

ISSN: 1576-0162

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA DE AMÉRICA LATINA:
EL FRACASO DE UNA IDEALIZADA INSERCIÓN INTERNACIONAL

*LATIN AMERICA'S FINANCIAL GLOBALIZATION:
THE FAILURE OF AN IDEALIZED INTERNATIONAL INSERTION*

Alfredo Sánchez Daza
Universidad Autónoma Metropolitana
jasd@correo.azc.uam.mx

Manuel Castillo Soto
Universidad Autónoma Metropolitana
mcs@correo.azc.uam.mx

Recibido: julio de 2005; aceptado: septiembre de 2006

RESUMEN

Se examina la globalización financiera de América Latina ocurrida en el transcurso de las dos décadas recientes, analizando los distintos flujos netos de capital a nivel región y por países. En el plano mundial, se trata de un proceso que ha involucrado principalmente a los países desarrollados y al interior de América Latina, las economías más grandes de la región, son las más comprometidas con ese proceso. La integración financiera internacional de la región no ha ocurrido de acuerdo a como se idealizó desde sus inicios, por el contrario, la inserción lograda es parcial, segmentada, condicionada por compromisos financieros acumulados históricamente (deuda externa e intereses) y por una más abierta exposición de los mercados locales a los contagios e inestabilidad financiera internacional, en virtud de los rezagos estructurales y fragilidad institucional característicos en la región. Ello explica en buena medida sus dificultades en materia de crecimiento económico.

Palabras clave: Integración financiera; América Latina; Flujos internacionales de capital; Deuda externa; Fragilidad financiera.

ABSTRACT

Through the analysis of net capital flows, both by regions and countries, this article examines Latin America's financial globalization during the last two decades. From the global perspective, such process incorporates developed countries and Latin America, in which the biggest economies of the region are the most involved. The international financial integration of the region has not occurred as it was drawn; the accomplished insertion is partial, broken,

and conditioned. This integration is conditioned, first, by historical financial compromises (external debt and interests); and by an open exposure of local markets to the effects of international financial instability, due to the structural backwardness and institutional fragility of the region. This facts mostly explain the difficulties of the region towards its own economic growth.

Keywords: Financial integration; Latin America; International capital flows; External debt; Financial fragility.

Clasificación JEL: F15, F36, G15.



1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene por objetivo examinar la globalización financiera en América Latina en el transcurso de las dos décadas recientes. En el plano mundial, se observa en primera instancia, que se trata de un proceso que ha involucrado principalmente a los países desarrollados. Al interior de América Latina algo similar ha ocurrido, el proceso de inserción también se ha desarrollado de forma desigual. Las economías, especialmente las más desarrolladas de la región, son quienes se encuentran implicadas en mayor grado en este proceso y forman parte del mismo desde sus etapas iniciales, es el caso de Argentina, Brasil, México, Chile, Venezuela y Uruguay.

Además de esta distribución desigual del financiamiento foráneo en el contexto mundial, la integración financiera internacional de la región no se ha producido de acuerdo a como se idealizó en sus inicios, es decir, un proceso que conduciría hacia una integración completa de los mercados locales con el sistema financiero internacional, obteniendo los beneficios que se derivarían de esa clase de inserción en términos de costos, tasas de interés, amplias y múltiples formas de financiamiento productivo, estabilidad de los mercados locales, y eficiencia, entre otros.

Por el contrario, la inserción lograda por la región es parcial, segmentada, condicionada por compromisos financieros acumulados históricamente (deuda externa e intereses), y acotada por una más abierta exposición de los mercados locales a los contagios e inestabilidad financiera internacional, cuyos efectos tienen un mayor impacto en Latinoamérica, a diferencia del que producen en los países desarrollados, en virtud de los rezagos estructurales y fragilidad institucional que les son característicos.¹ La integración latinoamericana a los mercados financieros internacionales, bajo estas características, explica en buena medida el que se trate de un proceso falto de correspondencia, o de correlación con el crecimiento económico de la región.

¹ Mishkin (1998).

La argumentación de lo anterior se realizará mediante el estudio de aquellas etapas que fueron registradas por las corrientes financieras (de auge y reflujo) destinadas a la región durante el periodo mencionado, ello con el fin de destacar sus consecuencias y analizar los principales rasgos de la integración latinoamericana a los mercados financieros internacionales; finalmente, para ilustrar algunas características específicas de esa integración, se estudia un grupo de países seleccionados.

2. CONDICIONES HISTÓRICAS DEL PROCESO DE INTEGRACIÓN

La moderna globalización financiera puede definirse como un proceso histórico en dos dimensiones: la primera, consiste en un creciente volumen de transacciones financieras transfronterizas; la segunda, está representada por la secuencia de reformas institucionales y legales que liberalizan y desregulan los movimientos internacionales de capital y los sistemas financieros nacionales.² A su vez, la intensificación en los movimientos internacionales de capital y los cambios legales e institucionales, de forma combinada, estimularon la competencia en los mercados de capitales. El menor costo de los intermediarios internacionales desregulados presionó hacia la reducción de costos y menores regulaciones en los mercados nacionales, así como el derrumbe de las barreras a las transacciones entre países.

El proceso moderno de globalización financiera cumple tres décadas. Es posible ubicar sus inicios entre 1971 y 1973, cuando Estados Unidos abandonó el acuerdo de Bretton Woods de fijar el dólar al oro, lo que significó, a su vez, la sustitución del sistema de tipos de cambio fijo por el de flotación de las monedas de los principales países desarrollados. Con ello, el riesgo cambiario fue traspasado al sector privado y se estimuló el desarrollo de los mercados de cambio (los euromercados en especial) y sus derivados.³

La inestabilidad monetaria suscitada fue acompañada en sus inicios por la crisis de precios de las materias primas, en particular por el aumento del precio del petróleo en 1973, lo que provocó fuertes desequilibrios comerciales, los cuales tuvieron que ser financiados irremediablemente. El reciclaje de los recursos derivados del superávit de los países exportadores de petróleo (“petrodólares”), hacia los mercados europeos, actuó en favor de una disponibilidad abundante de liquidez internacional, la que de por sí crecía debido a las inversiones productivas no realizadas en las economías industrializadas por su tendencia hacia la recesión.

Por una parte, la existencia de abundante crédito internacional disponible y barato, y por otra, la presencia de necesidades crecientes de financiamiento internacional en los países en desarrollo, constituyen las bases sobre las cuales estos últimos, los de América Latina en especial, iniciarían una integración a los mercados financieros internacionales con características muy específicas.

² Frenkel (2003: 42).

³ Eatwell (1997).



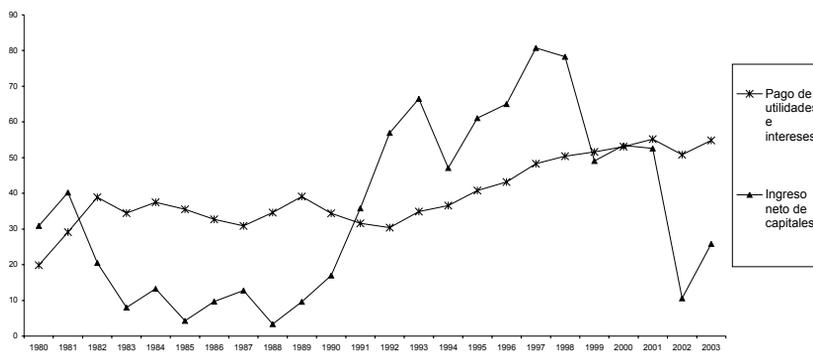
3. PRIMER PERÍODO DE AUGE Y CRISIS DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EN LA REGIÓN

La primera ola de capitales en la región, durante la segunda mitad de los años setenta, ocurre bajo un nuevo patrón de financiamiento (el anterior esquema tuvo como fuente central el financiamiento oficial), éste consistió principalmente en préstamos realizados de manera sindicada por la banca privada internacional, bajo condiciones atractivas para esos momentos (bajas tasas de interés –reales negativas– pero flotantes).

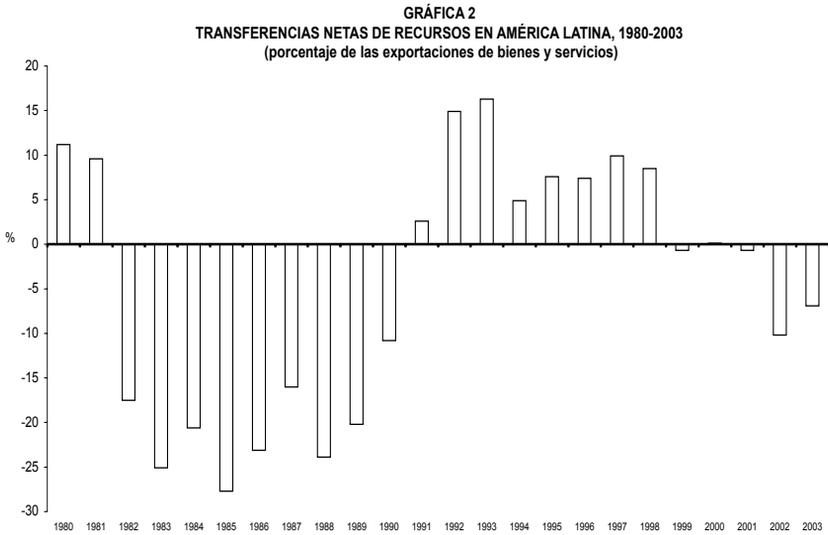
El encarecimiento gradual de este financiamiento (alzas en tasas de interés desde 1979) condujo finalmente, en 1982, a la incapacidad de pago del servicio de la deuda contraída por los países que más se habían endeudado (Argentina, Brasil, México y Chile, en Latinoamérica).

La integración financiera internacional de la región cambió sustancialmente con la crisis de deuda externa que se origina a partir de 1982. Los mercados voluntarios de capital fueron cerrados para todos los países con problemas de deuda externa, pero los vínculos se mantuvieron mediante el pago de intereses de la deuda y renegociación frecuente de este compromiso, lo cual condujo a que el ingreso neto de capitales fuese inferior al pago neto de intereses y utilidades (ver Gráfica 1), ello significó una relación basada en la transferencia neta de recursos de los países deudores hacia los acreedores, es decir, la relación se invirtió totalmente, los países deudores se convirtieron, por la fuerza de los hechos, en *exportadores netos de capital* hacia los países acreedores durante los años ochenta. (Ver Gráfica 2).

GRÁFICA 1
INGRESO NETO DE CAPITALES Y PAGOS NETOS DE UTILIDADES E INTERESES
(en miles de millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe*, varios números.



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL, *Balance preliminar de las economías de América latina y el Caribe*, varios años.

Ante la carencia de financiamiento externo, Latinoamérica vivió una etapa de crisis y estancamiento prolongada denominada la “década perdida”, con todas las consecuencias que ello implica desde el punto de vista de los retrasos productivos, en condiciones de bienestar social, educación, salud, entre los más importantes.

4. CAMBIOS SUSTANCIALES EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES

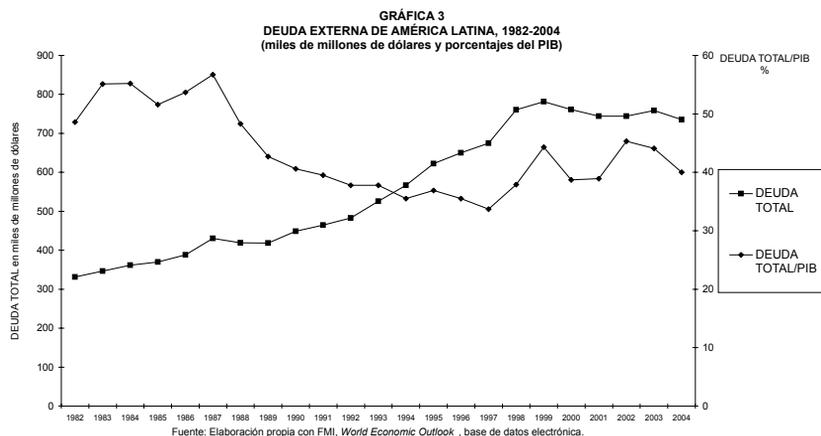
Mientras los países con problemas de endeudamiento externo fueron marginados del financiamiento foráneo, los mercados internacionales de capital registran cambios estructurales de importancia, concretamente en términos de los volúmenes intercambiados y en las formas de asignación del financiamiento.

A ello contribuyó la reducción en las barreras nacionales a la movilidad del capital. La *bursatilización* del financiamiento pasó a ser la principal fuente de obtención de recursos y se incorporan nuevos inversionistas institucionales (aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de inversiones comunes, empresas multinacionales, entre los más importantes), acelerando la movilidad de capital en los mercados internacionales. Simultáneamente, de cara a la inestabilidad e incertidumbre en los mercados, fueron creados e incorporados nuevos instrumentos de cobertura frente a los riesgos cambiarios y de inflación (futuros, opciones), produciéndose un fuerte crecimiento en las operaciones con divisas y, junto a ello, las operaciones de *arbitraje*.

Mediante nuevos mercados e instrumentos es posible obtener financiamiento con diversa madurez a largo y corto plazo; significando en el primer caso, recursos para proyectos de envergadura, y en el segundo, capital susceptible de entrar fácil y temporalmente a un mercado, pero también con la posibilidad de abandonarlo, dada su volatilidad (gracias a los nuevos instrumentos y mercados que así lo permiten), se constituye así en una clase de inversión de alto riesgo para quien lo contrata, debido a sus amplias posibilidades de operar en forma especulativa.

5. LA DÉCADA DE LOS 90

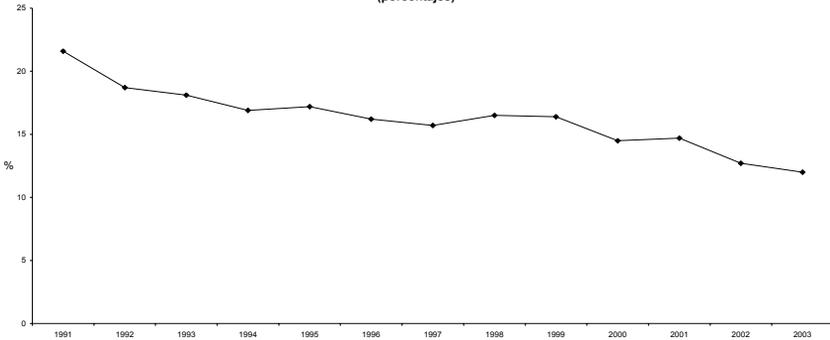
La reincorporación de Latinoamérica a los mercados voluntarios de capital ocurre a inicios de la década de los noventa, hecho que es posible debido a varios aspectos. Uno de ellos son las renegociaciones de deuda externa en los términos del *Plan Brady*, pactando México en primer lugar y posteriormente otros países, lo que permite el descenso de la carga que representa el total de la deuda externa (ver Gráfica 3) como de los intereses de la misma. (Ver Gráfica 4).



Influyó también la adopción de políticas de estabilización que permiten combatir y disminuir substancialmente los procesos hiperinflacionarios que aquejaron a muchos países de la región (procesos inerciales de inflación), así como los indicios de volver a crecer casi en forma generalizada. El crecimiento promedio anual de la región, de acuerdo con CEPAL (2000), durante el lapso 1991-1994, fue de 2.4%, mientras que en el período 1981-1990 fue de -1%. La inflación promedio máxima en la región, a lo largo del transcurso de las dos décadas recientes, es la registrada en 1990 (ver Gráfica 5), que estuvo cercana a 500%, a partir de ese año desciende substancialmente en la mayoría de países de forma tal que hacia 1995 la variación del IPC promedio fue de

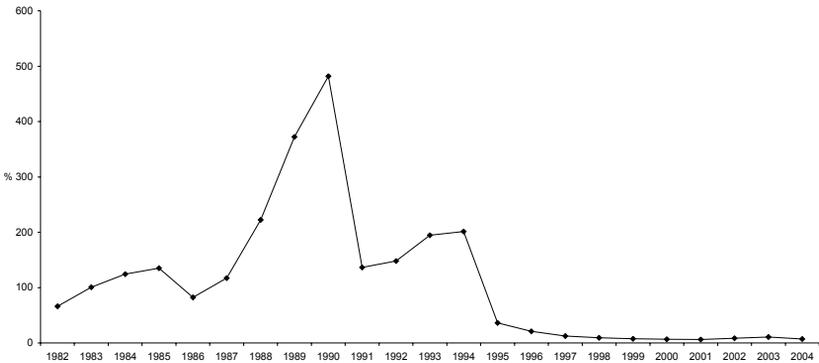
36.1%. La excepción más notoria fue Brasil, cuya hiperinflación ascendió a 2489% en 1993, pero las nuevas medidas de estabilización y la incorporación del Real le permiten abatir el grave problema hasta 22% en 1995; Nicaragua también registró una alta inflación en 1991 al ascender a 865%, misma que descendió sustancialmente en los años posteriores.⁴

GRÁFICA 4
RELACIÓN ENTRE LOS INTERESES DEVENGADOS Y LAS EXPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL, *Balance Preliminar de las Economías de América Latina y El Caribe*, varios números.

GRÁFICA 5
INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA 1982-2004
(porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con información de FMI, *World Economic Outlook*, base de datos electrónica.

Un papel importante juega la profundización de las reformas estructurales que transformarían de manera substancial a las economías nacionales: apertura comercial, desregulación y apertura de los mercados financieros, y privatizaciones. Aun cuando algunos países, como Argentina, Chile y Uruguay

⁴ CEPAL (2000), *Apéndice Estadístico*.



habían experimentado estos aspectos a partir de la década de los setenta, con resultados bastante desastrosos, México emprendió una importante apertura comercial en el lapso 1985-88 y la privatización de empresas públicas en el transcurso de los años ochenta; en la profundización de dichas medidas coinciden la mayoría de los países de la región durante la década mencionada.

Bajo estas circunstancias ocurre la reincorporación de Latinoamérica a los mercados voluntarios de capital a inicios de la década de los noventa, aun cuando el ingreso de capital foráneo se da en forma masiva (ver Gráfica 6), ello, asociado a un perfil ampliamente reformador y a tendencias cada vez menos inestables; estos factores, entre otros, poseen gran importancia, y contribuyeron a generar un exceso de confianza generalizado entre inversionistas, gobiernos e instituciones multilaterales, al grado de suponerse un crecimiento de largo plazo en las corrientes foráneas de capitales a las economías emergentes y, por tanto, una tendencia ininterrumpida de éstas a integrarse de forma completa a un mercado global.

La crisis mexicana se encargó de desmentir esto y de poner de relieve los enormes riesgos que implican las inversiones de cartera (ver Gráfica 7), por su naturaleza (de corto plazo y altamente volátiles) y montos exagerados (tanto a la entrada como a salida, en ambos casos volúmenes desproporcionados al tamaño de las economías).⁵

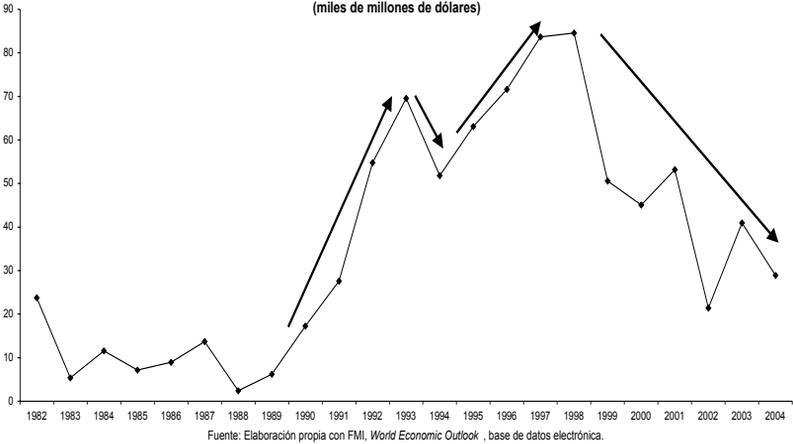
Las nuevas formas sofisticadas de comportamiento de esta clase de inversiones condujeron a ataques especulativos y a crisis más frecuentes, tipificadas como de “profesías autocumplidas” (crisis *self-fulfilling*),⁶ como lo fue la crisis mexicana), y crisis “gemelas” (que combinan la monetaria y la bancaria) a raíz de las crisis en el sudeste de Asia.

Por lo demás, la miopía ante el desastre, las manías propias del auge especulativo y los movimientos en manada (tanto a la entrada como a la salida de una economía), siguen haciendo acto de presencia, después de que fueron equivocadamente descartados en los momentos de la euforia.

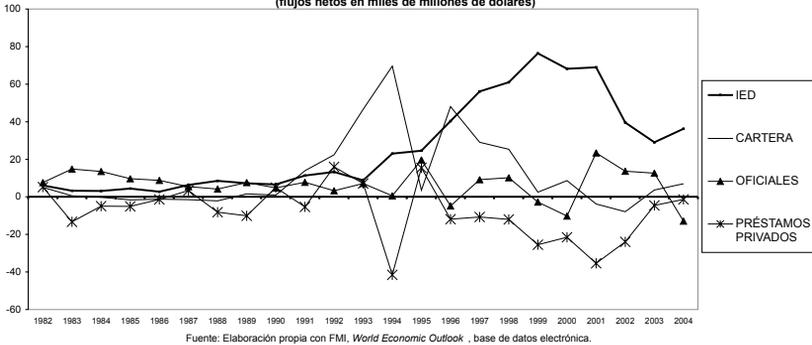
⁵ La característica esencial de estos ciclos de auge y salida de capitales volátiles consiste en que tienden a ser desproporcionados en relación con el tamaño de las economías anfitrionas. No es poco común que un país de moda en los mercados internacionales de capital reciba entradas cercanas o superiores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

⁶ Que se derivan del supuesto, por parte de los inversionistas, de un cambio en la política cambiaria de un país si ocurre el ataque especulativo, independientemente de sus fundamentos económicos. Obstfeld (1986), Krugman (1996), Sachs y Velasco (1996), Reinhart y Talvi (1998).

GRÁFICA 6
FLUJOS NETOS DE CAPITAL EN AMÉRICA LATINA, 1982-2004
(miles de millones de dólares)



GRÁFICA 7
CORRIENTES DE CAPITAL FORÁNEO EN AMÉRICA LATINA, 1982-2004
POR TIPO DE INVERSIÓN
(flujos netos en miles de millones de dólares)



En lo que concierne a la tendencia de flujos de capital en la región, posterior al auge de inicios de los noventa, éstos registran una contracción a mitad de la década, debido a la crisis del peso mexicano (ver Gráfica 6), crisis drástica pero breve, y le siguió otro auge con un contenido de inversiones directas cada vez mayor (ver Gráfica 7), las cuales están fuertemente asociadas a los procesos de privatización que se intensifican en la segunda mitad de los noventa. El nuevo auge en las entradas de capital se detiene con las crisis asiáticas, rusa y brasileña.



6. UNA INTEGRACIÓN FINANCIERA *CÍCLICA* QUE NO OCURRE

Superadas las crisis en Asia, Rusia y Brasil, se tendió a pensar que el proceso de integración financiera internacional transcurre en forma *cíclica*,⁷ por lo cual debía esperarse una nueva fase de auge. Este optimismo fue estimulado por el carácter relativamente benigno de la crisis de Brasil, que devaluó el Real en enero de 1999, y por la actuación eficaz de los organismos internacionales para evitar la moratoria de pagos en la mayoría de casos.⁸

El nuevo auge de entradas de capital no ha ocurrido hasta la fecha (ver Gráfica 6), por el contrario, en promedio las entradas netas de capital han sido decrecientes desde 1999 hasta alcanzar niveles semejantes a los de inicios de la década en cuestión. Hacia 1997 las dos principales corrientes de capital foráneo en la región, las inversiones de cartera y la IED, cambiaron su peso relativo (ver Gráfica 7), en el trienio 1997-1999 los volúmenes netos de inversiones de cartera además de inferiores a la IED, son decrecientes, por lo que las inversiones directas desde 1997 se constituyen en la principal fuente de financiamiento del déficit de cuenta corriente en la región.

Sin embargo, los flujos netos de IED también tienden a la baja desde el año 2000, lo que conduce a que Latinoamérica vuelva a realizar transferencias netas de recursos hacia los países acreedores desde 1999 (ver Gráfica 2). Lo anterior significa que en los años recientes todas las clases de inversión foránea, sin excepción, se contraen, es decir, Latinoamérica enfrenta una reducción neta generalizada de inversiones foráneas.

7. CORRIENTES DE CAPITAL FORÁNEO POR PAÍSES

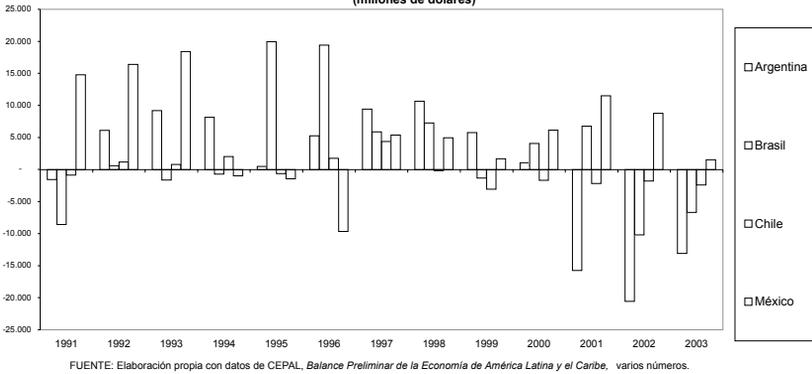
La reducción generalizada en la entrada neta de capitales y el permanente e inevitable cumplimiento del pago de intereses de la deuda externa, conduce nuevamente a que la región realice transferencias netas de recursos hacia los países acreedores.

Sólo algunas excepciones escapan a esta tendencia: México, Guatemala (ver Gráfica 8 y 9), Nicaragua y Honduras (ver Gráfica 11), no obstante todos registran transferencias netas de recursos a favor, sus niveles están por debajo de los alcanzados a fines del siglo XX. Todo esto hace evidente que la región enfrenta una nueva encrucijada ante los requerimientos de financiamiento internacional en el transcurso del quinquenio reciente.

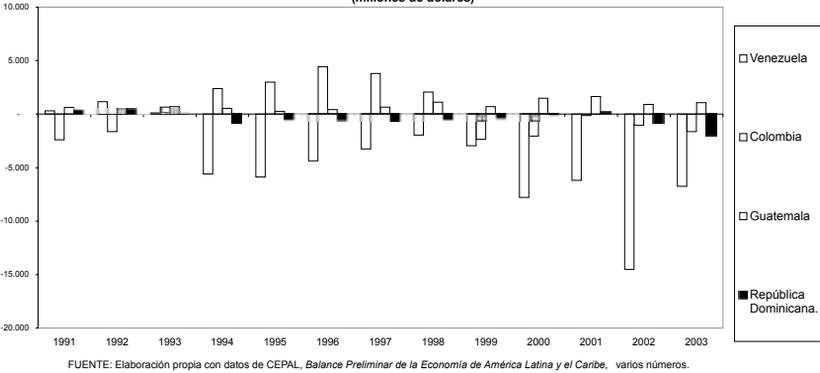
⁷ Calvo, Leiderman y Reinhart (1996), y FMI (1997).

⁸ Frenkel (2003: 43).

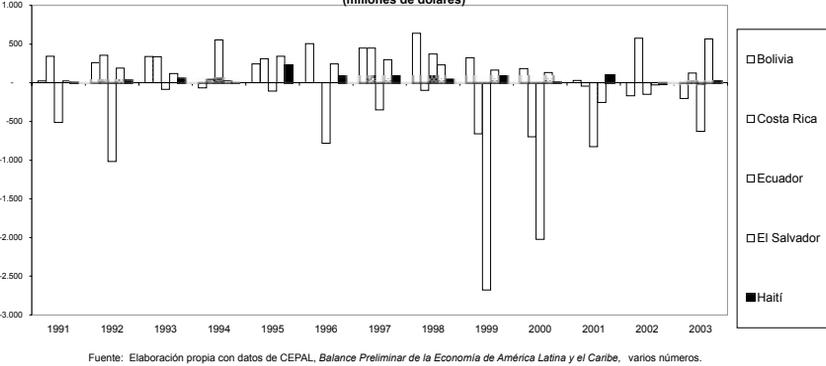
GRAFICA 8
TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS, Grupo 1
(millones de dólares)

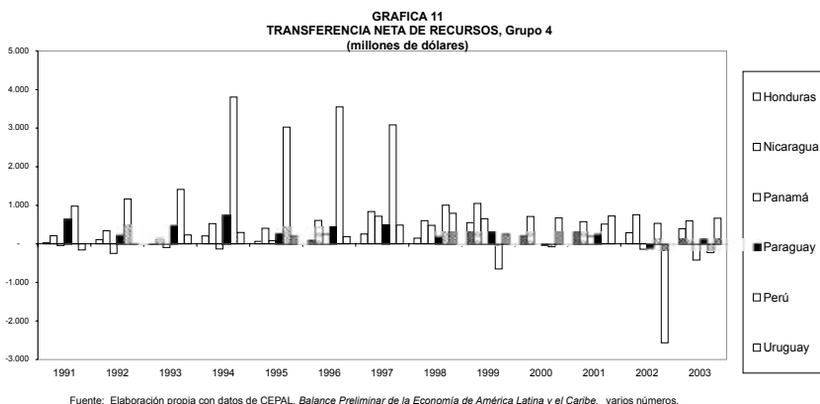


GRAFICA 9
TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS, Grupo 2
(millones de dólares)

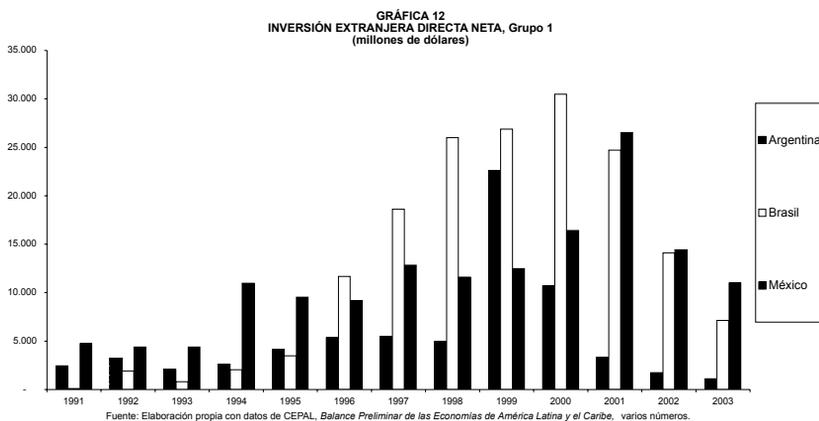


GRAFICA 10
TRANSFERENCIA NETA DE RECURSOS, Grupo 3
(millones de dólares)

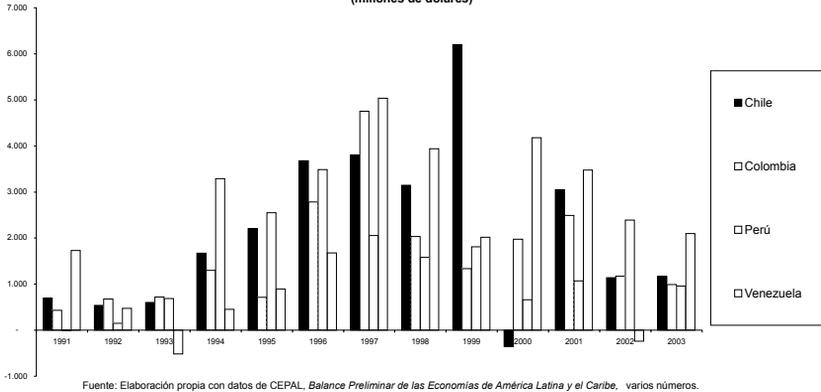




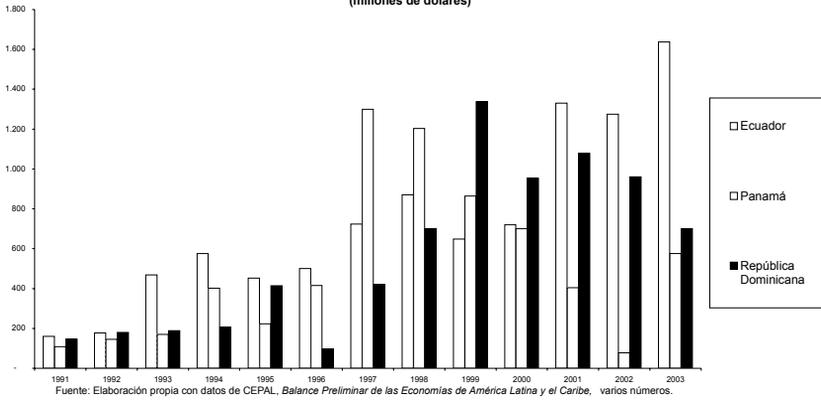
Por lo que se refiere al caso específico de las corrientes de IED, la tendencia es muy semejante, aunque la mayoría de países difiere en el inicio de la misma. Las economías más grandes de la región coinciden en la tendencia durante el trienio reciente (ver Gráfica 12), en cambio Ecuador y Nicaragua son las únicas excepciones (ver Gráficas 13, 14, 15 y 16), con la particularidad de que, aun cuando el segundo, muestra corrientes de IED crecientes en el trienio 2001-2003, los niveles son inferiores a los alcanzados en el bienio 1999-2000.

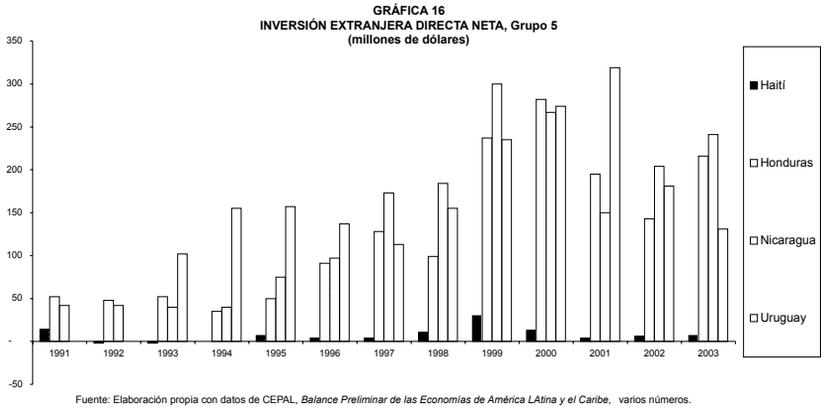
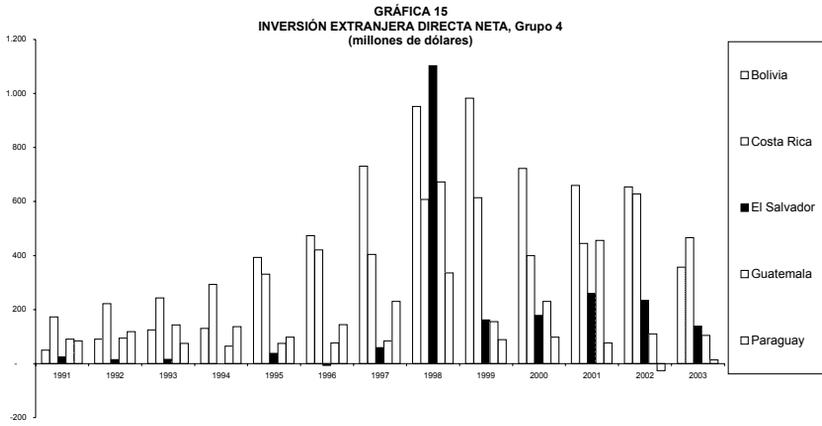


GRÁFICA 13
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA NETA, Grupo 2
(millones de dólares)



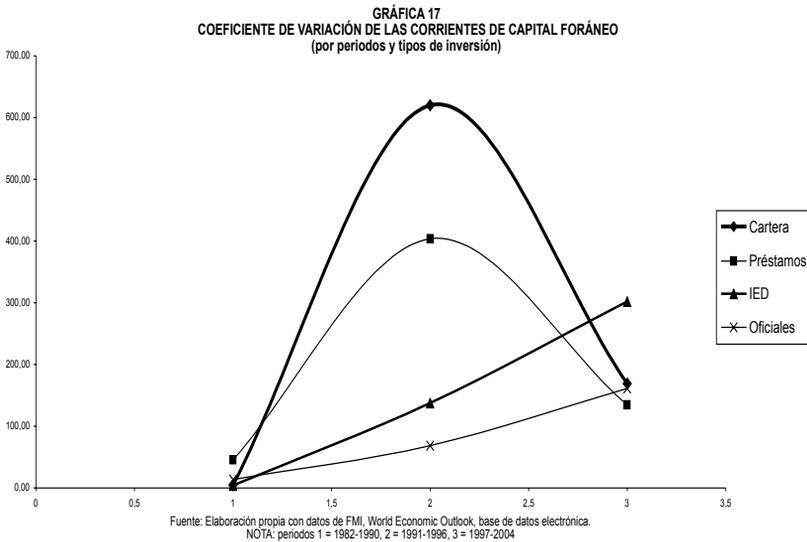
GRÁFICA 14
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA NETA Grupo 3
(millones de dólares)





8. FACTORES QUE DEFINEN EL CURSO DE LA INTEGRACIÓN

Varios factores son los que cuestionan y definen un perfil específico de la integración financiera internacional de Latinoamérica. Uno de ellos está constituido por la tendencia altamente inestable del financiamiento externo (ver Gráfica 17), destacando en particular el caso de las inversiones de cartera y en los años recientes, como fue indicado, la severa contracción de las inversiones directas.



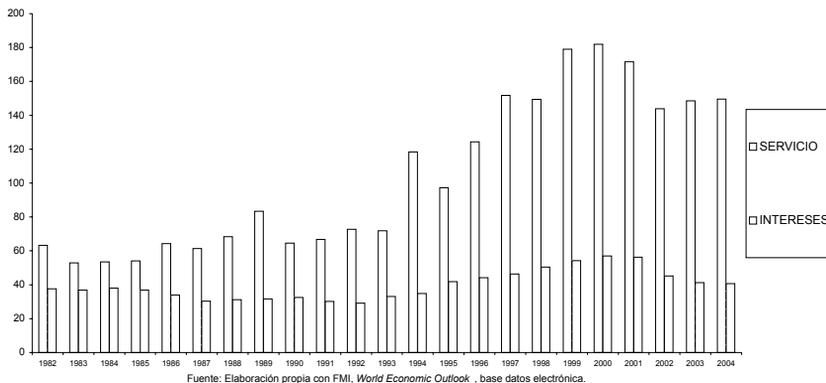
Otro factor que marca sustancialmente la integración financiera internacional de la región está representado por las necesidades de financiamiento externo, ya no digamos para complementar el ahorro interno destinado al apoyo de las actividades productivas, sino el que se requiere para cubrir los elevados volúmenes anuales del servicio e intereses de la deuda externa (ver Gráfica 18). Si bien, como ya se indicó, el peso de los intereses de la deuda externa decrece al iniciar la década de los noventa (ver Gráfica 4), estos intereses durante los años recientes aún significan en promedio entre 10 y 15% del valor de las exportaciones de bienes y servicios. El margen de maniobra sobre las divisas obtenidas por entradas netas de capital (escasas en los años recientes) o por el comercio exterior está condicionado por esa constante en todos los países y en todo momento.

Los casos en peores circunstancias (ver Gráfica 19 y 20) son, en orden de importancia, Argentina, Brasil, Uruguay, Colombia, Ecuador, Panamá y Perú, en los cuales el peso de los intereses de la deuda contra el valor de sus res-

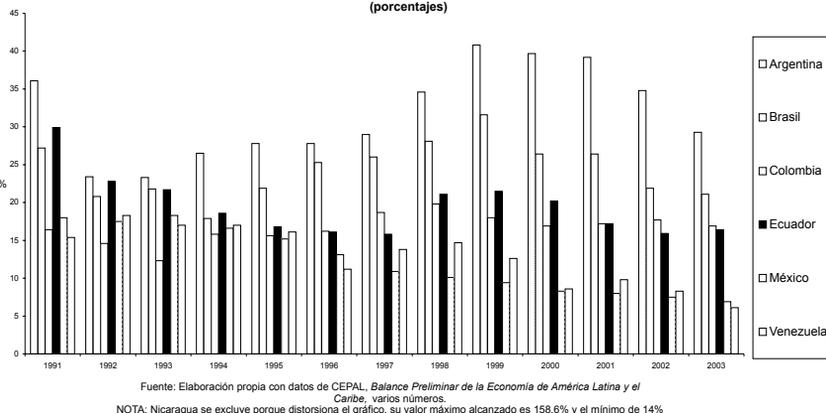


pectivas exportaciones de bienes y servicios ha registrado niveles por arriba de 15%; los menos graves (ver Gráfica 21) son los de Costa Rica, Guatemala, Haití, Paraguay y República Dominicana, donde el mismo indicador se ubica por debajo del 10%.

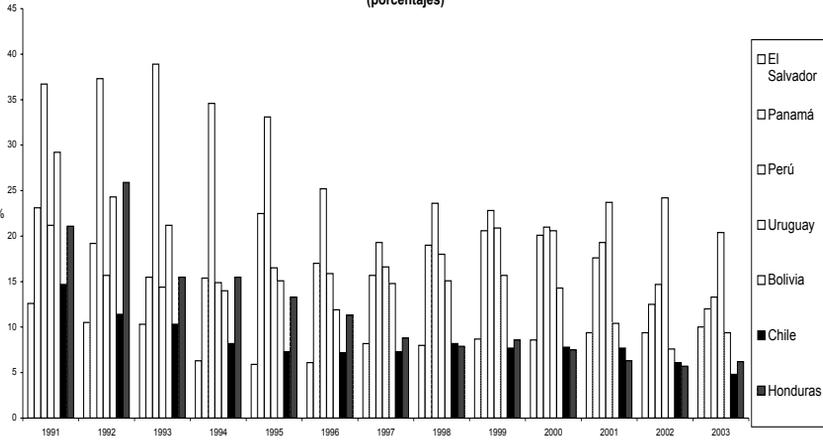
GRÁFICA 18
SERVICIO E INTERESES DE LA DEUDA EXTERNA EN AMÉRICA LATINA, 1982-2004
 (miles de millones de dólares)



GRAFICA 19
RELACIÓN ENTRE INTERESES TOTALES Y EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS, Grupo 1
 (porcentajes)

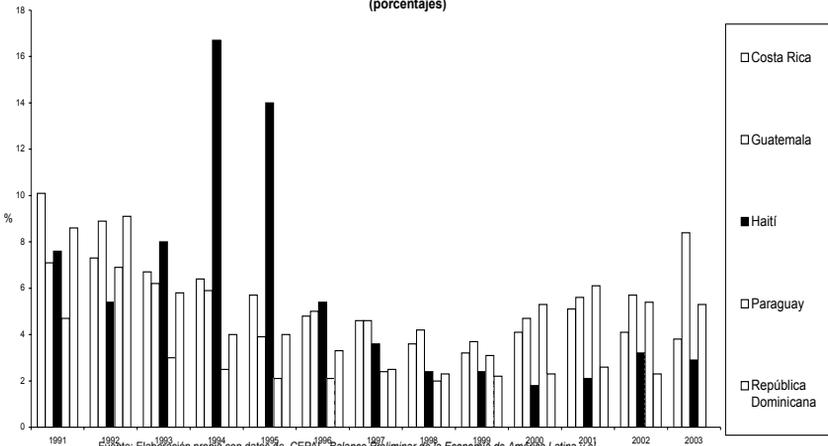


GRAFICA 20
RELACIÓN ENTRE INTERESES TOTALES Y EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS, Grupo 2
 (porcentajes)



Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, varios números.
 NOTA: Nicaragua se excluye porque distorsiona el gráfico, su valor máximo alcanzado es 158.6% y el mínimo de 14%

GRAFICA 21
RELACIÓN ENTRE INTERESES TOTALES Y EXPORTACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS, Grupo 3
 (porcentajes)

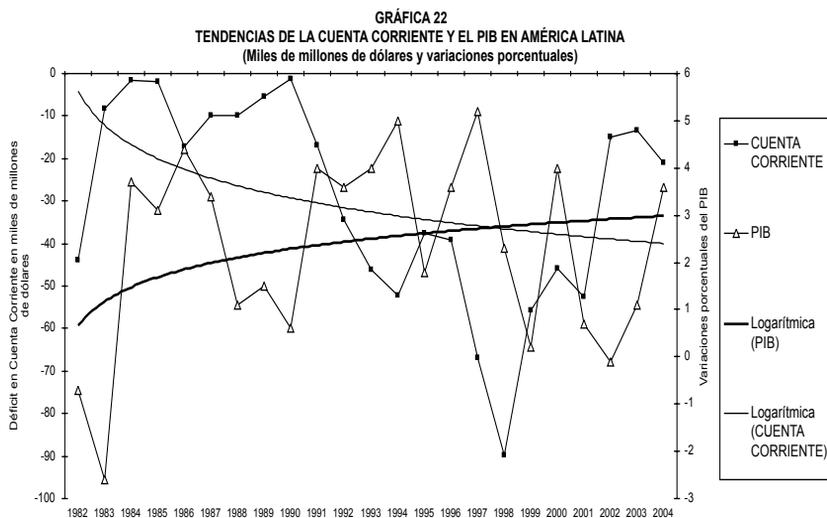


Fuente: Elaboración propia con datos de CEPAL, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, varios números.

La gestión de los países latinoamericanos sobre sus divisas está más acotada si se consideran las necesidades de recursos para el financiamiento de los déficit en cuenta corriente, los que se complican especialmente en los momentos de recuperación económica (ver Gráfica 22), es decir, que por su misma situación



estructural, las economías latinoamericanas al tratar de intensificar el esfuerzo, este se encuentra acompañado irremediabilmente por crecientes déficit en cuenta corriente y, por tanto, de necesidades crecientes de financiamiento foráneo. Lo que vislumbra la íntima asociación entre el tipo de integración comercial y la integración financiera alcanzadas en el transcurso de las dos décadas recientes.



Fuente: Elaboración propia con FMI, *World Economic Outlook*, base de datos electrónica.

El acceso al financiamiento foráneo por parte de los países en desarrollo o de las economías emergentes, está sujeto generalmente a un costo adicional: las primas de riesgo, mismas que se originan por desequilibrios o crisis propias, o por simple contagio produciendo una aversión, al riesgo global, proveniente de los inversionistas internacionales. En la última década, los periodos de recesión en la región o de crisis en algún país han coincidido con niveles de *spreads* soberanos por encima de 1000 puntos base (p.b). Para los casos de Argentina, Brasil, México, Chile, Colombia, Perú y Venezuela (ver gráficas correspondientes). En 1995 dichos niveles fueron el reflejo del contagio de la crisis mexicana, mientras que en 1998 se desató el *default* ruso. Las elevadas rentabilidades de 2001-2002 se explican por el *default* argentino y, principalmente, por las dudas sobre la sostenibilidad de la deuda brasileña. El entorno macroeconómico era de recesión mundial y elevada aversión al riesgo global. Chile y México son, durante los años recientes, considerados como las dos naciones de la región con menor riesgo, en el primer caso su respectivo

EMBI (*Emerging Markets Bonds Index*),⁹ ha oscilado entre los 100 y 200 p.b. en el quinquenio reciente; en el segundo, el índice viene descendiendo desde 1100 p.b. en 1998 hasta ubicarse en torno a los 150 p.b. en 2004. Esto les ha significado ser las excepciones regionales y lograr calificar con grado de inversión por las principales agencias calificadoras internacionales.

Los otros países de la región, por una o más razones, no alcanzan en la actualidad esa evaluación, ello influye en las percepciones de los inversionistas internacionales y, por tanto, en las posibilidades de acceso al financiamiento internacional.

9. CONCLUSIONES

En el transcurso de las dos décadas recientes, Latinoamérica ha transitado por una integración financiera internacional complicada y costosa en varios sentidos. Fue receptora de amplios volúmenes de capital foráneo a finales de los años setenta, situación que cambió al comenzar la década siguiente, se convirtió en exportadora neta de capitales a raíz de la crisis de deuda externa, le fue cerrado el acceso a los mercados internacionales de capital y tuvo que cumplir con los compromisos del servicio e intereses de la misma. En la primera parte de los noventa reingresa a dichos mercados y es receptora de elevados volúmenes de capital, lo que fue posible gracias a varios factores, entre los más relevantes se encuentran: la renegociación de la deuda externa en los términos del Plan Brady (que aminoró el peso relativo de la deuda, su servicio y los intereses correspondientes), un perfil ampliamente reformador en la región y las tendencias a la estabilización macroeconómica, con algunas excepciones. Hubo algunos años de relativo crecimiento y estabilidad para la mayor parte de países.

La naturaleza especulativa de una parte de los capitales que ingresaron a la región y la fragilidad de aquellos países anfitriones de esa clase de inversiones echó por tierra la creencia de una entrada continua y creciente de capitales foráneos en las economías emergentes. La crisis mexicana fue la primera experiencia en ese sentido, las siguientes en Asia, Rusia, Argentina y Brasil, también cuestionarían la idea de que la integración de las economías emergentes ocurriría en forma de ciclos. Prueba de ello es que el nuevo auge de entradas de capital en Latinoamérica no ha ocurrido hasta la fecha, en promedio las entradas netas de capital han sido decrecientes desde 1999 hasta alcanzar niveles semejantes a los de inicios de la década de los noventa.

Lo peor del caso es que todas las formas de inversión registran la misma tendencia, incluso las inversiones directas que habían sido las más estables y

⁹ Índice de bonos de países emergentes, muestra las posibilidades que tiene un país subdesarrollado de no cumplir con sus obligaciones externas; realiza una comparación entre la deuda externa de una nación subdesarrollada y la de Estados Unidos, catalogada como de cero riesgo; como unidad de medida se usan los puntos básicos y su conversión es de 100 unidades equivalentes a una sobretasa (pago adicional) de 1%.

la principal fuente de financiamiento de los déficits en cuenta corriente desde 1997, en el 2000 comienzan una tendencia al descenso. Consecuencia de lo anterior es que la integración latinoamericana a los mercados financieros internacionales desde 1999, adopta nuevamente un perfil semejante al de los años ochenta, el de exportador neto de recursos hacia los países acreedores. Dicha integración expone además, de forma más abierta a las economías ante las fluctuaciones e inestabilidad de los mercados internacionales, por lo cual, los contagios ya no son una excepción sino un parámetro mediante el cual todos los países tienen que aprender a vivir y, ante todo, saber administrar.

La forma específica de integración latinoamericana a los mercados financieros internacionales también está definida por el condicionamiento que significan los requerimientos de divisas para cubrir los permanentes compromisos del servicio e intereses de la deuda externa, y en general para financiar los déficits en cuenta corriente crecientes en los momentos de relativo crecimiento económico. Todo ello, es bastante complicado en los años recientes de contracción en el ingreso de capitales foráneos.

Finalmente, las sobretasas que todos los países deben cubrir, como consecuencia de su grado de riesgo, constituyen otro factor que definen la particularidad de la integración. Difícilmente se puede afirmar que Latinoamérica haya alcanzado una total o amplia integración a los mercados globales. Las aspiraciones de una integración que redujera costos y tasas y elevara la eficiencia de los sistemas financieros locales, tampoco ha sido posible por la confluencia de problemas, tanto propios (problemas estructurales y de inestabilidad), como externos (el elemento contagio siempre presente —el más reciente de la recesión en Estados Unidos), que hacen más frágil e inestable la integración financiera internacional de las economías latinoamericanas. Se trata pues de una integración segmentada, con mayores riesgos y múltiples dificultades para conseguir financiamiento foráneo, lo que precisamente ha logrado la región.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. (1996): "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *The Journal of Economic Perspectives*, 10(2).
- CEPAL (varios años): *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*.
- CEPAL (2000): *Crecer con estabilidad. El financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional*, documento preparado para la Consulta Regional de América Latina y el Caribe sobre Financiamiento del Desarrollo, Bogotá, D.C., 9 y 10 de noviembre de 2000.
- Eatwell, J. (1997): *International Financial Liberalization, the Impact on World Development*, Office of Development Studies Discussion Papers Series, N° 12, Nueva Cork, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).

- FMI (1997): *Internacional Capital Markets, Development, Prospects and Key Policy Issues*, World Economic and Financial Surveys, Washington, D.C., septiembre.
- FMI, *World Economic Outlook*, base de datos electrónica.
- Frenkel, R. (2003): "Globalización y crisis financieras en América latina", *Revista de la CEPAL*, 80.
- Krugman, P. (1996): "Are Currency Crises Self-Fulfilling?", *NBER Macroeconomics Annual*, 345-378.
- Mishkin, F.S. (1998): "International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability", Working Paper 6390, National Bureau of Economic Research, enero.
- Obstfeld, M. (1986): "Rational and Self-Fulfilling Balance of Payments Crises", *American Economic Review*, 76, 72-81.
- Reinhart, C. y Talvi, E. (1998): "Capital Flows and Saving in Latin America and Asia: A Reinterpretation", *Journal of Development Economics*, 57, 45-66.
- Sachs, J., Tornell, A. y Velasco, A. (1996): "The Collapse of the Mexican Peso. What Have We Learned?", *Economic Policy*, 22, Center for Economic Policy Research.