

F
0341

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA DOMINICANA
INSTITUTO PARA LA INTEGRACION DE AMERICA LATINA



F
0341

CUR. R. D. /T/8

MILIC KYBAL

Integración de los mercados de capital en América
Latina

F
0341

INTEGRACION DE LOS MERCADOS DE CAPITAL EN AMERICA
LATINA
POR MILIC KYBAL*

El problema

El proceso de integración económica latinoamericana, comparado con el de Europa Occidental, enfrenta problemas mucho más difíciles. Estos son, en general, de dos órdenes: Institucionales y económicos.

En la esfera institucional, las metas del Tratado de Montevideo son mucho más modestas que las del Tratado de Roma. Efectivamente, en su formulación presente, la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio -ALALC- aspira sólo a la creación de una zona de libre comercio, mientras que la Comunidad Económica Europea -CEE- constituirá una unión aduanera. Es más: la CEE está comprometida a asegurar el libre movimiento de bienes, capitales y personas entre sus países miembros, mientras que la ALALC propende esencialmente al libre movimiento de bienes.

Desde el punto de vista de la realidad económica, existe en toda Europa Occidental un alto grado de integración que acompañó y aceleró su crecimiento industrial. Esta integración en la esfera del comercio, de los mercados de capital y monetarios y de las inversiones de infraestructura, constituye la base sobre la cual el Tratado de Roma erigió las instituciones que están reanudando y acelerando un proceso iniciado hace siglo y medio. En América Latina esta forma de integración, la de los hechos, está todavía en sus principios.

En tal virtud, el presente estudio versa sobre una materia que todavía no tiene base institucional en la ALALC. Además, los movimientos intrarregionales de capital son aún incipientes, aunque la falta de datos no permita cuantificarlos. Sin embargo, es inevitable encarar desde ahora la integración de los mercados de capital latinoamericanos porque, a medida que se establezca el libre comercio en la región resultará necesario disponer de las instituciones adecuadas para estimular la movilidad de los capitales. Únicamente así, junto con la libertad de movimiento de las personas, se podrá asegurar en América Latina la necesaria movilidad de los recursos indispensables para obtener algo que se aproxime a una ubicación óptima de la empresa. El creciente volumen de intercambio comercial entre los países del área traerá aparejado un movimiento de inversiones intrarregionales y, a su vez, este movimiento acelerará el crecimiento del intercambio de bienes.

El libre movimiento de bienes, capitales y personas, basado enteramente en las fuerzas del mercado, sin una acción compensadora de los Estados miembros, podría agravar los serios desequilibrios que ya existen, no solamente entre las diferentes naciones de América Latina sino también entre las diferentes zonas de

* Asesor de la División de Desarrollo Económico y Social.

tales países. Habría el peligro de que algunos de los más rezagados se quedaran estancados con motivo del éxodo, a los centros industriales de la región, de los escasos ahorros acumulados y de sus técnicos y hombres de empresa. Aunque los desequilibrios entre países y zonas, a largo plazo, deberían teóricamente allanarse, dentro de un marco de competencia perfecta, se puede suponer que no se eliminarán todas las rigideces presentes y que algunas nuevas aparecerán en lo futuro. Por esta razón, es necesario encarar y prevenir la posibilidad de que la prosperidad de algunas naciones acompañe el estancamiento de otras y se efectúe en parte a expensas de éstas.

La experiencia de Europa demuestra que se puede llevar a cabo un proceso de integración económica en el cual, en parte por la acción compensadora de los organismos de la Comunidad y en parte por el dinamismo del conjunto, se reduce el desequilibrio de los niveles económicos entre los países miembros. El Tratado de Montevideo prevé cierta acción en este sentido y el Banco Interamericano de Desarrollo actúa con el mismo criterio. Se trata en definitiva, de encontrar un justo equilibrio entre las medidas que, por un lado, propician el fortalecimiento de los mercados nacionales de capital y, por otro los distintos países y zonas de Latinoamérica.

ANTECEDENTES

Período anterior a la crisis económica mundial

En una forma u otra, siempre hubo algún grado de integración de los mercados de capital en América Latina. En la actualidad la integración está constituida principalmente por capitales extranjeros, privados o públicos, que forman un nexo entre los distintos mercados nacionales y el mercado mundial.

Hasta la crisis económica de la década del 30 y, con una interrupción parcial ocurrida durante la Primera Guerra Mundial, había una completa libertad de movimiento de fondos, tanto en los países exportadores como importadores de capital. Estos últimos podían dedicar un volumen importante de sus entradas de divisas al servicio del capital extranjero, en parte gracias a la rápida expansión de sus exportaciones y en parte debido a un flujo casi continuo de nuevos capitales procedentes del exterior. 1 (*)

En tiempos adversos, por medio de la devaluación, un país subdesarrollado podía reducir considerablemente las importaciones que incluían alta proporción de bienes de consumo, sin afectar mayormente el nivel de producción. A la vez, las inversiones directas, en su mayoría vinculadas a la producción exportable, sufrían una reducción de sus utilidades, lo que aliviaba la balanza de pagos del país. En casos extremos se llegaba al incumplimiento en el pago de ciertas deudas externas. En general, por medio de su comercio exterior, América Latina estaba integrada con el mercado mundial y los capitales a largo plazo acompañaban y al mismo tiempo estimulaban las exportaciones. 2

(*) Véase notas en la página siguiente.

Por ello, puede afirmarse que hay integración de los mercados de capitales latinoamericanos en la medida que los inversionistas (principalmente extranjeros), antes de efectuar una nueva inversión, comparan los beneficios previsibles con los que creen que pueden obtener en cualquier otro país de la región o del mundo. En principio, se aplica un criterio análogo al considerar la reinversión de utilidades, independientemente de la forma en que se haya efectuado la inversión directa.³ Sin embargo, habiendo control de cambios, el destino de la reinversión puede verse alterado. Aún así, se tiende hacia la reinversión de las utilidades en la misma empresa que las ha generado más bien que a su transferencia a otros países con fines de inversión.

En realidad, no todos los recursos de las empresas extranjeras de inversión directa son extranjeros. Como se indicará más adelante, es probable que una parte del movimiento de capitales extranjeros, entre los distintos países de la región, esté constituida por fondos latinoamericanos, invertidos principalmente en forma de acciones, bonos y préstamos en empresas controladas por extranjeros. Es dable suponer que tales inversiones no hayan tenido mucha importancia antes de 1930.

Aparte de lo expresado anteriormente, siempre hubo dentro de la región un movimiento independiente de capitales latinoamericanos a largo plazo, especialmente entre países limítrofes, pero no hay datos suficientes para pre-

1 Por ejemplo, entre 1914 y 1930, el servicio de las inversiones extranjeras en Argentina fluctuó entre el 13 y el 34% del valor de las exportaciones. El influjo de capitales extranjeros en ese período varió entre el 4 y el 28% del valor de dichas exportaciones, excepto en el período de 1917 a 1920 en que hubo créditos netos de Argentina al exterior. (Calculado sobre la base de datos publicados por el Banco Central de la República Argentina en La evolución del balance de pagos de la República Argentina, Buenos Aires, 1952).

2 Para una descripción más detallada véase Las inversiones extranjeras en América Latina (Naciones Unidas, Núm. de venta 1954.II.G.4), por Walter A. Chudson y el autor del presente artículo.

3 Tratándose de filiales - subsidiarias - es decir, de empresas constituidas con personalidad jurídica propia, según las leyes del país en que actúan, las utilidades netas se reinvierten normalmente en el mismo país, transfiriéndose a la casa matriz únicamente los dividendos correspondientes. Si la empresa en cuestión está constituida como una sucursal -branch- de la casa matriz, todas las utilidades -menos los impuestos locales- se transfieren técnicamente al exterior, regresando solamente el monto destinado a la reinversión en dicha empresa. En realidad, esta última operación sólo tiene carácter contable. El monto de la reinversión se hace sobre la base de consideraciones esencialmente económicas, independientemente de la forma jurídica de la empresa.

sentar un cuadro de conjunto y mucho menos para trazar su evolución. Es posible que en las últimas décadas tales capitales hayan representado -especialmente tratándose de inversiones argentinas- una parte apreciable dentro del total de las inversiones extranjeras en países como Uruguay y Paraguay.

Período de 1930 a 1945

El período comprendido entre la crisis económica de los años treinta y el final de la Segunda Guerra Mundial se caracterizó por el rápido decaimiento del comercio internacional, la recuperación parcial y, finalmente, la distorsión del mismo causada por la guerra. Esto afectó adversamente, no sólo a la corriente internacional de capitales sino también a las inversiones intralatioamericanas. Tal tendencia fué acentuada en casi toda América del Sur por la introducción del control de cambios. Por otro lado, es probable que, a pesar de tales controles, se hayan producido movimientos de capitales a largo plazo entre varios países de América Latina, promovidos por el deseo de defender el poder adquisitivo de tales fondos. No se consideran aquí los movimientos de capital a corto plazo, ciertamente más importantes que salían principalmente en busca de seguridad (hot money). En América Latina, Uruguay fué el principal depositario de tales fondos, predominantemente europeos, pero constituidos también con aportes latinoamericanos.

Oportunidades perdidas

En los primeros años de la postguerra varios de los países latinoamericanos relativamente más industrializados habían acumulado apreciables reservas internacionales y tenían un balance de pagos favorable que, de existir condiciones apropiadas, les hubiera permitido financiar inversiones a largo plazo en los países menos desarrollados de la región. Tal fué el caso, especialmente, de Argentina y, en menor escala, de Brasil. Normalmente, los países semi-industrializados que, en términos netos, son todavía importadores de capital, ya tienen un nivel de ahorro interno y capacidad empresarial suficiente para efectuar inversiones directas en el exterior, especialmente en los países menos desarrollados de economía complementaria. 4 (*)

En la postguerra, Argentina era el país latinoamericano que más se aproximaba a ese modelo, pero no llegó a desempeñar un papel de mayor envergadura como inversionista en América del Sur. A pesar de haber acumulado reservas en oro y divisas de 1.700 millones de dólares, hizo un esfuerzo superior a sus recursos o lo realizó en un plazo demasiado breve, para repatriar la deuda pública y nacionalizar las empresas extranjeras de servicios públicos. Además, el gobierno otorgó créditos a largo plazo a entidades oficiales de Bolivia, Chile y España equivalentes a un total aproximado de 300 millones de dólares y una serie de facilidades de sobregiro por un monto comparable. Estos créditos -varios de los cuales no llegaron a desembolsarse o se renegociaron posteriormente - plantearon en un momento dado la cuestión de si Argentina ha-

(*) Véase página siguiente.

bía alcanzado la posición de acreedor internacional. 5 En todo caso, tal política, junto con otros factores de orden interno y externo, dispó las reservas y contribuyó a la prolongada crisis de pagos externos del país.

Valor de las inversiones extranjeras (directas y de cartera) en Argentina y Canadá en 1900-1955, en millones de dólares de Estados Unidos 6

<u>Año</u>	<u>Argentina</u>	<u>Año</u>	<u>Canadá</u>
1900	1.120	1900	1.232
1913	3.136	1914	3.837
1920	3.040	1918	4.536
1927	3.474	1926	6.003
1931	3.661	1930	7.614
1940	3.164	1939	6.913
1945	2.651	1945	7.092
1955	1.537	1955	12.469

Con este motivo, es de interés considerar la evolución a largo plazo de las inversiones extranjeras en Argentina y Canadá, las cuales hasta 1934 tuvieron tendencia general ascendente en ambos países, aunque después de 1940 se apartaron diametralmente.

A pesar de su posición de importador neto de capitales, Canadá tenía en 1954 inversiones directas en el exterior por valor de 1.644 millones de dólares. 7 Ese año sus inversiones directas y de cartera, en América Latina, sumaban 322 millones de dólares.

Es de suponer que, en condiciones favorables, Argentina hubiera podido efectuar inversiones privadas en los países de América del Sur por el equivalente de algunos centenares de millones de dólares, especialmente en las naciones limítrofes. Sin embargo, no llegó a cumplir esa función.

- 4 A pesar de haber alcanzado anteriormente una posición de gran potencia industrial, Estados Unidos fué un importador neto de capitales hasta la primera Guerra Mundial. Aún así, sus inversiones totales en el exterior en 1914 sumaban 3.5 mil millones de dólares, de los cuales 1.6 mil millones estaban invertidos en América Latina.
- 5 "Argentina's Shift to Creditor Status" por Elba A. Gómez del Rey en The Commercial and Financial Chronicle, Nueva York, junio 19, 1947.
- 6 Naciones Unidas, El Desarrollo Económico de la Argentina (E/CN.12/439/Add.4). Anexo VII "Las Inversiones Extranjeras en Argentina" por el autor del presente artículo.

Inversiones intrarregionales

En realidad, la escasez de datos y el hecho de que los que hay disponibles no son comparables, no permiten cuantificar siquiera las inversiones intrarregionales en América Latina. Sólo existen cifras esporádicas sobre las inversiones extranjeras en ciertos países latinoamericanos, según la procedencia geográfica de ellas.⁸ Un ejemplo interesante se encuentra en los datos acerca de Venezuela para los años 1957-1962. El muy elevado monto de las inversiones estadounidenses y británicas en esa nación -principalmente en las industrias extractivas- hace que las inversiones de los países latinoamericanos sean inferiores al 1 por ciento (1962), aunque su total, equivalente a 41 millones de dólares, no parecería minúsculo en otras partes de la región. Sin embargo, es probable que las inversiones panameñas incluyan capitales estadounidenses y las uruguayas representen, en parte, a capitales europeos. El año 1962, en varios renglones económicos, los capitales latinoamericanos tenían una participación bastante más importante que dentro del total general, a saber: en industria 7.0%, en comercio 4.5%, en bancos 5.3% y en construcción 7.4%.⁹ Es de suponer que el rápido desarrollo de la economía venezolana en los tres decenios recientes, los altos niveles de utilidades obtenibles y la libertad de pagos han ejercido atracción no solamente sobre los capitales extrarregionales sino también sobre los de la región.

- 7 En sus inversiones la participación canadiense era de 1.073 millones de dólares. Además el gobierno de Canadá había concedido préstamos y adelantos a otros gobiernos que sumaban, en 1954, 1.635 millones, de los cuales 393 millones eran créditos de exportación. (véase Dominion Bureau of Statistics, Canada's International Investment Position, 1926-1954, Ottawa, 1956). Los valores citados son en dólares canadienses.
- 8 Únicamente sobre la base de los datos de los principales países exportadores de capitales se pueden hacer estimaciones, en una base comparable, del monto de la inversión extranjera, en los distintos países de la región.
- 9 Banco Central de Venezuela, Informe Económico, 1963, pág. 176 y siguientes, (las cifras se refieren a inversiones directas y de cartera).

Venezuela

Inversiones brutas extranjeras segun país de procedencia
(valores acumulativos, en millones de bolívares)

	<u>1957</u>	<u>1958</u>	<u>1959</u>	<u>1960</u>	<u>1961</u>	<u>1962</u>
Cuatro principales inversionistas						
Estados Unidos	12.594	13.375	13.785	14.282	14.422	15.199
Reino Unido	1.578	1.870	1.862	6.418	6.481	6.308
Canadá	232	164	79	63	109	100
Países Bajos	4.071	4.456	4.502	36	83	75
Sub-total	18.475	19.865	20.228	20.799	21.095	21.682
Países latinoamericanos						
Panamá	57	50	50	52	55	36
Argentina	14	18	26	20	20	28
Brasil	14	19	26	26	27	26
Uruguay	34	10	18	3	11	10
Cuba	5	5	3	2	2	5
Colombia	8	7	8	4	5	4
México	5	4	3	2	4	3
Otros	5	5	4	3	3	6
Sub-total	142	118	138	112	127	138
Otros países	305	264	255	226	266	271
Total general:	18,922	20,247	20,621	21,137	21,488	22,091

Fuente: Banco Central de Venezuela, Informe Económico- 1963, pág. 207.

10. Los cambios en las cifras indicadas reflejan principalmente una reclasificación de los países inversores.

Además de la deficiencia de estadísticas acerca del valor de inversiones intrarregionales, no hay datos que permitan cuantificar los movimientos anuales de capitales entre las distintas naciones de la región. En todo caso, los estados de balanza de pagos presentados al Fondo Monetario Internacional por los diferentes países, no permiten su identificación.

Asociación con capitales extrarregionales

Aunque parezca paradójico, es probable que haya un mayor movimiento de capitales latinoamericanos dentro de la región cuando éstos se han asociado con capitales extrarregionales que cuando retienen su identidad nacional. Efectivamente, las empresas controladas por entidades extranjeras disponen frecuentemente de un volumen apreciable de capitales locales. Así, por ejemplo, en 1957, las empresas estadounidenses en América Latina disponían de fondos por un total de 2.951 millones de dólares que tenían el origen siguiente: utilidades netas, 1.081 millones; fondos de Estados Unidos, 965 millones, "fondos obtenidos en el exterior", 454 millones; fondos de depreciación y agotamiento, 401 millones; y, otros fondos, 50 millones. Se puede suponer que gran parte de los fondos obtenidos en el exterior son de propiedad latinoamericana, principalmente en forma de acciones, bonos, préstamos bancarios, etc. 11. En los "fondos obtenidos en el exterior" en los tres principales sectores (industria manufacturera, 142 millones de dólares; id. petrolera, 125 millones; y, empresas de servicios públicos, 83 millones) es probable que los capitales latinoamericanos hayan tenido una gran participación en el financiamiento de la industria manufacturera y en las empresas de servicios públicos, mientras que en la industria petrolera se trataría principalmente de capitales europeos.

Se ha estimado que las inversiones de las empresas norteamericanas en Brasil incluían en 1956 un aporte del 36 por ciento, suministrado por capitales locales.¹² Las acciones de varias de tales empresas se cotizan en las bolsas de valores brasileñas.

11 United States Department of Commerce, Office of Business Economics, W. C. U. S. Business Investments in Foreign Countries (by Samuel Pizer and Frederick Cutler), Washington, D. C., 1960; cuadro 51. El estudio citado se basa en una amplia encuesta realizada por el Departamento de Comercio de Estados Unidos entre las empresas estadounidenses con inversiones en el exterior, sobre la base de sus operaciones en 1957. Dicha encuesta no se ha repetido desde el año señalado y los demás países exportadores de capital nunca han emprendido un estudio comparable.

12 Aristóteles Moura, Capitais Exrangeiros no Brasil (2a. edición), Sao Paulo, 1960, p. 85.

En estas formas de financiamiento el aspecto regional de los fondos latinoamericanos utilizados consiste en las transferencias que las casas matrices efectúan, tal vez en escala relativamente modesta, de un país de la región a otro. Tales movimientos dependen sobre todo de la magnitud de la participación latinoamericana en las grandes corporaciones que operan en varios países de la región y también del grado en el cual su financiamiento está, de hecho, centralizado.

Fuga de capitales

Existe una tercera corriente de capitales privados latinoamericanos que, a pesar de no ser de carácter regional, tiene una importancia potencial considerable desde ese punto de vista. Se trata de los capitales que son transferidos a los países industrializados por una serie de motivos; entre ellos y de modo principal: el deseo de proteger su poder adquisitivo (especialmente en el caso de países que sufren un proceso inflacionario rápido); desconfianza en la estabilidad política y social del país de origen; desconocimiento de las oportunidades de inversión locales o desconfianza en las mismas; el deseo de mantener la liquidez de ciertos recursos. En algunos casos, tales transferencias están motivadas por propósitos de evasión tributaria y en otros se trata de fondos de origen dudoso.

A pesar de las muchas dificultades metodológicas que el tema plantea, el Fondo Monetario Internacional ha llegado a la conclusión de que el éxodo de los capitales latinoamericanos, por las razones señaladas, ha sido de un promedio anual de 300 millones de dólares en la década 1950-1960 alcanzando una cifra algo más alta en los años posteriores. 13 (*)

Parte de tales fondos, depositados a corto y largo plazos en Estados Unidos y Europa, y especialmente en Suiza, podrían ser repatriados, si no precisamente a su país de origen, por lo menos a otros de América Latina, en cuyo caso constituirían, de hecho, inversiones intrarregionales. Se puede suponer que si a estos capitales se les ofreciera dentro de la región condiciones de seguridad análogas a las que tienen fuera de ella, una pequeña diferencia favorable en cuanto a su rédito sería suficiente para determinarlos a quedarse en América Latina. Tal vez el problema principal no reside en la repatriación de los capitales que ya han emigrado, sino en reducir tal éxodo en lo futuro. Como se indicará más adelante, varias técnicas se podrían utilizar para alcanzar este propósito.

(*) Véase página siguiente.

OBSTACULOS

Los obstáculos de carácter general que dificultan la integración de los mercados de capital en América Latina residen, en primer lugar, en las características de tales mercados. Como obstáculos básico cabe numerar el nivel de ahorro que todavía resulta insuficiente en relación con las necesidades de inversión. 14 Así, en lo que respecta a la Alianza para el Progreso, se estimó originalmente que para alcanzar un aumento del 5 por ciento anual en el producto bruto de la región se requeriría en el curso de un decenio una inversión equivalente a 100 mil millones de dólares; de dicha suma, el ahorro interno aportaría 80 mil millones y 20 mil millones provendrían de fuentes externas. 15. Esta última cifra resultaría tal vez demasiado alta para atender las transferencias resultantes del financiamiento exterior de la región, si no incluyera un importante componente de donaciones o de préstamos amortizables en monedas locales.

Desde el punto de vista del financiamiento externo, los bancos que operan en este campo tienen la experiencia de que, a veces, el principal escollo en el financiamiento de un proyecto radica en la dificultad de obtener los recursos necesarios en moneda local. Se hará referencia a este aspecto en la última parte del presente estudio.

- 13 Fondo Monetario Internacional, Corriente de capital privado de países en vía de desarrollo a países desarrollados, documento E/CONF. 46/20. presentado en la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo. En los diez años comprendidos en el período 1952-61 los haberes privados latinoamericanos a corto plazo, en el exterior, han aumentado en 576 millones de dólares y el ítem residual de "errores y omisiones netas", que el FMI considera que consiste principalmente de movimientos de capital, representa un débito de 2.556 millones de dólares. Además, habrá transferencias que no son captadas en los estados de balanza de pagos cuando, por ejemplo, parte de las divisas obtenidas por concepto de exportaciones se depositan directamente en el exterior o cuando se efectúan pagos por importaciones superiores a sus precios verídicos.
- 14 En realidad la tasa de ahorro de algunos países, como por ejemplo la de México, de un 14 por ciento del producto bruto, se puede comparar favorablemente con la de varios países industrializados. Sin embargo, no es suficiente para alcanzar un aumento de producto bruto que permita elevar el ingreso per cápita de una población que crece a un ritmo muy alto, en forma rápida.
- 15 Se trata de cálculos globales, basados en una serie de supuestos que indudablemente están sujetos a considerable margen de error.

El alto grado de autofinanciamiento de las empresas, característico de los países en vía de desarrollo, es aún factor más importante que los mencionados anteriormente, con respecto a la estrechez de los mercados de capital. Por ejemplo, se estima que en México cerca del 80 por ciento de la inversión privada es autofinanciada.

Desde el punto de vista económico se advierte, en general, una distorsión de las inversiones, de manera que éstas ponen énfasis indebido en bienes raíces e inventarios y, a veces, también en divisas. Aún en la producción de bienes, parece existir un desequilibrio causado por el hecho de ser frecuentemente más lucrativo producir en volumen más reducido para una pequeña minoría adinerada, lo que permite obtener elevados márgenes de utilidades, que para el grueso de los consumidores que dejan utilidades unitarias más reducidas. Estas modalidades de inversión se encuentran acentuadas, especialmente en los países de América del Sur, por los efectos del proceso inflacionario. Es ilusorio pensar en una integración genuina de los mercados de capital de América Latina mientras los respectivos países no cuenten con un grado razonable de estabilidad monetaria. Esto no excluye el hecho de que el proceso violento de inflación provoque movimientos de capital orientados hacia naciones que gozan de relativa estabilidad. Obviamente, disparidades de esta clase desvirtúan también el sistema de las tasas de interés. Estas dejan de cumplir así con su función de atraer capital a otras actividades y áreas en las cuales la utilidad marginal es más alta.

Expresada de manera más directa, la inestabilidad de los tipos de cambio es uno de los principales obstáculos para la integración de los mercados de capital en América Latina. En realidad, ésta tiene actualmente un significado aún más importante para los propios mercados nacionales de capital. Así, por ejemplo, en períodos recientes hubo fondos mutuales de inversión en Argentina y Colombia cuyo incremento de valor, si bien fué suficiente para exceder el aumento del costo de vida, no lo fué en relación con la depreciación de la tasa de cambio.¹⁶ * En tales condiciones no se puede anticipar que tales inversiones, normalmente interesantes, atraigan capitales de otros países del área.

Por las mismas razones, la Bolsa de Buenos Aires, que tradicionalmente ha sido la más importante de América Latina, no ha desempeñado casi ninguna función como mercado de capital, no ya latinoamericano, pero ni siquiera sub-regional. En todo caso, es necesario tener en cuenta que las bolsas de valores latinoamericanas tienen una actuación mucho más limitada en sus respectivos mercados de capital que las de sus congéneres en los países industrializados. Aún en México, por ejemplo, nación que tiene un sistema financiero bien desarrollado desde el punto de vista institucional, el volumen principal de las transacciones de los valores industriales se efectúa de hecho fuera de la bolsa. Sin duda, ésto se debe a que un gran número de empresas, organizadas como sociedades anónimas, siguen siendo de propiedad familiar o están controladas por reducido número de accionistas.

(*) Véase nota en página siguiente.

Un obstáculo análogo reside en el hecho de que los sistemas bancarios latinoamericanos tienen relativamente pocas actividades fuera de sus respectivos países, con excepción de las que atañen a la exportación de sus productos tradicionales.¹⁷ Las sucursales que algunos pocos bancos latinoamericanos tienen en diversos países de la región son escasas y sus operaciones de volumen reducido.

Finalmente, el movimiento de capitales entre los países latinoamericanos se ve obstaculizado por la falta de acuerdos bilaterales (o de una convención regional) para evitar la doble tributación. Varios gobiernos han concluido acuerdos con Estados Unidos que permiten a los inversionistas estadounidenses obtener, pagando una prima, seguro contra varias clases de riesgos, para ciertas categorías de nuevas inversiones. Eventualmente, convendría crear un sistema interlatinoamericano de esta naturaleza, como aliciente para las inversiones privadas de carácter regional.

POLITICA DE INTEGRACION

Condiciones generales

Estabilidad monetaria y cambiaria

Las condiciones generales de las cuales depende el fortalecimiento de los mercados nacionales de capital y su integración escapan al control de las instituciones que forman parte de esos mercados. Efectivamente, la primera condición es que exista una relativa estabilidad, monetaria y cambiaria, en los países latinoamericanos. Esta es, técnicamente, de la competencia de las autoridades monetarias y fiscales y, en un nivel superior, del gobierno central porque refleja ciertas decisiones básicas, tales como la determinación del monto de los gastos públicos y la manera de financiarlos o la actitud predominante acerca de la función de la moneda. Otras decisiones están influenciadas por factores externos, tales como las fluctuaciones de los precios de los principales productos de exportación del país, sus términos de intercambio o el acceso a fuentes de financiamiento externo.

16 Richard W. Greenebaum, estudio para el Subcomité sobre Centroamérica y el Caribe del Committee on Economic Development (CED), Washington, D. C.

17 Este tema ha sido tratado en un estudio del BID titulado Financiamiento de las exportaciones latinoamericanas de productos básicos, (DED/64/6 Rev. 2).

Independientemente del grado en que los distintos gobiernos pueden seguir sus políticas económicas sin perturbaciones externas, el hecho es que, sin relativa estabilidad monetaria y cambiaria, no puede haber integración económica efectiva. Ella condiciona no solamente el intercambio creciente de bienes, sino también y de manera más directa, los movimientos de capitales entre los países del área. De estas interrelaciones hubo plena conciencia en Europa y la creación de la Comunidad Económica Europea no habría podido cumplir con sus propósitos si no hubiera sido precedida por varios años de estabilidad monetaria. Hasta ahora esa condición se da sólo en algunos países de América Latina.

Régimen de movimiento de capitales

Se puede anticipar que la libertad de pagos para transacciones corrientes entre miembros de la ALALC, y eventualmente en toda América Latina, llegará a ser corolario del libre comercio, independientemente de los arreglos regionales de pagos que se puedan requerir.¹⁸ * El movimiento de capitales privados involucra generalmente montos mucho menores que el de las transacciones corrientes, pero plantea varios problemas de política. En primer lugar se observa que en varios países latinoamericanos la reglamentación de los movimientos de capital se debe únicamente al hecho de que existen dos mercados de cambios: el oficial y el no oficial o libre. Únicamente las inversiones registradas se efectúan a través del mercado oficial, mientras que las demás, hechas a través del mercado libre, no requieren autorización. Cada uno de estos dos regímenes tiene ciertas ventajas y desventajas desde el punto de vista del inversionista, que pueden variar según sea el campo de inversión y por otras razones. Si se acepta que la buena marcha de un área de libre comercio requiere la eliminación de tipos de cambio múltiples, el control a que se ha hecho referencia carece de justificación.

Resta aún dar respuesta a otros dos interrogantes: si conviene establecer un régimen distinto para los movimientos intrarregionales de capital y otro para los movimientos extrarregionales; y si los países de menor desarrollo relativo deberían seguir la misma política en materia de exportación de capitales nacionales dentro de la región que las naciones más avanzadas. Ambas preguntas plantean ciertos aspectos de política de desarrollo; sin embargo, es probable que consideraciones de orden práctico prevalezcan sobre las disquisiciones de carácter teórico, especialmente habida cuenta del volumen modesto de los movimientos interlatinoamericanos de capitales. Además, en la realidad, sería difícil distinguir entre capitales intrarregionales y extrarregionales y, más aún, aplicarles diferentes regímenes de control, no obstante que los países miembros del Fondo Monetario Internacional retienen el derecho de ejercer los controles necesarios para reglamentar los movimientos internacionales de capitales.¹⁹ (*)

(*) Véase notas página siguiente.

El desarrollo de las inversiones intrarregionales dependerá en buena medida del crecimiento del comercio interlatinoamericano. Sobre la base de ciertos supuestos, la CEPAL calculó la magnitud del posible crecimiento del comercio interlatinoamericano, de 750 millones de dólares en 1954-56, a cerca de 8.300 millones en 1975; si se alcanzara tal tasa de crecimiento cerca de la mitad de las necesidades de importación de los países miembros podría ser satisfecha por fuentes regionales.²⁰ Pero aún si el crecimiento comercial no alcanzara esa magnitud, estimase que el esfuerzo que tendrían que desplegar los países latinoamericanos para crear condiciones favorables para las inversiones regionales, que en parte han de sostener su comercio recíproco, tendrá que ser mucho más considerable de lo que generalmente se supone.

Movilidad de personas y de empresas

Desde el punto de vista institucional, el proceso de integración económica debe ser complementado en varios sectores que no han sido considerados en el Tratado de Montevideo. Entre ellos están las medidas para facilitar o asegurar el libre movimiento de personas y el "derecho de establecimiento" entre los Estados miembros.²¹

No cabe duda que la integración de los mercados de capitales en América Latina, especialmente en la medida en que resulte en inversiones directas intrarregionales, necesita ser fortalecida por derechos de esta índole. Por otra

- 18 Este amplio tema ha sido tratado, entre otras fuentes, en varias publicaciones del CEMLA, especialmente en Problemas de Pagos en América Latina, México, 1964.
- 19 Véase el art. 6 del Acuerdo Constitutivo del Fondo Monetario Internacional.
- 20 Naciones Unidas, CEPAL, El Mercado Común Latinoamericano, número de venta: 59.II.G.4.
- 21 En su artículo 52, el Tratado de Roma estipula le droit d'établissement -derecho de establecimiento- refiriéndose al derecho que los ciudadanos de los Estados miembros tienen de establecerse en el territorio de otro Estado miembro, situación que incluye el derecho a establecer agencias, sucursales y filiales.

parte, dado el subempleo existente en muchos países, en América Latina será difícil introducir la libertad de movimiento de trabajadores que en Europa donde, excluida la zona del Mediterráneo, hay escasez de mano de obra. En principio, será necesario establecer una distinción en las limitaciones que actualmente se aplican a los ciudadanos y a las empresas extranjeras, asimilándolos a la condición de ciudadanos y empresas del Estado miembro, cuando sean personas naturales o jurídicas de otros países de la región. Se trataría, por ejemplo, de modificar los requisitos de algunas naciones en el sentido de que la mayoría de las acciones de las empresas esté en manos de nacionales, que cierta parte del personal debe estar compuesto por ciudadanos del mismo país y que determinado porcentaje de los sueldos y salarios deberá pagarse al personal nacional.

No menos importante para el fortalecimiento de las inversiones privadas intrarregionales será la eventual creación de un sistema coordinado de marcas y patentes. Desde que Estados Unidos nació a la vida independiente atribuyó importancia primordial a esta materia, dentro del proceso de integración y desarrollo del país.

Medidas específicas

Requisitos de las bolsas de valores

Hace tiempo que se están haciendo tentativas para llegar a una mejor cooperación entre las bolsas de valores del Hemisferio Occidental. De 1947 y 1961 hubo cinco reuniones de representantes de las bolsas americanas bajo el patrocinio del Consejo Interamericano de Comercio y Producción. En ellas se adoptaron recomendaciones para, entre otras cosas, uniformar las prácticas y los procedimientos bursátiles de las Américas y fomentar el tráfico internacional de valores. A raíz de ellas se avanzó algo en el aspecto institucional, en el cual las reuniones demostraron especial interés.²²

Los acuerdos de las bolsas americanas tienden a crear modelos para uniformar varias categorías de operaciones y de relaciones. Con respecto a las relaciones de los emisores de valores con las bolsas, se tomaron acuerdos para uniformar la información financiera que las empresas deben presentar periódicamente a las bolsas. Se recomendó la adopción de un modelo uniforme para los balances y estados de ganancias y pérdidas de las empresas cuyos valores se cotizan en la bolsa. También se sugirió la unificación de los requisitos para la inscripción de valores.

22 Véase el estudio intitulado "Análisis comparativo de los acuerdos entre las bolsas europeas y las bolsas latinoamericanas" por Manuel Caso Bercht y Silvino Aranda Velasco en Coordinación Monetaria Regional, CEMLA, México, 1963.

Otro tipo de recomendaciones tiende a proteger los intereses de los compradores de valores, especialmente informándoles acerca de los cambios que ocurren en la estructura o patrimonio de las empresas emisoras. Además, se consideró la conveniencia de que los corredores unifiquen sus procedimientos para el registro de las transacciones y la aplicación de tarifas. En general, las recomendaciones de las conferencias tienen por objeto promover la uniformidad y perfeccionamiento de las prácticas y usos bursátiles.

De igual importancia es el esfuerzo que están haciendo las bolsas para popularizar la inversión en valores. Por otro lado, empero, las condiciones económicas de varios países han hecho que no tuvieran mucho éxito los acuerdos bursátiles sobre el tráfico internacional de valores.

Interesa destacar que siempre ha habido un alto grado de integración de las bolsas europeas; sus prácticas son muy similares y, sobre todo, existe un volumen muy importante de transacciones recíprocas, mediante el arbitraje. En 1957, las bolsas de Alemania, Bélgica, España, Francia, Gran Bretaña, Italia y Suiza constituyeron la Asociación de Bolsas de Valores para fomentar el comercio internacional de valores, y en 1961 esta entidad se transformó en la Federación Internacional de Bolsas de Valores.

Cooperación bancaria

Hasta el presente, los sistemas bancarios de América Latina no han estado orientados a fin de favorecer la integración económica de la región. Las relaciones con el exterior han consistido principalmente en el financiamiento de las transacciones comerciales tradicionales. Solamente en algunos casos, el del Banco Nacional de Comercio Exterior de México, por ejemplo, se han creado instituciones especializadas. A este respecto, cabe señalar que el BID ha establecido, recientemente, un sistema de crédito, con un total de 30 millones de dólares, para financiar el comercio intraregional de bienes de capital.

En el caso de los bancos comerciales se debería, principalmente, unificar los usos y las prácticas bancarias. En tal sentido, la Segunda Reunión Subregional de Banqueros Latinoamericanos, celebrada en Asunción en junio de 1964, consideró un proyecto para crear la Federación Latinoamericana de Bancos y nombró una comisión para redactar el proyecto de estatutos y los reglamentos de tal entidad.²³ Hasta ahora, son las agencias de los bancos extranjeros las que tienen la mayor uniformidad en sus usos y prácticas. Por otro lado, es creciente el número de bancos latinoamericanos que han establecido agencias

23 CEMLA. Técnicas Financieras, Año III, Núm. 6, julio-agosto 1964, págs. 723 y siguientes.

en la región los cuales están probablemente destinados a desempeñar un papel importante en el aspecto financiero de la integración regional.

Hasta el presente no se han adoptado medidas de importancia que estimulen a los bancos comerciales a participar en los mercados de capitales de la región. Esto podría lograrse, en parte, si disposiciones gubernamentales, por ejemplo, autorizaran a los bancos comerciales a tomar en cartera cierta proporción de valores emitidos en otros países de la región. También se podrían fortalecer las corrientes interlatinoamericanas de capitales, autorizando a las asociaciones que cuentan con fondos mutuos de inversión y a entidades análogas para que puedan adquirir valores en varios países.

Igualmente importante en este sentido podría ser el papel de los bancos de fomento.²⁴ Además de los aspectos de asistencia técnica, estos bancos de los países más desarrollados, podrían otorgar cierta ayuda financiera a los de desarrollo relativamente menor. Entre las varias formas que estos movimientos de fondos podrían tomar cabría señalar las compras de ciertos valores que los primeros efectuarían a los segundos, o préstamos a largo plazo que les podrían otorgar, especialmente para el financiamiento de proyectos de interés común en los respectivos países.

Medidas de orden tributario

Hay una serie de medidas tributarias que los países de América Latina podrían adoptar para estimular la inversión en acciones de las compañías radicadas en sus respectivos territorios. Se trataría, sobre todo, de reconocer debidamente el impuesto al rédito pagado por la sociedad, al incluirse los dividendos en la declaración del accionista. También se podría considerar la conveniencia de gravar las utilidades reinvertidas por la sociedad con una tasa inferior a aquella con la cual se gravan las utilidades distribuidas como dividendos. Estas y otras medidas dependen esencialmente de consideraciones nacionales, de orden económico y administrativo, como asimismo de criterios de equidad.

24 Véase el estudio Papel de los bancos de desarrollo en la integración económica de América Latina, presentado por el BID en la Primera Reunión Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo, celebrada en Washington bajo los auspicios del Banco del 29 de noviembre al 2 de diciembre de 1964. Tal estudio y otros presentados en esa reunión serán publicados próximamente en una edición especial de Temas del BID.

Desde el punto de vista de las inversiones interlatinoamericanas, tal vez la medida que convendría aplicar entre los países de la región sería la de gravar los ingresos únicamente en el país en el cual se originan. Este es el principio por el cual ellos han estado abogando en sus relaciones con los países exportadores de capitales.

En realidad, a largo plazo, será necesario distinguir para fines tributarios entre las inversiones latinoamericanas y las inversiones extrarregionales. Ciertamente, podría justificarse la exención a las primeras de los impuestos que gravan las transferencias de dividendos, en la medida en que los accionistas sean de otros países latinoamericanos.

Atracción de capitales privados extranjeros

Está bastante generalizada la opinión de que, aún antes de llegarse a la integración económica latinoamericana habrá una fuerte competencia entre los distintos países para atraer capitales privados extranjeros por medio de concesiones tributarias excesivamente liberales. Es probable que tal temor sea exagerado porque los gobiernos saben que las concesiones en materia de impuestos al rédito tienen un significado bastante limitado, debido al hecho de que Estados Unidos y varios otros países no reducen el gravamen final al inversionista extranjero. 25 (*)

En estas condiciones, la eficacia de las concesiones tributarias está limitada a los gravámenes que no son deducibles en el país del inversionista; a menos de que allí rijan tasas impositivas inferiores a las del país donde se originó la utilidad o de que se eximan del pago de impuestos las utilidades obtenidas en el exterior.

Es probable que haya otros aspectos de política gubernamental que tengan un efecto más directo sobre las inversiones privadas extranjeras, como, por ejemplo, la política petrolera de los países con reservas conocidas o probables. Aún más importante que las políticas que se refieren explícitamente a las inversiones extranjeras son ciertas consideraciones generales como, por ejemplo, las economías externas que un inversionista puede encontrar cuando realiza sus operaciones, la estabilidad monetaria y la libertad de pagos, y sobre todo, la tradición que se haya desarrollado en el país con respecto a la empresa privada en general.

Si tales requisitos difieren en mucho de un país a otro, los capitales privados manifestarán un grado apreciable de discriminación entre países y zonas, con lo que, probablemente, se acentuarán los desequilibrios regionales. Sin embargo, la actuación de los gobiernos en el fortalecimiento de la infraestructura de sus respectivos países y la acción compensado

(*) Véase nota en página 20.

ra de la ayuda pública o multilateral exterior pueden corregir en parte esos desequilibrios. En etapas posteriores una zona subdesarrollada puede también constituirse en centro de atracción para capitales privados, tanto nacionales como extranjeros como lo demuestra el caso de Italia meridional.

POSIBLE COOPERACION DE LOS BANCOS MULTILATERALES

Necesidad de aumentar el aporte interno de los países

Los bancos multilaterales tienen interés considerable en el fortalecimiento de los mercados de capitales y en la integración de éstos a pesar de que hasta ahora su actuación explícita en este sentido ha sido muy limitada.

El financiamiento externo ya encuentra en muchos países subdesarrollados un factor limitativo en su balanza de pagos. En América Latina el monto de la deuda pública aumentó de un total equivalente a cerca de 3.600 millones de dólares en 1955 a 10.000 millones en 1963. 26* El servicio de esa deuda pasó de 450 millones de dólares en 1956 a 1.350 millones en 1963. Estas transferencias absorbían el 5 por ciento del ingreso por concepto de bienes y servicios en 1956 y cerca del 11 por ciento en 1961. En ese mismo período (1956-1961), las transferencias netas por concepto de inversiones privadas (principalmente directas) subieron de 1.284 millones de dólares a 1.312 millones. 27 (*)

El aumento de la deuda pública externa de las otras regiones subdesarrolladas ha sido también rápido, sobre todo en Asia, pero relativamente más lento en Africa y en Europa meridional. La facilidad con que se han obtenido créditos en el exterior especialmente de proveedores no ha sido seguida por un crecimiento adecuado de los ingresos corrientes de divisas. La posición de América Latina en su conjunto es bastante difícil si se considera que el 52 por ciento de la deuda pública externa (pendiente a fines de 1963) tenía un vencimiento inferior a 5 años el 21.2 por ciento vencía entre 5 y 10 años y solamente el 26.8 por ciento vencía a más de 10 años. Lo expuesto demuestra que el problema en América Latina no es tanto el volumen global de su endeudamiento como el de la composición y estructura del mismo.

En medida creciente se ha venido tratando de solucionar esta limitación por medio de préstamos reembolsables en moneda local o mediante donaciones. Estos tipos de financiamiento que no constituyen una carga para la balanza de pagos de los países beneficiarios tienen a su vez limitaciones muy obvias. En general son considerados como instrumentos políticos de los países que los suministran lo que influye en su distribución geográfica especialmente cuando provienen de Europa. En el caso de Estados Unidos una de las limitaciones más importantes es la situación deficitaria de su balanza de pagos. Además en todos los países que la conceden la ayuda externa tiene que competir en el proceso presupuestario con una extensa gama de demandas internas.

(*) Véanse notas página siguiente.

Es así como las limitaciones para la concesión de préstamos y donaciones ponen de relieve el significado del ahorro interno como fuente principal de la inversión en el país. Ello refleja el problema fundamental del desarrollo: la insuficiencia del ahorro y su utilización defectuosa (desde el punto de vista del desarrollo nacional no necesariamente desde el punto de vista de la empresa).

No se trata por supuesto de limitaciones rígidas al financiamiento exterior. En muchos países hay todavía un amplio margen en su posición de pagos para contraer más deudas externas; además en distintos grados el financiamiento externo mismo ayuda a ampliar ese margen. En otros casos se modera la limitación impuesta por la onerosa situación de balanza de pagos, mediante la adopción de ciertas medidas como: refinanciamiento de los créditos a plazo corto e intermedio, concesión de períodos de gracia más largos otorgamiento de plazos más amplios de amortización, reducción de las tasas de interés, etc.

-
- 25 La tasa del 52% sobre las utilidades de las corporaciones, aplicable en Estados Unidos, es generalmente más alta que en los países subdesarrollados. Como éstas deducen los impuestos a la renta pagados en el exterior, una concesión impositiva en el país de origen del ingreso redundante normalmente en favor del fisco norteamericano y no del inversor.
- 26 Las cifras se refieren a la deuda pública pendiente (inclusive los créditos desembolsados) al final de los años indicados, con un plazo inicial de un año o más. Comprenden también, las obligaciones privadas garantizadas por el sector público. No se incluyen cifras referentes a Cuba.
- 27 Fuentes para las cifras mencionadas en el párrafo: estadísticas del BID, Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y Fondo Monetario Internacional. Las cifras hasta 1961 aparecen publicadas en Cambios recientes en la deuda pública externa de los países latinoamericanos por S. R. R. Badri Rao. CEMLA, México, 1964.

Todo ello da más tiempo para fortalecer el ahorro interno, que permanece como la meta central del desarrollo, tanto al nivel nacional como regional.

Desde su comienzo, los bancos multilaterales han ejercido influencia creciente sobre el volumen del ahorro interno de los países prestatarios y sobre la calidad de la inversión. Por ejemplo el BID ha movilizado recursos nacionales equivalentes casi al doble de sus préstamos. Parte de ellos constituyen una inversión nueva es decir, una desviación del consumo hacia la inversión. Sin embargo, es muy probable que a través de un mecanismo nacional de planificación, el banco multilateral, actuando como líder de un consorcio internacional, más que si obrara por sí solo, podría tener un efecto mucho más amplio sobre la calidad de la inversión nacional y, tal vez también, sobre la tasa de ahorro del país.

Aparte de esta consideración general, hay varias medidas específicas mediante las cuales los bancos multilaterales pueden ayudar al esfuerzo nacional en materia de inversión. A continuación se señalan algunas a título meramente ilustrativo.

Medidas específicas de los bancos multilaterales.

Participación máxima de los recursos locales.

Este principio está claramente expresado en los estatutos de los bancos multilaterales que prevén el otorgamiento de préstamos a empresas privadas solamente "cuando no hubiere capitales particulares disponibles en términos y condiciones razonables" (Art. 1, Sec. 2 -iii- del Acuerdo Constitutivo del BID). Su interpretación presenta dificultades considerables de orden práctico. La política que, en general, aplicaban hasta hace poco las instituciones multilaterales de financiar solamente los gastos de importación de proyectos específicos ofrecía, en parte, una solución a este problema. 28(*)

Sin embargo, los esfuerzos tendientes a una mayor movilización de recursos locales no significan por sí mismos una solución general. Hay diferencias considerables entre los distintos solicitantes de crédito y los diversos países. Desde luego, existen empresas con recursos internos potencialmente suficientes para financiar ampliaciones, sin acudir a créditos. Asimismo, hay países con mercados de capitales que pueden financiar -aunque a un costo más alto- parte de los requisitos de inversión cuyo financiamiento se busca en el exterior. Habida consideración de tales diferencias, parece que la participación máxima de los recursos locales solamente será lograda mediante la aplicación de criterios pragmáticos que deben tener en cuenta las circunstancias particulares de cada proyecto y, entre ellas, de manera fundamental, la prioridad económica del mismo y las alternativas de su financiamiento que existan en el exterior.

(*) Véase nota en página 23.

Selección y evaluación de proyectos.

Al estimular y promover una más importante participación de recursos locales en el financiamiento de proyectos los bancos multilaterales, con los mismos recursos, podrían intervenir en un número tanto más grande de proyectos, cuanto mayor sea la participación local. Indudablemente esto requeriría la intensificación y ampliación de sus actividades, preferiblemente a través de los bancos nacionales de fomento, en cuanto a la selección y evaluación de proyectos. Los gastos en servicios técnicos relativamente más altos, que ello implicaría, quedarían justificados por el hecho de que los organismos financieros internacionales participarían en el financiamiento de mayor número de proyectos estimulando así la movilización de más recursos locales. Su impacto sobre el mercado de capitales podría ser por lo tanto más marcado. A este respecto, podría señalarse, por ejemplo, que la política generalmente adoptada en el sentido de que las sociedades beneficiarias de un préstamo ofrezcan gradualmente en venta una parte de sus acciones al público, adquiriría más vasto alcance.

Por otra parte, el otorgamiento de préstamos globales transfiere a las entidades nacionales los problemas operacionales involucrados en un número más grande de préstamos por montos más reducidos.

Garantías de los bancos multilaterales.

En la actualidad los bancos multilaterales no pueden tener una actuación directa de mayor envergadura en los mercados de capital en los países prestatarios. Ocasionalmente han prestado asistencia técnica para mejorar los mecanismos del mercado de capital de varios países o para que alguna entidad local efectúe emisiones de bonos con cuyo producto poder solventar los gastos en moneda nacional de proyectos en los cuales participa un organismo financiero multilateral.

No obstante que los estatutos, tanto del BIRF como del BID, autorizan a ambas instituciones para garantizar préstamos, tal facultad no ha sido puesta en práctica. La razón de ello estriba en el hecho de que el otorgamiento de garantías reduciría los recursos disponibles como respaldo para las emisiones futuras de bonos de esas instituciones en el mismo monto que las operaciones garantizadas. Por ello, ellas prefieren canalizar los fondos obtenidos en los mercados de capital de ciertos países miembros. 2^o* directamente a sus prestatarios, en forma de créditos.

Podría pensarse en la creación de una entidad multilateral cuyo propósito exclusivo sería otorgar garantías a ciertas emisiones de bonos (o de instrumentos comparables) en los países subdesarrollados. Para tal fin se la dotaría de los recursos correspondientes sólo a los riesgos que asumiría. Este

(*) Véase nota en la página siguiente.

mecanismo podría fortalecer especialmente el mercado de los bonos de los bancos de fomento y de ciertas entidades públicas. Además de ésta, su principal función en el ámbito nacional, es probable que tales valores atraerán fondos de varios países latinoamericanos (y, tal vez también, de fuera de la región), de manera que se fortalecería así el proceso de integración de los mercados de capital en América Latina.

En aquellos países donde no existe sólida confianza en la estabilidad monetaria, la emisión de bonos de valor variable (generalmente denominados en dólares) parece ser una de las pocas medidas que podrían adoptarse, a corto plazo, para disminuir la fuga de capitales. Tales instrumentos, en la medida en que estuvieran respaldados por la garantía de una entidad internacional, contribuirían al fortalecimiento del mercado de capital local y de la corriente intrarregional de capitales.

Financiamiento de proyectos regionales.

En América Latina, los préstamos de los bancos multilaterales pueden contribuir a la integración de los mercados de capital de varias maneras. Principalmente se trataría de préstamos para proyectos de carácter plurinacional (de infraestructura, que prestara servicio a dos o más países o de producción de bienes para un mercado regional). Su valores, que representarían inversiones en proyectos seleccionados por una entidad multilateral, serían probablemente los primeros que encontrarían mercado simultáneamente en varios países de la región.

Finalmente, falta por desarrollar todavía un mercado, por lo menos para los primeros vencimientos de los préstamos otorgados por las entidades multilaterales. Posiblemente encontrarían una mejor acogida, tratándose de ventas sin la garantía de la entidad prestataria, si se emitieran valores en pequeñas denominaciones contra una cartera de tales vencimientos.

-
- 28 Sobre las políticas de préstamos de las instituciones financieras internacionales puede consultarse: Financiamiento internacional para el crecimiento industrial sostenido, por Rubens Costa, en Temas del BID, No. 2 págs. 53 a 60.
- 29 Los estatutos de ambas instituciones exigen lo que equivale a un respaldo de 100 por ciento de sus préstamos y garantías. Es interesante notar que el Banco Europeo de Inversiones está autorizado a otorgar préstamos y garantías hasta por el 250 por ciento del capital suscrito.