

CARTERA DE INVERSIONES DE LOS PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO: DIVERSIFICACION ORIENTADA HACIA AMERICA LATINA*

Carlos Massad

Comisión Económica para América Latina
(CEPAL)

Departamento de Economía, Universidad de Chile

*Artículo preparado para el *Journal of Social Sciences* de la Universidad de Kuwait, que será publicado en inglés en una edición especial de dicha revista, cuyo editor, el profesor Fehmi Saddy, ha autorizado su inclusión; en español, en *Estudios de Economía*.

El autor de este artículo es coordinador de un proyecto conjunto del Programa de Desarrollo de las Naciones Unidas (PNUD) y la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), en la sede de ésta, y Profesor de Economía en la Universidad de Chile. Massad agradece a Norberto González sus comentarios, y a Tatiana Montes y María Arce su ayuda estadística. Las opiniones vertidas aquí son de la exclusiva responsabilidad del autor y en modo alguno comprometen a las instituciones mencionadas más arriba.

CARTERA DE INVERSIONES DE LOS PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO: DIVERSIFICACION ORIENTADA HACIA AMERICA LATINA

Carlos Massad

1. INTRODUCCION

Los países exportadores de petróleo extraen riqueza del subsuelo a fin de asegurar un flujo de ingreso futuro. En vez de invertir dejando que el petróleo permanezca donde está, extraen la cantidad suficiente para mantener un nivel dado de consumo y para hacer otras inversiones. Su política incluye la colocación de fondos en los mercados monetario y financiero, así como la adquisición en el extranjero de activos reales. Los rendimientos en mercados financieros diferentes tienden rápidamente a ser iguales, consideración hecha de los movimientos en los tipos de cambio y de los riesgos, puesto que los recursos financieros pueden trasladarse con facilidad de un mercado a otro. La composición de una cierta cartera de inversiones financieras será influida notablemente por la posibilidad que tengan los inversionistas para predecir, con más acierto que el mercado, las futuras variaciones de los tipos de cambio y de las tasas de interés.

No ocurre así tratándose de la adquisición de activos reales. Las tasas de retorno sobre inversiones en activos reales difieren entre países tendiendo a la igualdad con extremada lentitud, mientras que la variabilidad de esos retornos también difiere de país a país; los bienes físicos, la mano de obra, la tecnología y los bienes de capital no se desplazan con la misma facilidad que los recursos financieros, y es sumamente costoso reproducir en otro lugar las condiciones naturales, como el clima, la calidad de los suelos, la altura, etc., existentes en un punto determinado del globo.

Son numerosos los factores que influyen en la composición de la cartera de inversiones en activos reales, y comprenden desde las consideraciones religiosas y culturales hasta los elementos económicos y las condiciones de seguridad. Esto no es forzosamente cierto tratándose de las inversiones fi-

nancieras, puesto que el costo de alterar la composición de la cartera no es apreciable en tal caso. El costo de alterar la composición de una cartera de inversiones en activos reales es generalmente más alto, de manera que su composición se verá más influida por consideraciones de largo plazo.

La finalidad de este artículo es la de examinar las ventajas económicas que tendría para los países árabes exportadores de petróleo la diversificación internacional de sus respectivas carteras de inversiones en activos reales al asignar una importancia relativa más alta a las inversiones en América Latina.

La primera parte de este estudio concierne al uso de los ahorros externos en el desarrollo latinoamericano y a los principales elementos que han hecho que esa región haya tendido a descansar mayormente en los recursos externos y, de ahí, a aumentar su demanda de ahorros externos.

En la segunda parte se examina la posibilidad de una diversificación internacional de las inversiones que hacen los países árabes exportadores de petróleo y las ventajas que habría, desde un punto de vista económico, en aumentar la participación de sus inversiones en América Latina. También, se examinan brevemente otros campos de cooperación financiera, y algunos posibles canales institucionales destinados a facilitar la diversificación de las inversiones de los países inversionistas.

2. AHORROS INTERNOS Y AHORROS EXTERNOS EN AMERICA LATINA

2.1. Tendencias pretéritas y presentes

Los países de América Latina no exportadores de petróleo han sido, por tradición, usuarios netos de ahorros externos. Sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente han permanecido persistentemente en déficit, el que llegó a un promedio anual, para el grupo, de dos mil millones de dólares en el período 1965-1970. Este déficit complementó el ahorro interno y aseguró niveles de inversión lo bastante altos como para contribuir a una tasa de crecimiento de la economía del seis por ciento, en promedio, para el período, y ligeramente menor que ésa para el decenio de los años 60. Durante este lapso, el ahorro interno contribuyó a financiar el 85 por ciento de la inversión fija doméstica bruta mientras que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos cubrió el resto.

El desequilibrio de la balanza de pagos ya mencionado, que representó alrededor del 16 por ciento de las exportaciones de bienes y servicios, no creó problemas generalizados de balanza de pagos. Las exportaciones crecían a una tasa acelerada, mientras que el financiamiento del desequilibrio en cuenta corriente era afrontado por la inversión interna directa, los prés-

tamos obtenidos en fuentes oficiales y los de fuentes privadas en proporciones aproximadamente iguales. Dado que los préstamos obtenidos en fuentes oficiales comprenden, por lo general, endeudamiento a mediano o a largo plazo, la forma adoptada por el financiamiento externo no gravitó excesivamente sobre un período futuro determinado, y el perfil de la deuda externa de la región mostró una distribución cronológica adecuada de los pagos de la deuda.

En la segunda mitad del decenio del 60 y en los primeros años del siguiente se vio una expansión impresionante del comercio exterior de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo. Las exportaciones totales crecieron a una tasa promedio de casi 17 por ciento anual gracias a un esfuerzo agresivo de los países de la región para abrir gradualmente sus economías y para expandir sus exportaciones tanto en los niveles subregional y regional como en el mundial. Tales esfuerzos comprendieron, en algunos países afectados por la inflación, ajustes más pequeños y frecuentes de la tasa de cambio nominal de manera de evitar fluctuaciones agudas de la tasa real. En la mayoría de los países fueron eliminadas, en gran parte, las prácticas de fijación de tasas cambiarias múltiples, y un ambiente general de comercio libre reemplazó a las tendencias altamente proteccionistas prevalecientes en el decenio anterior.

La expansión sostenida de la economía mundial, con relativa estabilidad de precios, hacia el final del decenio de los 50 y durante el que le siguió, puso el marco apropiado para el crecimiento hacia afuera de la mayor parte de los países de América Latina.

A lo largo de este período, la creciente demanda de reservas internacionales en Europa y Japón constituyó una contraparte de los déficit persistentes de la balanza de pagos estadounidense. Así, el sistema monetario de los países occidentales operó eficientemente, y los mercados internacionales monetarios y de capitales del mundo reaparecieron tras el colapso que sucedió a la gran depresión de los años treinta.

A medida que sus relaciones económicas externas se expandían, los países mayores de América Latina —y algunos menores— tuvieron cada vez más acceso a los bancos privados extranjeros como fuentes de crédito. Por supuesto, la expansión del comercio de América Latina coadyuvó en este sentido, pero el terreno se hallaba bien fertilizado por el rápido crecimiento de los mercados euromonetarios.¹ (Véanse cuadros 1 y 2.)

¹El tamaño y la tasa de crecimiento de los mercados euromonetarios se miden a base de la suma de los activos contra no residentes en bancos de Alemania Federal, Bélgica-Luxemburgo, Francia, Gran Bretaña, Holanda, Italia, Suecia, Suiza y las sucursales de bancos de los Estados Unidos en Bahamas, Hong-Kong, Islas Caimanes, Líbano, Panamá y Singapur.

En los primeros años del decenio de los 70, el sostenido déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos, junto con el crecimiento de los mercados euromonetarios, originó la expectativa de que algunas monedas de Europa serían revaluadas respecto del dólar. Tal expectativa causó ingentes movimientos de capital que no pudieron ser controlados por los países. De ahí que las circunstancias económicas forzaran a países industrialmente importantes a dejar que sus monedas flotaran, marcando con ello el inicio de una nueva situación de ajuste de la economía mundial. Las tendencias inflacionarias ya latentes en las postrimerías del decenio anterior se tornaron más evidentes y probaron ser más profundas que en el pasado, de manera que la política antiinflacionaria sirvió más para debilitar la tasa de crecimiento de la economía mundial que para un alivio apreciable de la situación creada por los precios en rápido aumento.

CUADRO 1

PAISES LATINOAMERICANOS EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO. FINANCIAMIENTO DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(miles de millones de dólares)

	1966-70	1974	1975	1976	1977
Déficit en cuenta corriente ^a	-2,0	-13,1	-16,1	-11,5	-7,5
Variación de activos de reserva ^b	0,4	- 0,7	- 2,2	4,8	4,0
Necesidades ^c	2,4	12,4	13,9	16,3	11,5
Financiamiento externo neto	2,5	13,7	14,6	15,8	
Inversión directa	0,7	1,6	2,3	2,2	
Donaciones	0,1	0,1	0,1	0,2	
Préstamos obtenidos netos	1,7	12,0	12,2	13,4	
Fuentes oficiales	0,9	2,0	2,5	2,4	
Multilaterales	0,4	1,1	1,4	1,4	
Bilaterales	0,5	0,9	1,1	1,0	
Fuentes privadas	0,8	10,0	9,7	11,0	
Créditos de proveedores	0,4	0,7	1,1	1,3	
Bancos privados	0,3	8,2	8,0	7,5	
Otras fuentes y errores	0,1	1,1	0,6	2,2	

Fuente: Elaborado sobre la base de informaciones de CEPAL, FMI, BID, y BIS.

^aSaldo total neto de bienes y servicios, y transferencias privadas. Signo menos indica déficit.

^bSigno menos indica reducción de las reservas.

^cLas "necesidades" se definen como la suma del déficit en cuenta corriente más el crecimiento de las reservas.

Los aumentos del precio del petróleo, a fines de 1973, junto con ser una consecuencia de tales tendencias, las acentuaron y contribuyeron a una modificación de las estructuras tradicionales de las balanzas de pago del mundo. El déficit en cuenta corriente de los países de América Latina no exportadores de petróleo, que ya se había duplicado llegando a alrededor de cuatro mil millones de dólares en los primeros años del decenio de los 70, aumentó apreciablemente en 1974 y 1975, elevándose de 13 mil millones y 16 mil millones, respectivamente. Países industriales que tradicionalmente mostraban un superávit en su cuenta corriente exhibieron en 1974 un déficit apreciable, el que estimuló aún más la aplicación de políticas económicas restrictivas.

CUADRO 2

PAISES LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES DE PETRÓLEO. FINANCIAMIENTO EXTERNO E INTERNO DE LA INVERSIÓN FIJA INTERNA BRUTA* (en porcentajes)

	1960-1961	1969-1970	1974-1975
Ahorro interno	85,8	91,6	78,1
Déficit de la cuenta corriente	14,2	8,4	21,9
	100,0	100,0	100,0

Fuente: Elaborado sobre la base de informaciones de CEPAL y FMI.

*Calculado mediante conversión de monedas nacionales en dólares, empleando factores de conversión publicados por el Fondo Monetario Internacional, *International Financial Statistics*, varios números.

Como secuela de esta serie de circunstancias, el agrandamiento de la brecha externa de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo se vio acompañada por una notable disminución de la importancia relativa de la inversión foránea directa y de los préstamos obtenidos en fuentes oficiales mientras que, paralelamente, los préstamos provenientes de bancos comerciales, para cerrar esa brecha, aumentaban a ojos vistas. En efecto, los préstamos obtenidos en bancos comerciales en el exterior, en 1974-1975, fueron veintisiete veces mayores que el promedio anual en la segunda mitad de los años 60. Al mismo tiempo, se deterioraron los términos de los préstamos: el factor de concesionalidad descendió casi a la mitad entre 1969 y 1975. (Véase Cuadro 3.)

El acentuado desequilibrio de la cuenta corriente indujo a los países latinoamericanos no exportadores de petróleo tanto a buscar financiamiento

adicional cuanto a adoptar políticas de ajuste de una naturaleza tal que evitaran sacrificios excesivos en términos de su tasa de crecimiento. En 1976, el déficit en cuenta corriente bajó a poco más de once mil millones de dólares y, en 1977, descendió nuevamente a casi ocho mil millones de dólares.²

CUADRO 3

**PAISES MIEMBROS DEL CAD^a Y AGENCIAS MULTILATERALES^b:
DISTRIBUCION GEOGRAFICA DE TRANSFERENCIAS DE
FLUJOS FINANCIEROS NETOS A PAISES EN
DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO
(en miles de millones de dólares)**

	1969			1972			1975		
	Total	Concesionalidad ^f	Factor de conc. 2/1	Total	Concesionalidad ^f	Factor de conc. 2/1	Total	Concesionalidad ^f	Factor de conc. 2/1
América Latina	2,64	0,81	30,5	3,97	0,75	18,9	7,19	1,07	14,9
Africa ^c	2,08	1,35	64,8	2,78	1,73	62,2	6,51	3,91	60,0
Asia ^d	3,86	2,49	64,5	3,77	2,72	72,0	6,57	3,94	60,0
Europa ^c	1,41	0,51	22,3	1,83	0,37	20,3	3,57	0,63	17,7
Otros	0,28	0,22	80,7	0,34	0,38	70,3	0,68	0,61	90,7

Fuente: OCDE, "Geographical distribution of financial flows to developing countries, 1969-1975" (Distribución geográfica de flujos financieros a países en desarrollo, 1969-1975), París, 1977.

^aCAD: Comité de Asistencia para el Desarrollo, de la OCDE.

^bNo se incluyen las agencias multilaterales que en sus préstamos tienen un componente de concesionalidad menor que 25 por ciento.

^cExcluye Gabón, Nigeria y Argelia.

^dExcluye el Medio Oriente, Israel e Indonesia.

^eIncluye Portugal, Chipre, Gibraltar, Grecia, Malta, España, Turquía, Yugoslavia e Israel.

^fCorresponde a los préstamos con más de 25 por ciento de componente de concesionalidad, es decir, aquellos préstamos cuyo valor presente a la tasa del mercado es a lo menos 25 por ciento menor que el monto original del préstamo.

El balance general de la aplicación de estas políticas acusa éxito. A la vez que disminuía el déficit en cuenta corriente, las tasas de crecimiento de la economía, aunque menores que las registradas en otras partes del mundo, fueron más altas. También la región mantuvo elevadas tasas de inversión, las

²Una proyección preliminar para 1978 señala un aumento probable a más de diez mil millones de dólares.

que permitían asegurar para el futuro un crecimiento sostenido. En 1975-1976, las tasas de inversión fueron superiores a las registradas en cualquier año a partir de 1966. La política mixta de ajuste y financiamiento en América Latina significó una disminución del desequilibrio externo, sin sacrificar las tasas de inversión y, de ahí, sin perjudicar las futuras tasas de crecimiento. Las cifras de CEPAL muestran que las tasas de inversión en el producto geográfico bruto, que fueron de 17,6 por ciento en 1966, crecieron en forma sostenida, alcanzando al 22,6 por ciento en 1975; solo en 1976 presentan una leve declinación, que llega al 21,7 por ciento.

2.2. Ajuste o financiamiento, o ambos: el cuadro para el futuro cercano

Es muy posible que el nivel del desequilibrio externo en cuenta corriente obtenido en los últimos años baje en el futuro. Se espera que continúen creciendo rápidamente las importaciones de países exportadores de petróleo. En los países industriales, las políticas tendrán probablemente más éxito que hasta ahora en conseguir la disminución apreciable de los desequilibrios entre ellos, de modo que la suma total de excedentes en la economía mundial debería descender, con un correspondiente descenso de la suma total de los déficits.

Sin embargo, es muy dudoso que las cifras de desequilibrio regresen en un futuro cercano a las magnitudes mostradas antes de 1974. En efecto, entre 1967 y 1973, la suma total de los déficits en cuenta corriente de los países miembros del Fondo Monetario Internacional alcanzó a un promedio anual de 13 mil millones de dólares, que saltó a casi 70 mil millones de dólares, entre 1973 y 1976. Las estimaciones para 1977 están en alrededor de 62 mil millones de dólares. Si este guarismo hubiera de descender sostenidamente, a una tasa de ocho mil millones de dólares por año, que es una tasa lo suficientemente alta como para considerarla más bien improbable, la cifra anual demoraría entre cinco y seis años en regresar al promedio de 1967-1973. Seguramente, el tiempo requerido será mayor.

Como un subproducto de este cuadro general, los países en desarrollo no exportadores de petróleo, incluidos los de América Latina, presentarán un déficit sostenido de sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente durante un lapso relativamente prolongado.

Si en conjunto los países deficitarios hicieran esfuerzos para eliminar este déficit, solo tendrían éxito transfiriendo el déficit a otro lado; en tanto haya excedentes de magnitud apreciable, ellos han de tener una contrapartida en la forma de déficit. La única alternativa sería una notable disminución del ingreso mundial, opción que es rechazada por todos los afectados.

De ahí que los países latinoamericanos no exportadores de petróleo —y puede que también alguno de los exportadores— ostentarán un déficit en sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente y seguirán demandando ahorros externos, bajo una u otra forma, durante algún tiempo. Esto no sería así, o por lo menos no en la misma magnitud, si estos países fuesen a reducir su nivel de ingreso e inversión, o si hubiesen de estar en situación de aceptar una baja significativa de sus reservas externas, o ambas posibilidades.

Los países latinoamericanos ya han hecho con éxito un esfuerzo para reducir su desequilibrio externo a proporciones más manejables, y la cuestión es si la economía mundial está interesada en suministrar ahorros externos para evitar políticas de ajuste *excesivo* en América Latina.³ Me parece que la respuesta a esta pregunta debe ser positiva.

CUADRO 4

ALGUNOS PAISES LATINOAMERICANOS EN DESARROLLO NO EXPORTADORES DE PETROLEO. RESERVAS COMO PROPORCION DE LAS IMPORTACIONES (en porcentajes)

Países	1951-55	1956-60	1961-65	1966-70	1971-75	1974-77
Argentina	40,0	24,2	15,7	34,9	29,4	40,0
Bolivia	19,9	5,7	12,6	20,7	71,3	39,1
Brasil	29,7	27,7	23,1	23,1	13,3	13,0
Colombia	30,7	27,9	14,7	16,9	27,8	18,3
Chile	16,8	17,0	12,8	23,2	26,7	42,9
Ecuador	37,3	24,2	27,4	24,6	65,8	44,5
Guatemala	45,8	37,0	29,0	23,2	22,9	28,1
México	29,7	33,5	29,5	24,2	34,6	33,7
Uruguay	112,2	84,7	86,7	74,0	34,4	40,3

Fuentes: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, mayo de 1978; CEPAL, *Balanza de Pagos*, sobre la base de estadísticas publicadas por el FMI, marzo de 1978.

Aun cuando algunos de los países de la región han acumulado reservas externas de considerable magnitud absoluta, tales reservas, en la gran mayoría de los casos, no son más altas como proporción de las importaciones que lo que fueron en el período 1951-1955, también de reservas elevadas según niveles históricos. (Véase Cuadro 4.) El hecho de que sea posible llegar más fácilmente a los mercados euromonetarios de financiamiento de corto

³ Se entiende aquí por ajuste excesivo uno que redujese drásticamente, o aun revirtiese, la tasa de crecimiento de la economía.

plazo induce a rebajar el monto de las reservas que se necesita; sin embargo, en los años 70 los términos del intercambio han mostrado una volatilidad que justifica la mayor prudencia en el manejo de las reservas.

Por otra parte, las reducciones en el ingreso y la inversión pondrían en peligro la futura tasa de crecimiento de los países, a la vez que provocarían efectos negativos en la economía mundial como un todo. Los países latinoamericanos no exportadores de petróleo constituyen un mercado de más de trescientos millones de personas, con un ingreso per cápita anual cercano a los mil dólares. Para Estados Unidos de América, estos países son más importantes que la Comunidad Económica Europea, o que Japón, como demandantes de equipos y productos químicos; y para la Comunidad Económica Europea, sus compras de estos productos son casi tan importantes como las de Estados Unidos, y más importantes que las de Japón. De ahí que América Latina, para las naciones industrializadas, no es un mercado insignificante, de modo que un retroceso o un debilitamiento apreciable de las tasas de crecimiento de la región afectarían a la economía mundial. Como secuela de tal efecto, América Latina estaría contribuyendo al desempleo y al estancamiento de la economía del mundo, lo que también afectaría a los países exportadores de petróleo. Ciertamente, este efecto es pequeño, pero existe. Desde el punto de vista del crecimiento equilibrado de la economía mundial, debieran financiarse los déficit en cuenta corriente que son la contrapartida de excedentes que permanecerán como tales durante un prolongado período de tiempo.

2.3. Los recursos necesarios

El monto neto de los recursos requeridos no es despreciable, ya que puede significar entre diez y doce mil millones de dólares anuales para los países de la región no exportadores de petróleo, si se incluye lo necesario para aumentar las reservas de divisas.

Estos guarismos no toman en cuenta los pagos de la deuda externa. Si tales pagos son incluidos, la cifra bruta de requerimientos financieros se aproximaría a los 20 mil millones de dólares por año, y podría aun superarlos.

Si estas cifras se satisficieran mediante la obtención de préstamos en el exterior, ello implicaría un aumento de la deuda global (pública y privada, garantida o no) de alrededor de un 13 por ciento anual. Hasta ahora, los mercados financieros y monetarios del mundo han podido absorber cantidades aun mayores que éstas. Sin embargo, es necesario recalcar dos puntos importantes. Primero, el monto de la deuda que un país puede manejar no es ilimitado, y será más bajo mientras más corto sea el período promedio de amortización de la deuda; la dependencia creciente de préstamos obtenidos en la

banca privada tenderá a acortar ese período. Segundo, ha cambiado el papel que los países industrializados han representado en la oferta de recursos financieros. En los años 60 y en los primeros del decenio del 70, ellos transfirieron al exterior parte de sus propios ahorros netos, puesto que obtenían un excedente sostenido en sus respectivas balanzas de pagos en cuenta corriente. Sin embargo, en los últimos años han desempeñado esencialmente un papel de intermediarios para los ahorros netos provenientes de los países exportadores de petróleo y de unas pocas naciones industrializadas, transfiriendo esos ahorros a ellos mismos, y entre ellos mismos y otras regiones del mundo. Las cifras disponibles apuntan en la dirección de que el reciclaje de los ahorros externos entre ellos mismos es apreciablemente más importante que aquél entre ellos y otras regiones. En efecto, este último puede ser residual y, por tanto, una cifra más volátil. (El Cuadro 5 apoya esta afirmación.)

CUADRO 5

USOS ESTIMADOS DE LA CONTRIBUCION NETA DE LOS PAISES EXPORTADORES DE PETROLEO AL MERCADO MONETARIO (en porcentajes)

Usuarios	1975	1976	1977
Países en desarrollo	11	10	1
Europa Oriental	36	30	45
Países desarrollados y resto del mundo*	53	60	54
Contribución neta de los países de OPEP	100	100	100
(En miles de millones de dólares)	29	36	38

Fuente: Estimación basada en estadísticas obtenidas del Banco de Pagos Internacionales (BIS), *Informe Anual 48º*, 12 de junio de 1978.

*Resto del mundo comprende centros financieros como Bahamas, Panamá y Hong-Kong, independientes y otros no determinados. Puesto que tales centros financieros dirigen parte de sus recursos a los países en desarrollo, la importancia relativa de éstos aumentaría, y la de los industrializados disminuiría, si se pudiera efectuar una asignación más precisa.

Este análisis es una señal clara de que, si bien está en el interés de América Latina y de la comunidad mundial como un todo financiar los desequilibrios en cuenta corriente del primer grupo de naciones más bien que descansar en un ajuste excesivo que provoque una reducción violenta en su tasa de crecimiento, también interesa a todos los afectados examinar cuidadosamente la forma que puede adoptar este financiamiento.

Aparte de una reducción de las reservas brutas, hay dos maneras principales de financiar un déficit en cuenta corriente: la obtención de préstamos y la inversión extranjera directa.

2.4. Los préstamos como una forma de obtener recursos financieros

Según se ha señalado, América Latina ha aumentado su dependencia de préstamos en la banca privada, con el efecto de aumentar su costo y reducir el período de pago de la deuda, en comparación con la situación que prevalecía en el decenio de los 60. A la vez, la recurrencia de América Latina a préstamos logrados en fuentes oficiales, tanto nacionales como internacionales, ha bajado apreciablemente. Este cambio tal vez sea irreversible, puesto que hay en el mundo creciente interés en orientar los recursos de bajo costo hacia los países menos desarrollados, de los que, según las definiciones de las Naciones Unidas, hay uno solo en América Latina.

La captación de créditos bancarios por los países en desarrollo está cayendo bajo intenso escrutinio, dado que algunos bancos tienen carteras cuya composición muestra un componente apreciable de préstamos a tales países. Este desarrollo incluye la aplicación de algunos índices para medir la capacidad crediticia de los países prestatarios.

El indicador de la capacidad crediticia a que se recurre con más frecuencia es la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones. La clasificación de los países de América Latina mediante este indicador señala que los que registran una relación elevada están también entre los que gozan de mayor aceptabilidad como deudores en los mercados financieros privados (Argentina, Brasil, Chile y Uruguay), de modo que la relación alta puede ser un indicador de acceso al crédito. Al mismo tiempo, estas estadísticas revelan que los países con una tasa de crecimiento de exportaciones relativamente alta pueden afrontar, sin problemas, una elevada relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones.

Pese a su popularidad, este indicador de la capacidad crediticia no ofrece una visión adecuada. Es un indicador esencialmente estático y nada señala respecto de las posibilidades de exportaciones. En efecto, en el caso de la mayoría de los países latinoamericanos, la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones podría ser mejor interpretada como un indicador del acceso al crédito foráneo que como una advertencia de problemas futuros. (Véase Cuadro 6.)

Solo una evaluación global de las perspectivas económicas de un país puede hacerlo, dado que ningún indicador aislado puede mostrar un cuadro comprensivo de la capacidad crediticia. En efecto, la capacidad que los paí-

ses latinoamericanos han demostrado tanto para capear las difíciles condiciones económicas de mediados del decenio de los 70 como su potencial de desarrollo son los mejores indicios de su futuro.

Hay una forma de conseguir préstamos que se torna cada vez más importante para algunos países de la región, y que se adapta mejor a la situación financiera externa presente de los países que la integran: lograr préstamos a largo plazo en los mercados privados de capital mediante la venta de bonos. Esta forma de endeudamiento ya era bien conocida en el siglo XIX y se desarrolló progresivamente hasta la gran crisis del decenio de los 30. En años recientes, solo Argentina, Brasil, México y Venezuela, en América Latina, han hecho algún uso de este medio.

CUADRO 6

**PAISES LATINOAMERICANOS EN DESARROLLO NO
EXPORTADORES DE PETROLEO
RELACION ENTRE EL SERVICIO DE LA DEUDA Y LAS EXPORTACIONES Y TASA
DE CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES.
PROMEDIOS ANUALES PARA 1971-1976
(en porcentajes)**

Países	Razón servicio de la deuda oficial/exportaciones	Razón servicio de la deuda/ exportaciones	Tasa de crecimiento de exportaciones*
Argentina	19,1	34,3	16,7
Brasil	14,7	43,7	27,1
Colombia	12,5	26,5	24,2
Costa Rica	10,0	24,2	20,2
Chile	20,4	46,5	15,2
República Dominicana	6,6	14,4	23,3
El Salvador	5,5	14,8	25,4
Guatemala	4,0	11,1	24,1
Guyana	6,4	8,3	13,1
Honduras	4,5	12,9	15,6
Jamaica	6,9	10,9	11,5
México	25,1	30,1	17,6
Nicaragua	12,6	17,1	22,8
Panamá	12,8	14,3	13,9
Paraguay	10,0	22,0	18,9
Perú	23,7	42,7	10,4
Uruguay	32,1	38,5	22,5

Fuente: CEPAL, "Balanza de Pagos", sobre la base de estadísticas suministradas por el Fondo Monetario Internacional, marzo 1978; Banco Mundial, "World Debt Tables", EC 167/77.

*En dólares de cada año.

Sin embargo, una deuda en rápido crecimiento no es algo que los países latinoamericanos consideren deseable. De ahí que se interesen cada vez más en otras formas de financiamiento, incluida la inversión foránea directa.

La argumentación precedente puede resumirse como sigue: los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, en sus respectivas balanzas de pagos, presentan déficit en cuenta corriente que son notablemente mayores que los prevalecientes en decenios pasados; se espera que estos déficits disminuyan, no obstante lo cual permanecerán en niveles relativamente altos por algunos años. De ahí que hay una demanda de ahorro externo tanto en la forma de préstamos como de inversión foránea directa. Los países de América Latina han tenido, y siguen teniéndolo, libre acceso a préstamos bancarios; pero a estos países no les gustaría ver una deuda que sigue subiendo rápidamente, mientras sus plazos de vencimiento se acortan. Así, en los países latinoamericanos hay una demanda de endeudamiento de largo plazo, en bonos, y asimismo una demanda de inversión foránea directa.

La demanda de América Latina por inversión foránea directa existe. En consecuencia, lo que cabría ver enseguida es si podría ser interesante para los países árabes exportadores de petróleo considerar la expansión de su cartera de inversiones en la región latinoamericana. Desde un punto de vista económico, las inversiones árabes directas en Latinoamérica podrían ser tentadoras a causa de sus rendimientos, y por su efecto sobre la variabilidad del retorno que los países inversionistas obtienen de su cartera de inversiones como un todo.

9. DIVERSIFICACION DE LA CARTERA DE INVERSIONES. EL CASO DE LAS INVERSIONES EN AMERICA LATINA

9.1. Diversificación internacional de la cartera: sus ventajas económicas

Es una práctica común diversificar la cartera, de modo de reducir al mínimo la varianza de los retornos en cualquier nivel dado de la tasa de retorno. En efecto, se han desarrollado varios modelos a fin de dar una guía para la composición óptima de la cartera de inversiones. La diversificación internacional⁴ de las ceteras es una dimensión importante de su diversificación general. Es razonable esperar que las tasas de retorno sobre las inversiones en países determinados tenderán a ser influidas por el cuadro económico general de cada país. Una disminución de la tasa de crecimiento de la economía de

⁴Véase, por ejemplo, H.G. Gruber, "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows" en *American Economic Review*, Vol. LVIII, N° 5, Parte 1, diciembre de 1968.

cualquier país, o un aumento de esa tasa, tenderá a afectar las tasas de retorno sobre la inversión en general en ese país. Por tanto, las tasas de retorno sobre la inversión en un país dado tenderán a moverse a la par con la tendencia general de su economía. Por supuesto, tal influencia no implica una coincidencia perfecta en el tiempo y en las magnitudes de los movimientos de las tasas de retorno en sectores distintos de la economía del país en cuestión. Por consiguiente, hay una ventaja en la diversificación de la inversión, aun dentro de los límites territoriales del país.

El hecho de que las tasas de crecimiento de las economías en países diferentes no se muevan de consuno en el tiempo es una indicación de que las tasas de retorno sobre inversiones, en países diferentes, no se moverán todas en la misma magnitud o siquiera en igual dirección. Aun si la tasa de retorno promedio sobre inversiones fuese la misma para todos los países, habría ventaja en la diversificación internacional de las inversiones, si sus movimientos en el tiempo fuesen distintos. Tal diversificación resultará en una reducción de la variabilidad de los retornos sobre la cartera diversificada para igual nivel de retornos en promedio.

En la profesión económica es práctica generalizada suponer que la incertidumbre lleva aparejado un costo, de manera que, dado cualquier nivel de retornos, el inversionista preferirá la variabilidad más baja a una más alta. El mismo argumento puede trasladarse a la situación de un país como un todo. Esto parece especialmente razonable en países que están transformando una fuente de recursos naturales no renovables en un flujo de ingreso futuro. Para cualquier nivel promedio dado de tal ingreso, una menor variabilidad será preferible a una mayor variabilidad.

Si, a fin de lograr tasas más elevadas de retorno sobre la inversión, un país tuviera que aceptar una mayor variabilidad de retornos, no sería obvia la elección entre posibles combinaciones dadas de retornos sobre inversión y variabilidad. En este caso, a fin de obtener un retorno más alto, un país tendría que aceptar más variabilidad y la selección en cuestión dependería de las preferencias relativas del país en cuanto a los retornos y la variabilidad como, asimismo, de las posibilidades del mercado para trocar el retorno promedio por una variabilidad más baja. En una situación como ésta, podría ser ventajosa para un país una menor tasa de retorno sobre su cartera de inversiones, si ése fuera el costo de una variabilidad de retornos apreciablemente reducida.

Pero, si un país o un grupo de países pudiera alcanzar retornos más altos sobre sus inversiones con la misma variabilidad de esos retornos, o con una menor, tal posición sería indudablemente preferible a una con retornos más bajos y la misma variabilidad o una más alta.

3.2. Retorno promedio y varianza de una cartera diversificada

Cuando este artículo estaba en preparación, no se dispuso de información sobre las tasas de retorno de las inversiones en diferentes sectores y países. Sin embargo, según se ha señalado, la tasa de crecimiento de la economía de un país ejerce una influencia general en las tasas de retorno sobre inversiones en ese país, de modo que las tasas de crecimiento pueden usarse como sustitutos de las tasas de inversión. Aún más, la teoría económica dice que, en ciertas circunstancias, la tasa de retorno sobre la inversión igualará a la tasa de crecimiento de la economía en un equilibrio de largo plazo.⁵

Estadísticas publicadas por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) muestran que la tasa de crecimiento de las economías de los países miembros, tomados en conjunto para el período 1950-1977, alcanzó a un promedio de 4,1 por ciento anual. Por otra parte, estadísticas publicadas por la CEPAL evidencian que las economías de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, tomados en conjunto, crecieron a una tasa promedio de 5,5 por ciento por año durante ese mismo período.⁶ Si se toman los promedios por decenio, la tasa de crecimiento de los países latinoamericanos no exportadores de petróleo fue más alta que la de los países de la OCDE para los tres períodos incluidos; el decenio de los 50, el de los 60, y el período 1970-1977.

La variabilidad de la tasa de crecimiento, medida por la varianza, fue de 3,3 para los países latinoamericanos no exportadores de petróleo, y de 4,2 para los de la OCDE en el período 1950-1977, considerados en conjunto. La covarianza fue de 0,50. (Véase cuadro 7.)

Con estos resultados es posible calcular la tasa promedio de retorno y, asimismo, la varianza de una cartera combinada de inversiones en ambas zonas del mundo. Puesto que la tasa promedio de retorno, medida por la tasa de crecimiento de la economía, es más alta para América Latina que para la OCDE, la cartera combinada exhibirá una tasa de retorno más alta que una cartera exclusivamente de OCDE, cualquiera que sea la importancia relativa de las inversiones en países latinoamericanos no exportadores de petróleo, siempre que tal importancia relativa sea mayor que cero. Por otra parte, la

⁵Supuesto que solo hay cambios tecnológicos neutrales y que el equilibrio se obtiene maximizando el consumo. Véase, por ejemplo, Harry G. Johnson, *Macroeconomics and Monetary Theory*, Londres, Lowe and Brydone, 1971, capítulo 20. También F. Hahn y R.C.O. Matthews, "The Theory of Economic Growth, a Survey", *Economic Journal*, diciembre de 1964, vol. 74, pp. 779-902.

⁶Estas cifras corresponden a un promedio ponderado de la tasa de crecimiento del PNB de cada país, usando el PNB como ponderador.

varianza de la cartera combinada será menor mientras menor sea la covarianza de las dos series de tasas de retorno.⁷

CUADRO 7

TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO NACIONAL BRUTO REAL Y SU VARIABILIDAD. PAISES DE LA OCDE Y PAISES LATINOAMERICANOS NO EXPORTADORES DE PETROLEO
(cambios porcentuales)

Región			Región			Región		
Años	OCDE ^a	América Latina ^b	Años	OCDE ^a	América Latina ^b	Años	OCDE ^a	América Latina ^b
1951	7,6	5,7	1961	4,3	6,8	1971	3,7	7,0
1952	3,6	2,6	1962	5,3	3,9	1972	8,4	7,2
1953	4,6	4,7	1963	4,7	3,1	1973	5,9	8,5
1954	1,1	6,0	1964	6,0	7,3	1974	0,2	7,9
1955	7,2	6,2	1965	5,3	5,3	1975	-0,9	3,0
1956	3,2	3,8	1966	5,6	4,6	1976	5,2	4,2
1957	2,8	5,8	1967	3,6	4,3	1977	3,5	4,0
1958	0,6	5,2	1968	5,5	7,0			
1959	5,6	1,6	1969	4,7	7,4			
1960	4,5	8,2	1970	3,1	6,9			
Pro-medio			Pro-medio			Pro-medio		
51-60	4,1	5,0	61-70	4,8	5,7	71-77	3,3	5,9

1951-1977

	OCDE	América Latina
Promedio (porcentaje)	4,1	5,5
Varianza	4,2	3,3
Covarianza		0,50
Coefficiente de correlación		0,13

Fuentes: ^aOCDE, *Economic Outlook*, diciembre 1972 y 1977; y *Economic Indicators*, enero de 1978.

^bCEPAL, basado en estadísticas suministradas por los países informantes, a mayo de 1978.

⁷ La varianza de la cartera combinada se obtiene de $S^2(A,B) = a^2 S^2(A) + (1-a)^2 S^2(B) + a(1-a)S(A)(B)$, donde $S^2(A)$ y $S^2(B)$ son las varianzas de cada una de las series de retornos y $S(A)(B)$ es la covarianza. Los ponderadores son a y $(1-a)$.

Supóngase, por ejemplo, una cartera en que las inversiones en países de la OCDE comprendieran el ochenta por ciento del total, mientras que las inversiones en países latinoamericanos representarían el veinte por ciento restante. El retorno promedio de esta cartera sería de 4,4 mientras que su varianza, de 2,9, que es menor que la varianza de ambos grupos OCDE (4,2) y países latinoamericanos no exportadores de petróleo (3,3), tomados separadamente. De ahí que una cartera diversificada tendría un rendimiento más alto y una varianza menor que una cartera exclusivamente de OCDE. Por tanto, una cartera diversificada sería indudablemente preferible a una de OCDE no diversificada. A medida que la importancia de la inversión en América Latina aumenta en la cartera combinada, el retorno promedio aumentará sostenidamente, mientras que la varianza disminuirá a un punto mínimo y, enseguida, volverá a subir.⁵

3.3. La composición óptima de la cartera de inversiones

Al emplear las tasas de retorno, varianzas y covarianzas obtenidas de las tasas de crecimiento, es posible determinar la composición de la cartera que da una varianza mínima. Tal cartera estaría compuesta por un 49 por ciento de inversiones en países de la OCDE y 57 por ciento de inversiones en América Latina, con una varianza de 2,0 y un rendimiento promedio de 4,9 por ciento. A medida que la importancia de América Latina en la cartera de inversiones siga aumentando por encima del 57 por ciento la varianza empezará a subir otra vez, partiendo desde el mínimo alcanzado de 2,0; pero todavía será menor que la varianza de la cartera de inversiones en cualquiera de las dos áreas, tomadas separadamente, hasta que las inversiones en Latinoamérica comprendan el ciento por ciento del total. En ese punto, por supuesto, la varianza de la cartera sería aquella de los retornos sobre inversiones en América Latina, mientras que la tasa promedio de retorno sería también la de las inversiones en Latinoamérica.

A partir desde la cartera de mínima varianza, nuevos aumentos en la importancia relativa de las inversiones en América Latina harán aumentar, según se ha señalado, la varianza de la cartera combinada, pero también aumentará la tasa de retorno de la cartera; de esta manera, la selección de una composición determinada de una cartera dependería de las preferencias relativas entre tasas de retorno y varianzas en los países inversionistas. En cambio, la se-

⁵En este artículo se toman áreas económicas amplias como un todo, sin explorar la diversidad dentro de esas áreas. Este enfoque, erróneo si se intentara describir las áreas en cuestión, es útil, sin embargo, para abordar problemas de diversificación internacional de inversiones. El hecho de que cada área esté compuesta de unidades económicas distintas, que se comportan diferentemente, ya ha sido tomado en consideración en el cálculo de la tasa promedio de crecimiento y de las varianzas y covarianzas. Obviamente, si las decisiones de política económica se tomaran por cada área como unidad, su interacción sería más alta que la que es ahora, y la covarianza calculada también sería más alta, reduciendo las ventajas de la diversificación internacional de las inversiones.

lección de una composición de cartera que incluya inversiones en latinoamérica, con una importancia relativa igual a 57 por ciento, o menor que ésta, no debiera ser incierta. Dentro de este límite, una cartera que contenga más inversiones en América Latina sería indudablemente preferida a otra que contuviera menos de ellas, puesto que la primera daría un más alto retorno y una menor varianza que la segunda.

Las estadísticas sobre tasas de crecimiento que han sido usadas como sustitutos de las tasas de retorno sobre inversiones ocultan varios aspectos importantes que deberían ser tomados en cuenta para decidir sobre una inversión. El primero de éstos es el hecho de que las tasas de crecimiento en cualquier país dado representan un promedio de tasas de crecimiento de diferentes sectores de la economía; el promedio es el resultado de diferentes tasas en diferentes sectores, algunas de ellas más altas que el promedio, otras, más bajas. A un inversionista le gustaría considerar todo el conjunto de tasas de retorno antes que solamente un promedio, puesto que él podría elegir sectores o proyectos para su inversión entre los mejores de que dispusiera la economía. Ya que esto es cierto tanto en los países de la OCDE como en los latinoamericanos, el argumento en favor de la diversificación internacional de la cartera de inversiones, basado en las cifras globales, mantiene su validez.

Segundo, en general, la tasa de crecimiento puede ser un buen sustituto de la tasa de retorno sobre inversiones, incluidas inversiones tales como aquellas en construcción de caminos, en educación o en otros sectores que no están abiertos a inversionistas foráneos. Una manera factible de averiguar si la tasa de crecimiento es un sustituto razonable de la tasa de retorno sobre inversiones abiertas a inversionistas extranjeros es la de ver si las escasas estadísticas disponibles sobre tasas de retorno de inversión foránea se comportan de una manera similar a la de las tasas de crecimiento.

El Departamento de Comercio de Estados Unidos de América publica cifras de inversiones estadounidenses en diferentes países y regiones, y de ganancias (netas de impuestos) provenientes de esas inversiones, desde 1967 a 1976.⁹ Dichas estadísticas debieran tomarse con beneficio de inventario puesto que las utilidades pueden ser desplazadas entre las afiliadas de una misma compañía en diferentes países mediante la fijación de los precios de los bienes vendidos o comprados entre las afiliadas. Esta consideración implicaría que la variabilidad de las utilidades aparece mayor mientras menor es el monto de las inversiones que se consideran separadas de la cartera global. Por consiguiente, debería suponerse que la varianza de la tasa de utilidades en América Latina, calculada mediante el uso de las mencionadas estadísticas,

⁹U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, agosto 1977, Cuadro 12.

aumentaría relativamente respecto de aquella calculada a partir de las tasas de crecimiento.

Las tasas de retorno calculadas usando las estadísticas del Departamento de Comercio de Estados Unidos muestran que la tasa promedio sobre inversión directa no petrolera de ese país en el exterior es más alta para América Latina (12,9%) que para los países industrializados (12,0), mientras que las varianzas son 5,3 y 4,0, respectivamente. La covarianza es 2,15. Puesto que las tasas de retorno no son corregidas para considerar la inflación mundial, tienden a sobrestimar las tasas reales. (Véase Cuadro 8.)

CUADRO 8

TASAS DE RETORNO SOBRE LA INVERSION DIRECTA NO PETROLERA
DE ESTADOS UNIDOS DE NORTEAMERICA EN EL EXTERIOR;
PAISES DESARROLLADOS Y AMERICA LATINA
(en porcentajes)

Años	Países desarrollados	América Latina
1967	9,2	11,3
1968	10,1	12,7
1969	11,4	12,9
1970	10,6	10,8
1971	11,3	9,3
1972	13,0	11,5
1973	15,9	13,5
1974	14,1	16,3
1975	11,7	16,1
1976	12,9	15,0
1967-1976		
	Países desarrollados	América Latina
Promedio (porcentaje)	12,0	12,9
Varianza	4,0	5,3
Covarianza		2,15
Coefficiente de correlación		0,46

Fuente: Calculado sobre la base de: U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, agosto de 1977, Cuadro 12. Utilidades ajustadas divididas por el promedio de las posiciones de inversión directa a principio y a fin de cada año.

La varianza de la cartera compuesta de 80 por ciento de inversión en países desarrollados y 20 por ciento de inversiones en América Latina ten-

dría una tasa de retorno de 12,2 por ciento, más alta que aquella que incluye únicamente países desarrollados, y una varianza de 3,1, menor que la varianza de las tasas de retorno sobre inversiones en países desarrollados. La cartera de mínima varianza estaría compuesta de 40 por ciento de inversiones en América Latina y 60 por ciento en los integrantes de la OCDE, con un rendimiento promedio de 12,4 por ciento y una varianza de 2,8. Una vez más, a medida que las inversiones en Latinoamérica se incrementan a más de cuarenta por ciento de la cartera, el retorno promedio de ésta aumentaría sostenidamente, pero también aumentaría la varianza, acercándose a la de una cartera compuesta solo de inversiones en América Latina.

De ahí que hay una ventaja indudable para la diversificación de la cartera en favor de América Latina hasta que la participación de ésta en la cartera total llegue al cuarenta por ciento. A partir de ese punto, también podría haber una ventaja, pero ésta no sería indudable; dependería de las preferencias relativas de los países inversionistas entre tasa de retorno y varianza. Las conclusiones generales obtenidas mediante el empleo de tasas de crecimiento como sustitutos de las tasas de retorno sobre inversiones quedan así reforzadas.

3.4. Riesgos políticos y el enfoque de las "ventajas mutuas"

Tercero, ni las tasas de crecimiento ni las de retorno dan una medida de los riesgos políticos, incluido el de la pérdida del capital a causa de expropiación. El análisis de la conveniencia de la diversificación de la cartera internacional toma en cuenta esencialmente los costos y beneficios económicos, pero no deja un margen para el costo proveniente de la inestabilidad política.

El efecto de la inestabilidad política sobre la tasa de retorno de las inversiones, en cuanto difiere del efecto general ya reflejado en la tasa de crecimiento de la economía, se sintetiza en la llamada "estabilidad de las reglas del juego".

Hay dos medios principales, que no se excluyen mutuamente, para obtener la estabilidad del tratamiento de la inversión extranjera: uno es el de tener la influencia suficiente sobre el gobierno receptor de forma que éste resista las presiones para alterar las reglas; el otro es el de hacer que las partes comprendan que es ventajoso no alterarlas.

El primer medio no es eficiente puesto que el poder político puede cambiar de manos de tiempo en tiempo en los países receptores donde la influencia foránea suele tornarse en una cuestión conflictiva, como ha ocurrido en el hecho. De modo que el enfoque de la influencia política para alcanzar la estabilidad de las reglas del juego puede en sí ser inestable.

El enfoque de las ventajas mutuas, por otra parte, tiene mucho que ofrecer. Implica emplear el criterio de la ventaja mutua como un elemento importante en la elección de proyectos de inversión que suministren esa ventaja; por ejemplo: el desarrollo de proyectos que mejoran, en el país receptor, la producción de bienes que tengan mercado en el país (o países) inversionistas puede ser un importante incentivo para la estabilidad de las reglas del juego. El país inversionista provee, a la vez, los recursos financieros y los mercados, de manera que todo elemento que afecte negativamente a la inversión también puede tener un efecto negativo en los mercados compradores.

Proyectos conjuntos emprendidos con alguna participación de capital del país receptor (o países receptores), y que incluyan complementación internacional de la producción, pueden, así mismo, satisfacer el criterio de las ventajas mutuas. Este tipo de proyectos implica la producción de componentes en más de un país, incluido el país inversionista; implica también la armadura final en más de un país. Aunque desarrollarlos es más complicado, estos proyectos facilitan el acceso tanto a los mercados latinoamericanos como a los de los países inversionistas, y permiten emprender proyectos de gran envergadura, que, al mismo tiempo, satisfacen el criterio de las ventajas mutuas.

La inversión árabe que provea tanto recursos financieros como mercados será menos vulnerable que si se destina únicamente a la provisión de los primeros. Esta vulnerabilidad disminuiría aún más si pudiera establecerse un mecanismo para que las naciones árabes exportadoras de petróleo invirtieran como grupo antes que aisladas unas de otras. Dado que cada país árabe tiene su propia orientación política, al actuar como grupo ofrecerán a los países receptores una posibilidad de diversificación de su cartera política, reduciendo así los riesgos políticos que vienen aparejados como subproducto de los conflictos políticos. Desde el punto de vista de América Latina, una diversificación más amplia de nacionalidades en la inversión foránea ciertamente sería bienvenida.

3.5. ¿Son soportables las magnitudes involucradas?

A las tasas de inversión anuales de hoy, los países latinoamericanos no exportadores de petróleo están invirtiendo cerca de sesenta mil millones de dólares por año, de los que menos del cinco por ciento representan inversión directa extranjera.

Si los países árabes exportadores de petróleo decidieran invertir en América Latina un quinto del flujo de su inversión anual de largo plazo en el exterior, esto significaría alrededor de un octavo de sus excedentes en cuenta co-

riente y menos del ocho por ciento de la inversión total anual en América Latina.¹⁰

Cifras de este orden de magnitud no deberían crear problema alguno de absorción en la región, a menos que se concentraran en uno o dos países. Esta última posibilidad —concentración en unos pocos países— no maximiza forzosamente los beneficios de la diversificación de la cartera internacional. Así, las magnitudes globales de inversión que coadyuvarían a obtener los beneficios de la diversificación internacional de la cartera no parecen difíciles de absorber en la región, por lo menos desde un punto de vista global.

La cuestión siguiente es ver si hay oportunidades específicas de inversión que acarrearían ventajas de diversificación desde el punto de vista de los países árabes, y que también serían ventajosas desde un punto de vista latinoamericano; además, ver si portarían elementos que inducirían a la estabilidad en el tratamiento de la inversión foránea en los países receptores. A fin de responder a esta pregunta, habría que examinar en detalle la economía de los diferentes países de América Latina, pero esto se halla más allá del alcance de este artículo. Sin embargo, un examen somero de estos problemas puede permitir el descubrimiento de zonas de interés común.

Tal vez, uno de los problemas más difíciles que América Latina sigue encarando es la tasa acelerada de migración desde las áreas rurales hacia las urbes. Esta migración tiende a agravar tanto los problemas sociales como los económicos: el desempleo en las ciudades se mantiene en niveles relativamente altos, mientras que los servicios habitacionales, de transporte, de sanidad y otros están sobrecargados por la tasa acelerada de aumento de la población en las zonas urbanas. Al mismo tiempo, la tierra agrícola, recurso relativamente abundante en la región, permanece subutilizada.

El desarrollo de las exportaciones de bienes agrícolas y agroindustriales es, por tanto, de interés sustancial para América Latina. Podría expandirse ventajosamente la producción de trigo, maíz, poroto soya, carnes vacuna y bovina, azúcar, café y tabaco, así como la de frutas y vegetales, y la de jugos y pulpas de frutas y vegetales. Entre otras interesantes posibilidades, están la madera, productos madereros, celulosa y papel, zapatos y textiles de algodón y de lana. Pos supuesto, aprovechando las materias primas minerales existentes en la región, podrían manufacturarse ventajosamente varios productos tales como alambre y cañería de cobre, y una amplia variedad de bienes en el campo de la industria liviana. Todos estos productos podrían hallar mercados en los países productores de petróleo y en otros países del mundo árabe.

¹⁰ Estas cifras suponen un flujo de inversión de largo plazo en el exterior, por los países árabes exportadores de petróleo, de 20 mil millones de dólares por año, y un excedente en cuenta corriente de 92 mil millones de dólares.

Según se dijo, América Latina necesita tanto los recursos financieros como los mercados externos para continuar creciendo, y las naciones árabes exportadoras de petróleo podrían suministrar unos y otros. Un programa de cooperación que comprendiera inversión árabe en la producción de bienes destinados a los mercados árabes representaría ventajas para todas las partes involucradas. Para América Latina las ventajas estarían en el mayor desarrollo de su agricultura e industria, coadyuvando así a detener la tasa acelerada de migración rural hacia la urbe, paliando el desempleo y la desocupación disfrazada, y a incentivar la diversificación sostenida de las exportaciones, aumentando así tanto el nivel como la estabilidad del ingreso de divisas, con un efecto positivo sobre la estabilidad de las finanzas extranjeras y sobre la economía como un todo, y en la contribución a un crecimiento sostenido de esta última.

Para los países árabes exportadores de petróleo, las ventajas económicas se darían en la oferta de una amplia variedad de bienes, y en las atractivas tasas de retorno sobre la inversión en los mercados que originan esos bienes. El análisis de las ventajas políticas queda fuera del alcance de este artículo.

3.6. Arreglos institucionales para la cooperación

Aparte de las inversiones directas, hay muchos otros campos de cooperación financiera entre los países árabes exportadores de petróleo y América Latina. Ya se ha dicho que esta región se interesa en obtener préstamos a largo plazo, de manera que una mayor apertura de los mercados de capital de los países exportadores de petróleo a los países latinoamericanos ciertamente sería apreciada. Sin embargo, puede que sea más difícil de desarrollar este campo de cooperación, puesto que la diferencia de las tasas de retorno de inversiones financieras en América Latina, comparadas con aquellas de otras áreas, no sería significativa para los países inversionistas. Desde el punto de vista de los inversionistas, las ventajas principales estarían en la diversificación de los riesgos políticos, un tema que no se explora aquí.

Los países exportadores de petróleo ya están contribuyendo a los servicios creados en el Fondo Monetario Internacional y en el Banco Mundial, y tales contribuciones también son importantes para América Latina.

Hay un gran vacío en los servicios financieros disponibles para los países latinoamericanos, que es la falta de mecanismos que suministren crédito en el tramo de los cinco a diez años de vencimiento. Este vacío podría llenarse ya fuese a través de aportes al Banco Interamericano de Desarrollo o mediante el establecimiento de un servicio especial para el fin señalado.

La conclusión principal de este artículo es que estaría en el interés de los países árabes exportadores de petróleo diversificar hacia América Latina

su cartera de inversiones directas. Para hacerlo se necesita un esfuerzo consciente de examen de las oportunidades de inversiones específicas en determinados campos en diferentes países. Pese al hecho de que la inmigración árabe ha sido conspicua en el pasado, no se dispone fácilmente de información sobre oportunidades de inversión que podrían interesar a los países árabes. De ahí que, si estos países deciden diversificar su cartera de inversiones, tal decisión debería ir acompañada de un esfuerzo sistemático para descubrir las oportunidades de inversiones y los proyectos específicos que se emprenderían. Ese esfuerzo requiere organización.

El establecimiento reciente del Banco Árabe Latinoamericano, con capitales de países árabes y latinoamericanos, constituye, tal vez, una base para emprender los estudios requeridos. Un proyecto especial, bajo el patrocinio de las Naciones Unidas, quizás podría proveer una base más amplia para explorar las posibilidades de inversión de mutuo interés para los países árabes y los latinoamericanos. No obstante, cualesquiera que sean los arreglos, el aspecto importante que cabe subrayar es que la diversificación de la cartera no puede ser alcanzada sin el costo de un esfuerzo sostenido de examen de las oportunidades de inversión.