

DISTRIBUCIÓN DEL FINANCIAMIENTO EXTERNO ENTRE LOS PAÍSES EN DESARROLLO

Alfredo Sánchez Daza

Universidad Autónoma Metropolitana (México)

Se realiza una confrontación entre las predicciones de la teoría convencional en materia de las potencialidades de desplazamiento del ahorro externo hacia los países en desarrollo y los flujos internacionales de capital hacia estos países ocurridos durante la década de los noventa. Se concluye que existe una fuerte incongruencia entre tales predicciones y lo que ha sucedido en la realidad. Finalmente, se propone una interpretación alternativa que permita explicar las marcadas asimetrías en la distribución y el comportamiento de las distintas clases de inversiones internacionales entre los países en desarrollo.

INTRODUCCIÓN

La finalidad central de la presente investigación consiste en destacar una de las características más importantes, en nuestra opinión, de la globalización financiera de los países en desarrollo: la inserción financiera internacional de los países en desarrollo. Sostenemos que tal inserción, en la década reciente, ha crecido aceleradamente y, por supuesto, bajo las pautas del nuevo patrón de financiamiento internacional, mismo que ha quedado definido en lo fundamental por la tendencia generalizada a la bursatilización de las transacciones financieras y el amplio desarrollo de las operaciones de arbitraje; todo ello facilitado a escala mundial por el derrumbe de las barreras a la circulación del capital y los progresos en las telecomunicaciones y la informática. Sin embargo, la integración de los países en desarrollo, conducida por oleadas masivas de capital -privado en su mayoría-, ha estado ocurriendo como un fenómeno que reproduce y profundiza asimetrías semejantes a las que suceden en el comercio internacional, pero en una dimensión mayor. Esto acontece en contra de toda lógica de la teoría económica tradicional¹.

¹ Felix, David (1998).

En la realidad, bajo el contexto de economías abiertas, la distribución internacional del capital poco ha tenido que ver con una idea de asignación eficiente de recursos. Los flujos masivos de capital se han distribuido de forma muy desigual por regiones y por países, así como por clase de inversión; de forma similar, no muestran demasiada compatibilidad con una recuperación estable del crecimiento de los países en desarrollo, sino que por el contrario, éstos han tendido hacia una mayor inestabilidad financiera y, consecuentemente, productiva². En ello han influido no sólo el volumen de recursos captados por esos países, sino también la naturaleza de los mismos³. En efecto, en el contexto de una marcada distribución desigual de las corrientes financieras internacionales entre los países en desarrollo, una porción significativa de ellas no ha mostrado ser la más idónea en relación con los requerimientos productivos de esos países; el carácter volátil de una parte importante de recursos financieros ha tendido a exacerbar y crear una mayor fragilidad en los países en desarrollo, haciéndolos más vulnerables a cambios bruscos en las expectativas de los inversionistas (tanto foráneos como locales) y, por tanto, a cambios de sentido repentinos en los flujos internacionales de capital.

Los resultados de nuestra investigación los presentamos en la forma siguiente: primero, exponemos las ideas centrales de la teoría convencional en relación con los flujos internacionales de capital y las predicciones que se desprenden en torno a los beneficios teóricamente posibles para los países en desarrollo; segundo, se hace una revisión estadística somera de las tendencias en las corrientes financieras internacionales para destacar las características de su distribución entre los países desarrollados y los países en desarrollo, así como la forma en que se han expandido los flujos de capital entre estos últimos, por clases y naturaleza de la inversión, regiones, países y nivel de ingreso; tercero, se expone una serie de ideas básicas en relación con una interpretación alternativa del comportamiento de los flujos de capital entre los países en desarrollo; finalmente, se presentan algunas reflexiones en torno a la confrontación entre las predicciones de la teoría convencional sobre el ahorro externo en los países en desarrollo y lo que ha ocurrido en realidad.

1. PREDICCIONES DE LA TEORÍA CONVENCIONAL

Teóricamente, en una economía abierta, el ahorro extranjero puede ser complemento del ahorro interno. Desde la óptica de la teoría convencional, en particular desde el concepto de productividad marginal decreciente, esta idea es argumentada para el caso de los países en desarrollo de la forma siguiente. Dicho concepto sostiene que las oportunidades de inversión serían mejores en los países en desarrollo que en los países desarrollados, a partir de que en estos últimos esas oportunidades han sido más intensamente explotadas.

² Stiglitz, J. E. (1999).

³ French-Davis, R (2000).

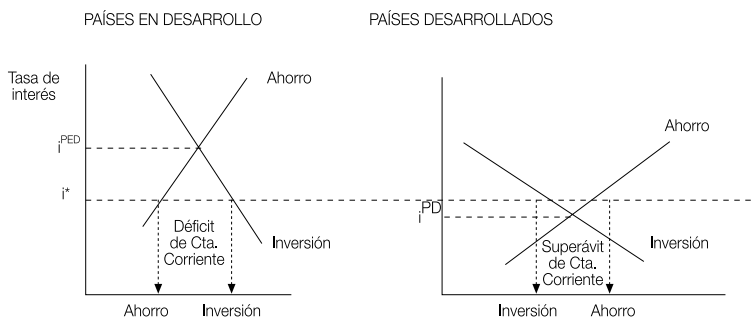


La explicación consiste en que la rentabilidad de la inversión es más alta cuanto más escaso es el capital existente. La diferencia entre ambos grupos de países, se dice, consiste en que en los países desarrollados el sector privado y el público han invertido fuertemente a lo largo de más de un siglo, mientras que en los países en desarrollo, donde han predominado tradicionalmente las actividades primarias, la industrialización es todavía un proceso embrionario en la mayor parte de sectores de la economía.

Lo anterior supone que la inversión debiera de tender a ser más elevada en los países en desarrollo y el ahorro mayor en los países más avanzados (con excepción de la experiencia en los países del sureste asiático). De acuerdo con estas dos características, un mayor ahorro y una menor inversión, los países desarrollados tienen una ventaja comparativa en la generación de capitales internacionales, pues su costo, la tasa de interés, es menor que el que tendrían en el típico país en desarrollo.

Lo anterior puede ilustrarse a través del siguiente gráfico, en donde i^{PD} e i^{PED} son las tasas de interés de los países desarrollados y de los países en desarrollo bajo autarquía financiera (no existen flujos de capital internacionales), respectivamente. La tasa de interés i^* será la que predomina cuando se consideran los flujos de capital.

GRÁFICA 1: OFERTA Y DEMANDA DE FONDOS PRESTABLES



Fuente: Bebczuk, Ricardo N. (2000): *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press.

La ilustración, según el concepto de productividad marginal decreciente, trata de explicar que los países en desarrollo pueden invertir más y ahorrar menos que lo que sería posible bajo autarquía financiera. En esto consiste el beneficio del crédito internacional, es decir, la mayor inversión promueve el crecimiento económico y el menor ahorro permite evitar una caída abrupta del consumo, aunque esto implique la obligación del repago de la deuda en algún plazo determinado.

Por lo que se refiere a los países desarrollados, es decir, los exportadores de capital, se benefician al lograr un rendimiento para su ahorro más elevado que el obtenible en el mercado doméstico; la inversión en ellos es más baja debido a que el ahorro es mejor remunerado en el exterior.

Formalizando las relaciones entre ahorro e inversión para ambos tipos de países, a través de las identidades básicas de contabilidad nacional, tendríamos lo siguiente:

Dado que el producto nacional bruto (PNB) se define por la suma del consumo (C), la inversión (I) y el saldo de la cuenta corriente (CC), es decir,

$$\text{PNB} = \text{C} + \text{I} + \text{CC}$$

donde CC es resultado de la diferencia entre las exportaciones netas (XN, es decir, exportaciones menos importaciones: $X - M$) y el pago neto de los servicios al exterior (SN)

$$\text{CC} = \text{XN} - \text{SN}$$

y debido a que a que el ahorro es igual a la diferencia entre producto nacional bruto y el consumo

$$\text{S} = \text{PNB} - \text{C}$$

Entonces, el saldo de la cuenta corriente se puede expresar como la diferencia entre el ahorro y la inversión

$$\text{CC} = \text{S} - \text{I}$$

Los países desarrollados, dado que su ahorro (S) es mayor a su inversión (I):

$$\text{S} > \text{I}$$

su situación en cuenta corriente es generalmente superavitaria:

$$\text{S} - \text{I} = +\text{CC}$$

En el caso de los países en desarrollo, las relaciones son diametralmente distintas, el ahorro es inferior que la inversión:

$$\text{S} < \text{I}$$

Por lo que el saldo de su cuenta corriente es típicamente deficitario:

$$\text{S} - \text{I} = -\text{CC}$$

En efecto, la típica insuficiencia del ahorro interno en los países en desarrollo los hace depender del ahorro externo, procedente de los países desarrollados, para financiar el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, esta realidad plantea de inmediato una interrogante: ¿La dependencia de los países en desarrollo del financiamiento externo constituye una confirmación del concepto de la productividad marginal decreciente?, es decir, ¿en qué medida la realidad confirma la tesis de que las mejores oportunidades de inversión se localizan en los países en desarrollo y no en los países desarrollados? O en todo caso, ¿el financiamiento internacional efectivamente se ha volcado entre los países en desarrollo?



2. DISTRIBUCIÓN INTERNACIONAL DE LAS CORRIENTES GLOBALES DE CAPITAL

Los flujos globales de capital, durante los años noventa, registran una expansión acelerada y una tendencia que acentúa significativamente su composición iniciada desde mediados de la década de los ochenta. En este nuevo panorama (ver Cuadro 1) la expansión es impulsada fundamentalmente por los mercados de capital privado (que crecen a una tasa anual del 21% en promedio), cuyo comportamiento está determinado por la creciente inclinación mundial a la titulación de las inversiones financieras y una menor participación del financiamiento vía préstamos bancarios; la expansión global de los capitales también es apoyada por una tendencia sostenida y creciente de las inversiones extranjeras directas (IED, cuyo crecimiento anual promedio en el lapso fue del 24%). Sin embargo, la distribución mundial de los flujos de capital no ha sido la esperada teóricamente ni la más deseable, desde el punto de vista de los países y regiones con escasez de capital; la mayor parte, continua asignada entre las economías más desarrolladas.

CUADRO 1: PARTICIPACIÓN DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO EN LOS FLUJOS GLOBALES DE CAPITAL (EN PORCENTAJES)

Participación	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
En los flujos globales de capital privado total	11.8	12.4	12.6	12.8	12.4	13.2	14.4	9.9	7.6	7.6
En los flujos globales del mercado de capital	9.7	9.4	9.4	9	9	9.8	10.8	6.2	4.7	5.5
En los flujos globales de IED	22.3	27.4	29.5	35.2	32.3	34.9	36.5	25.9	18.9	15.9
En el producto global	19.8	19.2	19.7	20	20.7	22.1	23.2	21.6	21.7	22.5
En el comercio global	26.5	28.3	28.3	28.4	29.5	31.3	32.4	30.7	30.7	33.4
En la población total	84.1	84.3	84.4	84.5	84.6	84.7	84.9	85	85.1	85.2
Items en millardos de dólares:										
Flujos globales del mercado de capital	794	850	1226	1501	1928	2403	2929	3033	3910	4324
IED global	160	172	226	256	331	377	473	683	982	1118

Fuente: Banco Mundial (2001): *Global Development Finance*. Washington, D.C.

* Estimado.

** Tasa de crecimiento promedio anual

Nota: Los flujos de capital privado son definidos como la suma de las obligaciones brutas en el mercado de capital más la IED.

En general, durante la década, de acuerdo con cifras oficiales, las economías en desarrollo lograron acrecentar su participación en las corrientes globales de capital, pero, en el mismo lapso de referencia, dichas economías registran dos tendencias contradictorias: una que termina en 1997, otra, que inicia inmediatamente después de este año y que se extiende hasta la actualidad. En efecto, durante el período comprendido entre 1991 y 1997 su participación en el total de flujos globales de capital privado creció de 11,8% a 14,4%, en los mercados de capital se elevó de 9,7% a 10%, y en los flujos globales de IED pasó de 22,3% a 36,5%, la participación que más

crece en el período. Sin embargo, en el trienio 1998-2000 estas tendencias se revierten, a pesar del continuo ascenso de los flujos globales de capital, lo que indica su mayor concentración entre las economías industrializadas, y también pese a que las economías en desarrollo acrecentaron su participación en el comercio y el producto globales, así como el de seguir representando más de las cuatro quintas partes de la población mundial. Este escenario contradictorio de las corrientes internacionales de capital constituye el marco de referencia más general de la globalización financiera de los países en desarrollo.

3. FLUJOS DE CAPITAL PÚBLICO Y PRIVADO EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO

No obstante las tendencias señaladas, según cifras oficiales para el conjunto de los países en desarrollo, durante los noventa, sugieren una mayor integración de estos países en los mercados financieros internacionales. En efecto, durante el período 1990-2001, registran un financiamiento externo neto por un monto acumulado de 1666 millardos de dólares, mientras que en las dos décadas anteriores la cifra ascendió a 704 millardos de dólares. (Ver Cuadro 2) Esto significa que en la década reciente el financiamiento neto externo en esas economías representó poco más del doble del que obtuvieron en las dos décadas anteriores. Por supuesto, hay que considerar que en los ochenta, muchos países, en especial los altamente endeudados, tuvieron escaso acceso a los mercados internacionales de capital. Empleando cifras del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la agrupación de países elaborada por la misma institución bajo el término de economías emergentes (ver nota *** del cuadro 2), se advierte de inmediato que el auge reciente de los recursos externos hacia esas economías se produce bajo el predominio de los recursos procedentes de fuentes privadas.

CUADRO 2: FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES*

(MILLARDOS DE DÓLARES ACUMULADOS Y PORCENTAJES)						
	1970-79	%	1980-89	%	1990-01**	%
Total***	253,1	100	450,8	100	1666	100
Privados	152,8	60,4	164,1	36,4	1356	81
Oficiales	100,3	39,6	286,7	63,6	310	19

Fuente: FMI, base de datos de World Economic Outlook.

* Flujos netos, en adelante, salvo cuando se indique algo distinto.

** Datos de 2001 proyección FMI.

*** "Total": incluye países en desarrollo, países en transición, Corea, Singapur; Taiwan Provincia de China, e Israel.

El financiamiento neto oficial (donaciones, créditos otorgados por el FMI, créditos bilaterales y otros de carácter multilateral proporcionados por el Banco Mundial y los bancos regionales para el desarrollo), en el mismo lapso 1990-2001, bajo una tendencia muy irregular representó 19% de los 1666



millardos de dólares recibidos en total por el grupo de países. Como contraparte, los flujos de capital privado, en el mismo período, alcanzaron a representar poco más de las cuatro quintas partes del total de financiamiento externo hacia esas economías.

Es importante destacar que el grueso de entradas masivas de capital privado ocurrieron concretamente durante el subperíodo 1990-1996, mismo que dio paso a un drástico descenso en los cuatro años siguientes; a pesar de una relativa recuperación de esos flujos en los primeros meses de 2001, aún permanecen en un nivel muy inferior al de la primera mitad de la década.

En efecto, (ver Cuadro 3) las entradas netas de recursos privados durante 1990-1996 sumaron más del doble de las registradas en el siguiente quinquenio (1997-2001) al descender de un total de 954 millardos de dólares a 401 millardos de dólares. Como expondremos más adelante, esta merma sustancial está íntimamente asociada a la salida masiva de capitales en aquellos países que entran en crisis durante la segunda mitad de la década.

CUADRO 3: FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES POR TIPO DE INVERSIÓN			
1990-2001 (MILLARDOS DE DÓLARES ACUMULADOS)			
	1990-1996	1997-2001	1990-2001
IED	441,1	729,9	1171,1
CARTERA	389,8	93,6	483,4
PRESTAMOS Y OTROS	123,2	-422,3	-299,2
Total	954,2	401,2	1355,3

Fuente: FMI, base de datos de *World Economic Outlook*.

"Otros": incluye otros flujos de inversión neta de largo y corto plazo incluso endeudamiento oficial y privado mediante préstamos.

El auge de entradas de capital privado en el subperíodo 1990-1996 se explica por el rápido crecimiento de la inversión extranjera directa que se multiplica en más de seis veces al pasar de 19 millardos de dólares a casi 120 millardos (ver Cuadro 4), su monto acumulado durante el lapso alcanza a representar el 46% del total de flujos privados (ver Cuadro 3). En consonancia con la tendencia a la bursatilización de los mercados financieros internacionales, el auge de los flujos privados de capital a las economías emergentes, en el mismo subperíodo de referencia, también se debe a las dinámicas y abundantes entradas de inversiones bajo la forma de cartera, que prácticamente de cero en 1990 se elevan a 105 millardos de dólares en 1994 y a 80 millardos en 1996, su monto acumulado durante ese lapso logra significar el 41% del total de entradas netas de capital privado; los préstamos bancarios privados en promedio mostraron un movimiento muy irregular y representaron en el mismo subperíodo el 13% del total de ingresos de capital privado.

CUADRO 4: FLUJOS NETOS DE CAPITAL PRIVADO EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES POR TIPO DE INVERSIÓN

ANUAL 1990-2001 (MILLARDOS DE DÓLARES A FIN DE PERÍODO)												
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001*
TOTAL	42,8	97,4	107,0	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4	116,0
IED	19,0	32,2	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9	140,6
Cartera	-0,9	25,1	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3	31,8
Préstamos y otros	24,6	40,1	8,5	-6,1	-43,7	74,2	25,6	-65,6	-85,6	-91,9	-122,8	-56,4

Fuente: FMI, base de datos de *World Economic Outlook*.

*Proyección FMI

Por lo que se refiere a los drásticos descensos en los flujos totales privados de capital en el quinquenio 1997-2001, sus causas se localizan en el descenso violento que registran las inversiones de cartera y a las salidas netas registradas en los préstamos bancarios y otros flujos de deuda; las inversiones directas mantuvieron su tendencia ascendente, por lo que se convierten francamente en la fuente de financiamiento más importante de las economías emergentes al final de la década.

4. NATURALEZA DE LOS CAPITALES

Las drásticas fluctuaciones del financiamiento externo privado tienen que ver con la naturaleza y la composición de los capitales, en virtud de que las distintas clases de capital poseen horizontes temporales diferentes y responden a distintos incentivos. La inversión directa, que registra la tendencia más estable y creciente, tiene horizontes de largo plazo, y un potencial de aportar capital a los países con mercado emergente, así como tecnología y canales de comercialización para sus exportaciones, aunque, como señalaremos más adelante, su ingreso no necesariamente representa creación de nuevas empresas en su totalidad, ya que una parte de ella ha sido atraída por la adquisición de activos ya existentes, como es la compra de empresas y bancos de propiedad estatal y empresas privadas locales. Los préstamos internacionales de mediano y largo plazo también tienen un horizonte de varios años y objetivos no especulativos, por lo cual existe una relación estrecha entre dichos flujos y la inversión productiva, sin embargo, esta clase de financiamiento hacia las economías emergentes, y en general en la economía mundial, son demasiado escasos⁴.

⁴ Las inversiones en bonos, de mediano y largo plazo, pese a su retención en los países receptores durante las crisis, pierden liquidez, esto provoca que los gobiernos y empresas locales vean limitada la posibilidad de colocar nuevas emisiones, o bien tienen que enfrentar un fuerte deterioro en las condiciones de financiamiento, como es la reducción de plazos y el incremento en los márgenes (spreads) que tienen que retribuir, así como opciones de retiro de los inversionistas.



Las entradas de capital de horizontes de largo plazo, a pesar de su mayor estabilidad, no han podido contrarrestar los efectos desestabilizadores que producen sobre las economías emergentes los flujos de capital especulativos, mismos que por su naturaleza volátil son causa importante de la inestabilidad monetaria, financiera y productiva, lo que ocurre precisamente desde la segunda mitad de los noventa.

Los flujos de cartera (bonos y acciones) y los préstamos bancarios de menores plazos, son atraídos por los mercados emergentes debido a la posibilidad de obtener ganancias de capital y cambiarias, aprovechando los diferenciales de corto plazo en las tasas de interés y posibles apreciaciones en los tipos de cambio de las economías receptoras. Los agentes oferentes ("individualmente racionales") de esta clase de fondos son altamente sensibles a cualquier noticia adversa, por lo que un cambio en sus expectativas crece en forma exponencial a medida que crecen las burbujas especulativas sobre ciertos activos y monedas, y peor aún, si las economías receptoras dan muestras de algún deterioro sustancial.

La desestabilización originada por los flujos de corto plazo se produce cuando ponen en práctica su "comportamiento de rebaño", una de sus principales características, comportamiento que ocurre tanto a la entrada, durante los auges, como en la salida, durante las crisis; su potencial desestabilizador se gesta desde el momento en que se desarrollan con exceso las entradas⁵.

5. CAMBIOS Y LIMITACIONES EN EL FINANCIAMIENTO DE LARGO PLAZO

Los flujos netos de capital de largo plazo (flujos con una madurez mayor a un año) y los de corto plazo a los países en desarrollo en el año 2000 aumentaron, pero, ambos se mantuvieron en niveles significativamente por debajo de los alcanzados antes de la crisis del Este de Asia. (Ver Cuadro 5) El uso de los fondos, hasta 1997, estuvo orientado a financiar crecientes déficit en cuenta corriente y salidas importantes de capital. Durante el bienio 1999-2000, dado el superávit alcanzado en cuenta corriente y la acumulación escasa en reservas, la estadística oficial registra sustanciales salidas de capital y en errores y omisiones.

⁵ La característica esencial de estos ciclos de auge y salida de capitales volátiles consiste en que tienden a ser desproporcionados en relación con el tamaño de las economías anfitrionas. No es poco común que un país de moda en los mercados internacionales de capital reciba entradas cercanas o superiores a 10% del PIB. Los flujos netos de capital a las economías emergentes suelen ser muy elevados con respecto al tamaño de sus mercados financieros. En contraste con las economías desarrolladas, donde la proporción entre los flujos netos de capital y la cantidad de dinero (medida por M2) pocas veces sobrepasa el 5%, en las economías emergentes esta razón puede ubicarse entre 10% y 25% durante los periodos de bonanza. Ver Cepal (2000b), p. 44.

CUADRO 5: TENDENCIAS EN EL FINANCIAMIENTO EXTERNO, SEGÚN PLAZOS (MILLARDOS DE DÓLARES)

	1991	1992	1996	1997	1998	1999	2000 ^a
Fuentes de los fondos^b	143.1	194	354.4	358.7	283.7	246.2	299.3
Flujos de recursos de largo plazo	123	155.8	311.2	342.6	334.9	264.5	295.8
Flujos de corto plazo	20.1	38.2	43.2	16.2	-51.2	-18.3	3.5
Uso de los fondos	143.1	194	354.4	358.7	283.7	246.2	299.3
Déficit de cuenta corriente	76.5	85	114.5	101.3	46.1	-26.8	-60.3
Cambio en reservas	49.7	16	89.6	29.1	49	26.2	53
Salidas de capital y errores y omisiones	16.9	93.1	150.3	228.3	188.5	246.9	306.6

Fuente: Banco Mundial (2001): *Global Development Finance*, Washington D.C.

a. Estimado

b. Las entradas de deuda no son netas de pago de amortizaciones, y la IED es neta de desinversiones. Por esta razón, estos flujos son algunas veces citados por Banco Mundial como flujos de recursos "netos"

Dentro de los recursos de largo plazo, los de origen oficial se redujeron a casi la mitad durante la década al pasar de 61 millardos de dólares en 1991 a 39 millardos en el 2000 (ver Cuadro 6), mientras tanto, los flujos de similar madurez procedentes de fuentes privadas se multiplicaron por más de cuatro veces durante el mismo lapso al cambiar de 62 a 257 millardos de dólares. Consecuentemente, esto supuso un cambio sustancial en las fuentes de financiamiento de largo plazo en los países en desarrollo: a costa de los flujos oficiales, los flujos privados aumentaron su participación relativa del 50% aproximadamente registrada en 1991 a casi 90% al final de la década. La razón principal de este cambio consiste en el importante dinamismo mostrado por la IED, que en el período de referencia alcanza a quintuplicarse al pasar de 36 a 178 millardos de dólares, en tanto que los recursos procedentes de los mercados de capital sólo aumentaron en un múltiplo de 3 al cambiar de 26 a 79 millardos de dólares.

CUADRO 6: FLUJOS NETOS DE RECURSOS DE LARGO PLAZO HACIA LOS PAÍSES EN DESARROLLO,**1991-2000 (MILLARDOS DE DÓLARES)**

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ^a
Total	123	155.8	220.4	223.7	261.2	311.2	342.6	334.9	264.5	295.8
Flujos oficiales	60.9	56.5	53.6	48	55.1	31.9	42.8	54.6	45.3	38.6
Flujos privados	62.1	99.3	166.8	175.7	206.1	279.3	299.8	280.3	219.2	257.2
Mercados de capital	26.3	52.2	100.2	85.6	99.1	147.8	127.2	103.5	33.8	79.2
Flujos de deuda	18.8	38.1	49.2	50.5	63	98.7	97	87.9	-0.6	31.3
Préstamos bancarios	5	16.2	3.4	8.7	30.5	33.7	45.2	50	-24.6	0.7
Financiamiento en bonos	10.9	11.1	36.6	38.2	30.8	62.5	49	40.9	25.4	30.3
Otros	2.8	10.8	9.2	3.6	1.7	2.4	2.7	-3	-1.6	0.3
Flujos en acciones	7.6	14.1	51	35.2	36.1	49.2	30.2	15.6	34.5	47.9
IED	35.7	47.1	66.6	90	107	131.5	172.6	176.8	185.4	178

Fuente: Banco Mundial (2001): *Global Development Finance*, Washington D.C.

a. Estimado



Dentro del mercado de capitales se acentuó el nuevo patrón de financiamiento internacional: los recursos obtenidos a través de la emisión de bonos y acciones fueron cada vez más predominantes, pues del total captado en el mercado de capitales, ambos instrumentos en 1991 representaron el 70% y en el 2000 casi el 100 %; en contraste con esta tendencia, los recursos obtenidos a través del mercado de préstamos bancarios tendieron a ser prácticamente marginales, después de haber sido significativos en un periodo de crisis 1995-1998.

El nivel más reciente del mercado de capitales para la mayor parte de países reflejó las restricciones de la oferta debido a la menor inclinación de los inversores por el riesgo y por el incremento en las tasas de interés de corto plazo. El aumento y los altos niveles alcanzados por los spreads en los mercados emergentes de eurobonos, así como las altas tasas de interés en los préstamos sindicados, tanto en los mercados secundarios como en los primarios, complican el costo del endeudamiento para los países en desarrollo desde 1998; en igual sentido ha actuado el acortamiento promedio de la madurez en los bonos emitidos por los países en desarrollo (8,2 años en 1998 y 5,6 años en el 2000) y la situación prácticamente sin cambio en los plazos para los préstamos bancarios sindicados desde el mismo periodo (4,7 años en 1998 y 4,4 años en el 2000, igual dato se registra en 1996). Los aumentos en los spreads y el acortamiento en los plazos para la deuda, desde la crisis, indican que los problemas vinculados al riesgo en el crédito entre los países en desarrollo se han mantenido con una fuerte presencia. Adicionalmente, la demanda de financiamiento de capital desde la crisis de los países del Este de Asia fue limitada debido a que las tasas de inversión continuaron siendo bajas, reflejando el exceso de capacidad y el paso lento de la reestructuración corporativa.

En contraste con los flujos de deuda (bonos y préstamos), la emisión de acciones en los países en desarrollo ha aumentado sustancialmente en los dos años recientes, de 15,6 millardos de dólares en 1998 a 47,9 millardos en el 2000. Cabe destacar que los flujos de recursos sobre acciones en el 2000 representaron el 60% de todos los flujos del mercado de capitales hacia los países en desarrollo, que difiere notoriamente del 15% registrado en 1998. Varias razones han sido manejadas al respecto, una de ellas es el interés de algunos inversionistas foráneos por obtener altos rendimientos en su capital al invertir en empresas de los países en desarrollo que han comenzado a adoptar nuevas tecnologías (de la información y en telecomunicaciones); otra, consiste en la facilidad con la que los inversionistas de los países industrializados pueden invertir en acciones de empresas de los países en desarrollo, especialmente a través de los American Depository Receipts (ADRs) u otros instrumentos equivalentes emitidos por un número creciente de empresas de los países en desarrollo; esos instrumentos de inversión proporcionan al inversionista procedimientos más simples para la inversión, así como mayor seguridad que si lo hicieran directamente en el mercado de un país en desarrollo, entre otras de las principales ventajas a su servicio en la actualidad.

6. DISTRIBUCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL POR REGIONES Y TIPO DE INVERSIÓN

La distribución de los flujos internacionales de capital entre las economías emergentes, por regiones y países, no es homogénea. Durante los noventa, Asia y América Latina concentraron poco más de dos tercios de esos recursos. (Ver Cuadro 7) una parte crecientemente significativa fue absorbida por los hoy denominados Países en Transición, denominados así los países que a finales de los ochenta iniciaron un proceso de democratización política y de transformación estructural de sus economías, orientada hacia la configuración interna de las relaciones de mercado y la apertura hacia los mercados internacionales.

CUADRO 7: FLUJOS NETOS DE CAPITAL EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES, POR REGIÓN Y TIPO DE INVERSIÓN

1990-2001 (MILLARDOS DE DÓLARES ACUMULADOS Y EN PORCENTAJES)									
	IED	CARTERA	PRESTAMOS Y OTROS	TOTAL PRIVS.	%	TOTAL OFS.	%	TOTAL	%
África	57,0	41,7	-30,3	68,4	5,0	69,7	22,4	138,1	8,3
Asia	483,0	110,6	-237,8	355,8	26,3	34,0	11,0	389,8	23,4
Medio Ote. y Europa	68,8	-20,9	155,5	203,4	15,0	26,7	8,6	230,1	13,8
América Latina	415,2	269,5	-130,5	554,2	40,9	142,9	46,0	697,0	41,9
Países en Transición	146,9	82,5	-56,1	173,4	12,8	37,1	11,9	210,4	12,6
TOTAL	1170,9	483,4	-299,2	1355,1	100,0	310,3	100	1665	100

Fuente: FMI, base de datos de World Economic Outlook.

NOTA: Asia incluye Corea, Singapur y Taiwan.

6.1 EL FINANCIAMIENTO OFICIAL

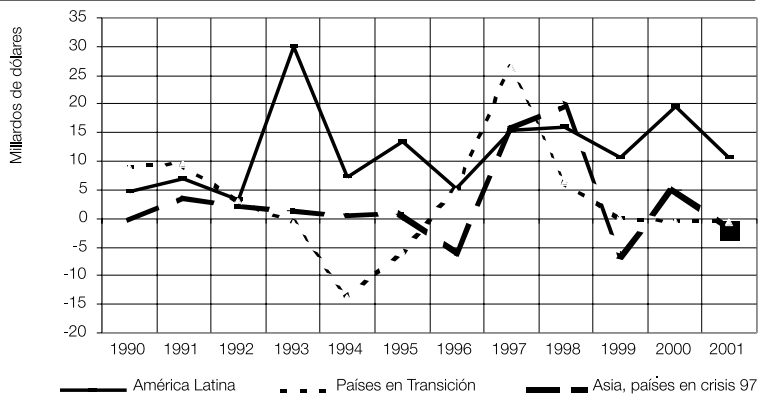
América Latina fue durante la década la principal beneficiaria del financiamiento oficial (46%), seguida por África (22%). Por su parte, Asia y los Países en Transición registraron una participación similar (en torno al 11%), y la menor receptora de esta clase de financiamiento fue el Medio Oriente y el resto de Europa (8,6%). A pesar de la presencia muy inferior en términos absolutos y relativos de este tipo de recursos externos en relación con los privados, su evolución en el transcurso de la década de los años noventa muestra una tendencia distinta de las demás fuentes de financiamiento; esa diferencia radica en su comportamiento anticíclico, con todas las consecuencias financieras, presupuestarias y de bienestar social típicas que implica acceder a esa clase de recursos, en especial si proceden del FMI.

En efecto, como puede deducirse de la Gráfica 2A, las entradas netas importantes de financiamiento oficial están claramente asociadas a las crisis recientes en los mercados emergentes, es decir, a los momentos en que determinados países en cada región antes o durante una crisis han demandado asistencia financiera externa extraordinaria: América Latina (México, Brasil y Argentina) Asia (Corea, Tailandia, Singapur, Indonesia y Malasia) y los Países en Transición (donde destacan los préstamos oficiales obtenidos durante



1997-98 por Rusia, principalmente, secundándole muy a distancia y en orden decreciente, Ucrania, Turkmenistán, Rumania, Croacia y Bulgaria)⁶.

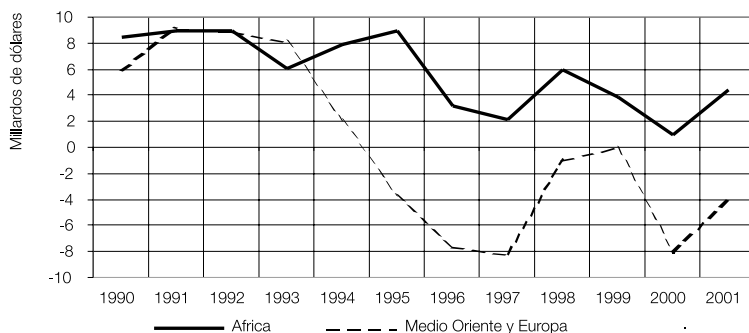
GRÁFICA 2A: FINANCIAMIENTO EXTERNO OFICIAL EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES, POR REGIÓN 1990-2001



Fuente: FMI, base de datos de World Economic Outlook

En el caso de África (ver Gráfica 2B), aunque siempre registró entradas netas de esos recursos, su tendencia fue decreciente, lo que llama la atención ya que se trata de la región más pobre del mundo, donde se localiza la mayor parte de "Países Pobres Altamente Endeudados", mucho más ávidos de financiamiento para el desarrollo que otros; finalmente, Medio Oriente y Europa, sólo a principios de la década se beneficiaron de ese financiamiento externo.

GRÁFICA 2B: FINANCIAMIENTO EXTERNO OFICIAL EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES, POR REGIÓN



Fuente: FMI, base de datos de World Economic Outlook

⁶ European Bank for Reconstruction and Development (2000), p. 82.

6.2 EL FINANCIAMIENTO PRIVADO

Por lo que se refiere a los flujos netos de capital privado, América Latina y Asia captaron en conjunto poco más de las dos terceras partes del total, 41% y 26%, respectivamente (ver Cuadro 7); Medio Oriente y Europa y los Países en Transición participaron conjuntamente con poco más de una cuarta parte, 15 y 13%, respectivamente; África fue la menos agraciada con esta clase de recursos (5%).

6.2.1 LAS INVERSIONES DIRECTAS

La distribución de los flujos de inversión directa fue también muy desigual: tres quintas partes fueron absorbidas por dos regiones: Asia (41,3%) y América Latina (35,5%) (en esta última sólo tres países -Brasil, México y Argentina- recibieron tres cuartas partes de lo que obtuvo la región). Destaca nuevamente la presencia de los países en transición que alcanzan a captar durante la década 12,5% del total invertido en las economías emergentes; Medio Oriente y Europa, y África, ésta nuevamente hasta el final, son las regiones emergentes de menor atracción de esta clase de inversiones, 6% y 5%, respectivamente.

Junto a esta distribución desigual, llama la atención que en todas las regiones de referencia los flujos de inversión directa mostraron una tendencia generalmente ascendente durante la década. A pesar de la crisis asiática y de las conmociones internacionales provocadas por la crisis rusa de 1998 y la de Brasil en 1999, las entradas de IED se mantuvieron bastante estables y en un nivel elevado, al menos hasta 1999, en promedio⁷. Este se debe a una globalización general de las estructuras de producción y también a factores más específicos, como la eliminación de restricciones a las entradas de IED en algunos países, el atractivo de los bajos costos de producción tras las grandes depreciaciones y el descenso de los precios de las acciones, así como la privatización de grandes empresas públicas⁸.

En los casos de Asia y América Latina, el ascenso de la IED a principios de la década está asociado en buena medida con los procesos de apertura a esta clase de inversiones, pero en la segunda mitad, como consecuencia de las crisis frecuentes en varios países de ambas regiones, el continuo ascenso de la IED está vinculado a varios factores fundamentales, como son la aceleración de la liberalización comercial y financiera, las grandes devaluaciones, la depreciación generalizada de activos, y la venta de grandes empresas paraestatales y privadas.

En los años recientes una parte importante (alrededor del 40%) de las inversiones directas no han representado nueva inversión debido a que se destinaron a la adquisición de activos existentes (empresas paraestatales y

⁸ Cepal (2000a) y (1999).

⁹ Bank of International Settlements (2000).



bancos y empresas privadas locales). En el Este de Asia, desde la crisis de 1997, la IED ha crecido en forma de fusiones y adquisiciones transfronterizas, pero está aún en una fase inicial en las economías afectadas directamente por la crisis, según el tamaño de esas operaciones y etapas de desarrollo. Por ejemplo, en 1999, las fusiones y adquisiciones transfronterizas contabilizaron 0,9% del PIB en el Este de Asia, comparado con 1.8% del PIB en América Latina. La oleada reciente de fusiones y adquisiciones en el Este de Asia, en particular en Corea, puede ser atribuida ampliamente a los cambios de política que han facilitado las adquisiciones transfronterizas de activos locales.

La liberalización de restricciones a la entrada de capital extranjero y sobre la propiedad, así como la introducción de estándares internacionales y sistemas de participación accionaria han aumentado exponencialmente el acceso de los inversionistas extranjeros a los mercados locales y su capacidad para adquirir activos dentro de esos países. En América Latina, en particular México, este proceso (que inicia a principios de la década) se acelera inmediatamente después de la crisis monetaria y financiera de 1994-95; en Argentina las entradas provocadas por las privatizaciones en 1998 representaron la mitad de los movimientos totales. Sin embargo, este proceso tiene límites evidentes y, de hecho, en Brasil la proporción de IED relacionada con las privatizaciones, disminuyó en 1999. Las fusiones y adquisiciones también fueron importantes, y es posible que a ellas contribuyera el hecho de que las empresas locales parecieran menos caras debido al drástico descenso del tipo de cambio provocado por la devaluación de enero de 1999.

América Latina continua siendo una importante región receptora de inversión extranjera directa en el mundo en desarrollo, tras su tendencia ascendente de los años noventa, y a pesar de su disminución en el 2000. Su declive a un total de 76 millardos de dólares en el año 2000, 14 millardos menos que el año anterior, se debió en gran parte al término del apogeo de 1999 asociado a los elevados ingresos en concepto de privatizaciones. Sólo en Argentina, los flujos de estos ingresos disminuyeron a 13 millardos de dólares en 2000, en comparación con los 22 millardos de 1999. Brasil logró atraer 30,6 millardos de dólares en inversión extranjera directa en el 2000, casi el mismo monto que el año anterior, y México 14 millardos, unos 2 millardos más. Sin duda las entradas de IED en América Latina también se han visto estimuladas por las reformas estructurales, que han permitido a los extranjeros invertir en un creciente número de sectores y cuyos efectos podrían muy bien dejarse sentir durante varios años. No obstante, en nuestra opinión, dado el atractivo por el cual una parte significativa de capitales ingresó a la región como IED, la cuestión tal vez más relevante, consiste en la

° Banco Mundial (2001a).

incertidumbre de que esa clase de inversión pueda mantener la tendencia registrada, o al menos en los niveles de los años recientes¹⁰.

Los Países en Transición, también en el transcurso de los noventa, atrajeron el 12,5% (147 millardos de dólares) de los flujos netos totales de IED hacia las economías emergentes. Los principales receptores fueron hasta el momento Polonia, la República Checa y Hungría -quienes junto a Eslovenia forman el primer grupo de países que ampliará próximamente la Unión Europea- dentro del grupo de Europa Oriental y Centro y los Estados Bálticos; asimismo, Rusia y Kazajistán dentro de la Comunidad de Estados Independientes. La importancia relativa de las entradas netas de IED hacia los Países en Transición ha sido resaltada por un informe de Naciones Unidas, en el que se indica que Europa Central y del Este recibió en 1998 un monto promedio aproximado de IED, dividido por el PIB respectivo (22,3%), semejante al registrado en el mismo lapso por el Sur, Este y Sudeste de Asia (27,8%)¹¹. No obstante, considerando el breve lapso que tiene la apertura exterior de estas economías, y a pesar del flujo creciente de IED y de la rápida creación de compañías multinacionales en la región, las empresas están todavía en una etapa naciente de transnacionalización y queda, por tanto, bastante espacio para una mayor expansión¹². Compartimos la opinión de que la naturaleza y composición de los flujos de capital en la región han sido influidas de forma importante por los procesos de transición¹³.

En general, la IED en los países en desarrollo, después de mantenerse firme durante los años de crisis, retrocedió levemente en 2000, como resultado de la disminución del financiamiento internacional para los proyectos de privatización en América Latina y para las fusiones y adquisiciones en Asia oriental. Banco Mundial opina que esa reducción en la IED fue modesta (4% en 2000, el primer descenso en la década de esta clase de inversión) reflejando efectivamente el declive en la actividad de fusiones y adquisiciones y el término de algunos proyectos de privatización de gran escala. Como resultado de ello, la participación de los países en desarrollo en la IED mundial, tal y como fue indicado al inicio del estudio, viene disminuyendo abruptamente desde 1997 y, simultáneamente, dentro de estos países, la concentración de los flujos se incrementa en los últimos años¹⁴.

¹⁰ La cuestión sobre la IED es más compleja, pues requiere una evaluación de sus efectos sobre la economía real, en especial su potencial para crear encadenamientos productivos y para generar exportaciones netas. Por regiones tiene un efecto diferenciado que es destacado por Agosin y Mayer (2000), quienes destacan que la IED en Latinoamérica prácticamente por norma -al contrario de lo que sucede en Asia- desplaza a la inversión doméstica. Los autores examinan el efecto de la IED sobre la inversión doméstica de esas dos regiones y de África, durante el período 1970-1996.

¹¹ United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (1999), *World Investment Report*, p. 20, citado en European Bank for Reconstruction and Development (2000), *ob cit.*, p. 82.

¹² *Ibid.*, p. 92.

¹³ Hristova (2000), Hunya (2000) y Reiljan (2000) en European Association for Comparative Economic Studies (EACES) (2000).

¹⁴ Banco Mundial (2001b).



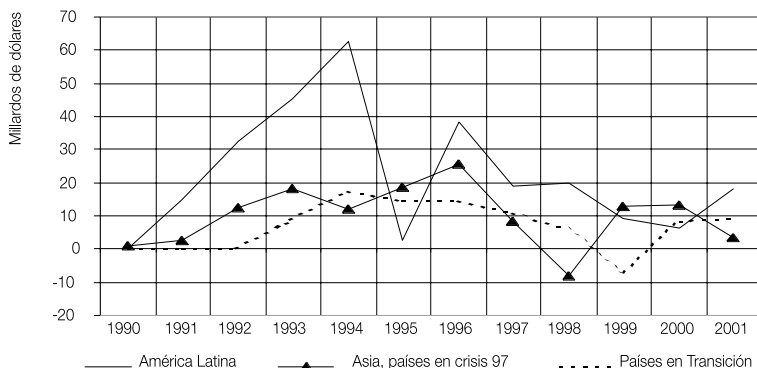
De acuerdo con lo anterior, en nuestra opinión, las perspectivas de una recuperación de la IED hacia los países en desarrollo no son muy claras. Banco Mundial, en la misma fuente citada, confirma esta incertidumbre cuando afirma que el lento descenso reciente es probable de que sea seguido por otro período de crecimiento en la IED, aunque no tan rápido como lo fue durante los noventa. Destaca que la tasa de difusión de las innovaciones tecnológicas recientes hacia los países en desarrollo podría alcanzar un máximo, particularmente a medida que internet y otras mejoras en las telecomunicaciones ejerzan su efecto. Estas fuerzas acrecentarían la tasa esperada de rendimiento sobre las inversiones en los países en desarrollo en relación con la de los países industriales. Banco Mundial agrega que la globalización y una integración económica más extensa estimulará una reforma sectorial más profunda, creando así mayores oportunidades para la IED, en proyectos de nueva inversión (greenfield) y a través de la privatización de activos estatales existentes, que a nuestro parecer también tiende a agotarse este recurso de atracción de capital foráneo. La incertidumbre a que nos referimos, Banco Mundial parece resumirla claramente en las siguientes líneas: "Por supuesto, el momento de tal resurgimiento de la IED es difícil de predecir, pero en el largo plazo (sic), la IED continuará jugando un papel significativo en el crecimiento de las economías en desarrollo, no sólo a causa de su volumen y estabilidad relativa, sino también debido a varios efectos asociados en el spillover de tecnología y especialización"¹⁵. Una implicación delicada de esta incertidumbre, en nuestra opinión, radica en que la IED en los años recientes se convirtió en la principal fuente de financiamiento del déficit en cuenta corriente en general de las economías emergentes, y en particular de América Latina, de modo que su evolución en los próximos años será clave, al menos en este sentido, por supuesto que su impacto dependerá también del comportamiento de otras clases de ingreso de capitales, tanto de corto como de largo plazo.

6.2.2 LAS INVERSIONES DE CARTERA

Por lo que se refiere a las inversiones de cartera (ver Cuadro 7), América Latina y Asia también obtuvieron la mayor parte dentro del conjunto de las economías emergentes, con la diferencia de que América Latina se mostró mucho más atractiva para esta clase de inversiones, lo que pone de manifiesto una diferencia sustancial entre ambas regiones respecto al tipo de apertura en la cuenta de capitales. En efecto, América Latina en el período 1990-2001, en términos netos y con cifras acumuladas, recibió inversiones de cartera más del doble que Asia, 270 millardos contra 110 millardos de dólares, respectivamente. Los países en transición también ya son considerados como otro mercado rentable para esta clase de inversiones, cuya característica volátil, para las tres regiones mencionadas, queda ilustrada en la Gráfica 3.

¹⁵ Ibid., p. 40.

GRÁFICA 3: INVERSIONES DE CARTERA EN REGIONES EMERGENTES SELECCIONADAS



Fuente: FMI, base de datos de World Economic Outlook

Las drásticas fluctuaciones de las inversiones de corto plazo han sido, en general, una de las principales fuentes de inestabilidad financiera. De esta forma, la intensidad de los flujos masivos de capital privado y su desigual distribución (por regiones y países y por clase de inversión) quedan reflejadas en las crisis recientes. En efecto, las crisis son más frecuentes desde mediados de los noventa y se concentran en las dos regiones mayormente receptoras de capital privado. Las crisis ocurridas en América Latina estuvieron más asociadas a las salidas masivas de capital de cartera que en el sudeste de Asia, ya que en esta última región, la crisis que estalló en 1997 tuvo un fuerte peso el endeudamiento crediticio de corto plazo que aumentó con rapidez en los años previos a la misma. Así, baste con indicar que, en el lapso 1990-1996, los flujos de préstamos privados adquiridos por los cinco países asiáticos que cayeron en crisis en 1997, ascendieron a 106 millones de dólares; ese monto representó el 86% del total de préstamos netos privados obtenidos por todas las economías emergentes en el mismo período.

7. CONCENTRACIÓN DE LOS RECURSOS SEGÚN EL NIVEL DE INGRESO DE LOS PAÍSES

Las asimetrías en la distribución del capital entre los países en desarrollo también pueden observarse según su nivel de ingreso. En efecto, la globalización de las actividades financieras está todavía involucrando sólo a un pequeño número de países en desarrollo. En los noventa, las naciones de bajo ingreso, donde vive el 41% de la población de los países en desarrollo, atrajeron sólo 14 % de los flujos de capital privado hacia el mundo en desarrollo¹⁶.

En efecto, los flujos privados se concentraron en los países de ingreso medio. Así ocurrió en el caso de los flujos de IED (ver Cuadro 8), y en una forma cada vez más acentuada, durante la década (de 87% a 93% durante el



período 1991-2000), correspondientemente, los países de bajo ingreso mantuvieron la menor participación relativa en esos recursos, destacando que en estos últimos la misma se redujo a casi la mitad durante el mismo lapso de referencia (de 13% a 7%). Dentro de estos últimos, los países menos desarrollados¹⁷, igualmente vieron decrecer su participación en una proporción similar (de 5% a 2.5%). Una característica relevante de la IED es su alta concentración en China, que atrae, por el contrario, una menor proporción de flujos financieros. Cabe destacar que en los países de ingreso bajo y los menos desarrollados, la proporción de flujos de IED en proporción a su PIB creció en más del doble, en el caso de los países de ingreso medio esa relación se triplicó en el mismo período, lo que sugiere unas enormes potencialidades de esta clase de inversión foránea en economías pequeñas y múltiples rezagos económicos.

CUADRO 8: FLUJOS DE IED HACIA LOS PAÍSES DE INGRESO MEDIO, BAJO Y MENOS DESARROLLADOS (PORCENTAJES)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 ^a
Entradas IED/Total IED países en desarrollo										
Países de ingreso medio	87.3	89.3	89.1	90	87	86.5	88.8	92.4	94.7	93.2
Países de ingreso bajo	12.7	10.7	10.9	10	13	13.5	11.2	7.6	5.3	6.8
IED/PIB										
Países de ingreso medio	0.9	1.1	1.5	1.9	1.9	2.1	2.7	3.1	3.2	2.8
Países de ingreso bajo	0.5	0.6	0.9	1	1.4	1.7	1.8	1.4	0.9	1.1
Flujos de IED en países menos desarrollados^b										
% de la IED total de los países en desarrollo	5	3.1	2.6	1	1.8	1.9	1.5	2	2.7	2.5
% de su PIB	1.4	1.3	1.5	0.8	1.6	1.8	1.7	2.4	3.3	2.8

Fuente: Banco Mundial (2001): *Global Development Finance*, Washington D.C.

a. Estimado

b. El grupo de 47 países definido por Naciones Unidas.

El financiamiento a través del mercado de capital también tendió a concentrarse más entre un pequeño grupo de países. (Ver Cuadro 9) Los países de ingreso medio, en el año 2000, registraron el 97% del total de obligaciones del mercado de capital en los países en desarrollo; esa participación en 1991 fue del 78%. Los niveles de participación alcanzados por los países de ingreso medio en el año 2000, por tipo de flujo, son similares (en los flujos de deuda, casi 100% en la emisión de bonos y 95% en los préstamos bancarios; 97% en la colocación de acciones). En el año 2000 justamente cuatro países -Brasil, China, México y Turquía- absorbieron alrededor del 85% de todos los flujos de acciones entre los países en desarrollo, aunque en la última parte del 2000 ese pequeño grupo de países comenzaron a registrar una

¹⁶ Ver Ocampo (2000).

¹⁷ El grupo de 47 naciones definido por Naciones Unidas.

tendencia declinante en esa clase de inversiones. La parte más importante de recursos del mercado de capitales hacia los países de ingreso bajo es en la forma de préstamos sindicados¹⁸, mismos que declinaron desde 1997. En todos los casos, el financiamiento privado a los países pobres es mínimo. En general, durante los años recientes, el conjunto de países en desarrollo han enfrentado altas tasas en los préstamos y dificultades en acceder a los mercados internacionales de capital, a pesar de la recuperación que registraron el producto global y el comercio en los mismo años desde la crisis financiera.

CUADRO 9: OBLIGACIONES DEL MERCADO DE CAPITAL EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO, POR TIPO DE FLUJO

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
<i>Millardos de dólares</i>										
Total	76.9	80.1	115.7	135.5	173.3	236.4	315.8	189.3	185.5	236.4
Emisión de bonos	11	20.1	50.1	45.7	52.6	97.6	114.3	73	70.3	77.2
Préstamos bancarios	61.3	54	57.5	72.8	112.7	125.2	179.1	107.8	94	124.4
Colocación de acciones	4.6	6	8.1	17	8	13.7	22.4	8.6	21.1	34.8
de las cuales, China	0	0.7	1.9	2.6	0.9	2.1	9.4	1.1	3.3	21.2
<i>Participación de los países de ingreso medioa (porcentajes)</i>										
Total	77.9	95.6	94.2	90.9	92.7	93.3	94.7	93.8	96.3	96.7
Emisión de bonos	94.6	99.9	98.5	96.3	97.9	96.8	97	97.5	99.4	99.6
Préstamos bancarios	73.2	94.1	90.9	91.8	90	90.9	93.2	90.8	94.1	94.7
Colocación de acciones	100	94.7	91.5	72.7	96.6	90.2	95.5	99.4	95.7	97.4

Fuente: Banco Mundial (2001): *Global Development Finance*, Washington, D.C.

a. Incluye China

Otra forma de medir la participación de las naciones de bajo ingreso en el financiamiento privado es a través de comparar ésta con su participación en la población total y el PIB del conjunto de países en desarrollo. En ambos casos fue inferior, por lo menos hasta el momento en que estalla la crisis entre los países asiáticos. (Ver Cuadro 10) Esto es relevante en particular en el financiamiento a través de la emisión de bonos, crédito bancario comercial y los flujos de cartera, si se excluye la India en el último aspecto. En todos los casos, el financiamiento privado a los países pobres es mínimo. Su participación en la IED, como ya fue indicado, es pequeña, pero también menor que su contribución al PIB de los países en desarrollo.

¹⁸ Esos préstamos son tradicionalmente de corto plazo, y se trata de un financiamiento relacionado al comercio.



**CUADRO 10: FLUJOS NETOS DE RECURSOS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO SEGÚN NIVEL DE INGRESO
1992-1997 (PROMEDIOS ANUALES, MILLARDOS DE DÓLARES Y PORCENTAJES)**

	IED		Cartera		Ayudas		Bilateral		Multilateral*	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Países en desarrollo	99	100	36	100	30	100	2.9	100	13.7	100
Excluyendo China	67	68	32	89	29	99	0.5	19	11.6	84.5
Países de Bajo ingreso	6.7	6.8	3.4	9.5	16	53	0.8	27	5.9	43.4
India	1.6	1.6	2.5	6.9	0.6	1.9	-0.3	-11	1	7.4
Otros países	5.1	5.2	0.9	2.6	15	51	1.1	38	4.9	36
China***	32	33	3.9	11	0.3	1	2.3	81	2.1	15.5
Países de Ingreso medio	60	61	28	79	14	46	-0.2	-8.1	5.6	41.1
Argentina	4.4	4.5	1.7	4.9	0	0.1	-0.1	-3.2	0.9	6.6
Brasil	7.7	7.7	4.1	12	0.1	0.2	-1.3	-43	-0.1	-0.6
Rusia	1.9	1.9	1.1	3.1	1.1	3.7	0.6	21	0.9	6.2
Indonesia	3.5	3.6	2.4	6.8	0.2	0.8	1.2	42	0.1	0.9
Corea****	1.5	1.5	3.1	8.8	0	0	-0.2	-5.4	0.6	4.1
México	8.1	8.2	5.1	14	0	0.1	-0.6	-21	0.3	2.2
Otros países	33	33	11	30	12	41	0.1	2.2	3	21.7
	Bonos		Préstamos**		Otros prést.		Total		PIB Pobl.	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	%	%
Países en desarrollo	34.6	100	28.3	100	4.9	100	249	100	100	100
Excluyendo China	32.9	95.2	26.6	94	1.1	21.4	201	80.7	89.2	74.8
Países de Bajo ingreso	0.5	1.5	0.9	3.3	0.4	7.2	34.5	13.9	11.4	41
India	0.4	1.1	0.8	2.8	0.4	8.9	6.9	2.8	5.6	19.3
Otros países	0.2	0.4	0.2	0.6	-0.1	-1.7	27.6	11.1	5.8	21.7
China***	1.7	4.8	1.7	6	3.9	78.6	48	19.3	10.8	25.2
Países de Ingreso medio	32.4	93.7	25.7	90.7	0.7	14.2	166	66.9	77.8	33.9
Argentina	5.5	15.9	0.8	2.9	0	-0.9	13.3	5.3	5	0.7
Brasil	3.1	9	8.2	29	-0.6	-11	21.2	8.5	10.5	3.3
Rusia	0.8	2.2	0.3	1.1	1.4	28.7	8.1	3.2	7.3	3.1
Indonesia	1.6	4.7	0.9	3.2	0.2	3.7	10.2	4.1	3.4	4
Corea****	4.5	12.9	4.1	14.5	-0.2	-4.8	13.4	5.4	7.3	0.9
México	5.2	15.2	0.3	1.1	-0.3	-6.9	18.2	7.3	6.7	1.9
Otros países	11.7	33.8	11	38.9	0.3	5.6	81.9	32.9	37.6	19.8

Fuente: Banco Mundial, *Global Development Finance, 1999*, y *World Economic Indicators, 1998* para PIB y datos de población.

* Excluye FMI.

** Préstamos bancarios comerciales.

*** Banco Mundial consideró a China como un país de bajo ingreso hasta 1998, desde 1999 como de ingreso medio. Aquí se considera como una categoría específica.

**** Banco Mundial clasifica a Corea como un país de alto ingreso, pero es incluido como un país de ingreso medio en *Global Development Finance 1999*.

Por otro lado, la alta concentración de la mayoría de flujos volátiles entre los países de ingreso medio, excluyendo China, ha subrayado en ellos los aspectos de la volatilidad y el contagio.

Por tanto, los países de bajo ingreso han sido marginados de los flujos privados y han continuado dependiendo de los flujos oficiales. Ellos han dependido fuertemente de la asistencia oficial al desarrollo, particularmente

de las donaciones, procedentes en su mayoría en forma de ayuda bilateral. Excluyendo nuevamente a la India, éste es el único componente de los flujos de recursos netos hacia los países en desarrollo que es altamente progresivo, en el sentido de que la participación de los países de ingreso bajo supera no sólo su participación en el PIB de los países en desarrollo, sino también en población. Algo similar ocurre en con el financiamiento multilateral, excluyendo al FMI. Sin embargo, el financiamiento oficial al desarrollo, en especial su mayor componente, la ayuda bilateral, ha sido decreciente. La asistencia oficial al desarrollo, procedente de los países miembros del Development Assistance Committee, disminuyó durante la década, y en 1999 fue estimada en 0,24% del PIB de esos países industrializados¹⁹ cuando el mismo indicador significó 0,4% a mitad de los años ochenta²⁰. La volatilidad de los flujos financieros privados y su fuerte concentración en los países de ingreso medio, han generado la necesidad de financiamiento excepcional en una escala sin precedente, concentrado en unos pocos países. Como consecuencia de esto, la participación del financiamiento del FMI hacia los grandes deudores, ha desplegado una fuerte tendencia al alza durante las dos últimas décadas. La escasez de financiamiento oficial para los países de bajo ingreso, y la alta concentración del financiamiento para cubrir los déficit de balanza de pagos en unos cuantas economías en desarrollo, destacan la racionalidad con la cual se distribuyen los flujos globales de capital²¹.

8. UNA INTERPRETACIÓN ALTERNATIVA

Es evidente la escasa compatibilidad de las predicciones de la teoría convencional con la realidad que hemos descrito arriba. Teóricamente, en un contexto sin barreras a la movilidad internacional de capitales, el ahorro de los países desarrollados se desplazaría masivamente hacia las economías más pobres, que experimentan altos déficit en cuenta corriente. Esto no ha ocurrido así, a pesar de los avances en la apertura en las cuentas de capitales de los países en desarrollo, al contrario, los países más pobres han sido los menos beneficiados por el ahorro externo, fueron marginados de los flujos privados y continuaron dependiendo de los flujos oficiales. Pero el financiamiento oficial al desarrollo hacia los países de bajo ingreso fue decreciente y escaso en las principales modalidades, y unos cuantos países en desarrollo concentraron en forma acentuada el financiamiento privado para cubrir sus déficit de balanza de pagos.

¿Han sido las oportunidades de inversión mejores en los países en desarrollo que en los países desarrollados? Los resultados de nuestra investigación al menos sugieren una respuesta negativa. La prueba es que la mayor

¹⁹ Banco Mundial (2001b), Cap. 4, p. 88.

²⁰ Banco Mundial (1999), Cap. 4, p. 70.

²¹ Ocampo (2000), p. 44.



parte de las corrientes financieras internacionales se mantienen concentradas entre los países más desarrollados.

¿La rentabilidad de la inversión es más alta cuanto más escaso es el capital existente? El capital, efectivamente, es escaso en los países en desarrollo, pero eso no ha sido motivo suficiente para los capitales se desplacen en abundancia hacia ellos. La rentabilidad de la inversión es efectivamente el principal móvil del capital, pero no el único. ¿Con arreglo a qué entonces se desplazan los capitales? El financiamiento real de los mercados internacionales dista de ser tan idílico. No existe la deseable diversificación internacional de cartera, ni los capitales fluyen libremente hacia sus usos más productivos²². La incertidumbre, y por ello la aversión al riesgo, es una característica fundamental y ampliamente desarrollada en los mercados financieros, en particular si se trata de mercados emergentes, por tanto, las expectativas en torno al rendimiento esperado y el riesgo tienen un papel central en la composición y los ajustes de las carteras de los inversionistas internacionales y, por tanto, en los movimientos internacionales del capital. Entre los países en desarrollo, la fragilidad y la inestabilidad económica son mucho más altas que en los países desarrollados, por tanto, su calidad de riesgo-país lo es también. Sólo aquellos países que logran resarcir al inversor (que acepta un futuro más incierto) a través de agregar al rendimiento de los activos financieros la prima de riesgo exigida por el mercado (como principal requerimiento, y no el único), tienen mayores posibilidades de acceso a las corrientes financieras internacionales. Además de esta compensación al riesgo, los países en desarrollo están sujetos a otras condiciones de financiamiento también adversas, es el caso de la reducción en los plazos para el reembolso de las deudas, que constituye uno de los principales motivos que ha propiciado la entrada de capitales altamente volátiles y dañinos para los propósitos de estabilidad y la planificación de mediano y largo plazo de los países en desarrollo.

Este punto de vista, en nuestra opinión, permite dar coherencia a los profundos contrastes localizados en la distribución de los flujos internacionales de capital entre los países desarrollados y los en desarrollo, así como los que han ocurrido entre estos últimos. Pero también, si fuera considerada la imperfección de los mercados, sería posible explicar las violentas fluctuaciones en los flujos de capital a que se han visto sometidos los países en desarrollo, pues los fenómenos derivados de los problemas de la asimetría e imperfección de la información en los mercados financieros (mucho más intensivos en información que otros mercados), como las burbujas, los contagios, los comportamientos de rebaño y el racionamiento del crédito, entre los más relevantes, han ocupado un lugar central en el estallido de las crisis monetarias y financieras en el entorno de las economías emergentes, incluso en aquellas donde

²² Bebczuk, R. N. (2000), p. 189.

los fundamentos han revelado una relativa solidez en los momentos de inestabilidad y de crisis.

REFLEXIONES FINALES

La confrontación entre las predicciones de la teoría convencional en materia de las potencialidades de desplazamiento del ahorro externo hacia los países en desarrollo y la realidad de los flujos internacionales de capital entre estos países, pone de manifiesto la incongruencia entre tales predicciones y lo que ha estado ocurriendo en realidad. La evaluación estadística de la distribución internacional de las corrientes de capital hacia los países en desarrollo, durante la década de los noventa, revela fuertes asimetrías por regiones y países, así como tendencias distintas según las clases de inversión foránea. De hecho, la distribución internacional del capital poco ha tenido que ver con una idea de asignación eficiente de los recursos. Estos resultados, en nuestra opinión, plantean la necesidad de una interpretación alternativa que considere la naturaleza de los capitales y la imperfección de los mercados, pues en esta perspectiva sería posible una mayor coherencia entre teoría y realidad.

BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, Manuel R. y Ricardo Mayer (2000): "Foreign investment in developing countries. Does it crowd in domestic investment?" *UNCTAD Discussion Papers* 146.
- Banco Mundial (2001a): *Prometedoras perspectivas de crecimiento a mediano plazo en América Latina y el Caribe*, a pesar de la desaceleración global prevista en el 2001, Comunicado de prensa N° 2001/289/S
- Banco Mundial (2001b y 1999), *Global Development Finance*, Washington, DC.
- Bank of International Settlements (2000): *70º Annual Report*, BIS, Basilea.
- Bebczuk, Ricardo N. (2000): *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2000a): *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, Naciones Unidas, CEPAL, Santiago de Chile.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (2000b): *Crecer con estabilidad. El financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, documento preparado para la Consulta Regional de América Latina y el Caribe sobre Financiamiento del Desarrollo, Bogotá, D. C., 9 y 10 de noviembre de 2000. Naciones Unidas, CEPAL, Santiago de Chile.



- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (1999), *La inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*. Informe 1998. Santiago de Chile, versión electrónica.
- European Association for Comparative Economic Studies (EACES) (2000): *6ª Conferencia*, organizada por EACES y el Grupo de Análisis de la Transición Económicas de la Universidad de Barcelona; Barcelona, 7-9 septiembre de 2000; en particular las ponencias siguientes: Hristova, Anna I.: "Investments in Central and Eastern Europe and the Former Soviet Union"; Hunya, Gábor: "Foreign penetration in CEEC manufacturing industries: recent trends"; y, Reiljan, Ele: "Determinants of foreign direct investment in Transition Countries".
- European Bank for Reconstruction and Development (2000): *Transition Report*.
- Felix, David (1998): "On drawing general policy lessons from recent Latin American currency crises", *Journal of Post Keynesian Economics*, winter, Vol. 20, No. 2, pp. 191-221.
- Ffrench-Davis, R (2000): "Stabilizing capital surges en emerging economies", en José A. Ocampo, Stefano Zamagni y Ricardo Ffrench-Davis (Editores) *Financial Globalization and the Emerging Economies*, CEPAL-International Jacques Maritain Institute, Santiago de Chile, pp. 313-328.
- FMI (2001): *World Economic Outlook*, mayo, y Base de Datos, FMI, Washington, D.C.
- Ocampo, José A. (2000): "A broad agenda for international financial reform", en José A. Ocampo, Stefano Zamagni y Ricardo Ffrench-Davis (Editores) *Financial Globalization and the Emerging Economies*, CEPAL-International Jacques Maritain Institute, Santiago de Chile, pp. 41-62.
- Sánchez Tabarés, Ramón (1997): *La evolución de los mercados financieros internacionales*, Redem, versión electrónica.
- Stiglitz, Joseph E. (1999): "Reforming the global economic architecture: lessons from recent crises", *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No. 4, august, pp. 1508-1521.