

# ***Las restricciones de capitales extranjeros a los países emergentes en el umbral del siglo XXI***

*Este artículo busca discutir el comportamiento de los mercados internacionales de crédito, deuda e inversión extranjera directa, a partir de las dificultades de financiamiento de la balanza de pagos brasileña. Se defiende la hipótesis de que la retracción en los flujos internacionales de capitales para los países emergentes parece evidenciar el surgimiento de una nueva forma de inserción de estos países, en cuyo contexto se reduce la posibilidad de que el déficit en cuenta corriente sea financiado por los capitales internacionales.*

**Marcos Antônio Macedo Cintra /  
Maryse Farhi**

**A** lo largo de los últimos 10 años, la gestión de la política macroeconómica brasileña fue dirigida fundamentalmente por la creencia y/o expectativa de que sería posible financiar el elevado déficit comercial y los servicios de la deuda externa mediante el acceso ilimitado a la gigantesca liquidez del sistema financiero internacional. Puesto en jaque en varios momentos, ese patrón de financiamiento de las cuentas externas brasileñas entró definitivamente en

---

**Marcos Antônio Macedo Cintra:** doctor en economía del Instituto de Economía de la Unicamp; investigador de la Fundap-SP, San Pablo.

**Maryse Farhi:** doctora en economía del Instituto de Economía de la Unicamp; investigadora del proyecto Fapesp / Instituto de Economía / Unicamp, Campinas.

**Palabras clave:** sistema financiero internacional, desarrollo, inversiones, Brasil, América Latina.

**Nota:** Este ensayo es una visión resumida de un trabajo más amplio sobre los límites de la inserción internacional de los países emergentes.

---

colapso en 2002, cuando la brutal contracción de los flujos de capitales desencadenó una desvalorización de 53% del real.

Una visión panorámica de los flujos financieros internacionales muestra que no solamente la economía brasileña estuvo sometida a fuertes restricciones. A partir de la crisis asiática de 1997, disminuyó aceleradamente la disposición de los mercados internacionales a financiar los desequilibrios de los países en desarrollo. Esto significa que tales países precisan reducir la dependencia de fuentes externas de financiamiento y reemplazarla por alternativas domésticas para canalizar el desarrollo económico y social. Haciendo hincapié en las dificultades de financiamiento de la balanza de pagos brasileña, el artículo intenta discutir el comportamiento de los mercados internacionales de crédito, de la deuda y de la inversión extranjera directa.

### ***La contracción de los flujos de capitales hacia la economía brasileña***

Las cuentas externas del país pasaron por una profunda transformación a partir de la implementación del Plan Real en 1994. Al inicio de la década el país acumulaba un superávit en transacciones corrientes. En la primera fase del Plan, bajo el régimen de cambio administrado, las señales se invirtieron. El saldo de la balanza comercial y de las transacciones corrientes se tornó cada vez más negativo. En la segunda fase, bajo el régimen de cambio fluctuante, el resultado de la balanza comercial volvió a presentar señales positivas, con una reducción de importaciones en mayor proporción que la expansión de las exportaciones, aunque el déficit en las transacciones corrientes siguió relativamente elevado. Para financiar este déficit se buscó atraer inversión extranjera directa (IED), como también flujos de capitales externos hacia la Bolsa de Valores de San Pablo (Bovespa) y el sistema financiero doméstico, sin generar instrumentos e instituciones capaces de garantizar el financiamiento a largo plazo de las nuevas inversiones.

En la primera etapa, la entrada de inversiones de cartera (acciones y renta fija) fue fundamental para financiar el déficit en transacciones corrientes. En 1994, afluyeron 6,9 millardos de dólares dirigidos al mercado accionario, y 43,6 millardos al mercado de renta fija. Entre 1995, en función de la crisis mexicana, y 1998, el saldo líquido anual cayó a 15,4 millardos de dólares, en términos promedio, a pesar del elevadísimo diferencial de las tasas de interés en un intento por defender la política de cambio administrado. En 1998, la crisis rusa y sus repercusiones en la economía brasileña llevaron a una acentuada fuga de capitales, forzando la adopción del régimen de tasa de cambio flotante. En la

***El aumento del endeudamiento ocasionó también una pesada deuda pública interna***

segunda etapa, las inversiones de cartera se redujeron brutalmente y la IED asumió un papel preponderante. Entre 1999 y 2001, la entrada promedio anual de IED alcanzó 27,4 millardos de dólares (Barros et al., pp. 78-79).

El financiamiento líquido promedio en operaciones de bonos, *commercial papers* y préstamos bancarios contribuyó escasamente en la consolidación de las cuentas externas brasileñas; solo en 1995, 1996 y 2001 presentó señales positivas. En términos promedio hubo salida líquida de capital durante toda la década, destacándose el saldo negativo en 1994, con 43,6 millardos de dólares. Encima, la deuda externa total creció de 135,2 millardos en 1991-1993 hasta 234,6 millardos en 1999-2001, reflejando un cambio en el patrón de financiamiento del sector privado. Entre 1990 y 1998, la captación externa líquida del sector privado fue positiva en 120 millardos. La mayor parte de esos recursos en moneda extranjera, exactamente 73 millardos de dólares, fue captada durante la política de anclaje cambiario, en el trienio 1996-1998. En 1999 y 2001, con la adopción del régimen de cambio flotante y la elevación de riesgo del país, el flujo líquido de recursos en moneda extranjera hacia el sector privado se tornó negativo, es decir, las empresas pasaron a reducir su endeudamiento denominado en divisas.

Esas relaciones de débito y crédito en moneda extranjera no indujeron a una elevación relevante del ahorro doméstico: la formación bruta del capital fijo, a precios de 1980, se elevó a 17,2% del PIB entre 1995-1998, y cayó 16% en 1999-2001, a pesar del aumento en la IED. Con todo, el endeudamiento externo y la venta de empresas públicas y privadas a inversionistas extranjeros acarrearán cambios patrimoniales desfavorables para el país. El aumento del endeudamiento ocasionó también una pesada deuda pública interna, fruto, en un primer momento, de la esterilización de los efectos monetarios de la expansión de las reservas y, en un segundo momento, de los intereses estratosféricos que, para defender la política cambiaria, impidieron la elevación de la inversión del sector privado nacional. Durante 2002, este patrón de financiamiento de las cuentas externas naufragó, resultando en fuertes presiones sobre la tasa de cambio. La devaluación del real se aceleró desde mediados de abril, y en octubre la tasa de cambio alcanzaba 3,99 reales por dólar. El movimiento inicial lo dieron los analistas de bancos internacionales, cuando bruscamente alteraron sus recomendaciones en relación con los activos brasileños. Esto se intensificó después de la desacertada decisión del Banco Central de anticipar, sin previo aviso y en vísperas de un feriado, la valorización a precios de mercado de los títulos

de las carteras de los fondos de inversión. Esa medida suscitó desconfianza en que se mantuvieran las reglas, alimentó el miedo, y hubo especulaciones de reestructuración de la deuda pública con posibles confiscaciones de las cuentas, lo que provocó elevados retiros de los fondos, en gran medida dirigiéndose estos recursos hacia la compra de dólares en el mercado de contado.

En el fértil terreno creado por la realización de las elecciones presidenciales, las tasas de cambio futuras de los mercados de derivados se situaron por debajo de las tasas de cambio pactadas en el mercado de contado. Esa distorsión de la curva normal de los precios entre activos a la vista y a futuro era una clara demostración de que la demanda por *hedge* era poco acentuada. Por el contrario, la concentración de la demanda en el mercado a la vista denotaba el hecho de que muchos agentes necesitaban efectuar pagos externos inmediatamente<sup>1</sup>, y quienes temían una futura ruptura de contratos deseaban, esencialmente, adquirir divisas para sacarlas del país y no activos indexados a la tasa de cambio, pero con liquidación en reales.

Las incertidumbres electorales contribuyeron a ese proceso una vez que creció el rechazo al riesgo por parte de los inversionistas extranjeros, pero ellas no fueron responsables de todo. De acuerdo con informaciones disponibles, la moratoria de las deudas y el colapso del sistema cambiario, monetario y financiero en la Argentina, generó una fuerte inquietud sobre las evaluaciones futuras de las inversiones, pues las pérdidas de los bancos extranjeros que operaban en el país fueron más grandes de lo que se podría prever. La incertidumbre con relación al futuro aumentó también con la crisis de confianza en los mercados de capitales (fraudes contables, conflictos de intereses, etc.), los concursos de acreedores convocados por grandes empresas de Estados Unidos, la falta de dinamismo de las economías centrales y las amenazas de una guerra contra Irak.

Agréguese a esto que la ausencia de mecanismos de control y registro por tipo de préstamos en el Banco Central de la República Argentina, acabó por determinar la inclusión de los créditos a la exportación (*trade financing*) en la moratoria de la deuda externa, a inicios de 2002. Esa decisión del Banco Central argentino quebró una convención del mercado financiero internacional: los financiamientos para el comercio exterior nunca habían sido alcanzados por los procesos de moratoria y renegociación de deudas. Frente a eso, las autoridades reguladoras (bancos centrales y autoridades como el Office of the Controller of the Currency,

---

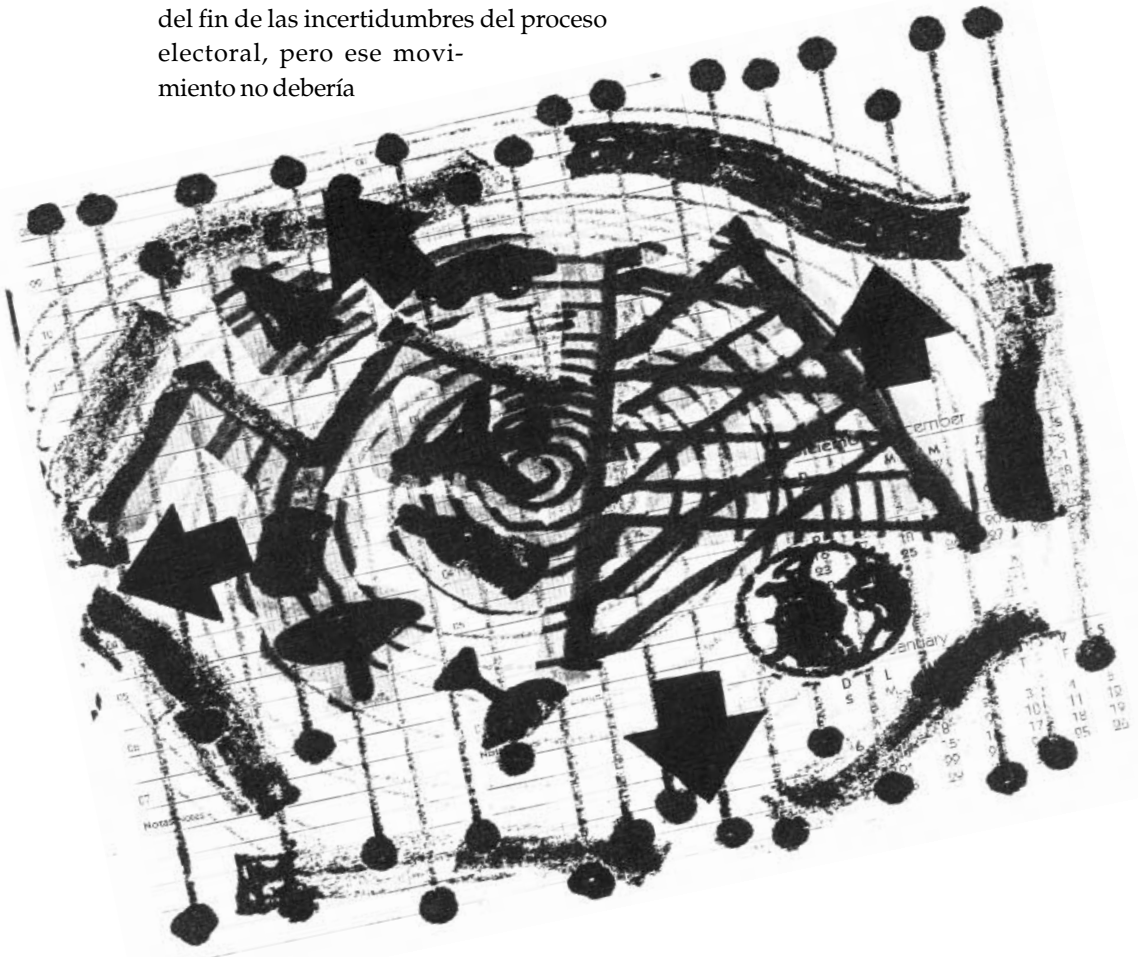
1. Estos pagos representaron tanto liquidación de préstamos que no habían sido renovados como recompra de títulos anteriormente emitidos para aprovechar su fuerte depreciación en el mercado internacional.

de EEUU) pasaron a solicitar que los bancos incluyeran los créditos al comercio exterior en los sistemas de evaluación de riesgo del crédito y en sus prestaciones de cuentas. Tal medida ocasionó un aumento en el riesgo de los activos mantenidos en el exterior (*cross border risk*) por los bancos, llevando a una rápida reducción de las posiciones en activos de los países emergentes, incluso por la no renovación de las líneas de crédito comerciales vencidas. Las presiones resultantes sobre la tasa de cambio del real fueron potencializadas por especulaciones en torno de los vencimientos de títulos de la deuda pública interna, corregidos por la variación cambiaria, cuando los agentes financieros domésticos forzaron la devaluación para ampliar sus ganancias patrimoniales. La devaluación combinada con la escasa actividad en el mercado interno produjo una notable mejoría en la balanza comercial y en las transacciones corrientes de la balanza de pagos. En agosto, el saldo de las transacciones corrientes mostró un beneficio de 327,4 millones de dólares, el primer superávit desde septiembre de 1994. El resultado acumulado fue un déficit de 7,7 millardos de dólares en 2002, 66% menor que el de 2001, de 23,2 millardos.

Con todo, la mejoría de la cuenta corriente fue acompañada por un deterioro sin precedentes en la cuenta de capital y financiera (inversiones y flujos de capital). El saldo acumulado fue negativo en 4 millardos de dólares, si excluimos los recursos obtenidos del FMI (9,9 millardos en junio, 3 millardos en septiembre y 3 millardos en diciembre). Ese deterioro refleja la acentuada reducción de la IED; el flujo de capital fue más estable en los años anteriores. El saldo líquido de IED (entradas menos salidas) fue positivo en 24,7 millardos de dólares en 2001; y en 2002 cayó a 14 millardos. Refleja también la fuga de los inversionistas de portafolio (acciones y títulos de renta fija) que retiraron 5,1 millardos en 2002. El acceso a créditos comerciales, préstamos bancarios, captación de bonos, notas y *commercial papers* en el mercado internacional también sufrió fuerte restricción. En 2002, la tasa promedio de renovación de la deuda externa privada fue de 43%, correspondiendo 31% a títulos de deuda y 64% a préstamos bancarios. En 2001 el sector privado había conseguido renovar prácticamente la totalidad de su deuda externa: la tasa promedio había sido de 98%. Las líneas de crédito interbancarias (para fines de comercio exterior, exportación e importación), que habían alcanzado 16,2 millardos de dólares en agosto de 2001, fueron recortadas a 9,8 millardos en diciembre de 2002. Esta reducción obligó a los empresarios a tomar préstamos en el mercado interno o a utilizar recursos propios. El Banco Central y el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (Bndes) pasaron a ofertar líneas de financiamiento a las exportaciones (aproximadamente dos millardos cada uno), a fin de contener el racionamiento del mercado de crédito internacional.

La llamada Cuenta CC-5, uno de los principales mecanismos utilizados por los inversionistas brasileños para enviar recursos al exterior, alcanzó un auge de fuga de capitales en 1998 (con 24,8 millardos de dólares), antes de la alteración del régimen cambiario. En los años siguientes, con el régimen de cambio flotante, los flujos de salida disminuyeron sustancialmente. En 2002, salieron 9,1 millardos, 50% por encima del total del año anterior (6,1 millardos), pero sin representar una tendencia exagerada en el envío de capitales al exterior. Esos datos refuerzan la hipótesis de que el país enfrentó una restricción externa de liquidez. Los inversionistas internacionales decidieron reducir sus posiciones en activos brasileños. Si no entra capital, la tasa de cambio se devalúa, pues las empresas necesitan recursos para pagar sus compromisos y/o aplicar sus reservas en el exterior. Si persiste esa inclinación de los inversionistas internacionales, el real puede hasta valorizarse en función del fin de las incertidumbres del proceso electoral, pero ese movimiento no debería

*El flujo de préstamos para los países emergentes decididamente se ha secado*



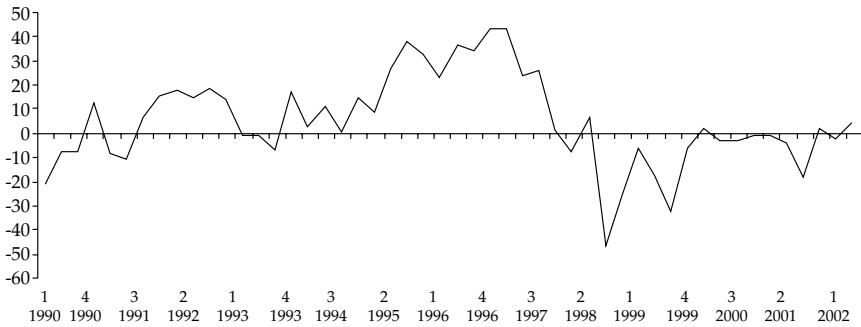
ser significativo, dada la fragilidad de las cuentas externas. En este sentido debe ser interpretado el salto en las expectativas promedio de los analistas financieros en relación con la tasa de cambio para finales de 2003. De acuerdo con el Boletín del Banco Central, *Focus*, las proyecciones de la tasa de cambio están por encima de 3,80 reales por dólar. Ese piso más elevado de la tasa de cambio permitiría una profundización de la tendencia de saldos comerciales expresivos, constituyendo un importante mecanismo para la reducción de la dependencia de capitales externos.

### ***El papel de los bancos internacionales en el financiamiento de los países emergentes***

En verdad, desde la crisis de los países asiáticos, en el segundo trimestre de 1997, se viene produciendo una abrupta contracción de los préstamos bancarios dirigidos a los mercados emergentes, lo que ilustra la naturaleza pro cíclica del mercado financiero internacional (v. gráfico 1). En fases de expansión los bancos invariablemente amplían sus créditos internacionales. Pero el peso de la deuda se torna gradualmente evidente, aumenta la aversión al riesgo y los bancos reducen los créditos. El flujo de préstamos para los países emergentes decididamente se ha secado. Esta actitud, que puede parecer correcta desde el punto de vista de las instituciones individuales, exagera la contracción de la liquidez general, convirtiéndose para los países en un férreo e insalvable obstáculo. La expansión de los préstamos bancarios para los países emergentes fue más pronunciada en Asia, seguida de los países de Europa oriental y América Latina. Gran parte de ese aumento estuvo relacionado con los préstamos a corto plazo: crecimiento de los créditos comerciales (*trade financing*), facilidades en el monitoreo y gestión de las exposiciones internacionales y mecanismos de arbitraje creados por la combinación de tasas de interés locales elevadas y regímenes de tasas de cambio fija o casi fija. Otra notable característica presente en la expansión de los préstamos bancarios para los países emergentes fue el aumento de la participación de los bancos europeos, particularmente en Asia y América Latina, acompañando la expansión de la IED y el comercio internacional de las corporaciones europeas. Esta expansión fue atribuida a una necesidad de diversificación regional, una vez que los bancos europeos, tradicionalmente, concentraban sus actividades en África, Europa oriental y Medio Oriente, así como a la búsqueda de mayores rendimientos de las actividades bancarias en la propia Europa, que presentó bajas tasas de crecimiento durante toda la década.

La expansión de los préstamos de los bancos norteamericanos fue mucho más modesta. Probablemente, esa actitud más cautelosa resulta de la experiencia de la crisis de la deuda de los países en desarrollo en el inicio de los años 80, cuan-

Gráfico 1

**Flujo de préstamos a los países emergentes (en millones de dólares)**

**Fuente:** Bank for International Settlements (BIS) ([www.bis.org](http://www.bis.org)).

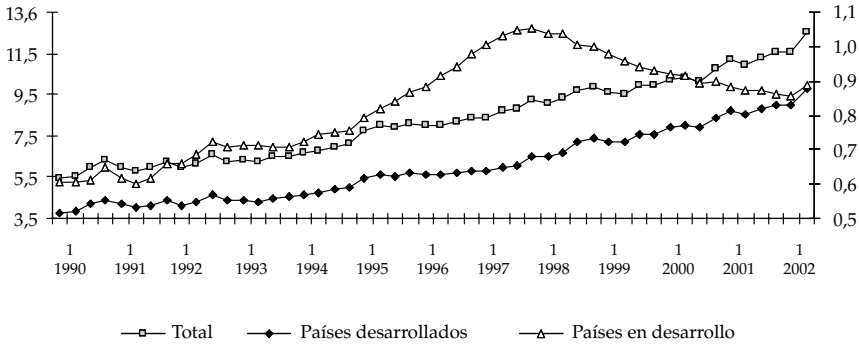
do sus balances fueron dramáticamente comprometidos con los préstamos a los países latinoamericanos. En realidad, los bancos norteamericanos expandieron sus actividades entre 1992 y 1994, pero pasaron a reducirlas después de la crisis mexicana en diciembre de 1994. Los préstamos de bancos norteamericanos para los países latinoamericanos permanecieron relativamente contraídos desde entonces, fomentando las instituciones financieras operaciones en otras áreas tales como Asia, Africa, Europa central y Medio Oriente (Jeanneau/Micu, pp. 3-4). Entre el inicio de 1997 y el segundo trimestre de 2002, el volumen de créditos bancarios internacionales para los países desarrollados creció de 5,8 billones de dólares a 9,8 billones, un aumento de 69%. A la vez, los créditos para las economías emergentes cayeron continuamente (v. gráfico 2). En el mismo periodo, el volumen disminuyó de 1 billón de dólares a 887,9 millardos: se produjo una contracción de 159,4 millardos (16%), sobre todo por la no renovación de las líneas de crédito. Ello resultó en una concentración de los préstamos de los bancos internacionales en los países desarrollados, 78,2% del total para junio de 2002. Los países emergentes recibieron apenas 7% de las operaciones totales de crédito internacional de los bancos. Es evidente que los créditos para países emergentes constituyen una pequeña parte del mercado de préstamos bancarios internacionales.

En el tercer trimestre de 2001, la desaceleración de la economía mundial implicó una reducción en el volumen de crédito de los bancos internacionales (12,6 millardos de dólares), que contrajeron sus préstamos a Japón y a los países emergentes. En el cuarto trimestre, los bancos volvieron a expandir sus créditos internacionales en 230,9 millardos (v. cuadro 1). Los mercados emergentes



Gráfico 2

**Préstamos internacionales (en billones de dólares)**



Fuente: BIS.

recibieron apenas 1,4 millardos, pero fue el primer saldo positivo relevante en 14 trimestres consecutivos (con excepción de otro saldo de 1,2 millardos en el primer trimestre de 2000). Durante 2001 los préstamos bancarios tuvieron una expansión de 852,8 millardos, encabezados por los países europeos y por EEUU. La exposición a los mercados emergentes tuvo una contracción de 23,3 millardos y, para Japón, también de 23,3 millardos. Ese patrón se repitió en el primer trimestre de 2002, cuando los bancos contrajeron los créditos a los países emergentes en 2,9 millardos. En el segundo trimestre de 2002 hubo una pequeña expansión de los préstamos bancarios para los países en desarrollo (3,4 millardos, dirigidos a Corea, México, Polonia y Taiwán).

Esos datos parecen indicar que los bancos internacionales sirven de poco a los intereses de los países emergentes. Entre 1998 y 2001, se ha acumulado un flujo líquido negativo (salidas líquidas de recursos de los países) de 356,4 millardos (v. cuadro 2). Los países latinoamericanos todavía son deudores líquidos en 48,5 millardos. Brasil representa la más grande exposición de los bancos internacionales en los mercados emergentes. No es casual que el FMI haya resuelto aprobar otro paquete de ayuda al país (30 millardos en agosto de 2002) y que los bancos decidieran reducir sus posiciones en activos brasileños durante este año. En total, la disponibilidad líquida de las reservas de préstamos de los bancos internacionales dirigidos a los países emergentes, menos los depósitos de los agentes económicos de esos países en los mismos bancos resulta negativa en 209,4 millardos de dólares (v. cuadro 2). Eso significa que los países en desarrollo se tornaron prestadores líquidos de capital hacia el sistema bancario internacional.

Cuadro 1

**Activos externos de los bancos internacionales (en millardos de dólares)**

	Variación estimada y ajustada por la tasa de cambio										Stock	
	1997	1998	1999	2000	2001	2001 III	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 II	% Total	
Países desarrollados	1.056,5	564,7	475,7	1.126,4	799,6	4,8	197,9	39,5	210,2	9.806,8	78,2	
Europa <sup>a</sup>	-	-	550,4	804,4	558,7	5,0	81,3	77,3	53,2	6.489,0	51,7	
Japón <sup>a</sup>	-	-	-252,4	-12,0	-23,3	-24,6	28,0	-52,3	22,0	516,3	4,1	
EEUU <sup>a</sup>	-	-	173,7	309,0	236,7	16,6	73,8	14,4	132,8	2.515,4	20,0	
Centros <i>offshore</i>	199,5	-172,3	-101,6	51,4	55,2	3,1	24,9	-7,3	24,3	1.542,8	12,3	
Países emergentes	76,7	-78,9	-68,0	-7,9	-23,3	-18,6	1,4	-2,9	3,4	887,9	7,0	
<b>Total<sup>b</sup></b>	<b>1.333,6</b>	<b>279,5</b>	<b>286,1</b>	<b>1.221,5</b>	<b>852,8</b>	<b>-12,6</b>	<b>230,9</b>	<b>46,9</b>	<b>242,8</b>	<b>12.539,8</b>	<b>100,0</b>	

a) no están disponibles datos comparables para 1997 y 1998; b) incluye créditos para organizaciones internacionales.

Fuente: BIS: *Quarterly Review*, 2/2000, 8/2000 y 8/2002.

Cuadro 2

**Activo y pasivo de los bancos internacionales con los mercados emergentes (en millardos de dólares)**

	Flujo								Stock
	1998	1999	2000	2001	2001 III	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 II
<b>Países emergentes</b>									
Activo <sup>a</sup>	-78,7	-68,0	-7,9	-23,3	-18,6	1,4	-2,9	3,4	887,9
Pasivo <sup>b</sup>	-17,3	32,6	140,1	23,1	-15,0	-27,6	-8,6	-4,6	1.097,3
Flujo líquido <sup>c</sup>	-61,4	-100,6	-148,0	-46,4	-3,6	29,0	5,7	8,0	-209,4
<b>Asia</b>									
Activo <sup>a</sup>	-36,9	-18,3	-28,8	-7,0	-5,3	0,4	-2,1	0,9	277,0
Pasivo <sup>b</sup>	16,2	25,9	64,2	4,0	-13,7	-9,6	8,6	-3,0	371,2
Flujo líquido <sup>c</sup>	-53,1	-44,2	-93,0	-11,0	8,4	10,0	-10,7	3,9	-94,2
<b>América Latina</b>									
Activo <sup>a</sup>	-8,0	-16,0	14,0	-3,5	-9,6	-4,2	-2,5	-4,7	281,2
Pasivo <sup>b</sup>	-15,2	13,8	9,4	-1,9	1,7	-11,8	-16,2	-1,5	232,7
Flujo líquido <sup>c</sup>	7,2	-29,8	4,6	-1,6	-11,3	7,6	13,7	3,2	48,5
<b>Brasil</b>									
Activo <sup>a</sup>	-10,2	-8,9	9,5	0,9	-1,1	-2,2	1,0	-2,4	95,6
Pasivo <sup>b</sup>	-8,4	2,2	-4,6	0,4	4,9	-4,1	1,4	-3,8	45,7
Flujo líquido <sup>c</sup>	-1,8	-11,1	14,1	0,5	-6,0	1,9	-0,4	1,4	49,9

a) el activo de los bancos internacionales está compuesto fundamentalmente por préstamos. Un aumento en el activo representa una entrada de capital en el país emergente; b) el pasivo de los bancos internacionales está compuesto principalmente por depósitos. Un aumento en el pasivo representa una salida de capital del país emergente; c) activo menos pasivo.

Fuente: BIS: *Quarterly Review*, 3/2001, 3/2002, 9/2002 y 12/2002.

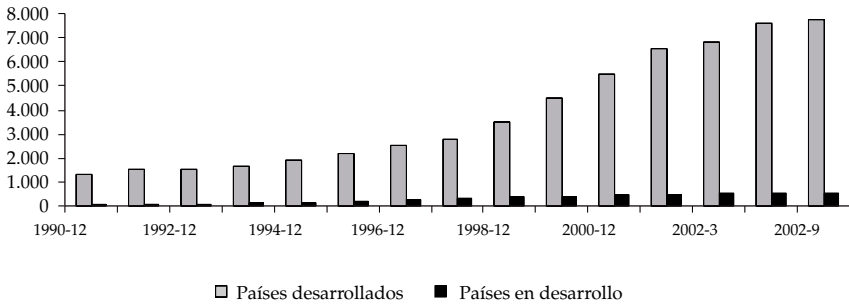
La inadecuación de los bancos internacionales como fuente de financiamiento del desarrollo se revela también en los programas de privatización bancaria en la periferia. En vez de fortalecer sus sistemas nacionales de crédito (públicos y privados), los gobiernos se entregaron a la promesa utópica de la supuesta mayor eficiencia de los extranjeros, o a la quimera de que contarían con liquidez garantizada en moneda fuerte en caso de una crisis en la balanza de pagos. Los asiáticos en 1997-1998 y los brasileños y argentinos en 2001 y 2002 verificaron que la banca extranjera no aumenta la eficiencia de los sistemas, pues se adapta rápidamente a las prácticas predominantes en los mercados domésticos, y no amplía las fuentes de financiamiento a largo plazo. Los bancos extranjeros se mostraron como una fuente suplementaria de presiones en las crisis cambiarias, al buscar proteger sus patrimonios de las devaluaciones y constituir importantes posiciones especulativas en los mercados a la vista y derivados (Farhi). Además, la ilusión de contar con financiamiento de emergencia durante las crisis cambiarias por parte de los bancos internacionales, instrumento con el cual defenderían sus inversiones, fue rápidamente desecha. En la Argentina, algunos bancos decidieron garantizar apenas el capital invertido; los pasivos –depósitos– superiores al capital fueron entregados a su propia suerte; otros bancos simplemente abandonaron el país. En Brasil, varios bancos redujeron de manera pronunciada sus posiciones en activos brasileños (títulos públicos o privados y créditos comerciales, mientras otros vendieron sus activos en el país).

### ***El mercado internacional de deuda para los países en desarrollo***

Entre fines de 1997 y septiembre de 2002, el volumen de deuda internacional se disparó de 3,5 a 8,7 billones de dólares, un crecimiento de 152%. La masa de títulos estuvo fundamentalmente concentrada en los países desarrollados, que emitieron 88% del total de papeles. El volumen de títulos de deuda captados por los países en desarrollo saltó de 340,3 a 532,2 millardos de dólares, una expansión de 56,4%. Los títulos emitidos por los países emergentes sumaron apenas 6% del total (v. gráfico 3).

En los flujos, a pesar de la caída ocurrida en el volumen de nuevas emisiones durante el tercer trimestre de 2001, durante este año hubo un crecimiento de 9% en el mercado internacional de títulos de la deuda. Los mercados emergentes emitieron 45,4 millardos de dólares, algo superior al promedio de años anteriores. Aún verificamos que los países latinoamericanos sufrieron de fuerte restricción de los inversionistas en el segundo trimestre de 2002, cuando las emisiones líquidas fueron negativas en 3,1 millardos. Como en los años 70 y 80, los mercados internacionales privados –bancario y de deuda– mostraron que

Gráfico 3

**Volumen de deudas en el mercado internacional (en millardos de dólares)**

Fuente: BIS.

no pueden proveer una previsible y persistente fuente de recursos para el financiamiento del desarrollo. El funcionamiento de esos mercados es pautado por movimientos erráticos acordes con las expectativas de los inversionistas y del arbitraje y, por lo tanto, guiado por el lucro financiero de corto plazo, sujeto a brotes de euforia y pesimismo.

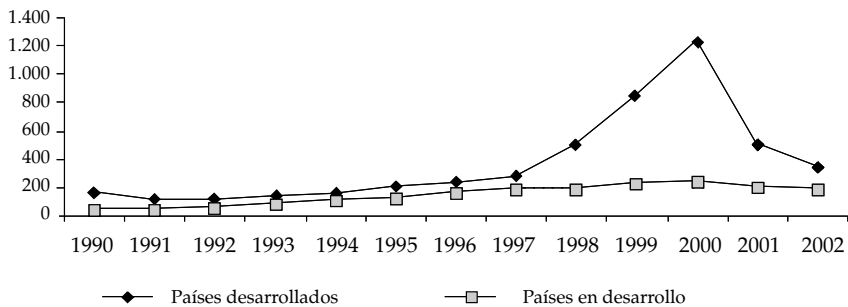
***La inversión extranjera directa para los países periféricos***

El volumen global de la IED creció continuamente durante la década de los 90: saltó de 1,9 billones de dólares en 1990 a 6,8 billones en 2001. En los países en desarrollo, el total de IED pasó de 485 millardos a 2,2 billones, en el mismo periodo. Eso representó un aumento en la participación de las economías en desarrollo de 26% a 34% del inventario mundial. En los flujos, el auge se produjo durante 2000, cuando alcanzaron 1,4 billones, estando 1,2 billones dirigidos a los países desarrollados y 238 millardos a los países en desarrollo (v. gráfico 4). Con todo, gran parte de la IED consistió en operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, que representan intercambios patrimoniales, sin generar ampliación de la capacidad productiva. Las operaciones de fusiones y adquisiciones correspondieron a 79,2% del flujo total de IED efectuada en 1998; 72,1% en 1999; 78,1% en 2000; y 84% en 2001. La participación de esas operaciones en los mercados emergentes fue relativamente menor, en torno de 30% a 40%.

Con la desaceleración de la economía mundial y la reducción de 47,5% en el valor de las fusiones y adquisiciones entre empresas de diferentes países, los flujos de IED declinaron 50,7% en 2001. Los ingresos de IED en las economías

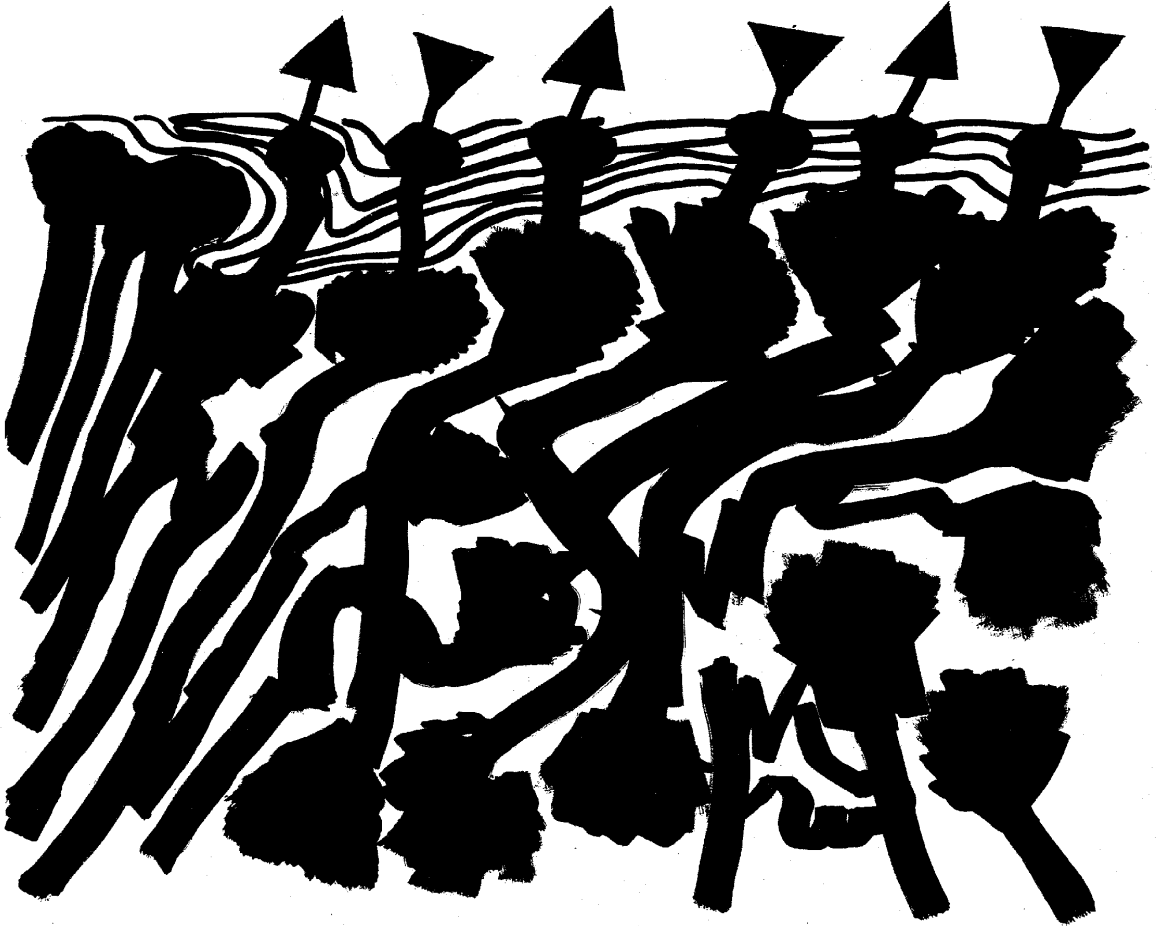
desarrolladas se redujeron en 59%; en las economías en desarrollo la caída fue menor, de 14%. La Unctad ha estimado que esa tendencia debe persistir en 2002. El flujo mundial de la IED debe caer a 534 millardos, un descenso de 27%. De la misma forma, la reducción será más acentuada en los países desarrollados (31%) que en los países en desarrollo (23%). La incertidumbre en torno de las perspectivas de crecimiento de las tres principales áreas económicas y la serie de fraudes contables, que redujeron la confianza de los inversionistas en los mercados de capitales, minaron la confianza empresarial con fuerte impacto en las operaciones de fusiones y adquisiciones, y en los planes de inversiones de las corporaciones transnacionales. La reducción de la IED torna más incierto el financiamiento de la balanza de pago de los países emergentes e implica menores fuentes de recursos para la inversión productiva.

Gráfico 4  
**Flujo de inversión extranjera directa (en millardos de dólares)**



Fuente: Unctad 2002a. Los datos para 2002 representan un estimado (Unctad 2002b).

En resumen, la retracción en los flujos internacionales de préstamos bancarios, de deuda y de IED para los países emergentes parece evidenciar que el proceso de globalización financiera no se encuentra simplemente en una fase de contracción del ciclo. Por el contrario, indica el surgimiento de una nueva forma de inserción de los países emergentes, que afecta bastante las probabilidades de que el déficit en cuenta corriente sea financiado por los inversionistas internacionales. Así, a partir de 2000 el conjunto de los países emergentes pasó a presentar superávits en cuenta corriente, liderados por los países asiáticos y los productores de petróleo. Desde entonces sólo los países latinoamericanos y los que se encuentran en transición (Europa central y oriental) presentaron un déficit en cuenta corriente, tornando cada vez más difícil el financiamiento. Esto



significa que los países deficitarios deben realizar el ajuste externo lo más rápido posible a fin de reducir la dependencia de los flujos internacionales de capitales, altamente volátiles, y en consecuencia, disminuir la inestabilidad de sus cuentas externas, lo que impone nuevos desafíos para sus políticas macroeconómicas.

### ***Reciclaje de la liquidez internacional y sistema financiero doméstico***

El comportamiento de los mercados de títulos y de préstamos demuestra que el reciclaje estable y anticíclico de la liquidez –en el cual no hay en principio ninguna especie de automatismo– es un elemento fundamental para el funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional. Entregados a la propia lógica, los mercados financieros están sujetos a brotes de euforia y pesimismo. Se impone, por lo tanto, la necesidad de acceso a un prestamista de última

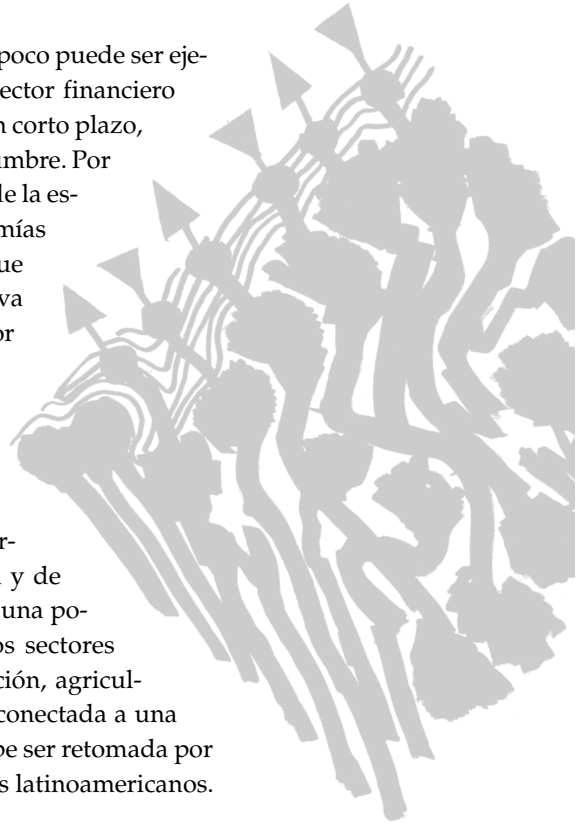
instancia y a la capacidad para ejecutar políticas anticíclicas. No obstante, el establecimiento de un prestamista de última instancia para las economías emergentes, en el contexto de una nueva arquitectura financiera internacional, destinada a actuar en forma anticíclica, parece remota. Se restituye entonces la necesidad de una alternativa para el financiamiento del desarrollo. Bacha sugiere:

Ampliar y profundizar los mercados financieros domésticos, haciendo el proceso de inversión menos dependiente del financiamiento externo. Como es la única alternativa en manos de los ejecutores de las políticas domésticas, vale la pena explotarla un poco más. En primer lugar, la necesidad consiste en dar un financiamiento local de larga duración, que no es lo mismo que aumentar la tasa doméstica de ahorro. Por lo menos inicialmente, las relaciones más profundas de crédito y débito no se expresan de modo necesario en una tasa de ahorro doméstico más alta, conforme sería sugerido por un esquema macroeconómico clásico en el que la inversión es restringida por el ahorro. Si la economía está en recesión, aumentar el ahorro puede aumentar el desempleo y sofocar aún más el incentivo para la inversión. El problema real es cómo movilizar y canalizar los ahorros acumulados y potenciales para emprendimientos a largo plazo. En segundo lugar, apalancar las finanzas locales no significa profundizar y ampliar los mercados financieros domésticos. Con el perdón de la palabra, la «exportabilidad» de la producción es igualmente importante. La cuestión principal es una reducción de la vulnerabilidad financiera externa, conforme se expresa, por ejemplo, por la razón entre la deuda externa y la fracción exportable del PIB. En principio, la reducción puede ser alcanzada, sea mediante la sustitución de la deuda externa por la deuda interna a largo plazo, sea por un aumento del grado de exportabilidad de la economía.

Se vuelve a colocar, entonces, la vieja y eterna cuestión brasileña y latinoamericana: la tradicional incapacidad del sistema financiero doméstico de proveer crédito a largo plazo. La integración a los flujos financieros internacionales privados indujo la entrada de capitales a corto plazo, atraídos por la elevada rentabilidad de los activos financieros domésticos (privatización y empresas subvaluadas); el aumento del endeudamiento privado en el exterior (a través de bonos, papeles, *commercial papers*, préstamos sindicalizados, etc.) y la entrada de bancos extranjeros. El resultado es un ciclo corto de endeudamiento externo con elevados costos y plazos reducidos. En lugar de favorecer una formulación más adecuada de las políticas de financiamiento, asegurar el desarrollo de fuentes de financiamiento a mediano y largo plazo, destinadas a la acumulación productiva, se desorganiza aún más el sistema de financiamiento doméstico.

El problema del financiamiento de la acumulación productiva y de la construcción de una intermediación eficiente y menos vulnerable a la especulación financiera interna y externa está presente en el contexto de los países emergentes, sobre todo latinoamericanos. La recuperación de la capacidad de financiamiento de las economías en desarrollo, esencial para retomar el crecimiento, no puede ser solucionada exclusivamente por el sector externo debido a la gran volatilidad de los movimientos de capitales a corto plazo. Probablemente servirían para ese propósito si los países en desarrollo utilizaran algunos mecanismos de control del capital para monitorear el volumen y la maduración de los flujos con las

necesidades económicas domésticas. Tampoco puede ser ejecutada, en forma independiente, por el sector financiero privado, debido a su tendencia a operar en corto plazo, en condiciones de inestabilidad e incertidumbre. Por consiguiente, una vez más la adecuación de la estructura de financiamiento de las economías en desarrollo pasa por el Estado, por lo que las inversiones de reconversión productiva se producirían solo en las empresas mejor situadas en el mercado y con mayor capacidad de autofinanciamiento (Cintra). En otras palabras, el desarrollo económico requiere de la definición de las políticas financiera y crediticia para apalancar las empresas productivas, en forma articulada con una política industrial y de desarrollo social. Bajo ese punto de vista, una política de financiamiento, que estimule los sectores prioritarios (nuevas tecnologías, exportación, agricultura, pequeña y mediana empresa, etc.), conectada a una planificación a mediano y largo plazo, debe ser retomada por los países en desarrollo, sobre todo por los latinoamericanos.



### **Referencias bibliográficas**

- Bacha, Edmar: «Do Consenso de Washington ao Dissenso de Cambridge» en *Valor Econômico*, Caderno «Eu & Fim de Semana», San Pablo, 27/9/2002, p. 11.
- Bank for International Settlements - BIS: *Quarterly Review*, 2/2000, 3/2001, 3/2002 y 9/2002, Basilea, <<http://www.bis.org>>.
- Barros, José Roberto Mendonça de, Mónica Baer, Tereza Maria Fernandez Dias da Silva y Marcos Antônio Macedo Cintra: *Negociações Internacionais em Serviços Financeiros*, Bolsa de Valores de São Paulo / Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia, San Pablo, 2002, <<http://www.bovespa.com.br>>.
- Cintra, Marcos Antônio Macedo: *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*, Editora da Unicamp / Fapesp, Campinas-San Pablo, 1999.
- Farhi, Maryse: «Dinâmica dos Ataques Especulativos e Regime Cambial» en *Revista Economia e Sociedade* N° 17, IE / Unicamp, Campinas, 2001, pp. 55-79.
- Jeanneau, Serge y Marian Micu: «Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries», BIS Working Papers N° 112, Bank for International Settlements / Monetary and Economic Department, Basilea, 2002, <<http://www.bis.org>>.
- Unctad: *World Investment Report: Transnational Corporations and Export Competitiveness*, United Nations Conference on Trade and Development, Ginebra, 2002a.
- Unctad: *Unctad Predicts 27% Drop in FDI Inflows this Year: China May Outstrip U.S. as World's Largest FDI Recipient*, United Nations Conference on Trade and Development, TAD / INF / PR63, Ginebra, 2002b.