



**Conferencia de las
Naciones Unidas sobre
Comercio y Desarrollo**

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/EM.4/2
19 de marzo de 1998

ESPAÑOL
Original: INGLÉS

JUNTA DE COMERCIO Y DESARROLLO

COMISIÓN DE LA INVERSIÓN, LA TECNOLOGÍA
Y LAS CUESTIONES FINANCIERAS CONEXAS
Reunión de Expertos sobre "El crecimiento
de los mercados nacionales de capital,
sobre todo en los países en desarrollo,
y su relación con las inversiones de
cartera extranjeras"
Ginebra, 27 a 29 de mayo de 1998
Tema 3 del programa provisional

EL CRECIMIENTO DE LOS MERCADOS NACIONALES DE CAPITAL,
SOBRE TODO EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO, Y SU RELACIÓN
CON LAS INVERSIONES DE CARTERA EXTRANJERA

Cuestiones que deben examinarse

Nota de la secretaría de la UNCTAD

ÍNDICE

| | <u>Párrafos</u> | <u>Página</u> |
|--|-----------------|---------------|
| I. INTRODUCCIÓN | 1 - 6 | 2 |
| II. LA NATURALEZA VARIABLE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS | 7 - 25 | 3 |
| III. INVERSIONES DE CARTERA Y DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL | 26 - 35 | 8 |
| IV. MERCADOS Y VARIABLES FUNDAMENTALES: CAUSAS DE LA VOLATILIDAD | 36 - 52 | 11 |
| V. CUESTIONES DE POLÍTICA | 53 - 57 | 15 |

I. INTRODUCCIÓN

1. La década de 1990 inaugura una nueva era de movilidad del capital en la que las corrientes de capital privado asumen un papel cada vez más importante como fuente de financiación para los mercados emergentes. Un rasgo notable del nuevo sistema de transferencias de capital privado es que las corrientes de capital se canalizan cada vez más a través de los mercados de valores y que las inversiones de cartera se han convertido en un componente importante de las corrientes privadas. En el período de 1990 a 1996, el valor acumulado de las inversiones de cartera en los mercados emergentes equivalió aproximadamente al valor acumulado de las inversiones extranjeras directas (IED), que ascendieron a unos 410.000 millones de dólares y que representan un 40% de las corrientes totales de capital privado¹.

2. La nueva pauta de las corrientes de capital se ha visto influenciada por diversos factores², sobre todo por el crecimiento de los mercados emergentes de capital y por la liberalización y mundialización generalizadas de los mercados financieros. Entre 1987 y 1996, la capitalización de los mercados emergentes de capital creció casi un 600%, y su participación en la capitalización de los mercados mundiales aumentó de casi un 4% en 1987 a un 11% en 1996. A fines de 1996, se cotizaban en los mercados emergentes de capital más de 20.000 empresas. Además, los prestatarios de los mercados emergentes han conseguido introducirse con éxito en los mercados financieros internacionales mediante la emisión de acciones y obligaciones.

3. La integración de los países con mercados emergentes en el sistema financiero mundial puede producir beneficios considerables. Permite a estos países obtener reservas adicionales de divisas para financiar las inversiones. Puede promover el desarrollo de las instituciones financieras y los mercados nacionales y fomentar la transferencia de conocimientos tecnológicos en materia de gestión financiera, así como mejorar la gestión empresarial al mejorar las normas sobre presentación de estados financieros y contabilidad. Sin embargo, como han demostrado experiencias recientes de algunos mercados emergentes, la rápida integración en los mercados financieros mundiales conlleva también el riesgo de desorganización y crisis financiera. La movilidad del capital ha reducido la autonomía política de los países, y las economías nacionales están más expuestas a las tendencias de los mercados.

4. Las corrientes de capital privado se han hecho más volátiles, ya que los países han tendido a recurrir a los préstamos a corto plazo, bien a través de préstamos bancarios o mediante la emisión de obligaciones a corto plazo. Así, las inversiones de cartera han contribuido a aumentar la volatilidad de las corrientes de capital, ya que los inversores pueden vender fácilmente sus activos en los mercados de valores. La repetición de los ciclos de auge-caída debido a la concentración excesiva de riesgos y a la retirada repentina y generalizada de inversiones extranjeras puede provocar trastornos importantes en los sistemas financieros nacionales, no sólo por las violentas variaciones de liquidez sino también por los cambios en los precios de los activos, que transmiten rápidamente la onda de choque de las crisis financieras de un mercado emergente a otro.

5. La importancia creciente de las inversiones de cartera como fuente de financiación plantea una serie de retos. El programa de política tendrá que responder a las siguientes preguntas relacionadas con la gestión de las corrientes de capital que interesan a un gran número de países en desarrollo y países en transición:

- ¿Cómo atraer más corrientes estables de capital? ¿Se trata de mantener la confianza de los mercados a través de unas "variables fundamentales sólidas"? ¿O se necesitan más medidas intervencionistas para la gestión de las corrientes de capital?
- ¿Hasta qué punto deben los países reforzar los mercados nacionales de capital, en particular en el sector bancario, antes de abrirse a las inversiones extranjeras?
- ¿Qué puede hacerse a nivel internacional para reducir la volatilidad de las corrientes de capital?

6. Quizá no sea fácil dar una respuesta a estas preguntas. Para abordarlas, será preciso tener un mejor conocimiento de diversas cuestiones, tales como los determinantes del comportamiento de los inversores, la influencia de las inversiones de cartera en el crecimiento de los mercados nacionales de capital y el papel de los mercados y las variables fundamentales para explicar la volatilidad de las inversiones.

II. LA NATURALEZA VARIABLE DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

7. Como se señaló anteriormente, las corrientes de capital privado se canalizan en gran medida a través de los mercados de valores: en 1996, la participación de los préstamos bancarios sindicados en la financiación total a plazo medio obtenida por los mercados emergentes en los mercados internacionales de capital fue sólo del 26%, en tanto que las inversiones de cartera en acciones y obligaciones representó el resto³. Este fenómeno refleja cambios estructurales fundamentales en los mercados financieros internacionales y un papel cada vez más importante de los inversores institucionales.

Titulización

8. El término "titulización" ("securitization")⁴ se refiere al proceso en virtud del cual se obtiene financiación mediante la emisión de acciones y obligaciones que se negocian en los mercados financieros. La titulización implica por lo tanto que el inversor o prestamista tiene un título negociable que puede exigir al prestatario o a la empresa emisora y venderlo en cualquier momento en los mercados. Esto se contrapone a los préstamos bancarios que son valores que generalmente mantienen hasta su vencimiento las instituciones financieras tradicionales.

9. La titulización tiene su origen en parte en el fácil acceso a la información por un mayor número de operadores en los mercados, lo que reduce las dificultades de introducción. Contribuye también a reducir el costo del

capital obtenido por las entidades económicas. El papel cada vez más importante de los inversores institucionales explica el fuerte desarrollo de los mercados de valores. Además, la separación de los diferentes riesgos de mercado mediante la comercialización de derivados financieros cada vez más complejos refuerza aún más el proceso de titulización.

10. Aunque la titulización y la mundialización de los mercados financieros pueden ampliar la gama de fuentes de financiación y facilitar el acceso a los mercados financieros internacionales a un costo menor, este acceso sigue limitado a un pequeño número de prestatarios. Otro problema es el mayor riesgo de volatilidad de las corrientes de inversión y las consiguientes fluctuaciones importantes del precio de los activos. Esta mayor volatilidad de estos precios implica un riesgo de mayores pérdidas y puede poner en peligro la viabilidad de algunos operadores en el mercado. Además, el riesgo de que la crisis financiera se extienda por contagio es elevado, ya que los precios de los mercados también pueden transmitir rápidamente ondas de choque de un mercado a otro.

11. La titulización de las corrientes de capital tiene otras consecuencias. Salvo en el caso de los fondos de cobertura que pueden tener un alto coeficiente de endeudamiento (al tener que recurrir a préstamos bancarios para financiar sus inversiones), los inversores de cartera generalmente absorben con sus propios fondos las pérdidas ocasionadas por una caída de los mercados emergentes de acciones y obligaciones. Esto no plantea una amenaza sistemática a la estabilidad del sistema financiero internacional⁵ ya que finalmente las pérdidas se distribuyen entre un gran número de inversores privados. Además, las inversiones en los mercados emergentes constituyen con mucha frecuencia sólo una pequeña parte de la cartera de los grandes fondos de inversión. La posibilidad de que cunda el pánico entre los pequeños inversores y éstos procedan a un rescate generalizado de sus inversiones en los fondos de inversión se reduce aún más como consecuencia de ciertas obligaciones contractuales, como las relacionadas con los fondos de inversión cerrados⁶. Estos fondos permiten o bien invertir las pérdidas o distribuirlas durante un período más largo. Aunque las pérdidas de cartera no implican un riesgo de desestabilización del sistema financiero internacional, existe no obstante una necesidad de transparencia en la actividad de inversión, sobre todo en el caso de los fondos de cobertura; también se requieren unos reglamentos más estrictos en cuanto al nivel de los recursos propios de los bancos de inversión y de los inversores institucionales.

12. Otra consecuencia para los prestatarios es que el hecho de recurrir a las inversiones de cartera permite un rápido proceso de ajuste cuando se produce una crisis de liquidez, ya que los fondos se retiran a corto plazo. Además, la renegociación de la deuda con respecto a las inversiones de cartera en obligaciones resulta más difícil de organizar, dada la extensa dispersión de los obligacionistas. Por otra parte, las experiencias de México y los países de Asia oriental (sobre todo la República de Corea, Malasia y Tailandia) han demostrado que en una situación de abundante liquidez mundial, mientras los inversores consideren aceptables las variables fundamentales, las inversiones de cartera se reanudan rápidamente ya que el bajo precio de las acciones alienta las esperanzas de plusvalías.

El papel cada vez más importante de los inversores institucionales

13. La institucionalización de los ahorros y las inversiones en los países desarrollados ha contribuido también al crecimiento de las inversiones de cartera. La creciente importancia de los inversores institucionales (compañías de seguros, cajas de pensiones y fondos de inversión), en particular en los países pertenecientes a la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), como titulares de activos contribuye a añadir liquidez a los mercados de valores y ha tenido un impacto decisivo sobre su funcionamiento.

14. Los activos institucionales totales en los principales países de la OCDE ascendieron a 24,3 billones de dólares en 1995⁷ (o sea 106,5% de su PIB combinado). A título comparativo, los mercados mundiales de acciones en 1995 sumaron casi 18 billones de dólares, y la capitalización total de los mercados emergentes fue de 1,9 billones de dólares ese mismo año. La OCDE estimó que los activos de todos los fondos de inversión ascendieron a 5,2 billones de dólares en 1995, un crecimiento del 19% con respecto al período 1990-1995; los activos totales gestionados por fondos de cobertura se calcularon en 236.000 millones de dólares en 1995. En 1996, se calculó que los fondos mutuos de inversión en todo el mundo tenían activos por valor de 6,4 billones de dólares, y que sólo los fondos mutuos de inversión registrados en los Estados Unidos representaban más de 3,5 billones de dólares⁸. En diciembre de 1997, se calculaba que el nuevo flujo de efectivo neto correspondiente a la industria de fondos mutuos en los Estados Unidos en su totalidad fue de 21.000 millones de dólares, lo que suponía un valor de los activos netos de los fondos mutuos en los Estados Unidos de 4,5 billones de dólares⁹. Es de esperar que esta tendencia se refuerce, dada la evolución demográfica de los países de la OCDE. Como consecuencia, se canalizarán más ahorros a instituciones no bancarias, que generalmente ofrecen rendimientos más elevados que los depósitos bancarios.

15. Los inversores institucionales ofrecen además mecanismos de inversión que pueden responder a plazos y tipos de riesgo diferentes. Por ejemplo, la industria de los fondos de inversión tiene diferentes tipos de fondos¹⁰, entre los que figuran los siguientes:

- los fondos de capital de riesgo;
- los fondos de inversión cerrados;
- los fondos de inversión abiertos (o fondos mutuos);
- los fondos de cobertura.

16. Dentro de estas categorías, los fondos de cobertura son quizá los que tienen una estrategia de inversión más especulativa: asumen elevados riesgos en los mercados de divisas, de obligaciones y de acciones y tienen un elevado coeficiente de endeudamiento, ya que recurren a sumas importantes de dinero prestado. Dentro de la categoría de fondos mutuos, hay una gran diversidad

de fondos diferentes ¹¹, incluidos los fondos de acciones, los fondos de obligaciones e ingresos y los fondos de mercado de capital, que pueden responder a diversas preferencias en cuanto a riesgos y rendimiento.

17. Los inversores institucionales, y muy en particular los fondos mutuos, han diversificado su cartera invirtiendo sumas considerables en los mercados emergentes. A decir verdad, habida cuenta de la importancia de sus activos, una ligera desviación (en términos porcentuales) de su cartera de inversiones hacia los mercados emergentes provocaría un incremento considerable del volumen de inversiones de cartera en estos mercados.

18. En 1996, hubo 1.521 fondos de capital de mercado a nivel mundial, regional y nacional, entre ellos 298 fondos de inversión cerrados y 1.223 fondos de inversión mutuos, cuyos activos se elevaron en total a 139.000 millones de dólares ¹². En octubre de 1997, el número total de fondos se redujo a 1.453, por un valor total de 122.000 millones de dólares. La caída en el valor neto de estos activos puede atribuirse al impacto inmediato de la crisis del Asia oriental, ya que el valor de los fondos asiáticos se ha reducido en mayor medida que el de los fondos de otras regiones, pasando de 68.000 millones de dólares a 38.000 millones de dólares.

Gestión de los fondos de cartera

19. Habida cuenta del importante papel que desempeñan los inversores institucionales en los mercados financieros internacionales, es importante comprender sus estrategias de inversión para poder evaluar su impacto sobre el funcionamiento de los mercados financieros ¹³. Al examinar el comportamiento de los inversores institucionales en materia de inversiones habrá que establecer una diferencia entre los inversores institucionales y los gestores profesionales de fondos que elaboran sus estrategias en materia de distribución de activos y adoptan las decisiones relativas a las inversiones.

20. Los bancos han entrado en gran escala en el negocio de los fondos de inversión, ofreciendo a sus clientes diversos tipos de fondos. Según se ha afirmado, debido a las diferencias en la reglamentación de los bancos y de los fondos mutuos de inversión, que obliga a los bancos a respetar una reglamentación más estricta (en términos de recursos y liquidez propios), los bancos han ampliado considerablemente sus actividades de gestión de fondos de inversión en busca de nuevos ingresos en concepto de comisiones y honorarios.

21. Los cambios y las consolidaciones institucionales han reducido el número de operadores económicos capaces de ejercer una influencia importante sobre los movimientos de los precios de los activos. Las fusiones y adquisiciones han concentrado la cartera de activos en manos de unos pocos participantes de envergadura. Se estima que los diez gestores de fondos más importantes del mundo tienen unos activos que superan los 4,2 billones de dólares ¹⁴. Se ha aducido que esta tendencia se debe a la feroz competencia observada en el sector y a la necesidad de reducir los gastos a raíz de las importantísimas inversiones realizadas en tecnologías de la información.

22. Las estrategias de inversión y comerciales de los diferentes tipos de fondos de inversión pueden ejercer una influencia decisiva en los mercados financieros, y en particular en los menos líquidos. Por ejemplo, la ley exige que los fondos mutuos de inversión rescaten sus acciones cada vez que el accionista lo solicite. Debido a los derechos de retroventa, los activos de los accionistas son muy líquidos. Los fondos mutuos de inversión en algunos casos pueden comprometerse a ofrecer a los propietarios de activos obligaciones "como si fueran depósitos" en el sentido de que los fondos pueden garantizar un valor en capital mínimo sobre sus pasivos que se pagará en efectivo a corto plazo, independientemente del valor de los activos subyacentes. La gran liquidez de los activos de los fondos mutuos de inversión tienen varias consecuencias. En momentos de crisis, existe el riesgo de que los pequeños inversores realicen retiros generalizados, lo que puede obligar a los fondos mutuos a liquidar sus inversiones en varios mercados, creando un efecto de contagio entre sectores y países.

23. Se ha atribuido a los fondos de coberturas la responsabilidad de haber provocado una crisis en el mercado cambiario al tomar posiciones que presuponían un inminente realineamiento monetario¹⁵. Los fondos de cobertura con elevado coeficiente de endeudamiento están preparados para asumir riesgos importantes en espera de un debilitamiento de las monedas extranjeras. Por ello, si el mercado percibe incongruencias o debilidades en las políticas o en la estructura financiera se pueden producir ataques especulativos de gran envergadura contra el tipo de cambio de la moneda de un país.

24. Otras estrategias de inversión y comerciales pueden explicar el comportamiento "gregario" de los inversores institucionales. Los gestores de los fondos verifican regularmente su rendimiento en comparación con otros valores del mercado tomados como referencia, lo que puede inducir un comportamiento análogo por parte de los inversores institucionales. Además, las instituciones deducen información de las operaciones realizadas por las demás, lo que puede llevarlas a adoptar decisiones parecidas. Los inversores institucionales pueden reaccionar ante las noticias de manera similar, provocando importantes movimientos de carteras al entrar en determinados mercados financieros o economías o salir de ellos.

25. A este respecto, el papel de las agencias de calificación de valores ha sido ambiguo. La información transmitida por estas agencias tiene una influencia determinante en el acceso de los países de mercados emergentes a los mercados internacionales de capitales. No obstante, las experiencias recientes, en particular durante la crisis de Asia oriental, han demostrado que estas agencias no pudieron prever la crisis y posteriormente ayudaron a agravarla al proceder a reclasificar apresuradamente a algunos países. Quizá sea necesario que las agencias de calificación de valores mantengan un diálogo franco con los países prestatarios para garantizar la exactitud de la información difundida.

III. INVERSIONES DE CARTERA Y DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

26. Las inversiones de cartera en los mercados de capital se efectúa mediante la adquisición de obligaciones y acciones emitidas por empresas o gobiernos. En la mayoría de los casos, las obligaciones se emiten en los mercados internacionales, mientras que la mayoría de las acciones adquiridas por los inversores extranjeros se emiten en los mercados internos. Las empresas de los mercados emergentes utilizan cada vez con mayor frecuencia los mercados de capital internacionales cotizando en las principales bolsas extranjeras y emitiendo certificados internacionales de depósitos y recibos americanos de depósito. Así pues, los inversores de cartera se sienten atraídos por un próspero sector empresarial y un mercado bursátil creciente. En efecto, aunque las bajas tasas de interés internacionales han sido determinantes en el auge de las corrientes de cartera hacia los mercados emergentes, los mayores beneficios y la mejora de la infraestructura del mercado han incitado a los inversores extranjeros a adoptar una estrategia dinámica y sostenida de diversificación de sus carteras hacia estos mercados.

27. La expansión de los mercados de valores se ha producido en el contexto de una política generalizada de desarrollo de un sistema financiero diversificado para atender a las necesidades diferentes de los prestatarios y los inversores. Los mercados de valores harían posible la diversificación de la propiedad de las empresas (en particular en los procesos de privatización), una distribución más eficaz de los riesgos y una estructura financiera más sólida de las empresas al mejorar la relación entre su deuda y sus recursos propios. Además, los mercados de valores pueden desempeñar otra función, la de vigilar la situación del sector empresarial reflejada por el precio de los activos. En un mercado "eficiente", el precio de los activos sirve de índice para la asignación de capitales y el control de las empresas. Puesto que el precio de los activos refleja la información disponible sobre los mercados, es importante que los operadores que deben analizarlo cuenten con una información oportuna y precisa. Una volatilidad excesiva de los precios, que no refleje la inestabilidad de las variables fundamentales de la economía ¹⁶, restará validez como índices a los precios de los activos. A su vez, un sector bancario robusto es condición sine qua non para la aparición y el desarrollo de los mercados de capital, sobre todo porque los bancos desempeñan un papel fundamental en el proceso de pago y liquidación en las operaciones bursátiles.

28. En un estudio realizado por la UNCTAD ¹⁷ entre gestores de fondos de inversión internacionales en participaciones accionarias, éstos dijeron que los seis factores siguientes tienen importancia en la adopción de decisiones en materia de inversión (en orden decreciente):

- El potencial de crecimiento del mercado como elemento determinante del nivel de interés de un mercado.
- Un entorno favorable para los inversores extranjeros (incluida la estabilidad macroeconómica) y la facilidad de repatriación de los beneficios de las inversiones.

- La idoneidad, disponibilidad y exactitud de la información financiera y el nivel de las normas sobre transparencia de la información.
- La estabilidad política y un buen sistema de pagos.
- Amplitud de la reglamentación bursátil. Esta reglamentación se aplica a los operadores de bolsa a la contratación bursátil, la compensación y la liquidación, así como a las actividades de los intermediarios financieros, y tienen por finalidad garantizar la integridad y estabilidad del mercado y la protección de los inversores. La eficacia en la aplicación de esta reglamentación es otra consideración importante a este respecto.
- Estabilidad de la moneda y liquidez del mercado de valores. Una moneda relativamente estable protege a los inversores contra los riesgos cambiarios y les permite planificar sus actividades en forma más eficaz al reducir la posibilidad de que se produzcan cambios repentinos en el valor de la moneda. En general, el nivel de liquidez del mercado de valores es importante porque suele servir de mecanismo de salida para liquidar las posiciones de inversión.

29. A su vez, la inversión extranjera de cartera puede contribuir de diferentes maneras a desarrollar los mercados de valores locales. En primer lugar, al permitir una oferta adicional de capitales para complementar el ahorro interno, la inversión extranjera ayuda a reducir el costo del capital, estimulando así una mayor oferta de valores y promoviendo la expansión del sector empresarial. En segundo lugar, al aportar liquidez a los mercados nacionales, la inversión extranjera podría reducir la inestabilidad que es consecuencia de la limitación de los mercados. En tercer lugar, puede mejorar la gestión empresarial, ya que los inversores extranjeros exigen una mayor transparencia. En cuarto lugar, puede fortalecer los mercados bursátiles internos, ya que los inversores extranjeros exigen información oportuna y de alta calidad, así como la protección de los accionistas minoritarios, y necesitan también reglamentaciones adecuadas en materia de mercados y contrataciones bursátiles. Por último, puede estimular la aparición de nuevas instituciones y servicios (como la gestión de activos, servicios bancarios de inversión y servicios de custodia de títulos), transferencia de tecnología y formación del personal local. Todo ello contribuirá a afianzar los sistemas financieros nacionales y promover un mercado de capitales competitivo que reducirá la dependencia excesiva de los préstamos bancarios (y mejorará la estructura de la relación entre deuda y recursos propios de las empresas locales).

30. Se ha observado que en los países que han recibido las mayores corrientes de inversiones accionariales de cartera, la capitalización y la cifra de negocios de los mercados de valores han aumentado más que en los países que reciben corrientes menos importantes. Además, el número de valores cotizados en las bolsas aumentó durante el período de entrada de capitales¹⁸.

31. No obstante, desde un punto de vista negativo la inversión extranjera puede generar una mayor inestabilidad del precio de los activos en los mercados nacionales de capital. Se ha observado que el período

inmediatamente siguiente al auge de las corrientes de capitales privados en 1993 se caracterizó por un aumento de la inestabilidad de los precios de los valores bursátiles en la mayoría de los mercados emergentes que recibieron importantes corrientes de inversión extranjera¹⁹. Aunque no es totalmente seguro que este aumento de la inestabilidad se haya debido sólo a la mayor participación de los inversores extranjeros en los mercados interiores, en algunos países se ha observado una correlación positiva entre las inversiones de cartera extranjeras en participaciones accionariales y la inestabilidad de los precios del mercado bursátil. Esta situación puede deberse a que la entrada y salida de una inversión extranjera importante pueden tener repercusiones considerables en los precios internos de los activos, especialmente en los mercados insuficientemente desarrollados. Una mayor liquidez reduce el costo de las operaciones y facilita a los inversores extranjeros la apertura y liquidación de las posiciones. La inestabilidad también puede ser fruto de problemas de asimetría de la información y de comportamientos gregarios. Es posible que los gestores de los fondos de cartera que administran fondos en todo el mundo no tengan acceso a una información detallada y precisa sobre los mercados emergentes. Las asimetrías de la información pueden amplificar las fluctuaciones de los precios, ya que los inversores extranjeros pueden reaccionar de manera exagerada ante cualquier cambio que se produzca en estos mercados. La evaluación de los resultados de los valores tomados como referencia y el recurso a las mismas agencias externas de calificación de valores también puede acentuar la tendencia hacia un comportamiento gregario.

32. Al aumentar la inestabilidad del precio de los activos aumentará también la prima de riesgo y, por consiguiente, el costo de reunir capitales en los mercados locales. Se puede incluso desatar una crisis de liquidez. Se inhibirá así el desarrollo de los mercados bursátiles locales, ya que habrá menos empresas dispuestas a cotizar en ellos. La inestabilidad también debilita el papel que desempeñan los precios de los activos de asignar el capital a los usos más productivos.

33. Una posible solución para contrarrestar la influencia de los inversores extranjeros es desarrollar una base sólida de inversores institucionales nacionales. Los inversores institucionales nacionales, que pueden movilizar importantes recursos, pueden contribuir a estabilizar los mercados en el caso de que los inversores extranjeros procedan a una liquidación de activos en gran escala.

34. Junto con la inestabilidad a corto plazo de los precios de los activos, la inestabilidad de las corrientes financieras puede manifestarse en forma de ciclos de auge y caída acompañados de amplias fluctuaciones en los precios de los activos. Así pues, cuando estalla la burbuja de los activos, se producirá una grave recesión económica. En una situación de salida de la inversión extranjera en gran escala, caerán los precios locales de los activos, lo que tendrá un efecto negativo sobre la salud del sistema financiero nacional. Las instituciones financieras pueden enfrentarse a una crisis de liquidez y sufrir graves pérdidas financieras. Aumentarán los costos de los préstamos y el aumento de la inestabilidad provocará una gran incertidumbre económica, que deprimirá aún más la economía. Además, los

fuertes aumentos de las tasas de interés a corto plazo con el fin de defender las monedas deprimirán aún más los mercados bursátiles.

35. Como se verá en las secciones siguientes, la liberalización financiera sin unas variables fundamentales sólidas y unos marcos normativos estrictos y firmes en el sector financiero intensificará el riesgo de que se produzcan ciclos de auge y caída tras unas entradas excesivas de capitales, que superen la capacidad de absorción de los países receptores. Además, expondrá al país receptor a nuevas fuentes de perturbación externa y hará que la crisis financiera se transmita más rápidamente de un mercado a otro.

IV. MERCADOS Y VARIABLES FUNDAMENTALES: CAUSAS DE LA VOLATILIDAD

36. Las transformaciones estructurales registradas en los mercados financieros internacionales y, en particular, el proceso de titulización y la creciente influencia de los fondos de inversión, podrían dar lugar a una mayor volatilidad de las corrientes de capital. Con todo, esa mayor volatilidad no se producirá forzosamente si el entorno económico se mantiene estable.

37. En el decenio de 1990 se ha registrado no sólo un auge de las corrientes de capital privado a los mercados emergentes, sino también repetidos episodios de crisis financieras profundas y generalizadas: en México en 1994-1995 y actualmente en Asia oriental. Parece ser que la crisis de Asia oriental está teniendo un mayor ámbito de difusión y mayores repercusiones en la economía mundial que la crisis que en su día sufrió México. Ambas crisis comenzaron con un ataque especulativo contra las monedas. La crisis de los mercados de divisas se propagó rápidamente a los mercados de valores, dado que el riesgo de contagio era elevado a causa de la celeridad con que se difundió la crisis (a través de los precios de los activos).

38. La defensa de las monedas agotó pronto las reservas de divisas de los países. A ello siguió una súbita crisis de liquidez al paralizarse bruscamente las fuentes de capital a corto plazo. En el caso de México, la crisis obedeció principalmente al hecho de que los inversores de cartera no habían renovado los bonos a corto plazo emitidos por el Estado (tesobonos). En el caso de los países de Asia oriental, la causa de la crisis fue la negativa de los bancos a renovar los créditos a corto plazo a prestatarios del sector privado.

39. En ambos casos, se ha denunciado el hecho de que los inversores de cartera (fondos de inversión y fondos de cobertura) tuviesen un comportamiento procíclico que ha contribuido a intensificar la crisis de liquidez. En particular, ha sido objeto de numerosos debates el papel de los fondos de cobertura en relación con la intensificación de los ataques especulativos contra las monedas²⁰. No obstante, también se ha afirmado que los fondos de los mercados emergentes no provocaron una desviación de las inversiones que acentuara las oscilaciones de los precios. Según una fuente

de información ²¹, los fondos de inversión frecuentemente compraban acciones cuando los precios bajaban y las vendían en los mercados alcistas, con lo que contribuían a estabilizar los mercados.

40. En realidad, las inversiones de cartera pueden experimentar una rápida recuperación después de la primeras ondas de choque. En México se registraron importantes salidas de inversiones de cartera durante el último trimestre de 1994 y los tres primeros trimestres de 1995; en el último trimestre de 1995 las inversiones de cartera se habían recuperado en gran medida y aumentaron considerablemente en 1996 y en el primer semestre de 1997. Paralelamente, las inversiones de cartera mostraron indicios de recuperación en algunos países de Asia oriental a comienzos de 1998²². La recuperación de los mercados de valores de Asia contribuyó al fortalecimiento de las monedas de esos países.

41. En las recientes crisis financieras, las inversiones de cartera experimentaron una gran volatilidad. Habida cuenta de la situación de depreciación de las monedas y de que no existían mecanismos adecuados de cobertura que redujesen los precios o los riesgos cambiarios, cundió el pánico entre los inversores de cartera, quienes retiraron sus inversiones. Con ello, se acentuó la pérdida de valor de las monedas y de precio de los activos. No obstante, al disminuir los precios de los activos aumentaron las posibilidades de obtener beneficios, habida cuenta, en particular, de que la crisis de liquidez estaba remitiendo y de que habían mejorado las variables fundamentales de la economía.

42. Así pues, la volatilidad de las corrientes de capital guarda relación con los ciclos de auge y caída de los mercados internos. Por ello, es importante conocer los mecanismos y las causas de esos ciclos con objeto de arbitrar políticas adecuadas para abordar los problemas provocados por las corrientes inestables.

Cuestiones que plantean las variables fundamentales y las políticas

43. Las frecuentes crisis financieras pueden ser una manifestación del estrecho margen que en materia de políticas tienen los países en desarrollo y los países en transición en el contexto mundial de la liberalización del comercio y de las corrientes de capital. Para examinar las causas de las crisis financieras, es preciso mencionar dos cuestiones concretas en materia de políticas.

Corrientes de capital y variables fundamentales

44. En un mundo caracterizado por la movilidad del capital privado, el volumen de las corrientes de capital depende de ciertos factores y, en particular, de los tipos de interés nacionales (en comparación con los tipos de interés del extranjero) y de la solidez de las variables fundamentales de la economía ²³ (reflejadas en las buenas perspectivas de crecimiento económico, que permitirán obtener un mayor rendimiento del capital, y en el fuerte crecimiento de las exportaciones, que garantizará la disponibilidad de divisas para remunerar al capital extranjero). Además, el elevado nivel de ahorro interno constituye un posible amortiguador en caso de que se invierta

temporalmente la tendencia de las corrientes de capital. Por otra parte, la existencia de un entorno macroeconómico estable contribuirá a reducir los riesgos de las fluctuaciones en el valor de los activos.

45. No obstante, en el contexto de una abundante liquidez de los mercados internacionales de capital, éste tiende a concentrarse en un número reducido de países que parecen tener sólidas variables fundamentales (elevado crecimiento del PIB y de las exportaciones, elevada tasa de ahorro interno y estabilidad macroeconómica). El exceso de entradas de capital puede crear problemas, que pueden ser el origen de crisis financieras en el futuro:

- La apreciación real de la moneda, lo que restará competitividad a las exportaciones.
- La excesiva liquidez del sistema financiero, que puede dar lugar a burbujas de activos en los mercados inmobiliarios y de valores, o la excesiva concesión de préstamos a proyectos arriesgados o improductivos. Si la normativa y la supervisión en los ámbitos bancario y financiero son deficientes y la gestión de las sociedades inadecuada, el exceso de liquidez generará rápidamente dificultades financieras que afectarán a los bancos y las sociedades nacionales, sobre todo si se han de aumentar posteriormente los tipos de interés a nivel nacional para captar corrientes de capital.

46. Se plantea la cuestión de determinar cómo han de proceder los países que registran importantes entradas de capital para impedir que éstas generen situaciones que puedan desembocar en crisis monetarias y si es posible definir lo que se considera un volumen sostenible de entradas de capital.

Movilidad de capitales, tipo de cambio y autonomía monetaria de los países

47. La segunda cuestión que se plantea en materia de políticas se refiere a la elección en materia de tipos de cambio. Resulta muy difícil mantener simultáneamente la libertad de circulación de capitales, la autonomía monetaria nacional y un tipo de cambio fijo. Por ejemplo, muchos países han optado por un tipo de cambio fijo que sirve de anclaje monetario contra la inflación. La estabilidad del tipo de cambio puede contribuir a un aumento de las entradas de capital, las cuales, si no se neutralizan, producirán un aumento de la masa monetaria y un efecto inflacionario que dará lugar a una apreciación del tipo de cambio real. Además, los tipos de cambio fijos pueden propiciar un elevado grado de endeudamiento en moneda extranjera cuando los tipos de interés del país sean superiores a los del extranjero, en particular en el caso de que los prestatarios nacionales no prevean ningún riesgo cambiario.

48. Por otra parte, un sistema flexible de tipos de cambio puede dar lugar a otros problemas. En ese caso, el tipo de cambio fluctuará paralelamente a las oscilaciones de las corrientes de capital y podrá redundar en perjuicio de la asignación de recursos al sector de los bienes comerciables. Además, si se invierte considerablemente la tendencia de las corrientes de capital

(lo que en ocasiones ocurre por razones ajenas a la economía del país), el tipo de cambio puede experimentar una movilidad que dará lugar a que se fortalezca de manera automática.

Ataques y contagios especulativos

49. El ataque contra las monedas de México y de los países de Asia oriental se produjo porque los mercados temían una sobrevaloración de sus monedas a causa de la persistencia de elevados déficit en cuenta corriente (por lo menos, en los casos de México y Tailandia). El carácter repentino del ataque y su magnitud, así como la fuerte depreciación de las monedas que se produjo a continuación, son indicios de la elevada volatilidad de las corrientes de capital. Inmediatamente después de las crisis monetarias, se registró una contracción de los mercados de valores, lo que también influyó negativamente en la economía.

50. Se ha afirmado que los ataques especulativos que sufren las monedas no hacen más que plantear con antelación la necesidad de que los países afectados reajusten sus políticas y que los especuladores desempeñan únicamente una función de detección anticipada de los problemas que los países han de abordar de todos modos. En ocasiones se ha destacado que, merced a la pronta adopción de medidas de reajuste, los países han podido reducir al máximo los efectos de los ataques especulativos. No obstante, la magnitud de esos ataques y el brusco proceso de reajuste subsiguiente entrañaron elevados costos para las economías afectadas y para la comunidad internacional, puesto que se necesitó un volumen de reservas sumamente elevado y un mayor grado de liquidez (proporcionada por la comunidad internacional) para defender las monedas, al tiempo que la población experimentaba dificultades económicas y sociales.

51. También se ha producido un rápido contagio de los países vecinos. La extrema propensión al contagio podría ser el resultado de una serie de factores:

- un efecto regional ²⁴ (porque los países vecinos están clasificados en la misma categoría de riesgo, porque se prevé una modificación de los tipos de cambio bajo la presión de la competitividad, o a causa del intenso comercio intrarregional y de los vínculos financieros);
- una estructura económica o unas características de política similares;
- variables fundamentales débiles;
- imperfecciones del mercado: la primera reacción de los inversores en una situación de pánico es retirarse de los mercados bursátiles emergentes, pese a la existencia de buenas variables fundamentales.

52. Hay pruebas de que los efectos contagiosos de la crisis pueden ser importantes a los niveles regional o subregional ²⁵.

V. CUESTIONES DE POLÍTICA

53. En el contexto de una liberalización a escala mundial de las corrientes de capital y de una amplia liquidez en los mercados internacionales de capital, los fondos están más fácilmente disponibles, pero al mismo tiempo son más volátiles. La movilidad del capital ha reducido la autonomía de la política interna de todos los países, pero sobre todo de los países en desarrollo y de los países en transición.

54. Las crisis mexicana y de Asia oriental pusieron en evidencia los inconvenientes de las entradas excesivas de capital en un entorno caracterizado por un débil marco regulatorio de los sistemas financieros nacionales y una débil administración empresarial. Como muchos mercados de capital de países en desarrollo están iniciando ahora una liberalización mayor de las corrientes de capital (inclusive una mayor apertura de los mercados nacionales de capital a las inversiones extranjeras)²⁶, el problema de administrar las corrientes de capital resulta ahora más complejo. Hay que resolver dos problemas particulares: cómo reducir la volatilidad de las corrientes de capital (y sus efectos en la volatilidad de los precios de los activos nacionales) y cómo evitar los ciclos de auge y caída reduciendo el exceso de entradas de capital. Se trata de cuestiones muy complejas que tal vez deban ser resueltas con diversas medidas, a los niveles nacional e internacional. Las cuestiones que se indican a continuación, cuyo examen se propone, son las que han recibido mayor atención.

55. Con respecto a la cuestión de la volatilidad, podrían considerarse las siguientes cuestiones:

- ¿Qué importancia tiene el desarrollo de una base sólida de inversores institucionales nacionales (por ejemplo, cajas de pensiones, compañías de seguros, fondos de inversión)?
- ¿Qué importancia tienen: a) el desarrollo de un marco legal y ejecutorio claro para las empresas constituidas en sociedades de capital (divulgación de datos, requisitos para su admisión a cotización, normas contables, etc.), intermediarios del mercado y otras instituciones no bancarias (como corredores, agencias de estimación crediticia e inversionistas institucionales); y b) compartir la información sobre cuáles son las mejores prácticas para el desarrollo de los mercados de capital y sobre la reglamentación?
- ¿Deberían adoptarse medidas directas para promover unas entradas de capital más estables, por ejemplo reservas obligatorias sobre las entradas de capital, plazos mínimos para la repatriación del capital e impuestos sobre las plusvalías de capital o sobre la cifra de negocios?

56. Con respecto a la cuestión del exceso de entradas de capital, debería prestarse atención a las siguientes cuestiones:

- ¿Cuáles serían las ventajas y los inconvenientes de las medidas directas temporales o permanentes para vigilar las entradas de capital, en particular los préstamos a corto plazo de los bancos nacionales y de las instituciones no bancarias?
- ¿Cuál sería el papel del sistema de tipos de cambio?

57. A nivel internacional parece ser que las recientes crisis monetarias de los mercados emergentes no constituyen un riesgo sistémico para la estabilidad del sistema financiero internacional en el mismo grado que la crisis de la deuda del decenio de 1980. Con todo, el riesgo de recesión es elevado debido al brusco proceso de reajuste que soportan las economías en crisis. Por lo tanto, hay que prestar atención para evitar la repetición de tales crisis. Por ejemplo, ¿qué medidas podían promoverse para reducir la volatilidad de las corrientes de capital y el comportamiento gregario de los inversores internacionales? ¿Se requiere más transparencia e información por lo que respecta a las operaciones de endeudamiento de los inversores institucionales? ¿Deben regularse las sociedades mutuas de la misma forma que los bancos, es decir, imponiendo normas de prudencia en cuanto al nivel de los recursos? ¿Qué disposiciones podían adoptarse para permitir una reestructuración de la deuda más ordenada una vez que se produzca una crisis, cuando los países recurren excesivamente a las obligaciones como fuente de financiación externa?

1/ Fuente de los datos: Fondo Monetario Internacional, Mercados internacionales de capital, noviembre de 1997, cuadro 13, pág. 28. Los mercados emergentes incluyen los países en desarrollo, los países en transición y otras economías (Hong Kong, Israel, República Popular de China, República de Corea, Singapur y Provincia china de Taiwán).

2/ Véase UNCTAD, Informe sobre las inversiones en el mundo, 1997, cap. III, "Foreign portfolio equity investment".

3/ OCDE, Financial Market Trends, N° 68, noviembre de 1997. La participación de los préstamos bancarios sindicados en el volumen de financiación obtenida por todos los países fue del 22% en 1996.

4/ Este término se utiliza aquí en un sentido amplio. Originalmente se utilizó en un sentido estricto para referirse al proceso en virtud del cual los activos de los bancos o instituciones de ahorro tradicionales, principalmente préstamos o hipotecas, se convierten en valores negociables. En su sentido más amplio, la titulización se refiere a la tendencia a realizar las transacciones financieras en los mercados de valores, y supone una renuncia a utilizar el sistema bancario como intermediario ya que los inversores y prestatarios realizan sus transacciones directamente. Véase

Banco de Pagos Internacionales: Recent Innovations in International Banking abril de 1986; Richard O'Brien, Global Financial Integration: The End of Geography, Londres, Royal Institute of International Affairs, 1992; FMI, Mercados internacionales de capital, noviembre de 1997, anexo VI.

5/ Este argumento lo analizan Pier-Luigi Gilbert y Alfred Steinherr en "Private capital flows to emerging markets after the Mexican crisis" en G. A. Calvo, M. Goldstein y E. Hochreiter (editores), Private Capital Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis (Institute for International Economics, Washington D.C., septiembre de 1996).

6/ En el Informe sobre las inversiones en el mundo, 1997 (anexo C, págs. 370 a 377) se analizan las características de los diferentes mecanismos de inversión a través de los cuales se canalizan las inversiones de cartera. Los fondos de inversión cerrados no tienen que atender las solicitudes de rescate y por lo tanto no necesitan liquidar sus inversiones con breve plazo de preaviso. En consecuencia, cabe esperar que estos fondos de inversión adopten una perspectiva a más largo plazo por lo que es menos probable que contribuyan a la volatilidad de los mercados resultantes de las ventas repentinas en masa de valores que pueden producirse con los fondos de inversión abiertos.

7/ Véase OCDE, "The impact of institutional investors on OECD financial markets", Financial Market Trends, N° 68, noviembre de 1997, págs. 15 a 54.

8/ Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 1997.

9/ Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing, diciembre de 1997.

10/ En el Informe sobre las inversiones en el mundo, 1997 (anexo C, págs. 370 a 377), se analizan detalladamente las características de los fondos de capital de riesgo, los fondos de inversión cerrados, los fondos de inversión abiertos, los recibos de depósito estadounidenses, las obligaciones convertibles y los bonos con derecho a compra de acciones. Algunos mecanismos son más adecuados que otros para una fase determinada de desarrollo de un mercado emergente, y por lo que respecta a algunos de ellos, como los fondos de capital de riesgo y los fondos cerrados de inversión es menos probable que contribuyan a la volatilidad de los mercados que puede provocar una importante venta repentina de valores.

11/ Cabe identificar unos 21 tipos de fondos mutuos, incluidos los fondos de acciones con fines de crecimiento o capitalización, los fondos mixtos de acciones y obligaciones, los fondos de bonos municipales y los fondos de mercado de capitales. Véase Investment Company Institute, Mutual Fund Fact Book, 1997, págs. 24 y 25.

12/ Información recogida por Micropal, una base de datos privada sobre fondos de mercados emergentes.

13/ Esta sección se basa principalmente en el documento de la OCDE "The impact of institutional investors on OECD financial markets", Financial Market Trends, N° 68, noviembre de 1997. La información se ha completado con artículos y encuestas sobre la gestión de fondos de cartera publicados en revistas profesionales o en informes de bancos y compañías de inversión privados.

14/ "A hurrying sickness" Financial Times, 10 de diciembre de 1997, Jane Martinson.

15/ El papel de las actividades especulativas de los fondos de cobertura en las crisis cambiarias se puso de manifiesto en la crisis de 1992 del sistema monetario europeo y en los ataques recientes especulativos contra las monedas de los países de Asia oriental. Véase en particular FMI, International Capital Markets, 1993 y 1997.

16/ Los analistas financieros por lo general distinguen entre la inestabilidad fundamental y la inestabilidad excesiva. La primera refleja el hecho de que los precios de los activos varían cuando varía su valor fundamental, como por ejemplo cuando cambian las previsiones acerca de las corrientes de ingresos. Por el contrario, la inestabilidad excesiva se produce cuando los precios de los activos cambian por motivos no relacionados con su valor fundamental. Las burbujas especulativas podrían provocar una inestabilidad excesiva debido a expectativas de nuevos aumentos de precios no justificados por las mejoras previstas en las variables fundamentales. Véase Joseph E. Stiglitz, "Symposium on bubbles", Journal of Economic Perspectives, N° 4, primavera de 1990.

17/ Véase UNCTAD, Foreign Investment in LDCs: Prospects and Constraints (UNCTAD/GDS/GFSB/2), 18 de junio de 1997.

18/ Véase Banco Mundial, Private Capital Flows to Developing Countries, 1997. El Banco Mundial observó importantes "desbordamientos" hacia sistemas financieros derivados de la inversión extranjera de cartera, en particular gracias a un aumento de la liquidez y de la cifra de negocios del mercado.

19/ Véase UNCTAD: "Foreign portfolio investment: implications for the growth of emerging capital markets" (UNCTAD/GDS/GFSB/3), documento de próxima aparición. De los 11 países o economías (Argentina, Brasil, Chile, Hong Kong, India, Malasia, México, Pakistán, Singapur, Provincia china de Taiwán y Zimbabwe) para los que se calcularon los índices de fluctuación de los rendimientos mensuales en bolsa durante el período 1987-1997 (utilizando la metodología ARCH), la Provincia china de Taiwán y la Argentina fueron los únicos que no mostraron un aumento de la inestabilidad con posterioridad a 1993. La Provincia china de Taiwán aplica controles a la inversión extranjera en el mercado de valores, mientras que en la Argentina la inestabilidad era muy elevada antes de 1993 debido a las perturbaciones monetarias internas. Por el contrario, en otros estudios se observó que la inestabilidad del precio de los activos en los mercados emergentes no aumentó durante el período de grandes entradas de capital. Por supuesto, los resultados dependen de la metodología utilizada para calcular la

inestabilidad. La mayoría de estos estudios empíricos se realizaron en 1995-1996 y abarcaron un período anterior a la turbulencia financiera de los mercados emergentes de 1995 y 1997. Véase, por ejemplo, Anthony Richards, "Volatility and predictability in national stock markets: How do emerging and mature markets differ?", FMI, Staff Papers 43, septiembre de 1996; Geert Bekaert y Campbell R. Harvey, "Emerging market volatility", National Bureau of Economic Research, Working Paper 5307, Cambridge, Massachusetts, 1995; FMI, International Capital Markets, 1995.

20/ En particular, el FMI se ha referido al papel de los fondos de cobertura en la crisis de las monedas, afirmando que la creciente institucionalización del ahorro y la participación de los inversores institucionales en los mercados internacionales constituyó una importante fuente de demanda de los valores de los mercados emergentes, aunque también dieron lugar a un aumento de los fondos de cobertura con alto coeficiente de endeudamiento y de los operadores exclusivos que estaban dispuestos a aceptar un considerable nivel de riesgo en su búsqueda de puntos débiles en las disposiciones sobre tipos de cambio (FMI, International Capital Markets, 1997, pág. 33).

21/ John Rea, "US Emerging market funds: Hot money or stable source of investment capital?", Investment Company Institute Perspective, vol. 2, N° 6, diciembre de 1996.

22/ El Financial Times ha informado en varias ocasiones acerca de la recuperación de las inversiones en Asia: "Asia toca a diana" (9 de febrero de 1998), "Los administradores de fondos recuperan la fe en los valores asiáticos" (10 de febrero de 1998) y "Los inversores estadounidenses se concentran en activos a la baja de Asia" (24 de febrero de 1998).

23/ La definición de las variables fundamentales adecuadas de un país, en función de las cuales se adoptan las decisiones en materia de inversiones, es objeto de interminables debates. Los organismos que establecen las calificaciones crediticias incluyen una larga lista de factores relacionados con la especial preocupación que suscitan el riesgo político, la estructura de los ingresos y de la economía, las perspectivas de crecimiento económico, la flexibilidad fiscal, la carga de la deuda pública, la estabilidad de los precios, la flexibilidad de la balanza de pagos, la deuda externa y la liquidez. Véase, por ejemplo, Standard y Poors, "Sovereign credit rating: A primer", Standard & Poor's Credit Week, 16 de abril de 1997. Últimamente ha empezado a tenerse en cuenta otro factor: el buen comportamiento del sistema financiero del país. De todos modos, los estudios de que han sido objeto los administradores de fondos han puesto de manifiesto que, en general, los indicadores más importantes en materia de variables fundamentales son el crecimiento del PIB y de las exportaciones, la estabilidad macroeconómica y el elevado nivel de ahorro interno.

24/ El efecto regional de ambas crisis es apreciable. Los gráficos que reproducen la evolución de los índices mensuales de rendimientos del capital en los mercados nacionales de valores muestran claramente que durante la crisis mexicana de 1994-1995 los índices de los países latinoamericanos registraron un descenso sincronizado mientras que los países asiáticos no se

vieron afectados. Durante la reciente crisis de Asia oriental los índices de los países del Oriente asiático descendieron bruscamente desde comienzos de 1997 mientras que los países latinoamericanos registraron un alza.

25/ Para un estudio del contagio de la crisis mexicana, véase Sara Calvo y Carmen M. Reinhart. "Capital flows to Latin America: Is there evidence of contagion effects?" en G. A. Calvo, M. Coldstein y E. Hochreiter (editores), Private Flows to Emerging Markets after the Mexican Crisis, Washington D.C., Instituto de Economía Internacional, septiembre de 1996. Para un estudio del contagio durante la reciente crisis de Asia, véase UNCTAD, "Foreign portfolio investment: Implications for the growth of emerging capital markets", (UNCTAD/GDS/GFSB/3), que aparecerá próximamente.

26/ Como consecuencia de la crisis monetaria, la mayoría de los países de Asia oriental han adoptado medidas para liberalizar más sus mercados de capital. Por ejemplo, la República de Corea ha permitido el libre acceso de los inversores extranjeros a sus mercados de capital, inclusive a los mercados del dinero a corto plazo.