberalización de las tasas de interés y los flujos de capital. Con anterioridad, había ocupado los cargos de Gerente del Departamento Extranjero del Banco de España y de Secretario General del Ministerio de Industria y Energía.

El Sr. de la Dehesa también tiene una participación activa en los círculos académicos. Es vicepresidente del Centro de Estudios de Política Económica, con sede en Londres, e integra el Grupo de los Treinta. Ha pronunciado conferencias en diversas universidades y ha publicado numerosas obras en España y otros países. Ha actuado como consultor del Fondo Monetario Internacional sobre la gestión de la deuda, del Banco Mundial en materia de liberalización del comercio exterior, de los gobiernos de Polonia y la Unión Soviética sobre privatización y de Hungría como miembro de la Comisión Cinta Azul.

Conferencias Per Jacobsson

- 1964 *Crecimiento económico y estabilidad monetaria*. Conferencias pronunciadas por Maurice Frère y Rodrigo Gómez (Basilea).
- 1965 *El equilibrio entre la política monetaria y otros instrumentos de política económica de una sociedad moderna*. Conferencias pronunciadas por C. D. Deshmukh y Robert V. Roosa.
- 1966 *La función del banquero central en la actualidad*. Conferencia pronunciada por Louis Rasminsky. Comentarios de Donato Menichella, Stefano Siglienti, Marcus Wallenberg y Franz Aschinger (Roma).
- 1967 *Desarrollo económico: Aspectos bancarios*. Conferencia pronunciada por David Rockefeller. Comentarios de Felipe Herrera y Shigeo Horie (Río de Janeiro).
- 1968 *La banca central y la integración económica*. Conferencia pronunciada por M. W. Holtrop. Comentarios de Lord Cromer (Estocolmo).
- 1969 *La función monetaria del oro en la próxima década*. Conferencia pronunciada por Alexandre Lamfalussy. Comentarios de Wilfrid Baumgartner, Guido Carli y L. K. Jha.
- 1970 *¿Hacia un banco central mundial?* Conferencia pronunciada por William McChesney Martin. Comentarios de Karl Blessing, Alfredo Machado Gómez y Harry G. Johnson (Basilea).
- 1971 *Movimientos internacionales de capital: Pasado, presente y futuro*. Conferencia pronunciada por Sir Eric Roll. Comentarios de Henry H. Fowler y Wilfried Guth.
- 1972 *La crisis monetaria de 1971: Enseñanzas que se derivan*. Conferencia pronunciada por Henry C. Wallich. Comentarios de C. J. Morse e I. G. Patel.
- 1973 *La inflación y el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Otmar Emminger. Comentarios de Adolfo Diz y János Fekete (Basilea).
- 1974 *Hacia un nuevo orden monetario internacional*. Conferencias pronunciadas por Conrad J. Oort y Puey Ungphakorn. Comentarios de Saburo Okita y William McChesney Martin (Tokio).
- 1975 *Nuevas modalidades públicas y privadas de pagos internacionales*. Conferencia pronunciada por Alfred Hayes. Comentarios de Khodadad Farmanfarmaian, Carlos Massad y Claudio Segré.
- 1976 *El porqué de la impopularidad de los bancos*. Conferencia pronunciada por Guido Carli. Comentarios de Milton Gilbert (Basilea).
- 1977 *El sistema monetario internacional en funcionamiento*. Conferencias pronunciadas por Wilfried Guth y Sir Arthur Lewis.
- 1978 *El mercado internacional de capitales y el sistema monetario internacional*. Conferencias pronunciadas por Gabriel Hauge y Erik Hoffmeyer. Comentarios de Lord Roll of Ipsden.
- 1979 *Tribulaciones de los bancos centrales*. Conferencia pronunciada por Arthur F. Burns. Comentarios de Milutin Cirović y Jacques J. Polak (Belgrado).

- 1980 *Reflexiones sobre el sistema monetario internacional*. Conferencia pronunciada por Guillaume Guindey. Comentarios de Charles A. Coombs (Basilea).
- 1981 *Bancos centrales: Las ventajas de una visión retrospectiva*. Conferencia pronunciada por Jelle Zijlstra. Comentarios de Albert Adomakoh.
- 1982 *Política monetaria: En busca de asidero*. Conferencia pronunciada por Gerald K. Bouey (Toronto).
- 1983 *Elaboración de un nuevo sistema monetario internacional: Perspectiva a largo plazo*. Conferencia pronunciada por H. Johannes Witteveen.
- 1984 *Nacionalismo económico e interdependencia internacional: El costo mundial de las opciones nacionales*. Conferencia pronunciada por Peter G. Peterson.
- 1985 *¿Sabemos adónde nos dirigimos?* Conferencia pronunciada por Sir Jeremy Morse (Seúl).
- 1986 *La nueva dimensión mundial de las finanzas*. Conferencia pronunciada por Yusuke Kashiwagi.
- 1987 *La interdependencia: Vulnerabilidad y posibilidades*. Conferencia pronunciada por Sylvia Ostry.
- 1988 *El sistema monetario internacional en los próximos veinticinco años*. Ponentes del simposio: Sir Kit McMahon, Tommaso Padoa-Schioppa y C. Fred Bergsten (Basilea).
- 1989 *Estímulo de un ajuste propicio: El caso de Ghana*. Conferencia pronunciada por J. L. S. Abbey.
Reestructuración de la economía de Nueva Zelanda desde 1984. Conferencia pronunciada por David Caygill.
- 1990 *¿El triunfo del banco central?* Conferencia pronunciada por Paul A. Volcker.
- 1991 *El camino hacia la unión monetaria europea: Enseñanzas del sistema de Bretton Woods*. Conferencia pronunciada por Alexander K. Swoboda (Basilea).
La privatización: Opciones y oportunidades financieras. Conferencia pronunciada por Amnuay Viravan (Bangkok).
- 1992 *Un nuevo orden monetario para Europa*. Conferencia pronunciada por Karl Otto Pöhl.
- 1993 *América Latina en transición económica y social al siglo XXI*. Conferencia pronunciada por Enrique V. Iglesias.
- 1994 *La banca central en transición*. Conferencia pronunciada por el barón Alexandre Lamfalussy (Londres).
La reciente afluencia masiva de capital privado hacia los países en desarrollo: ¿Es viable? Conferencia pronunciada por Guillermo de la Dehesa (Madrid).

Pueden obtenerse ejemplares gratis en español, francés e inglés de las conferencias de esta serie previa solicitud al Secretario, Fundación Per Jacobsson, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, EE.UU. Las publicaciones agotadas pueden adquirirse en copias fotográficas o microfilme solicitándolas directamente a University Microfilms International, 300 North Zeeb Road, Ann Arbor, Michigan 48106, EE.UU. o a Information Publications International, White Swan House, Godstone, Surrey, RH9 8LW, Inglaterra. Las conferencias tienen lugar en Washington, salvo cuando se indica otra ciudad.

Fundación Per Jacobsson

Presidentes Honorarios: Eugene R. Black
Marcus Wallenberg

Presidente Fundador: W. Randolph Burgess

Ex Presidente: Frank A. Southard, Jr.

Patrocinadores originarios

Hermann J. Abs	Viscount Harcourt	Jean Monnet
Roger Auboin	Gabriel Hauge	Walter Muller
Wilfrid Baumgartner	Carl Otto Henriques	Juan Pardo Heeren
S. Clark Beise	M.W. Holtrop	Federico Pinedo
B.M. Birla	Shigeo Horie	Abdul Qadir
Rudolf Brinckmann	Clarence E. Hunter	Sven Raab
Lord Cobbold	H.V.R. Iengar	David Rockefeller
Miguel Cuaderno	Kaoru Inouye	Lord Salter
R.v. Fieandt	Albert E. Janssen	Pierre-Paul Schweitzer
Maurice Frère	Raffaele Mattioli	Samuel Schweizer
E.C. Fussell	J.J. McElligott	Allan Sproul
Aly Gritly	Johan Melander	Wilhelm Teufenstein
Eugenio Gudín	Donato Menichella	Graham Towers

Junta Directiva

Sir Jeremy Morse – *Presidente de la Junta*

Michel Camdessus	William McChesney Martin
Andrew D. Crockett	Jacques J. Polak
J. de Larosière	Gengo Suzuki
Enrique V. Iglesias	Peter Wallenberg
Baron Alexandre Lamfalussy	H. Johannes Witteveen

Cargos

Jacques J. Polak	– <i>Presidente</i>
Gordon Williams	– <i>Vicepresidente</i>
Joseph W. Lang	– <i>Secretario</i>
G. Michael Fitzpatrick	– <i>Tesorero</i>