

***The Integration of Capital Markets in the Caribbean:
Problems and Policy Proposals***

***La integración de los mercados de capitales en la zona
del Caribe problema y proposiciones de políticas***

Richard L. Bernal

Primera edición 1977

Derechos reservados conforme a la ley
© Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos

Impreso y hecho en México
Printed and made in Mexico

The Integration of Capital Markets in the Caribbean: Problems and Policy Proposals

Richard L. Bernal

1. Ambit of study

The main objective of this article is to prepare a programme of regional policy proposals for the integration of capital markets in the Caribbean. It is necessary to put these policy proposals in context, hence Sections II, III and IV set the stage for Section V.

The term Caribbean is used here to include the member countries of the Caribbean Common Market (**CARICOM**): Jamaica, Guyana, Trinidad and Tobago, Barbados, Belize (B. H.), the Windward and Leeward Islands.

The paper is based on the assumption that because of the political situation in the Caribbean and the fear of scaring foreign investors, Government of the region are unlikely to nationalize private foreign-owned financial institution.¹ It is believed that the benefits to be derived by nationalization of financial institutions can be achieved by exercising more careful and more detailed control over the operations of these institutions. In order to achieve this the Monetary Authorities in each country must take the following steps:

1 For example both parties in Jamaica despite their diametrically opposed ideological position agree on this issue. See "Jamaicanization not 100 % local ownership — P.M." *Daily Gleaner*, 1st April, 1971 and "Coore denies reports on bank take-over", *Daily Gleaner* 14th November, 1974. It is felt that nationalization might have harmful repercussions. Mr. Bascom manager of the Guyana National Cooperative Bank states that nationalization "is unnecessary and irrelevant... Nationalization is crude because it could give rise to consequences which could have psychological and overall damaging effects". See Wilbert Bascom, *The Role of the Guyana National Cooperative Bank: Zts Relationship to the Cooperative Sector and the National Economy* (Georgetown, Guyana: G.N.C.B., 1970). The Governor of the Bank of Jamaica, G. Arthur Brown has stated that if "the banks felt they were threatened, they would operate in such a way that if there was a take-over the liabilities which were taken over would be the same as the assets". See Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, May 22-27, 1972, Summary of *Proceedings*, Vol. 1 (Bank of Jamaica, N.D.) page 59.

- 1) Revision of financial legislation to make it more stringent and comprehensive.
- 2) More careful observation of and control over the behaviour of financial institutions particularly non-bank financial institutions. To this end, the collection of more detailed (less aggregated) statistical data is germane, since this has traditionally hampered the formulation of policy.

II. Finance and development

The Caribbean countries dealt with in this paper view economic integration as a regional development strategy.² To this end they established the Caribbean Free Trade Association (CARIETA) in 1970. By 1974 the group had moved into a closer and high form of integration with establishment of the Caribbean Community (**CARICOM**), a common market. There is also the stated long run intention of CARICOM evolving into some form of economic union. These steps towards economic integration in the real aspects of Caribbean economies must be accompanied by the appropriate level of integration in the financial sphere. Finance is here used in its broadest connotation, including financial assets, financial institutions, financial markets and financial policies. Financial integration must accompany economic integration. The reason why there should be no dichotomy between the level of development in real and financial aspects is simply the fact that financial development can enhance and facilitate real development. In market-oriented economies such as the **CARICOM** countries, it is the price mechanism which is largely responsible for the allocation of scarce resources among competing uses, and therefore the availability and cost of money and finance are highly influential determinants on the consumption, saving and investment decisions of households, firms and the State.

If finance and financial development is important, what is the relationship between the level of

2 *The Caribbean Community. A Guide* (Georgetown, Guyana: Caribbean Community Secretariat, 1973) pages 13-17.

financial development and the level of real development? With due regard for the debate over whether finance is demand-following or supply-leading it is this author's opinion that there must be parallel movements in both financial and real development,³ each re-enforcing and facilitating the other.

What level of financial integration is the most appropriate accompaniment to the level of economic integration engendered in CARICOM? A necessary prerequisite to answering this question, is a comment on the concept of financial integration. There are two levels of financial integration, they are:

- a) capital market integration and
- b) monetary integration.⁴

Capital market integration is the process by which capital markets which are geographically and nationally distinct combine to function as one market. Monetary integration involves the integration of financial systems and the establishment of institutions to regulate the resulting integrated financial system, such institutions include a single currency (or exchange rate union) a common central bank, harmonized monetary policy, a common reserve pool, etc. Capital market integration is a lower stage of financial integration than monetary integration. Capital market integration must therefore proceed monetary integration.

Capital market integration is the level of financial development appropriate to a common market such as CARICOM. The quintessence of a common market is freedom of movement of the factors of production to which the freedom of movement of financial capital is the logical complement. Capital market integration apart from enhancing the development and growth possibilities, could assist in reducing the polarization which is a feature of

³ Patrick makes the interesting observation that "in actual practice, there is likely to be an interaction of supply-leading and demand-following phenomenon". See Hugh T. Patrick, "Financial Development and Economic Growth in Underdevelopment Countries", *Economic Development and Culture Change*, Vol. 14, NQ 2 (January, 1966) pages 174-189.

⁴ Mundell makes a similar distinction between "capital integration" and "monetary integration". He argues that they accompany each other, each stage of integration being a different degree of collaboration between central banks and development banks. See Robert Mundell, page 488 in J. H. Adler (ed.), *Capital Movements* (Macmillan, 1967). Corden differentiates between capital market integration and exchange rate union as the two aspects of monetary integration. See W. M. Corden, *Monetary Integration*, Essays in International Finance, No. 93, International Finance Section, Princeton University, April, 1972.

CARICOM at present. Finally, if CARICOM is to become an economic union, monetary integration would be necessary, hence capital market integration will have to take place now as a foundation on which monetary integration could be built.

III. Present state of capital market development

A Capital Market is here taken to mean a complex of institutions which deal with the collection, transfer and allocation of long-term funds (over one year), and the exchange of corporate stocks (titles to or claims to capital) and Government securities.⁵

Caribbean capital markets may be classified in a three tier scheme on the basis of institutional development and the number and variety of long-term financial instruments.

1. Relatively developed. Only Jamaica ⁶ is in this category. Wide range of institutions with a good deal of specialization with Government securities and private securities (shares, bonds) fairly well developed since the early 1960's. The level of development is still much below that of the markets of Europe and North America.

2. Developing: Trinidad ⁷ and Guyana. A limited range of institutions characterized by a low degree of specialization i.e. — one type of financial institution provides many services, including those normally performed by different types of institutions. Fairly well developed in the field of Government securities, but only recent utilization of corporate securities as a source of business finance. Guyana is particularly underdeveloped in the number and variety of corporate securities. Guyana does not yet have a Stock Exchange, while both Trinidad (13 corporate securities listed) and Ja-

⁵ This definition is based on Newlyn and Rowan, *Money and Banking in British Colonial Africa* (1954) page 43 and H. E. Douglass, *Capital Markets and Institutions* (Prentice-Hall, 1970) page 5.

⁶ Richard L. Bernal, *The Capital Market in Jamaica*, paper presented at the Regional Monetary Studies Conference at the University of the West Indies, Mona, Jamaica, June, 1973. For the period up to 1960 see C. V. Callender, *The Development of Capital Market Institutions of Jamaica* (I.S.E.R./U.W.I., 1965).

⁷ Central Bank of Trinidad and Tobago "General Economic and Financial Situation: The Structure of the Trinidad & Tobago Capital Market", *Monetary and Fiscal Measures for Increasing Savings*. Paper presented at the Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, May, 1972.

maica (53 corporate securities listed) have had Stock Exchange for some time.

3. Underdeveloped: Barbados,* **Belize**,⁹ the Windward and Leeward Islands.¹⁰ Very limited institutional development, low level of specialization, the absence of certain services e. g. trading of shares and absence of some basic capital market institutions e. g. building societies. Adequate developed in insurance institutions and commercial banks. Commercial banks completely dominate the financial system.¹¹ Governments in the less developed countries keep their accounts with commercial banks. The absence of Central Banks in the less developed countries (the Windward, Leeward & Belize).

The Bahamas¹² should be mentioned briefly because they have option of joining CARICOM. At present the Bahamas participates in several areas of non-economic co-operation and is a member of the Heads of Government Conference. The Bahamas is in a unique situation, because they have over 180 foreign banks and a number of investment trusts operating.¹³ These institutions do not service the local economy in anyway, and are sited there only to take advantage of the "tax haven" environment. These institutions may best be described as "enclave financial institutions".¹⁴ There is the possibility that an integrated capital market might prove to be of interest to them. This has its pros and cons.

⁸ N. D. Osborne, "General Economic and Financial Situation in Barbados, Structure of the Capital Market". *Monetary and Fiscal Policy Measures for Increasing Savings*. Paper presented at the Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, May, 1972.

⁹ E. A. Marshalleck, *The Monetary System of Belize* (British Honduras). Paper presented at the Monetary Studies Conference, Bahamas, 1972.

¹⁰ A. W. A. McClean, Money and Banking in the East Caribbean Currency Area (M. Sc. Thesis, U. W. I. Mona, 1970) and K. Dwight Venner, "Finance and Resource Mobilization in Small States", paper presented at the Conference on Development of Small States, Barbados, U. W. I. 1974.

¹¹ K. Dwight Venner, *Central Banking in the Associated States* (mimeo., U. W. I., Mona) page 21.

¹² William C. Allen, *The Monetary System of the Bahamas*. Paper presented at the Monetary Studies Conference, Bahamas, 1972 and "Description of the Financial System", Central Bank of the Bahamas, *Quarterly Review*, June, 1974, pages 13-29.

¹³ Bahamas Monetary Authority, *Annual Report*, 1971.

¹⁴ Richard L. Bernal, *Enclave Financial Institutions and Public Finance in the Bahamas. A Note* (mimeo., I.S.E.R./U. W. I. Mona, 1974).

Having outlined the peculiar features of each group, a few comments on features common to all countries should be made. The monetary system of all the countries concerned are "dependent monetary system".¹⁵ The main features of which are:

1) Financial institutions, Governments and individuals have a high propensity to invest in foreign assets, e. g. in 1969 external assets accounted for nearly 50 % (E. C. million dollars 50.6/123.9) of total of assets of commercial banks in the Windward Islands,¹⁶ while the foreign assets comprise 71.4 % of total assets of the Government Savings Bank in Belize (B. H.) in 1970.¹⁷ Local assets made up 56.2 % of the total assets of the Trinidad and Tobago Government's Employees Provident Fund in 1970.¹⁸

2) A sizeable percentage of finance provided by the monetary system goes to foreign owned firms and firms producing for export.

3) Most financial institutions, particularly the largest ones, are foreign controlled. In the last few years Jamaica, Trinidad and Tobago, and Guyana have attempted to change this by policies of indigenization or localization. These policies have failed because effective control still rest with the Head Offices in the metropolitan countries. They still own a solid block of 49 % of shares, while the local 51 % share holding is diffused among hundreds of investors. Consequently, management is unaffected by local ownership and behave in virtually the same manner as before localization.

There are, of course, varying degrees of dependence, Jamaica, Trinidad, and Guyana have moved away considerably from the "Colonial type" dependent monetary system. For instance, Central Banks have replaced Currency Boards and local financial expertise is developing as top management position in commercial banks are no longer filled by foreigners or locally resident expatriots. One useful legacy of British colonial hegemony is that in all CARICOM countries there is a marked similarity in financial conventions and practice.

¹⁵ C. Y. Thomas, *Monetary and Financial Arrangements in a Dependent Monetary Economy* (I. S. E. R., 1965), Cap. I particularly Section 1.

¹⁶ *Commonwealth Caribbean Financial Statistics*, 1971, compiled by Richard L. Bernal (I. S. E. R./U. W. I., 1972).

¹⁷ *Commonwealth Caribbean Financial Statistics*, 1971, compiled by Richard L. Bernal (I. S. E. R./U. W. I., 1972).

¹⁸ Maurice Odle, *Pension Funds in Labour Surplus Economies* (Mona, Jamaica: I. S. E. R./U. W. I., 1974) page 82.

Differences would **have been** a hinderance to capital market integration as **in the case is Europe**.¹⁹

The underdeveloped nature of the financial system **in** certain Caribbean countries will pose problems for capital market integration. However, it might **also prove** to be **an** advantage, **since** "to the extent that financial integration involves improvement of financial systems, the **changes** needed may be greater, or more difficult to make, **in the more developed countries**".²⁰

IV. Advantages and disadvantages of capital market integration

The objective of Capital Market Integration is the creation of one regional capital market. The extent to which **an** integrated multi-national capital market has **been** created may be evaluated by two criteria: *a)* the extent to which a **significant** number of savers do not distinguish among claims **on** the basis of the geographical location or **national** origin of the borrower and **vice versa**, *b)* the elasticity (responsiveness and fluidity) i. e. the **ease** and **speed** with which funds can be shifted from one national capital market to another **in** response to supply-demand disequilibrium pressures which **reflect** themselves **in** interest **rate** differentials.

Similarity of interest rates ²¹**indicates** whether funds flow freely **in** and out of **each** market within the **integrated** capital market. The implicit **assumption** is that **policies** can be instituted to ensure a market characterized by **some** degree of **pure** competition and that variations **in** the different rates of interest are explained by the term **structure** of interest rates within the integrated capital market and not by market segmentation.

a) Advantages

The traditional theoretical arguments of a free **competitive** market and its resultant optimum **welfare** gains, are often applied to capital markets, and reapplied to **integrated** capital markets, with

¹⁹ Morris Mendelson, "The Euro-Bond and Capital Market Integration", *Journal of Finance*, Vol. 27, No 1 (March, 1972) pages 123-124.

²⁰ Javier Márquez "Financial Integration and the Flow of Resources in Latin America" page 484, in J. H. Adler (ed.) *Capital Movements* (Macmillan, 1967).

²¹ For an example of an application of this criteria see Victor Argy & Zoran Hodjera, "Financial Integration and Interest Rate Linkages in the Industrial Countries", I. M. F., *Staff Papers*, Vol. 20, No 1 (March, 1973) pages 1-77.

the additional benefits of **economies of scale**. The fact that Caribbean Capital markets vary **greatly** from these theoretical **models** makes this type of analysis extremely difficult. **An** integrated Caribbean Capital Market raises the questions for **each** participating country of the **cost** and benefits of regional **mobility** of capital ²² and what is the **optimum** allocation between **domestic** and foreign **investment**.²³

There are six main advantages to be gained from **an** integrated Caribbean Capital Market:

i) It would permit countries to supplement their **domestic** savings from savings within the **region** in times of **deficit** and to export savings **in** times of **excess**. **Hence**, the savings of Caribbean countries would be allocated within the framework of regional optimum rather than national optimum.

ii) The elimination of differences **in** the terms and conditions under which financial institutions **operate** since this "could **operate** so as to maintain discrimination within the integrated **area**".²⁴ **Therefore** the integration of Caribbean Capital Markets would assist **in** furthering the **economic** integration of Caribbean **economies**, which commenced with the establishment of CARIFTA.

iii) Integration should mean increased mobility of funds between Caribbean capital markets and thereby a reduction **in** the flow of capital funds from the regional market to the metropolitan markets. Often funds were more mobile between individual Caribbean countries and metropolitan countries e. g. **Canada**, United Kingdom, United States of **America**, than between Caribbean countries. **Much** investment of Caribbean funds **in** metropolitan countries took place **because** of the lack

²² There is a debate in the literature Kemp and McDougall argue that under **competitive** conditions the **private** rate of return is always greater than the social rate. Pearce and Rowan argue to the contrary, pointing out that Kemp and McDougall ignored the effect of lending **on** the terms of trade. See M. C. Kemp, *The Pure Theory of International Trade* (Prentice-Hall, 1964), G. D. A. McDougall, "The benefits and costs of private investment abroad: a theoretical approach", *Economic Record*, Vol. 36 (March, 1960) pages 13-35, and Ivor. Pearce and David C. Rowan, "A Framework for Research into the Real Effects of International Capital Movements" in T. Bagioti (ed.) *Essays in Honour of Marco Fanno* (Cadern, Padova, 1966) pages 505-535.

²³ A. E. Jasay, "The Social Choice Between Home and Overseas Investments", *Economic Journal*, Vol. 70, 1960, pages 105-113.

²⁴ Havelock Brewster & Clive Y. Thomas, *The Dynamics of West Zndiun Economic Integration* (I. S. E. R., 1967), page 30.

of intra-Caribbean mobility of funds rather than because better investment opportunities existed in these metropolitan countries. This would be particularly beneficial to financial institutions in the lesser developed countries where at present these institutions are unable to obtain local securities of a sufficiently wide variety to enable them to operate a balanced portfolio on the basis of local financial assets.²⁵

iv) An integrated Caribbean Capital Market would permit financial institutions to carry out a larger volume of business, and so achieve economies of scale. To the extent that these economies are passed on to customers in terms of lower cost e. g. interest rates, capital will be more easily available and/or come within the reach of a larger number of people. For example the use of computers in Commercial Banks leads to substantial decreases in the average costs per demand deposit only after the bank has 10 600 demand deposit accounts.²⁶ Miller has found that in Jamaica total costs and cost of employees both fell as the average size per bank office increased.²⁷

v) It would permit financial institutions to diversify their assets and liabilities portfolio since in investing they could choose from securities available in the region rather than just national securities. As Levy and Sarnat have pointed out, there is a strong tendency for returns on individual securities within an economy to move together.²⁸ The greater the degree of correlation in movement, the less opportunity there is for risk reduction through portfolio diversification. It is likely that these common tendencies are even stronger in individual developing countries, particularly in small, open economies such as those of the member countries of CARICOM. This is so because the momentum of these economies are determined by one or two sectors e. g. enclave mineral exporting sectors in Trinidad, Guyana and Jamaica. It is most

unlikely that all countries in CARICOM will be affected similarly at any one time. To the extent that economic activity in different economies is less than perfectly correlated diversification across international boundaries will improve the investors' risk-reward opportunities as a wider selection of securities means a larger investment opportunity set. The benefits of internationally diversified portfolios has been established both theoretically²⁹ and empirically. Lessard's multivariate analysis of Argentina, Brazil, Chile and Colombia show the superiority of multinational diversification even if the portfolios are constrained to consist of equal proportions of stocks from each country.³⁰

vi) Capital market integration will mean a higher level of financial intermediation because a wider range of instruments and institutions. A higher level of financial intermediation might generate a larger volume of savings in the lesser developed countries. U. Tun Wai found that financial intermediation, measured by the proportion of financial savings and by number of bank offices per million of population, appears to have a positive influence on national savings in the majority of the developing countries.³¹ Chandavarkar states that it "is and observed fact that a multiplicity of savings media in the form of different complementary types of financial assets helps to increase net saving".³²

b) Disadvantages

i) Cooper outlines one of the main drawbacks of international capital mobility, (which capital market integration would bring) when he states that the integration of financial markets limit the scope for autonomous national economic policy,

²⁵ H. G. Grubel, "Internationally Diversified Portfolios Welfare Gains and Capital Flows", *American Economic Review*, Vol. LVIII, NQ 5 (December, 1968) pages 1299-1314 and more recently Richard A. Cohn and John J. Pringle, "Imperfections in International Financial Markets: Implications for Risk Premia and the Cost of Capital of Firms", *Journal of Finance*, Vol. 28, NQ 1 (March, 1975) pages 59-66.

³⁰ Donald R. Lessard, "International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries", *Journal of Finance*, Vol. 28, NQ 3 (June, 1973) pages 619-634.

³¹ U. Tun Wai, "Financial Intermediaries and National Savings in Developing Countries" (N. Y. Praeger, 1972).

³² Anad G. Chandavarkar, "How Relevant is Finance for Development", *Finance und Development*, Vol. 10, NQ 3 (September, 1973) page 15.

²⁵ Wendell McClean, *Problems in the Development of the East Caribbean*. Currency Authority (mimeo., I. S. E. R./U. W. I., Mona, Jamaica, June, 1969) page 13.

²⁶ Donnie L. Daniel, William A. Longbrake and Neil B. Murphy, "The Effect of Technology on Bank Economies of Scale for Demand Deposits", *Journal of Finance*, Vol. 28, NQ 1 (March, 1973) pages 131-146.

²⁷ Nugent Miller, *Organization und Structure of Commercial Banking in Jamaica* (mimeo., I. S. E. R./U. W. I., Mona, Jamaica) 1971, page 177.

as H. Levy and M. Sarnat, "International Diversification of Investment Portfolios", *American Economic Review*, Vol. 60, NQ 4 (September, 1970) pages 668-675.

particularly monetary policy. Assuming high capital mobility and fixed exchange rates, he shows that "a tightening of monetary conditions will **serve less** to dampen **domestic** spending than to attract **an** inflow of funds from abroad. Similarly, **an** attempt to **ease domestic** monetary conditions to stimulate spending **will** instead stimulate **an** outflow of funds".³³ This **is** not too serious **since** Cooper's point relates to short-term (Money Market) capital we are concerned with long-term (Capital Market) Capital.

ii) **An** integrated Caribbean Capital Market will be sufficiently **large** to invite **large** foreign **compa-**
nies, particularly U. S. companies to raise funds **on** the market. This **is** the case **in** Europe where U. S. Corporations and their **subsidiaries** were **in** 1968, the largest group of borrowers **on** **European** capital markets, accounting for nearly 50 % of all new **issues**.³⁴ This **is** a very harmful **pheno-**
menon for three reasons. Firstly, it gives rise to a **paradox** which Servan-Schreiber has appositely **des-**
cribed as "we pay them to **buy us**".³⁵ Secondly, if foreign companies **finance** themselves from **Carib-**
bean sources, there will be a corresponding **reduc-**
tion **in** the flow of foreign investment. A flow which **is** crucial **in** restoring equilibrium to the balance of payments of Caribbean **economies**. Thirdly, it reduces the flow of **domestic** loanable funds **avai-**
lable to local entrepreneurs for **domestic invest-**
ment, particularly **since** the financial systems of Caribbean **economies** are dominated by foreign-
owned institutions who **have** traditionally given **preference** to foreign-owned firms. This **disadvan-**
tage can be controlled by legislation and **an invest-**
ment policy, further more firms are more likely to **rely** **on** the **Euro-Dollar** Market as a source of **finance**.

iii) Investment opportunities are better (more numerous, wider variety, higher rates of return) **in** the more developed countries (Jamaica, Guyana, Trinidad and Tobago) than **in** the **smaller** or **less** developed countries. It **is**, therefore, probable that **in** the absence of discriminating regulations the more developed countries might absorb **all** the savings generated **in** the **region** leaving the **less** developed countries (already suffering capital scarcity) **in an acute state** of "capital starvation".

³³ Richard N. Cooper "Towards **on** International Capital Market", page 231, **in** John Dunning (ed.) *International Investment*, Penguin 1972.

³⁴ Op. cit., page 222.

³⁵ Jean-Jacques Servan-Schreiber, "The American Challenge" (Penguin 1971) page 25. **see also** page 24.

Polarization might **prove very** difficult to **coun-**
teract. For example, Government intervention to equalize interest rates within the integrated market would probably **prove** ineffective. Grubel's model shows that "international capital movements are a function not only of interest **rate** differentials but **also** of rates of growth **in** total assets holdings **in** two **countries**".³⁶ H. G. Johnson has **suggested** that another important variable **is** differences **in** rates of growth between **countries**.³⁷ This **is likely** to be a problem, **since** the more developed countries usually achieve higher **growth** rates than the **less** developed countries.

The advantages of integration definitely **out-**
weigh disadvantages particularly **in** the **long-run**, **since** most of the disadvantages can be handled by inter-Governmental co-operation and policy.

V. Policy proposals

A. Action on a national level

There are six **sets** of **measures** which should be pursued at a national **level**. They are **i)** **measures** to **increase** the availability of equities to the **public** so that a broader market can be developed **in such** instruments. **ii)** Regulation of traditional financial institutions, e.g. to ensure insurance companies invested **locally** and the volume of credit extended to foreign controlled firms should be more severely supervised and further limited. **iii)** Meaningful "indigenization" of financial institutions. The **im-**
portance of this **is** two-fold, first, to **compel** these institutions to **operate** more **in** accordance with national priorities e.g. **an** improved sectional **distribu-**
tion of **loans** away from unproductive **activi-**
ties such as **consumer** credit and real **estate** specu-
lation to industry and **agriculture**. Secondly, to eliminate or substantially reduce the ability of **multi-** national financial institution to evade **and/**
or disrupt monetary **policy**.³⁸ Indigenization as it has **been carried** out so far **in** Jamaica and **Trini-**

³⁶ Herbert G. Grubel, "Internationally Diversified **Port-**
folios: Welfare Gains and Capital Flows", *American Econo-*
mic Review, Vol. 58, 1968, page 1299.

³⁷ H. G. Johnson, "Some Aspects of the Theory of **Eco-**
nomic Policy in a World of Capital Mobility". T. Baglotti
(ed.) *Essays in Honour of Marco Fanno* (Cadern, Padova,
1966.)

³⁸ This **is** a problem **even in** developed countries, **see**
Andrew F. Brimmer, "Multinational Banks and the **Manage-**
ment of Monetary Policy in the United States", *Journal of*
Finance, Vol. 28, No 2 (May, 1973) pages 439-454.

dad and Tobago has **been** more nominal than real. Local ownership of 51 % of the shares of a **commercial bank does** not ensure control as the 51 % is held by several investors while the 49 % held by the **overseas head office votes as a block**. This is a well known imperialist technique. The management of these indigenized financial institutions **continue to operate** actually as **before indigenization**. One alternative is to **establish local financial institutions**. The experience to date, particularly that of the Guyana Nationals Co-operative Bank ³⁹ has **been very discouraging**. The problem is that the **criteria used to evaluate** the success of the operations of **such institutions is** the size of **profits**. The need to maximize profits or at least show a profit **forces** these institutions to **operate in** a way similar to foreign owned financial **intermediaries**. In **an** effort to out do the foreign owned institutions and to break their tradition based **oligopolistic stronghold on business**, local institutions **have** ventured into the high-risk high-profit **areas** often with disastrous consequences e.g. the Workers Savings and Loan Bank in Jamaica.⁴⁰ iv) Filling the gaps in the financial **structure**, particularly in the **less developed countries**. What is needed in the **less developed countries is** not so much the **proliferation of financial institutions** but the creation of **indigenous public sector owned and controlled financial institutions** channelling funds into certain underserved **areas** e.g. housing, agriculture. v) Modernization of financial legislation e.g. some Government Savings Banks in the **less developed countries** cannot take deposits of more than E. C. 100 dollars.⁴¹ vi) The **less developed countries** must set up a comprehensive exchange control system. The **state of exchange controls in** the Leeward and Windward **Islands suffers from two deficiencies**:

- a) the absence of exchange control with respect to sterling and **controls with respect to the nonsterling area** which are not very meaningful,

- b) **since** the imposition of capital **controls** with respect to the **Overseas Sterling Area** by the United Kingdom in June 1972 (**contemporaneous with floating of the pound**), the maintenance of capital account convertibility into sterling by the Windward and Leeward Islands has **been** a one-way affair, with no obvious benefits. One obvious disadvantage is that it permits local **private savings** to leak abroad. There is nothing to prevent **an individual** from depositing his savings in a bank in London.

B. Action at a regional level

1) The maintenance of exchange **rate** stability and convertibility are crucially important, both have to do with the creation of **an** atmosphere of **confidence** as they both serve to reduce the risk element in extra-national investment. Exchange **rate** stability reduces the risk of reduction of profit or escalation in **costs caused** by sudden **and/or** unexpected **changes in** exchange rates. Scott points out that the elimination of exchange **rate** risk is the key to the diversification by financial **intermediaries** of their investment **portfolio**,⁴² one of the benefits of **an** integrated capital market. Latin **American** experience clearly demonstrates that exchange **rate** fluctuations has inhibited **movements of loan capital and equity capital**.⁴³ Convertibility ensures that profits and other earnings transferred in another country's currencies can quickly and easily be converted into the **domestic** currency. Convertibility encourages a greater **mobility of capital** and prompts and increased flow of trade.

Exchange **rate** stability must not be maintained in CARICOM by the establishment of a unified **exchange rate**. This is so because a) this is by definition part of monetary integration. b) A unified exchange **rate** system tends to intensify regional inequalities **because** under **such** a system member countries would be unable to realign their **currencies** relative to those of other member states. If realignment is not an option then member **countries** would utilize balance of payments restrictions, which would **serve to segment** the integrated capital market by retarding the freedom of **move-**

³⁹ Compton Bourne, "The Political Economy of Indigenous Commercial Banking" in Guyana *Social and Economic Studies*, Vol. 23, No 3 (September, 1974) pages 418-445.

⁴⁰ "Workers Bank off Stock Exchange List", *Daily Gleaner*, 8th March, 1975; "Workers Bank Probe urged by J.L.P.", *Daily Gleaner*, 13th March, 1975 and "Workers Bank corrective measures approved", *Daily Gleaner*, 22nd May, 1975.

⁴¹ William G. Demas *Factors in the Integration of the Caribbean Capital Markets*, paper presented at the Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, May 1972.

⁴² Ira O. Scott, Jr. "Prospects for the Direct Integration of E.E.C. Capital Markets", Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, No 81, June, 1967, page 189.

⁴³ Antonin Basch and Milic Kybal, "Capital Markets in Latin America" (Praeger, 1971) page 89.

ment of capital. Two recent studies support this line of reasoning. Hall and Tanna have argued that "a restriction free region with the possibility of exchange rate changes provides a greater scope for development than a region characterized by exchange rate stability and restrictions on regional trade".⁴⁴ Worrell concludes that: "Exchange rate unification seems to be at once the most readily available and the least efficacious policy for implementing a strategy of regional development within CARICOM."⁴⁵

2) There must be a uniform scheme of exchange control within the region. Because the absence of a uniform system exchange control could give rise to the problem funds flowing out of Jamaica and Trinidad and Tobago which have exchange controls on Sterling transactions into Britain via the Windward or Leeward Islands or Belize, which have no control on Sterling transactions. Naturally when there is a uniform system of exchange control there will have to be safeguard agreements (such as Clauses 73 and 109 of the Treaty of Rome). These safeguard agreements would permit countries to vary from the regional standards "temporarily" if a) capital movements have a disruptive effect on the local capital market; and b) in balance of payments crises. Close regional monitoring by the CARICOM Secretariat and prior consultation by the Heads of Governments are necessary to scrutinize the justification of the employment of restrictive exchange control policies. Magnifico warns that the "power to reintroduce controls is itself sufficient to cripple the functioning of a unified market".⁴⁶

3) Listing of securities of all CARIFTA countries (both Corporate and Government securities) on the Exchange of each country (where they exist). Such action between Stock Exchanges in developing countries was advocated as early as 1948.⁴⁷

⁴⁴ Marshall Hall and Dhiru Tanna, *Exchange Rate Unification and Economic Integration in the Caribbean* (mimeo., U.W.T., Mona, February, 1974) page 17.

⁴⁵ R. Del, Worrell, *The Exchange Rate and Economic Development: A Caricom Perspective*, page 20. Paper presented at the Regional Monetary Studies Conference, Guyana, June 1974.

⁴⁶ Giovanni Magnifico, *European Monetary Zntegration* (London: Macmillan, 1973) page 177.

⁴⁷ Second Meeting of the American Securities Exchange (Chile, 1948) "Agreement be reached by the exchanges of the several American countries to facilitate the listing of securities pertaining to the economy of the hemisphere as a means of promoting the circulation of productive capital".

Some progress has been made in this area by European and Latin American Exchanges.⁴⁸ The listing of regional securities may provide a broad enough basis for the emergence of Stock Exchanges in territories where they do not exist at present because of the limited number of local securities. There can be two lists, one for regular traded securities, and one for infrequently traded securities or one for domestic securities and one for securities from other countries in the integrated market. This would probably be wasteful duplication, and a more feasible alternative would be that the stock exchanges of Jamaica and Trinidad and Tobago become regional stock exchanges or branches of a single regional exchange.⁴⁹

4) Harmonization of fiscal measures and financial legislation where it exists and the promulgation of legislation where it is absent particularly with regard to:

- i) the procedure and cost of floating loans and equity issues;
- ii) harmonization of transfer taxes;
- iii) harmonization of taxes on business profits;
- iv) ownership of shares i.e. the problems of locals owning foreign securities and foreigners owning local securities;
- v) the listing of securities;
- vi) harmonizing the tax treatment of interest and dividends and their transfer within the region;
- vii) the common treatment of foreign investors re-access to local capital markets;
- viii) double-taxation treaties.

The wide diversity of legislation on these matters which exist in Latin America⁵⁰ must definitely be avoided in the Caribbean. There must also be the application of a uniform code of concepts for the CARICOM region. With a uniform system of tax rates a single tax rate, the effective rate may vary

⁴⁸ Manuel Caso Bercht and Silvino Aranda Velasco, "A Comparative Analysis of the Agreements between European and Latin American Exchanges", in *Coordinación Monetaria Regional*, E.C.C.A., 1963, pages 163-189.

⁴⁹ *An Overview of Mechanism for the Mobilization of Regional Financial Resources for Regional Development* (paper at the Special Meeting of Ministers of Finance of the CARIFTA countries and Bahamas held in Jamaica, 21-23 August, 1972) on page 15 there is a fleeting reference to such a possibility.

⁵⁰ CEMLA, *Los Mercados de Capitales en América Latina*. (Mexico City, 1966).

with different **concepts** of taxable income, **depreciation** for tax purposes, stock valuation **procedures**, the treatment of capital gains and tax **treatment** of other items of a firm's income and **costs**.⁵¹

Fiscal **harmonization**⁵² as advocated **here** should not be confused with the equalization of fiscal systems. Fiscal harmonization is more practical **because** it permits the exercise of dissimilar national fiscal policy. Fiscal harmonization seeks to **eliminate** differential **direct** tax rates **on** the return from capital, **because** such differences could distort the optimum regional allocation of capital to its most **productive** uses. Harmonization would not result **in any** disadvantage to the **less developed** countries **because a)** other advantages **have been** given to the **less developed** countries **such as** a longer period than the more developed countries to meet the tariff requirements of **CARICOM** and **incentives** to industries. **b)** It is undoubtably the role of the Caribbean Development Bank to **supplement** the supply of capital to the **less developed** countries.

Considerable progress has already **been** made **in** the introduction of regional double taxation agreements affecting **less developed** countries. The agreement negotiated between the more developed countries **on** the one hand and **less developed** countries **on** the other, which came into effect **on** January 1st, 1974, **will** ensure that the flow of capital from more developed countries to **less developed** countries **is** not impeded by **tax** considerations, **in** addition to safeguarding the latter's revenues and ensuring that the tax inducements granted by the **less developed** countries are not nullified by the **tax policies** of more developed countries. The favourable tax treatment **is** secured by **less developed** countries by defining "permanent establishment" more broadly than **is** generally the case, by **permitting** the **less developed** countries to impose their **full** rates of income tax **on** interest payments made to more developed countries and by providing for concessional rates of tax **on** dividend and interest payments made by more developed countries. The "tax sparing" **aspect is** taken **care of** by providing that when a company resident **in** a **less developed**

country distributes profits to residents of more **developed** countries from profits exempt from tax **in** the former under the Scheme for the **Harmonization of Fiscal Incentives** to Industry **such** distributions are exempt **in** the latter. While full details of the **inter-LDC** agreement are not yet known, it **is** anticipated that **in** general the right to tax income arising **in** one LDC but due to residents of another LDC will be conferred solely **on** the country where **such** income originates.

5) Increased co-operation between the monetary authorities which should **include** following items **a)** agreement among the monetary authorities (Central Banks and Currency Boards) **in** the region to **include long-term** securities of other **CARICOM** countries **in** their **asset portfolio**.⁵³ At the moment Central Banks of the more developed countries subscribe to issues **in** the **less developed** countries. The Bank of Trinidad and Tobago has taken the lead **in** this regard. More attention should be given to this as purchasing securities from the governments of the **less developed** countries would be a form of **aid** assisting them to **finance** their perpetual budget deficits. **b)** Securities issued by **any government in CARICOM** should be made **acceptable** as "local **assets**" for the purpose of satisfying statutory requirements **e.g. commercial** banks' **liquid** assets ratio. **c)** The Inter-regional Settlements Agreement should be **continued** as it **economizes on** the **member** countries' transactions demand for **international** reserves by reducing the need to **finance intra-regional** trade and payments with foreign **currencies**. **d)** **Facilities** for inter-central bank (monetary authority) borrowing of reserves and currency swaps. **e)** Governments **in CARICOM** through their monetary authorities should agree to hold their **overseas** sinking funds **in** securities issued by other **CARICOM** governments. For **instance** a **CARICOM** government could **offer securities on** the London capital market and by arrangements other **CARICOM** governments would take up these securities through their monetary authorities. These securities should be medium term perhaps two to three years and could therefore be held as part of the foreign **exchange** reserves of the **CARICOM** monetary **authorities**. These securities should be available to **private** institutions with the monetary authority standing ready to rediscount them.

6) Regional institutions **have an** important role

⁵¹ See Richard Goode, *The Corporation Income Tax* (N. Y. John Wiley and Sons, 1951).

⁵² Fiscal harmonization **is** "the process of adjusting national fiscal systems to **conform** with a set of **common** economic aims", see Peggy B. Musgrave, "Harmonization of Direct Business Taxes: A Case Study", page 210 in Carl S. Shoup, *Fiscal Harmonization in Common Markets*, Vol. II (N. Y., Columbia University Press, 1967).

⁵³ T. Somersall, "Monetary Co-operation and Economic Integration in the Commonwealth Caribbean", Regional Conference on Devaluation, February, 1968.

to play in financing economic integration ⁵⁴ and fostering financial integration. The Caribbean Development Bank like the European Investment Bank ⁵⁵ has a crucial role to play in the integration process, particularly with regard to less developed units of the integration area. One of the main objectives of the Caribbean Development Bank is to "stimulate and encourage the development of capital markets in the region".⁵⁶ The Caribbean Development Bank will be an important instrument against polarization in an integrated Caribbean Capital Market. However, some changes in its investment policy are necessary. a) One aspect of this policy which should be changed immediately is that "the Bank's accumulated surplus should be converted into U. S. dollars and either invested in the U. S. A. or Canada or be lent to regional central banks on a guarantee of payment in U. S. dollars".⁵⁷ b) The Caribbean Development Bank is a lender of last resort by Article 15(d) and therefore must not lend money for purposes for which money could be obtained from other sources. The Article reads: "In considering an application for a loan or guarantee the Bank shall pay due regard to the ability of the borrower to obtain financing elsewhere on terms and conditions that the Bank considers reasonable for the recipient".⁵⁸ c) Article 15 also binds the Caribbean Development Bank to invest in projects which are self-liquidating. It is now the position that "an investment proposal will not be eligible unless, when direct and indirect costs are all included, it will yield at least 9.0 %".⁵⁹ d) The Caribbean Development Bank is also prevented by Article 14 from investing in equity capital. A Caribbean Investment Corporation was established on June 1st, 1973 to fill this

need. The Caribbean Investment Corporation has an authorized share capital of E. C. 15 million dollars but only E. C. 5 million dollars worth of shares are to be issued in the first five years of operation.

Both the Caribbean Development Bank and Caribbean Investment Corporation has an important role to execute in assisting the less developed countries to deepen their financial structure by financing the establishment of indigenous financial institutions e. g. participating in the equity capital of such institutions.

Private regional financial institutions should also be encouraged, for instance a CARICOM Unit Trust. This could be achieved by a gradual, scheduled integration of national unit trusts by specifying at an increasing rate, the proportion of the assets of national trusts which could/should be invested in the securities of other countries in CARICOM. Both Jamaica and Trinidad and Tobago have unit trusts. To a certain extent the establishment of CARICOM companies i. e. CARICOM Multi-National Firms both of a financial and a non-financial nature would aid the emergence of a Regional Capital Market. CARICOM companies may be either publicly or privately owned multinational corporations. Companies if privately owned must be fully owned by nationals from the member of CARICOM. If government owned, the governments involved could sell their shares if they wished to their own citizens, but retain the voting rights of these shares. The difficulty will naturally arise as to the inability of the less developed countries to finance their allotted participation. Little has suggested that the capital supplied by participating could be partly or wholly aid-financed.⁶⁰ Here the Caribbean Development Bank could be useful, lending to the less developed countries soft loans for such participation. A regional Reinsurance Organization ⁶¹ would prove a useful mechanism particularly in reducing leakages out of the Insurance sector of Caribbean economies. Another useful institution might be a Regional Pension Fund.

7) The development of a good financial Press is needed to broaden the Capital Markets of individual countries and the regional Capital Mar-

⁵⁴ Ignacio Copete Limrralde, "Role of International and Regional Financing Agencies", paper presented at the Round Table on Financial Aspects of Economic Integration in the Hemisphere, Inter-American Development Bank, Caracas, Venezuela, April, 1963.

⁵⁵ Lee Joseph Licori, "The European Investment Bank", *Journal of Common Market Studies*, Vol. VIII, No 3, March, 1970.

⁵⁶ Caribbean Development Bank, *Annual Report*, 1970, page 6.

⁵⁷ The Charter of the Caribbean Development Bank, Article 2, paragraph 1 (g).

⁵⁸ *Op. cit.*, pages 10-11.

⁵⁹ Central Bank of Trinidad and Tobago, "Regional Flow of Investment. The need for and attempts at Rechanneling", page 29. Paper presented at the Regional Monetary Studies Conference, Guyana, June, 1974.

so 1. M. D. Little, "Regional integration companies as an approach to economic integration", *Journal of Common Market Studies*, Vol. 5 (1966), pages 180-186.

⁶¹ This was suggested in A Programme for Latin American Financial Integration, paper presented by CEMLA for the Second Meeting of Governors of the Central Banks of American Continent, Punta del Este, Uruguay, May, 1965.

ket by widening the investment horizons of institutions and individuals. This is an important factor even when Capital Market integration is taking place among developed countries.⁶²

8) The issuing of "unit account bonds". These are bonds whose value are designed in a unit of value linked to the currencies of all member countries. The importance of this is that it "fixes the value of the subscribed amounts with as much stability as possible".⁶³ The unit of account is adjusted in value only when the majority of currencies moved in one direction. This adjustment being in proportion to the change in the least modified currency.⁶⁴ The issuing of this type of security may increase the propensity to invest in non-national securities. The use of unit account bonds has long been advocated by Triffin "in all international and even national capital transactions".⁶⁵

9) Commercial banks in the region should develop correspondent banking relationships with each other, and closer inter-branch relations where one institution has branches in different countries e. g. Barclays Bank. This would help to increase the degree to which funds circulate within the re-

gion rather than between Hinterland and Metropole, since a branch with a surplus of funds in one territory would transfer funds to another branch with the region rather than to head office in Canada or Britain or the U. S. A.

10) The use of "Parallel Loans" to overcome the fears that investors harbour about investing outside their own country. Parallel Loans are "the simultaneous floatating on different National Markets of different Tranches of an Issue, with each Tranche denominated in the currency of the country where it is placed".⁶⁶ Parallel Loans could certainly be undertaken by the Caribbean Development Bank.

The integration of the Caribbean Capital Markets cannot be left to the initiative of private enterprise but will have to be brought into being by the policies of Governments in CARICOM. A Committee for Financial Integration should be established. It should be comprised of one representative of each of the Monetary Authorities, the Caribbean Development Bank and the Commonwealth Caribbean Regional Secretariat. The functions of this committee would be:

- a) Nurturing closer cooperation between Monetary Authorities in the region.
- b) The supervision of Capital Market Integration.
- c) Monetary Planning on regional level e. g. the regional optimum allocation of savings and a programme of financial development for the region. This is naturally a long-term objective.
- d) Other functions, e. g. control of regional capital issues e. g. parallel loans, advising on financial policy and legislation and research.

⁶² Antonin Basch, *Capital Markets of the European Economic Community, Problems of Integration*. Michigan International Business Studies, N° 3, University of Michigan. See also U. Tun Wai and Hugh T. Patrick, *Stock and Bond Issues and Capital Markets in Less Developed Countries*, Economic Growth Center, Yale University, *Center Paper* N° 200 (1973) page 285.

⁶³ F. Collin, *The Formation of a European Capital Market*, European Community (Washington, D. C., April, 1964), page 12.

⁶⁴ C. Seagre, "Foreign Bond Issues in European Markets", Banco Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, March, 1964, page 64.

⁶⁵ Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis* (New Haven, Connecticut, 1957), page 142. For a description of European experience, see, Jean O. M. Van der Mensbrugghe, "Bond Issues in European Units of Account", I. M. F. *Staff Papers*, Vol. XI, November, 1964, pages 446-455.

⁶⁶ Etienne-Sadi Kirschen (with the collaboration of Henry Simon Block and William Bruce Bassett), *Financial Integration in Western Europe*, Columbia University Press, 1969, pages 60-61.

La integración de los mercados de capitales en la zona del Caribe: problemas y proposiciones de políticas

Richard L. Bernal *

1. Amplitud del estudio

El presente artículo tiene como principal objetivo la elaboración de un programa de propuestas de política regional con miras a integrar los mercados de capitales de la zona del Caribe. Es necesario dar un contexto a estas propuestas, y de ahí que las secciones II, III y IV concurren al desarrollo general del tema, planteado en la sección V.

En la expresión zona del Caribe hay que considerar incluidos los países miembros del Mercado Común del Caribe (**CARICOM**): Jamaica, Guyana, Trinidad y **Tabago**, Barbados, Belice (Honduras Británica) y las Islas de Barlovento y de Sotavento.

Se funda este estudio en el supuesto de que, en vista de la situación política que prevalece en la zona del Caribe y del temor a alarmar a los inversionistas extranjeros, no es probable que los gobiernos de la **región** se inclinen a nacionalizar las instituciones financieras privadas de propiedad extranjera.¹ Existe la creencia de que los beneficios que puedan obtenerse de esa nacionalización **pue-**

* Trabajo presentado por el autor en el certamen "Premio Rodrigo **Gómez-1976**".

¹ Por ejemplo, los dos partidos de Jamaica, pese a mantener posturas ideológicas diametralmente opuestas, convienen en este punto. Véase, al respecto, "**Jamaicanization** not 100 % local ownership P. M." *Daily Gleaner*, 19 de abril de 1971, y "**Coore denies reports on bank take-over**", *Daily Gleaner*, 14 de noviembre de 1974. Se considera que la nacionalización podría acarrear repercusiones perniciosas. El señor Bascom, gerente del National Cooperative Bank, de Guyana, afirma que la nacionalización "es innecesaria e inoportuna... La nacionalización es torpe porque podría dar lugar a consecuencias que entrafiasen efectos **psicológicos** y generales dañinos". Véase Wilbert Bascom, *The Role of the Guyana National Cooperative Bank: Zts Relationship to the Cooperative Sector and the National Economy*, G. N. C. B., 1970, Georgetown, Guyana. En opinión del Gobernador del Banco de Jamaica, G. Arthur Brown, si "los bancos se sintieran amenazados, operarían de tal suerte que, de producirse una incautación, el pasivo incautado **sería** igual al activo". Véase Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, 22-27 de mayo de 1972. *Actas resumidas*, Vol. 1, Banco de Jamaica, **s/d**, p. 59.

den conseguirse lo mismo si se ejerce un control más escrupuloso y detallado de las actividades de dichas instituciones. Para lograr esto, las autoridades monetarias, en cada uno de los países afectados, deben adoptar las medidas siguientes:

- 1) Revisión de la legislación financiera, a fin de conferirle mayor rigor y amplitud.
- 2) Una observación y un control más minuciosos del comportamiento de las instituciones financieras, y en particular de las no bancarias. A tal efecto, es pertinente recoger datos estadísticos más pormenorizados (menos globales), ya que la insuficiencia de los mismos es lo que ha entorpecido la formulación de las **políticas**.

II. Financiamiento y desarrollo

Los países del Caribe de que se trata en el presente estudio consideran la integración económica como una estrategia de desarrollo regional.² Con tal propósito fundaron, en 1970, la Asociación de Libre Comercio del Caribe (**CARIFTA**). Para 1974, el grupo **había** conseguido una forma más estrecha e intensa de integración, al constituir la Comunidad del Caribe (**CARICOM**), ya un mercado común. Y existe el firme propósito de hacer que **la CARICOM** vaya evolucionando hasta convertirse en algo equivalente a una unión económica. Esta trayectoria hacia la integración económica, en los aspectos reales de las **economías** caribeñas, tiene que acompañarse de un nivel apropiado de **integración** en el orden financiero, considerado éste en su significado más lato, que abarca activos, instituciones, mercados y políticas financieras. Así, pues, la integración financiera tiene que correr pareja con la **integración** económica. La razón en virtud de la cual no debe haber **dicotomía**, en el nivel de desarrollo, entre sus aspectos real y financiero estriba, simplemente en el hecho de que el

² *The Caribbean Community. A Guide*, Secretaría de la Comunidad del Caribe, Georgetown, Guyana, 1973, pp. 13-17.

desarrollo financiero puede acrecentar y facilitar el progreso en la esfera real. En las **economías** de mercado, como son las de los países del **CARICOM**, recae en gran parte sobre el mecanismo de los precios la asignación de los recursos escasos entre los usos competitivos, y a esto se debe que la accesibilidad y el costo del dinero y del financiamiento sean determinantes de suma influencia en las decisiones sobre consumo, ahorro e inversión de las unidades familiares, las empresas y el Estado.

Si tan importantes son el financiamiento y el desarrollo financiero, ¿qué relación guarda el nivel de éste con el nivel del desarrollo real? Con la debida consideración al debate acerca de si el financiamiento es posterior a la demanda o bien precede a la oferta, es opinión de este autor que debe haber movimientos paralelos en ambas clases de desarrollo, el financiero y el **real**,³ robusteciendo y facilitando el uno al otro.

¿Qué nivel de integración financiera es el más apropiado para acompañar el nivel de integración económica generado en la **CARICOM**? Como requisito previo a la respuesta a la anterior interrogación debe hacerse un comentario sobre el significado de la integración financiera. Existen dos niveles de integración financiera, a saber:

- a) integración de los mercados de capitales, y
- b) integración monetaria.⁴

La integración de los mercados de capitales es el proceso mediante el cual unos mercados que en los órdenes geográfico y nacional son distintos se combinan para funcionar como un solo mercado. La integración monetaria entraña la integración de los sistemas financieros y la creación de instituciones que regulen el resultante sistema **finan-**

³ Patrick formula la interesante observación de **que**, “en la **práctica**, es posible que haya una **interacción** en el **fenómeno** de precedencia de la oferta y subsecuencia de la demanda”. Véase Hugh T. Patrick, “Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries”, *Economic Development and Culture Change*, Vol. 14, Nº 2, enero de 1966, pp. 174-189.

⁴ Mundell hace una **distinción** similar entre “integración de capitales” e “**integración** monetaria”. **Arguye** que ambas se acompañan entre **sí**, siendo cada etapa de integración un grado diferente de colaboración entre bancos centrales y bancos de desarrollo. Véase Robert Mundell, p. 488, en J. H. Adler (ed.), *Capital Movements*, Macmillan, 1967. Corden diferencia entre **integración** de mercados de capitales y **unión** cambiaria, como los dos aspectos de la **integración** monetaria. Véase W. M. Corden, *Monetary Integration*, Essays in International Finance, Nº 93, Sección Financiera Internacional, Universidad de Princeton, abril de 1972.

ciero integrado; entre **tales** instituciones se encuentran una moneda única (o una unión cambiaria), un banco central común, una política monetaria armonizada, un fondo común de reservas, etc. La integración del mercado de capitales constituye, en la integración financiera, una etapa inferior a la monetaria. Por eso, la integración del mercado de capitales debe preceder a esta.

La integración de los mercados de capitales es el nivel de desarrollo financiero apropiado para un mercado común como el de la **CARICOM**. La quintaesencia de un mercado común está en la libertad de movimiento de los factores de la producción, y el complemento lógico de este requisito se tiene con el libre movimiento del capital financiero. La integración de los mercados de capitales, aparte de acrecentar las posibilidades de desarrollo y crecimiento, puede ayudar a reducir la polarización que en el momento presente caracteriza a la **CARICOM**. Y, por último, si la **CARICOM** ha de convertirse en unión económica, sería necesaria la integración monetaria, y de **ahí** que la integración de los mercados de capitales tenga que llevarse a cabo ahora mismo, como base sobre la cual haya de edificarse la integración monetaria.

III. Estado actual de desarrollo de los mercados de capitales

En el sentido que en este estudio se le da, un mercado de capitales es un complejo de instituciones cuya función es recaudar, transferir y distribuir fondos a largo plazo (más de un año), **así** como efectuar el intercambio de acciones de las empresas (**títulos** o derechos sobre el capital) y valores **gubernamentales**.⁵

Los mercados de capitales de la zona del Caribe pueden clasificarse conforme a un esquema de tres grupos, sobre la base del desarrollo institucional y del número y la variedad de instrumentos financieros a largo plazo.

1. Grupo de desarrollo relativo. Sólo Jamaica ⁶

⁵ Se funda esta definición en Newlyn y Rowan, *Money and Banking in British Colonial Africa*, 1954, p. 43, y H. E. Dougall, *Capital Markets and Institutions*, Prentice-Hall, 1970, p. 5.

⁶ Richard L. Bernal, *The Capital Market in Jamaica*, ponencia presentada en la Regional Monetary Studies Conference, University of the West Indies (Universidad de las Indias Occidentales U. W. I.), Mona, Jamaica, junio de 1973. Para el período hasta 1960, véase C. V. Callender, *The Development of Capital Market Institutions of Jamaica*, Institute of Social & Economic Research (Instituto de Investigación Económica y Social, I. S. E. R.)/U. W. I., 1965.

entra en esta categoría. Cuenta este país con una amplia gama de instituciones bastante especializadas en valores públicos y privados (acciones y bonos), que han logrado una notoria expansión desde los primeros años sesenta. El nivel de desarrollo sigue estando **aquí** muy por debajo del de los mercados de Europa y América del Norte.

2. En desarrollo: Trinidad ⁷ y Guyana. Es **aquí** limitada la variedad de instituciones, caracterizadas por un bajo grado de especialización; es decir, un solo tipo de institución financiera suministra muchos servicios, inclusive los normalmente realizados por instituciones de varia especie. Su evolución es bastante avanzada en el campo de los **valores** gubernamentales, pero sólo a partir de los últimos tiempos se utilizan valores de las empresas privadas como fuente de financiamiento para las empresas. Guyana está particularmente atrasada en cuanto a número y variedad de títulos del sector privado. Carece todavía este país de una bolsa de valores, siendo **así** que tanto Trinidad (1.3 tipos de valores privados en la lista bursátil) como Jamaica (53 valores privados en cotización), la tienen desde hace algún tiempo.

3. Subdesarrollados: **Barbados**,⁸ Belice ⁹ y las Islas de Barlovento y de **Sotavento**.¹⁰ En este grupo, el desarrollo institucional es muy limitado, hay un bajo nivel de especialización, no se prestan determinados servicios, por ejemplo, la negociación de acciones, y se carece, asimismo, de algunas instituciones básicas del mercado de capitales, por ejemplo, las sociedades inmobiliarias. Es suficiente el desarrollo en cuanto a instituciones de seguros y bancos comerciales, siendo estos últimos los que

⁷ Banco Central de Trinidad y **Tabago**, "General Economic and Financial Situation: The Structure of the Trinidad & Tobago Capital Market", en *Monetary and Fiscal Policy Measures for Increasing Savings*. Ponencia presentada en el Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, mayo de 1972.

⁸ N. D. Osborne, "General Economic and Financial Situation in Barbados, Structure of the Capital Market", en *Monetary and Fiscal Policy Measures for Increasing Savings*. Ponencia presentada al Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, mayo de 1972.

⁹ E. A. Marshall, *The Monetary System of Belize, British Honduras*. Ponencia presentada en la Monetary Studies Conference, Bahamas, 1972.

¹⁰ A. W. A. McClean, *Money and Banking in the East Caribbean Currency Area*, tesis de maestría en Ciencias, U. W.I., Mona, 1970 y K. Dwight Venner, "Finance and Resource Mobilization in Small States", ponencia para la Conference on Development of Small States, Barbados u. w. I., 1974.

dominan por completo el sistema **financiero**.¹¹ Los gobiernos de estos países subdesarrollados tienen sus cuentas en bancos comerciales. No hay banco central en las Islas ni en Belice.

Debe mencionarse, aunque sea brevemente, a las **Bahamas**,¹² puesto que tienen opción para incorporarse a la **CARICOM**. Al presente, las Bahamas participan en varias áreas de cooperación no económica, y el país es miembro de la Conferencia de Jefes de Gobierno. La situación de las Bahamas es única en su género, porque tienen más de 180 bancos extranjeros y varios fondos de inversión operando en el país.¹³ Estas instituciones no están, en modo alguno, al servicio de la economía local, y su asiento **allí** sólo obedece al propósito de **aprovecharse** del "paraíso tributario" que ofrece aquel medio. La mejor descripción de **tales** instituciones es la que las denomina "instituciones financieras de **enclave**".¹⁴ Existe la posibilidad de que un mercado integrado de capitales resulte, para estas islas, de interés. Mas ello tiene sus **pros** y sus **contras**.

Una vez bosquejadas las características peculiares de cada grupo, cabe ofrecer unos pocos comentarios respecto a los rasgos comunes a toda la zona caribeña. El sistema monetario de todos estos países se califica como "sistema monetario dependiente".¹⁵ Los aspectos principales del mismo son:

1) Instituciones financieras, gobiernos e individuos tienen fuerte propensión a invertir en activos extranjeros: así, por ejemplo, en 1969, estos activos representaban cerca del 50 % (50.6/123.9 millones de dólares E. C.)* del total de activos de los bancos comerciales de las Islas de **Barlovento**,¹⁶ en tanto que, en Belice, los activos extranjeros equivalían al 71.4 % de los activos totales del **Banco** Gubernamental de Ahorro, en 1970.¹⁷ En este último

¹¹ K. Dwight Venner, *Central Banking in the Associated States* (mimeográfico), U. W. I., Mona, p. 21.

¹² William C. Allen, *The Monetary System of the Bahamas*. Ponencia presentada en la Monetary Studies Conference, Bahamas, 1972, y "Description of the Financial System", Banco Central de las Bahamas, *Quarterly Review*, junio de 1974, pp. 13-29.

¹³ Bahamas Monetary Authority, *Annual Report*, 1971.

¹⁴ Richard L. Bernal, *Enclave Financial Institutions and Public Finance in the Bahamas. A Note* (mimeográfico), I. S.E. R./U. W. I., Mona, 1974.

¹⁵ C. Y. Thomas, *Monetary and Financial Arrangements in a Dependent Monetary Economy*, I.S.E. R., 1965, cap. 1, y en particular la sección 1.

* East Caribbean dollars = dólares del Caribe Oriental.

¹⁶ Commonwealth *Caribbean Financial Statistics, 1971*, compilada por Richard L. Bernal, I. S.E. R./U. W. I., 1972.

¹⁷ *Ibid.*

año, los activos locales del Fondo de Previsión de los Empleados, del Gobierno de Trinidad y Tabago, alcanzaban un 56.2 % del total de los activos.¹⁸

2) Un apreciable porcentaje del financiamiento proporcionado por el sistema monetario se destina a empresas de propiedad extranjera y a compañías que producen para la exportación.

3) Las más de las instituciones financieras, y en particular las de mayores proporciones, son de control extranjero. En los años más recientes, Jamaica, Trinidad y Tabago y Guyana han tratado de modificar esto mediante políticas de indigenización o de arraigo local. Políticas que han fracasado, a causa del eficaz control que todavía les queda a las casas matrices de los países metropolitanos. Poseen aún un sólido bloque de 49 % de acciones, mientras que el 51 % restante de tenencias se distribuye localmente entre cientos de inversionistas. Por consiguiente, la administración empresarial queda inafectada por la propiedad local y se conduce casi del mismo modo que antes del arraigo local.

Hay, por supuesto, varios grados de dependencia: Jamaica, Trinidad y Guyana se han apartado considerablemente del sistema monetario dependiente de "tipo colonial". Por ejemplo, los bancos centrales han remplazado allí a las Juntas Monetarias, y se han ido formando técnicos financieros locales en la medida en que en los bancos comerciales los altos cargos han ido dejando de ser cubiertos por extranjeros, o residentes de origen extranjero. Un útil legado de la hegemonía colonial británica es que en todos los países de la CARICOM existe una pronunciada similitud en lo que toca a reglas y prácticas financieras. Las discrepancias habrían sido un obstáculo para la integración del mercado de capitales, como en el caso de Europa.¹⁹

La frondosa subdesarrollada del sistema financiero en ciertos países de la zona del Caribe planteará problemas para la integración de los mercados de capitales. Empero, también pudiera esto constituir una ventaja, toda vez que "al grado en que la integración financiera entraña un mejoramiento del sistema financiero, los cambios indispensables tal vez sean mayores, o más difíciles de llevar a cabo, en países más desarrollados".²⁰

IV. Ventajas y desventajas de la integración de los mercados de capitales

El objetivo de la integración de los mercados de capitales es la creación de un solo mercado de capitales regional. Hasta qué punto se ha creado un mercado multinacional de capitales integrado nos lo indican los dos criterios de evaluación siguientes: *a)* la medida en que un número considerable de ahorradores deja de distinguir entre unos créditos y otros con base en la ubicación geográfica o el origen nacional del prestatario, y viceversa, *b)* la elasticidad (la respuesta y fluidez), como, por ejemplo, la facilidad y presteza con que los fondos pueden desplazarse de un mercado de capitales nacional a otro en respuesta a las presiones del desequilibrio entre la oferta y la demanda que se reflejan en la diferencia entre las tasas de interés.

La similitud de las tasas de interés²¹ indica si los fondos entran y salen libremente de cada mercado dentro del mercado de capitales integrado. El supuesto implícito es que pueden instituirse políticas que aseguren la existencia de un mercado que se caracterice por algún grado de competencia pura, y que las variaciones habidas en las diferentes tasas de interés se explican por la estructura de plazos de las tasas dentro del mercado de capitales integrado y no por la segmentación de los mercados.

a) Ventajas.

Los tradicionales razonamientos teóricos sobre un mercado de libre competencia y sus resultantes ganancias óptimas en orden al bienestar son con frecuencia aplicados a los mercados de capitales y vueltos a aplicar a los mercados integrados de capitales, con los beneficios suplementarios de las economías de escala. El hecho de que los mercados de capitales de la zona del Caribe varíen sumamente respecto a esos modelos teóricos dificulta en extremo esta clase de análisis. Un mercado integrado de capitales, en la zona del Caribe, plantea, a cada país participante, cuestiones tales como las de los costos y beneficios de la movilidad regio-

¹⁸ Maurice Odle, *Pension Funds in Labour Surplus Economies*, I. S. E. R./U. W. I., Mona, Jamaica 1974, p. 82.

¹⁹ Morris Mendelson, "The Euro-Bond and Capital Market Integration", *Journal of Finance*, Vol. 27, Nº 1, marzo de 1972, pp. 123-124.

²⁰ Javier Márquez, "Financial Integration and the Flow of Resources in Latin America", p. 484, en la compilación

Capital Movements, elaborado por J. H. Adler, Macmillan, 1967.

²¹ Como ejemplo de la aplicación de este criterio, véase Victor Argy y Zoran Hodjera, "Financial Integration and Interest Rate Linkages in the Industrial Countries", Fondo Monetario Internacional, *Staff Papers*, Vol. 20, Nº 1, marzo de 1973, pp. 1-77.

nal de capitales²² y las relativas a la distribución óptima entre inversión interna y **extranjera**.²³

Seis son las ventajas principales de un mercado integrado de capitales para la zona del Caribe:

i) Permitiría a los países integrantes complementar su ahorro interno, en cada caso, con el ahorro de la **región** en tiempos de déficit, así como exportar ahorro en épocas de excedentes. De donde se desprende que el ahorro de los países del Caribe se distribuiría dentro del marco del óptimo regional más bien que en el del óptimo nacional.

ii) La eliminación de las diferencias de plazo y condiciones en que operan las instituciones de financiamiento, ya que esto "podría funcionar de modo que se mantuviera una discriminación dentro de la zona **integrada**".²⁴ En tal virtud, la integración de los mercados de capitales ayudaría a fomentar la integración de las **economías** de sus países, iniciada ya al constituirse la **CARIFTA**.

iii) Integración debe significar mayor movilidad de fondos entre los mercados de capitales caribeños y, por ende, una **reducción** del flujo de fondos de capital desde el mercado regional a los mercados metropolitanos. Con frecuencia, **había** más movilidad de fondos entre cada uno de los países de la zona del Caribe y las respectivas metrópolis, o sea, Canadá, el Reino Unido, Estados Unidos, que entre los propios países de la región. Buena parte de la inversión de fondos del Caribe efectuada en los países metropolitanos era debida a la falta de movilidad intracaribeña de los fondos, y no a causa de que existieran mejores oportunidades de inversión en dichas metrópolis. Tal movilidad **intracaribeña** sería particularmente beneficiosa para las

²² Hay controversia en la literatura. Así, Kemp y McDougall sostienen que, en condiciones de competencia, la tasa de rendimiento privada es siempre mayor que la tasa social. Por su parte, Pearce y Rowan estiman lo contrario, y señalan que Kemp y McDougall no toman en cuenta el efecto que, sobre la **relación** de precios del intercambio, tiene la concesión de **préstamos**. Véase M. C. Kemp, *The Pure Theory of International Trade*, Prentice-Hall, 1964; G. D. A. McDougall, "The benefits and costs of private investment abroad: a theoretical approach", *Economic Record*, Vol. 36, marzo de 1960, pp. 13-35, e Ivor F. Pearce y David C. Rowan, "A Framework for Research into the Real Effects of International Capital Movements", en T. Bagiotti (compilador), *Essays in Honour of Marco Fanno*, Cadem, Padua, 1966, pp. 505-535.

²³ A. E. Jasay, "The Social Choice Between Home and Overseas Investments". *Economic Journal*, Vol. 70, 1960, pp. 105-13.

²⁴ Havelock Brewster & Clive Y. Thomas, *The Dynamics of West Indian Economic Integration*, I. S. E. R., 1967, p. 30.

instituciones financieras de los países de menor desarrollo relativo, donde, en la actualidad, dichas instituciones son incapaces de obtener valores negociables locales con variedad suficiente para permitirles manejar una cartera balanceada con base en activos financieros **locales**.²⁵

iv) Un mercado de capitales **caribeño** integrado **haría** posible a las instituciones financieras llevar a cabo un volumen más abultado de operaciones, logrando así economías de escala. En la medida en que lo así economizado se transfiriera a los clientes en forma de menores costos, es decir, tasas de **interés** más bajas, el capital sería más fácilmente accesible y/o quedaría al alcance de un público mucho mayor. Por ejemplo, el uso de computadoras en los bancos comerciales motiva decrecimientos considerables de los costos promedio por **depósito** a la vista tan **sólo después** de haber conseguido el banco 10 600 de estas cuentas **corrientes**.²⁶ Miller ha descubierto que, en Jamaica, tanto los costos totales como el costo del personal de servicio **descienden** a medida que va en aumento el tamaño promedio unitario de las oficinas bancarias.²⁷

v) Permitirla a las instituciones financieras diversificar sus carteras de activos y pasivos, puesto que, al invertir, podrían escoger entre el surtido de valores disponibles en la región en lugar de hacerlo **sólo** entre valores nacionales. Como Levy y Sarnat han señalado, en los rendimientos de los distintos títulos negociables que circulan dentro de una **economía** determinada se advierte una poderosa tendencia a seguir movimientos parejos.²⁸ Cuanto mayor es el grado de correlación en el **movimiento**, menos oportunidad resulta haber para disminuir riesgos mediante la diversificación de la cartera. Es posible que estas tendencias parejas sean aún más vigorosas en los países en desarrollo, individualmente considerados, y en particular en economías pequeñas y abiertas del género de los países miembros de la **CARICOM**. Esto ocurre en virtud de

²⁵ Wendell McClean, *Problems in the Development of the East Caribbean. Currency Authority* (mimeográfico), I.S.E.R./U.W.I., Mona, Jamaica, junio de 1969, p. 13.

²⁶ Donnie L. Daniel, William A. Longbrake y Neil B. Murphy, "The Effect of Technology on Bank Economics of Scale for Demand Deposits", *Journal of Finance*, Vol. 28, Nº 1, marzo de 1973, pp. 131-146.

²⁷ Nugent Miller, *Organization and Structure of Commercial Banking in Jamaica* (mimeográfico), I.S.E.R./U.W.I., Mona, Jamaica, 1971, p. 177.

²⁸ H. Levy y M. Sarnat, "International Diversification of Investment Portfolios", *American Economic Review*, Vol. 60, Nº 4, septiembre de 1970, pp. 668-75.

que el mayor o menor ímpetu de estas **economías** viene determinado por uno o dos sectores, como, por ejemplo, los enclaves de exportación de minerales en Trinidad, Guyana y Jamaica. Es muy poco probable que todos los países de la CARICOM sean afectados de modo similar en un momento dado. En la medida en que la actividad económica de las diferentes economías guarde una correlación menos que perfecta, la **diversificación** a través de las fronteras internacionales atenuará las probabilidades de riesgo y mejorará las de recompensa del inversionista, ya que una más amplia selección de títulos negociables significa un juego más holgado de oportunidades de inversión. Los beneficios emanados de carteras internacionalmente diversificadas se han hecho patentes en forma tanto teórica ²⁹ cuanto **empírica**. El análisis con **múltiples** variables que ha expuesto Lessard sobre Argentina, Brasil, Colombia y Chile revela la superioridad de la diversificación plurinacional aunque las carteras deban contener, forzosamente, iguales proporciones de activos de cada **país**.³⁰

vi) La integración de los mercados de capitales traerá consigo un nivel más elevado de **intermediación** financiera, al dilatarse la gama de instrumentos e instituciones. Un mayor nivel de **intermediación** financiera podría, a su vez, generar un volumen más abultado de ahorro en los países de menor desarrollo relativo. Por U Tun Wai se sabe que la intermediación financiera, medida por la proporción del ahorro financiero y por el número de oficinas bancarias por millón de habitantes, parece ejercer una influencia positiva sobre el ahorro nacional en la **mayoría** de los países en desarrollo.³¹ Según Chandavarkar, “es un hecho observado que la multiplicidad de medios de ahorro, o sea, tipos diversos y complementarios de activos financieros, contribuye a acrecentar el ahorro **neto**”.³²

²⁹ H. G. Grubel, “Internationally Diversified Portfolios, Welfare Gains and Capital **Flows**”, *American Economic Review*, Vol. LVIII, Nº 5, diciembre de 1968, pp. 1299-1314; y, más recientemente, Richard A. Cohn y John J. Pringle, “Imperfections in International Financial Markets: Implications for Risk Premia and the Cost of Capital of Firms”, *Journal of Finance*, Vol. 28, Nº 1, marzo de 1973, pp. 59-66.

³⁰ Donald R. Lessard, “International Portfolio **Diversification**: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Countries”. *Journal of Finance*, Vol. 28, Nº 3, junio de 1973, pp. 619-34.

³¹ U Tun Wai, “Financial Intermediaries and National Savings in Developing Countries”, Praeger, Nueva York, 1972.

³² Anad G. Chandavarkar, “How Relevant is Finance for

b) Desventajas.

i) Cooper pone de relieve uno de los principales inconvenientes de la movilidad internacional de capitales (a que **daría** lugar la integración de los mercados de capitales) cuando afirma que la integración de mercados financieros limita el radio de acción de una política económica nacional autónoma, y particularmente en el caso de la **política** monetaria. En la hipótesis de una elevada movilidad de capitales y de tipos de cambio fijos, indica que “un endurecimiento de las condiciones monetarias servirá menos para abatir el gasto interno que para inducir la entrada de fondos procedentes del extranjero. De modo semejante, un intento de liberalizar las condiciones monetarias internas, a fin de dar estímulo al gasto, lo que estimulará, por el contrario, es una salida de fondos”.= Conclusión no muy grave, puesto que la apreciación de Cooper se refiere a capital a corto plazo (mercado de dinero), mientras que lo que a nosotros nos concierne es el capital de plazo largo (mercado de capitales).

ii) Un mercado de capitales integrado, en la zona del Caribe, será suficientemente amplio para incitar a las grandes **compañías** extranjeras, particularmente a las de Estados Unidos, a levantar fondos en el mercado. Éste es el caso de Europa, donde empresas estadounidenses, y sus subsidiarias, eran en 1968 el grupo mayor de prestatarios en los mercados europeos de capitales, ya que habfan lanzado cerca del 50 % del total de nuevas **emisiones**.³⁴ Fenómeno es éste harto pernicioso, por tres motivos. Primero, da lugar a una paradoja, que Servan-Schreiber ha descrito, atinadamente, de este modo: “les pagamos para que nos **compren**”.³⁵ Segundo, si las **compañías** extranjeras se financian de fuentes caribeñas, habrá una reducción correlativa del flujo de inversión extranjera. Flujo esencial, por cierto, para restaurar el equilibrio de balanza de pagos en las economías de la zona del Caribe. Tercero, reduce el flujo de fondos **prestables** internos accesibles para que inviertan en el **país** las empresas nacionales, sobre todo en vista de que en el sistema financiero de las **economías** de

Development”, *Finance and Development*, Vol. 10, Nº 3, septiembre de 1973, p. 15.

³³ Richard N. Cooper, “Towards and International Capital Market”, p. 231, en John Dunning (compilador), *International Investment*, Penguin, 1972.

³⁴ *Op. cit.*, p. 222.

³⁵ Jean-Jacques Servan-Schreiber, “The American Challenge”, Penguin, 1971, p. 25; véase también p. 24.

la zona del Caribe predominan las instituciones de propiedad extranjera, las cuales, tradicionalmente, dan preferencia a empresas **también** propiedad de extranjeros. Esta desventaja puede atenuarse con medidas legislativas y una política de inversiones; es más, las empresas, con toda probabilidad, se atendrán al mercado de **eurodólares** como fuente de financiamiento.

iii) Las oportunidades de inversión son mejores (abundan más, tienen mayor variedad y tasas de rendimiento más elevadas) en los países más desarrollados de la región (Jamaica, Guyana, Trinidad y **Tabago**) que en los más pequeños o de menor desarrollo. Por eso, es probable que, no habiendo reglamentos de selección, los países más desarrollados puedan absorber todo el ahorro generado en la región, dejando a los de menor desarrollo (ya afectados de escasez de capitales) en una aguda situación de "hambre de capital".

Tal vez la polarización resultase **difícil** de contrarrestar. Por ejemplo, la intervención gubernamental para igualar las tasas de interés dentro del mercado integrado es probable que se mostrase ineficaz. El modelo de Grubel indica que "los movimientos internacionales de capital son función no sólo de las diferencias en las tasas de **interés**, sino también de las tasas de crecimiento de las tenencias totales de activos en dos **países**".³⁶ H. G. Johnson hace ver que otra variable importante la constituyen las diferencias observadas en las tasas de crecimiento entre un **país** y otro.³⁷ Es posible que esto sea un problema, ya que los países de mayor desarrollo suelen alcanzar más altas tasas de avance económico que los de menor desarrollo.

Definitivamente, las ventajas de la integración sobrepasan las desventajas, en especial a largo plazo, puesto que las últimas, en su **mayoría**, pueden ser manejadas mediante una cooperación y unas **políticas** intergubernamentales.

V. Políticas propuestas

A. Acción a nivel nacional

Hay seis grupos de medidas cuya puesta en práctica debe procurarse a nivel nacional. Son, a saber:

³⁶ Herbert G. Grubel, "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows", *American Economic Review*, Vol. 58, 1968, p. 1299.

³⁷ H. G. Johnson, "Some Aspects of the Theory of Economic Policy in a World of Capital Mobility". T. Bagiotti (compilador), *Essays in Honour of Marco Fanno*, Cadem, Padua, 1966.

i) Incremento de la disponibilidad de acciones ordinarias para el público, de tal manera que pueda formarse un mercado más amplio de **tales** instrumentos. **ii)** Regulación de las instituciones financieras tradicionales, verbigracia, a fin de garantizar que las **compañías** aseguradoras hayan invertido localmente y que el volumen del **crédito** otorgado a empresas de control extranjero sea más severamente supervisado y, ulteriormente, limitado. **iii)** "**Indigenización**" considerable de las instituciones financieras. La importancia de esto es doble: primero, para obligar a dichas instituciones a que operen más en consonancia con las prioridades nacionales; por ejemplo, una mejor distribución de prestamos por sectores, que retire el crédito de las actividades improductivas, tal como el dedicado a los consumidores y la especulación en bienes **raíces**, y lo canalicen hacia la industria y la agricultura. Segundo, para eliminar o reducir sustancialmente las posibilidades que la **institución** financiera internacional tiene de evadir y/o quebrantar la **política** monetaria.³⁸ Tal como se ha venido poniendo en práctica hasta ahora en Jamaica y Trinidad y **Tabago**, la **indigenización** ha sido más nominal que real. La propiedad local del 51 % de las acciones de un banco comercial no asegura el control del mismo, ya que ese 51 % está en manos de varios inversores, en tanto que el 49 % propiedad de la oficina matriz extranjera vota en bloque. **Trá**-tase aquí de una técnica imperialista harto conocida. La administración de estas instituciones financieras indigenizadas sigue operando, en realidad, como antes de la indigenización. Existe la disyuntiva de fundar instituciones financieras locales. Pero, hasta la fecha, la experiencia al respecto, sobre todo con el Banco Nacional Cooperativo de **Guyana**,³⁹ ha sido muy desalentadora. El problema reside en que los criterios usados para evaluar el éxito en el modo de operar estas instituciones giran en torno a la magnitud de las utilidades. La necesidad de maximizar estas o, por lo menos, de mostrar algún beneficio, obliga a dichas instituciones a operar de modo similar a las intermedias financieras de propiedad extranjera. En un esfuerzo por eclipsar a las instituciones de **propie**-

³⁸ Éste es un problema que se plantea hasta en países desarrollados, véase Andrew F. Brimmer, "Multinational Banks and the Management of Monetary Policy in the United States", *Journal of Finance*, Vol. 28, Nº 2, mayo de 1973, pp. 439-54.

³⁹ Compton Bourne, "The Political Economy of Indigenous Commercial Banking", *Guyana Social and Economic Studies*, Vol. 23, Nº 3, septiembre de 1974, pp. 418-45.

dad extranjera y de echar abajo su fortaleza económica oligopólica, basada en la tradición, las instituciones locales se han aventurado por áreas que ofrecen altas utilidades a trueque de elevados riesgos, frecuentemente con consecuencias desastrosas, por ejemplo, el Banco de Ahorro y Préstamo de los Trabajadores, de **Jamaica**.⁴⁰ iv) Llenar los **vacíos** existentes en la estructura financiera, particularmente en los países de menor desarrollo relativo. Lo que se necesita en los **países** menos desarrollados no es tanto la proliferación de instituciones financieras como la creación de instituciones de este tipo que sean propiedad y estén bajo el control del sector público interno y que canalicen los fondos hacia ciertas áreas insuficientemente atendidas (por ejemplo, vivienda y agricultura). v) Modernizar la legislación financiera, ya que por ejemplo, algunos bancos de ahorro gubernamentales de los países de menor desarrollo de la región no pueden aceptar depósitos de más de 100 dólares E. C.⁴¹ vi) Los países de menor desarrollo relativo deben crear un sistema de control cambiario lo más completo posible. La **situación** de los controles de cambios en las Islas de Barlovento y de Sotavento adolece de dos deficiencias:

- a) la falta de control de cambios para el área de la esterlina y la existencia, en relación con los países no pertenecientes a dicha área, de unos controles de escasa **significación**,
- b) a raíz de la imposición, por el Reino Unido, de controles al capital respecto al área esterlina de ultramar, en junio de 1972 (coincidiendo con la flotación de la libra esterlina), el mantenimiento de la convertibilidad de la cuenta de capital en esterlinas por las Islas de Barlovento y de Sotavento ha sido una cuestión unilateral, con beneficios nada obvios. Una notoria desventaja es que así se permite la **filtración** del ahorro privado hacia el exterior. Nada hay que pueda evitar que un individuo deposite sus ahorros en un banco de Londres.

B. Acción a nivel regional

- 1) El sostenimiento de la estabilidad y de la

⁴⁰ "Workers Bank off Stock Exchange List", *Daily Gleaner*, 8 de marzo de 1975; "Workers Bank Probe urged by J. L. P.", *Daily Gleaner*, 13 de marzo de 1975; y "Workers Bank corrective measures approved", *Daily Gleaner*, 22 de mayo de 1975.

⁴¹ William G. Demas, *Factors in the Zntegration of the*

convertibilidad del tipo de cambio es sumamente importante, pues ambas cosas tienen que ver con la creación de una atmósfera de confianza, ya que las dos sirven para reducir el elemento riesgo en la inversión extranacional. La estabilidad de los tipos de cambio reduce el riesgo de disminución de las utilidades o de la escalada de costos a causa de súbitas y/o inesperadas alteraciones de las paridades **cambiarías**. Scott hace notar que la eliminación del riesgo cambiario es fundamental para que los intermediarios financieros diversifiquen sus carteras de **inversión**,⁴² lo cual constituye una de las ventajas del mercado integrado de capitales. La experiencia latinoamericana demuestra claramente que las fluctuaciones de los tipos de cambio han estorbado los movimientos del capital hacia inversiones directas y **préstamos**.⁴³ La convertibilidad asegura que las utilidades y otros ingresos transferidos en monedas de otros países puedan ser fácil y rápidamente cambiados por moneda nacional. Con la convertibilidad del tipo de cambio se consigue una movilidad mayor del capital y se impulsa un acrecentado flujo de comercio exterior.

En la **CARICOM** no conviene sostener la estabilidad cambiaria mediante la implantación de un tipo de cambio unificado. Y ello es así puesto que a) por definición, esto forma parte de la integración monetaria; y b) un sistema cambiario unificado propende a intensificar las desigualdades regionales, ya que, existiendo semejante sistema, los países miembros **serían** incapaces de reajustar sus respectivas monedas en relación con las de otros estados miembros. De no poder optar por tal reajuste, los países miembros se **valdrían** de restricciones de balanza de pagos, lo que serviría para segmentar el mercado integrado de capitales mediante el retardo de la libertad de movimiento del capital. Este criterio es apoyado en dos recientes estudios. Hall y Tanna, en efecto, arguyen que "una región libre de restricciones y con la posibilidad de modificar los tipos de cambio brinda mayor holgura al desarrollo que aquella región que se caracterice por una estabilidad cambiaria con

Caribbean Capital Markets, ponencia del Caribbean Capital Market Symposium, Kingston, Jamaica, mayo de 1972.

⁴² Ira O. Scott, Jr. "Prospect of the Direct Integration of E. E. C. Capital Markets", Banca Nazionale del Lavoro *Quarterly Review*, N° 81, junio de 1967, p. 189.

⁴³ Antonin Basch y Milic Kybal, "Capital Markets in Latin America" Praeger, 1971, p. 89. El CEMLA editó *Análisis de mercados latinoamericanos de capitales*, de los autores citados, en **versión** española.

restricciones al comercio **regional**".⁴⁴ Por su parte, Worrell llega a la siguiente conclusión: "La unificación de los tipos de cambio parece ser, a la vez, la política más rápidamente accesible pero **también** la menos eficaz para llevar a cabo una estrategia de desarrollo regional en el seno de la **CARICOM**." ⁴⁵

2) Debe haber un plan uniforme de control de cambios en la región. Debido a la falta de un sistema uniforme, el control de cambios podría dar lugar al problema de la salida hacia Gran Bretaña de fondos de Jamaica y de Trinidad y Tabago, que tienen controles **cambiarios** sobre las transacciones en libras esterlinas, dando un rodeo por las Islas de Barlovento y Sotavento o por Belice, por carecer éstos de tales controles. Como es natural, cuando hay un sistema uniforme de control **cambiario**, deberá contarse con acuerdos de salvaguardia (tales como cláusulas 73 y 109 del Tratado de Roma). Estos acuerdos de salvaguardia permitirían a los países apartarse de las normas regionales "temporalmente" si a) los movimientos de capitales ejercen un efecto perturbador sobre el mercado de capitales local, y b) en las crisis de balanza de pagos. Una concienzuda supervisión regional por parte de la Secretaría de la **CARICOM**, y consultas previas a cargo de los Jefes de Gobierno, son necesarias para escudriñar la justificación del empleo de **políticas** de control **cambiario** restrictivas. Advierte Magnifico que "la facultad de volver a aplicar controles es, de por sí, suficiente para estropear el funcionamiento de un mercado **unificado**".⁴⁶

3) Deberán inscribirse los valores de todos los países de la **CARIFTA** (lo mismo títulos de las empresas que gubernamentales) en la bolsa de valores de cada país (en que exista). Tal relación entre los mercados bursátiles de los países en desarrollo fue preconizada ya desde 1948.⁴⁷ Algún progreso ha habido, al respecto, en las bolsas europeas y lati-

⁴⁴ Marshall Hall y Dhiru Tanna, *Exchange Rate Unification and Economic Zntegration in the Caribbean* (mimeográfico), U. W. I., Mona, febrero de 1974, p. 17.

⁴⁵ R. Del, Worrell, *The Exchange Rate and Economic Development: A Caricom Perspective*, p. 20. Ponencia presentada a la Regional Monetary Studies Conference, Guyana, junio de 1974.

⁴⁶ Giovanni Magnifico, *European Monetary Zntegration*, Macmillan, Londres, 1973, p. 177.

⁴⁷ Segunda Conferencia Continental de Bolsas de Valores (Santiago de Chile, 1948). Que se "aconseje la celebración de acuerdos, ya sea oficiales, ya sea privados, entre las bolsas de los diferentes países americanos, con el objeto de facilitar la **cotización** de valores pertenecientes a la economía continental, como medio de promover la **circulación** de capitales productivos. . . "

noamericanas.⁴⁸ La inscripción de los valores **regionales** puede suministrar una base bastante amplia para que se instauren bolsas de valores en territorios en que no existen actualmente debido al número limitado de valores locales. Pueden formularse dos listas, una para los **títulos** que se negocian de manera regular y otra para los que lo hacen infrecuentemente, o bien una para valores internos y otra para valores procedentes de los demás países del mercado integrado. Es probable que esto sea una duplicación antieconómica, y quizás fuera más factible optar porque las bolsas de valores de Jamaica y Trinidad y Tabago se convirtieran en mercados bursátiles regionales o en sucursales de una sola bolsa **regional**.⁴⁹

4) Efectuar una armonización de las medidas fiscales y la legislación financiera, donde existan, y promulgar tal legislación donde no la haya, particularmente en lo que toca a:

- i) procedimiento y costo de la colocación de empréstitos y de la emisión de acciones ordinarias;
- ii) armonización de los impuestos a la transferencia de propiedad;
- iii) armonización de impuestos sobre utilidades de las empresas;
- iv) propiedad de las acciones, es decir, los problemas que plantea el hecho de que haya propietarios locales de valores extranjeros y propietarios extranjeros de valores nacionales;
- v) inscripción de los valores;
- vi) armonización del tratamiento fiscal de intereses y dividendos y sus transferencias respectivas dentro de la región;
- vii) tratamiento común del acceso de inversionistas extranjeros a los mercados locales del capital;
- viii) tratados sobre doble tributación.

La gran diversidad de legislación que sobre esta

⁴⁸ Manuel Caso Bercht y Silvino Aranda Velasco, "Análisis comparado de los acuerdos entre las bolsas europeas y las bolsas latinoamericanas", en *Coordinación Monetaria Regional*, CEMLA, México, 1963, pp. 163-89.

⁴⁹ *An Overview of Mechanism for the Mobilization of Regional Financial Resources for Regional Development*, ponencia presentada en la Reunión Especial de Ministros de Hacienda de los países de la **CARIFTA** y las Bahamas, celebrada en Jamaica los días 21-23 de agosto de 1972; en la p. 15 hay una leve referencia a tal posibilidad.

materia existe en **América** Latina ⁵⁰ debe evitarse, **categoricamente**, en la región del Caribe. Hay que aplicar también una definición uniforme de conceptos para toda la zona de la **CARICOM**. Con un sistema uniforme de tasas impositivas, o una sola tasa fiscal, la tasa efectiva puede variar al par que los diferentes conceptos de ingreso gravable, depreciación con fines tributarios, procedimientos de valuación de acciones, tratamiento de las utilidades del capital y tratamiento impositivo de otros rubros del ingreso y los costos de una **empresa**.⁵¹

La armonización fiscal ⁵² que aquí se postula no debe confundirse con la igualación del sistema fiscal. Aquélla es más de orden práctico, por cuanto permite el ejercicio de **políticas** fiscales nacionales sin semejanza entre sí. La armonización fiscal se propone suprimir las diferencias entre las tasas impositivas directas sobre los rendimientos del capital, porque **tales** diferencias pueden perturbar la distribución regional óptima de capitales para sus usos más productivos. De la armonización no **podría** resultar ninguna desventaja para los países menos desarrollados, puesto que *a*) ya se les han proporcionado otras ventajas, como son un periodo más prolongado que para la mayoría de los países más desarrollados a fin de cumplir con los requisitos arancelarios de la **CARICOM**, y ciertos incentivos a sus industrias; *b*) es, sin duda, cometido del Banco de Desarrollo del Caribe complementar la oferta de capital a los países de menor desarrollo.

Se ha logrado ya considerable progreso en la implantación de acuerdos sobre la doble tributación regional, en favor de los países menos desarrollados. El convenio negociado entre los países de mayor desarrollo con los menos desarrollados, el cual entró en vigencia el 1º de enero de 1974, asegurará que el flujo de capital desde los primeros a los **últimos** no sea impedido por consideraciones tributarias, y, además, constituirá una salvaguardia para los ingresos de los países de menor desarrollo así como una **garantía** de que los alicientes impositivos otorgados por ellos no quedarán nulificados por las políticas tributarias de los países más **des-**

arrollados. El tratamiento fiscal favorable lo aseguran los países menos desarrollados al definir "establecimiento permanente" con más amplitud de lo que por lo general es el caso, al permitírseles imponer con plenitud sus tasas de impuesto sobre la renta al pago de intereses hecho a los países más desarrollados, y al determinarse tasas **concesionales** de impuestos a los pagos de dividendos e intereses por los países más desarrollados. Mucho se cuida el aspecto "ahorro tributario", al disponerse que, cuando una **compañía** residente en un país menos desarrollado distribuye utilidades *a* residentes de países más desarrollados, y dichas utilidades se hallen exentas de impuesto en el **país** primeramente citado por virtud del Programa de Armonización de Incentivos Fiscales a la Industria, **tales** distribuciones están **también** exentas en el último. Aunque se desconocen todavía detalles del convenio entre países menos desarrollados, se anticipa que, en general, el derecho al impuesto sobre la renta causado en un **país** menos desarrollado pero **acreditable** a residentes de otro país menos desarrollado se le conferirá **únicamente** al **país** en que tal ingreso se origine.

5) Mayor cooperación entre las autoridades monetarias, que debe abarcar los siguientes puntos: *a*) acuerdo entre las autoridades monetarias (bancos centrales y juntas monetarias) de la región para incluir valores a largo plazo de otros países de la **CARICOM** en sus carteras de activos.⁵³ Por el momento, los bancos centrales de los países de mayor desarrollo de la región suscriben emisiones de los menos desarrollados. En cuanto a esto, el Banco de Trinidad y **Tabago** ha tomado la delantera. Debe prestarse más atención a esto, ya que la compra de **valores** gubernamentales de los países menos desarrollados sería una forma de contribuir a ayudarlos a financiar sus perpetuos déficit presupuestarios; *b*) los valores emitidos por un gobierno de la **CARICOM** deben ser aceptables como "activos locales" con el fin de satisfacer requisitos legales, v. gr., el coeficiente de activos líquidos de los bancos comerciales; *c*) debe seguir funcionando el Acuerdo de Pagos Interregionales, ya que economiza en la demanda de reservas internacionales para transacciones, de los países miembros, al reducir la necesidad de financiar el comercio y los pagos intrarregionales con monedas extranjeras; *d*) mecanismos de empréstito de reservas entre bancos

⁵³ T. Somersall, "Monetary Cooperation and Economic Integration in the Commonwealth Caribbean", Regional Conference on Devaluation (Conferencia Regional sobre **Devaluación**), febrero de 1968.

⁵⁰ CEMLA, *Los mercados de capitales en América Latina*, México, D. F., 1966.

⁵¹ Véase Richard Goode, *The Corporation Income Tax*, John Wiley and Sons, Nueva York, 1951.

⁵² La **armonización** fiscal es "el proceso de ajuste de los sistemas fiscales nacionales de conformidad con una serie de objetivos **económicos** comunes". Véase Peggy B. Musgrave, "Harmonization of Direct Business Taxes: A Case Study", p. 210, en Carl S. Shoup, *Fiscal Harmonization in Common Markets*, Vol. II, Columbia University Press, N. Y., 1967.

centrales (autoridades monetarias), así como operaciones monetarias entre los mismos con pacto de retroventa (*swaps*); e) los gobiernos de la CARICOM, por intermedio de sus autoridades monetarias, deben convenir en mantener sus fondos de amortización externos en valores emitidos por otros gobiernos de la CARICOM. Por ejemplo, un gobierno de la CARICOM puede ofrecer valores en el mercado de capitales de Londres y, mediante acuerdos, otros gobiernos de la CARICOM captarían estos valores a través de sus autoridades monetarias. Estos valores deben ser de plazo medio, quizás a dos o tres años, lo que les permite ser mantenidos como parte de las reservas cambiarias de las autoridades monetarias de la CARICOM. Deberán estar disponibles tales valores para las instituciones privadas, y la autoridad monetaria, por su parte, dispuesta a redescontarlos.

6) Las instituciones regionales tienen un importante cometido en el financiamiento de la integración económica⁵⁴ y en el fomento de la integración financiera. El Banco de Desarrollo del Caribe, al igual que el Banco Europeo de Inversiones,⁵⁵ tiene un importante papel en el proceso de integración, sobre todo en lo tocante a las unidades menos desarrolladas del área de integración. Uno de los objetivos más importantes del Banco de Desarrollo del Caribe consiste en “estimular y alentar el desenvolvimiento de mercados de capitales en la región”.⁵⁶ El Banco de Desarrollo del Caribe será uno de los principales instrumentos contra la polarización en un mercado de capitales del Caribe integrado. Sin embargo, será necesario proceder a algunos cambios en su política de inversiones. a) Un aspecto de esta política que debe modificarse inmediatamente es el precepto de que “el superávit acumulado del Banco debe convertirse en dólares de los EE. UU. y ser invertido, o en los Estados Unidos o Canadá, o bien prestado a bancos centrales regionales con garantía de pago en dólares de los Estados Unidos”.⁵⁷ b) El Banco de

Desarrollo del Caribe es un prestamista de última instancia, conforme al artículo 15 (d), y, por ello, no puede prestar dinero para fines que puedan financiarse con fondos emanados de otras fuentes. Dice así el artículo: “Al considerar una solicitud de préstamo o de garantía, el Banco deberá tomar en cuenta las posibilidades que el prestatario tenga de obtener financiamiento en otra parte con plazos y condiciones que, a juicio del Banco, sean razonables para el destinatario.”⁵⁸ c) El artículo 15, asimismo, obliga al Banco de Desarrollo del Caribe a invertir en proyectos que puedan liquidarse por sí mismos. El criterio actual es en el sentido de que “no se aceptarán aquellas propuestas de inversión que, incluidos los costos directos e indirectos, no rindan por lo menos 9.0 %”.⁵⁹ d) Le está también prohibido al Banco de Desarrollo del Caribe, en virtud del artículo 14, invertir en capital accionario. El 1º de junio de 1973 se creó la Corporación Caribeña de Inversiones, para satisfacer dicha necesidad. Se le autoriza un capital accionario de 15 millones de dólares E. C., si bien en los primeros cinco años de funcionamiento sólo podrán emitirse acciones por valor de 5 millones.

Tanto el Banco de Desarrollo del Caribe como la Corporación Caribeña de Inversiones tienen un importante cometido que cumplir en la asistencia a los países de menor desarrollo de la región para que refuercen su estructura financiera costeadando la creación de instituciones autóctonas de financiamiento, como, por ejemplo, participando en el capital accionario de tales instituciones.

Asimismo, deben fomentarse las instituciones de financiamiento regional privadas, como sería el caso de un fideicomiso por unidades de inversión (*Unit Trust*) de la CARICOM. Podría lograrse esto mediante una integración gradual y programada de los fideicomisos nacionales de ese género, especificándose, a una tasa creciente, la proporción de activos de dichos fideicomisos que pudiera o debiera colocarse en valores de otros países de la CARICOM. Tanto Jamaica como Trinidad y Tabago tienen fideicomisos por unidades de inversión. Hasta cierto punto, la instauración de empresas de la CARICOM, o sea, compañías multinacionales de la CARICOM, fuesen o no de índole financiera, contribuiría a que se constituyese un mercado de capitales regional. Las referidas empresas de la

⁵⁸ *Op. cit.*, pp. 10-11.

⁵⁹ Banco Central de Trinidad y Tabago, “Regional Flow of Investment. The need for and attempts at rechanneling”, p. 29. Ponencia presentada en la Regional Monetary Studies Conference, Guyana, junio de 1974.

⁵⁴ Ignacio Copete Lizarralde, “Función de los organismos financieros internacionales y regionales”. ponencia presentada en la *Mesa Redonda sobre aspectos financieros de la integración económica continental*, Banco Interamericano de Desarrollo, Caracas, abril de 1963.

⁵⁵ Lee Joseph Licori, “The European Investment Bank”, *Journal of Common Market Studies*, Vol. VIII, Nº 3, marzo de 1970.

⁵⁶ Banco de Desarrollo del Caribe, *Annual Report*, 1970, p. 6.

⁵⁷ Carta del Banco de Desarrollo del Caribe, artículo 2, párrafo 1 (g).

CARICOM podrían ser compañías multinacionales de propiedad pública o privada. Las de propiedad **privada** tendrían que pertenecer a nacionales de **países** miembros de la **CARICOM**. Si fueran de propiedad pública, el gobierno respectivo podría **vender** sus acciones, de desearlo así, a ciudadanos suyos, pero reservándose los derechos de votación inherentes a las mismas. Como es natural, la dificultad será planteada por la incapacidad de los países menos desarrollados para financiar las participaciones que se les asignen. Little recomienda que el capital a que alcancen estas participaciones pueda ser, en todo o en parte, financiado mediante ayuda.⁶⁰ En esto podría ser de utilidad el Banco de Desarrollo del Caribe, al conceder a los **países** de menor desarrollo relativo **préstamos** blandos para la compra de sus respectivas acciones. Un organismo regional de reaseguro ⁶¹**sería**, asimismo, especialmente conveniente para reducir filtraciones hacia el exterior en el sector de seguros de las **economías** caribeñas. Otra institución útil podría ser un fondo regional de pensiones.

7) La creación de una adecuada prensa financiera se hace necesaria para dilatar los mercados de capitales de cada uno de los países de la región y el mercado regional, al ensancharse los horizontes **de inversión** de instituciones e individuos. Es Cste un factor importante aun después de haber **comenzado** la integración de los mercados de capitales entre los países desarrollados de la **región**.⁶²

8) Emisión de "bonos de unidades de cuenta". Se trata de bonos cuyo valor se expresa en una unidad de valor vinculada a las monedas de todos los países miembros. La importancia de esto reside en que "fija el valor de las cantidades suscritas con tanta estabilidad como es **posible**".⁶³ La unidad de **cuenta** se ajusta respecto al valor tan **sólo** cuando

⁶⁰ 1. M. D. Little, "Regional integration **companies** as an approach to **economic** integration", *Journal of Common Market Studies*, Vol. 5, 1966, pp. 180-86.

⁶¹ Esto se recomendaba en *Un programa de integración financiera latinoamericana*, ponencia del CENLA en la **Segunda Reunión** de Gobernadores de Bancos Centrales del **Coninente** Americano, Punta del Este, Uruguay, mayo de 1965.

⁶² Antonin **Basch**, *Capital Markets of the European Economic Community, Problems of Integration*. Michigan **International Business Studies**, Nº 3, Universidad de Michigan. Véase también U Tun Wai y Hugh T. Patrick, *Stock and Bond Issues and Capital Markets in Less Developed Countries, Economic Growth Center*, Universidad de Yale, *Center Paper* Nº 200, 1973, p. 285.

⁶³ F. Collin, *The Formation of a European Capital Market*, European Community, Washington, D. C., abril de 1964, p. 12.

la mayoría de las monedas varia en un mismo sentido. Tal ajuste es proporcional al cambio que se opere en la moneda menos modificada.⁶⁴ La emisión de esta clase de bonos puede acrecentar la propensión a invertir en valores no nacionales. El uso de bonos de unidades de cuenta ha sido preconizado desde hace tiempo por Triffin, para su aplicación "en todas las transacciones de capital internacionales e incluso **nacionales**".⁶⁵

9) Los bancos comerciales de la región deben crear relaciones de corresponsalia entre sí, y una relación más estrecha entre sucursales cuando una institución tenga éstas en diferentes países: por ejemplo, la Banca Barclays. **Así** se contribuiría a aumentar el grado al cual circularían los fondos dentro de la región, y no entre esta última y la metrópoli, puesto que una sucursal con superávit de fondos en un territorio transferiría éstos a otra sucursal de la región, en vez de a la oficina principal sita en **Canadá**, o Gran Bretaña o EE. UU.

10) El uso de "**préstamos** paralelos" para vencer los temores que los inversionistas abriguen sobre la idea de invertir fuera de su propio **país**. Estos préstamos paralelos representan "la colocación simultánea, en diferentes mercados nacionales, de partidas diversas de una emisión, estando cada partida expresada en la moneda del **país** en que se **coloque**".⁶⁶ Es indudable que estos **préstamos** paralelos podría manejarlos el Banco de Desarrollo del Caribe.

La integración de los mercados de capitales no puede dejarse a la iniciativa de la empresa privada, sino que tendrá que realizarse mediante **políticas** de los gobiernos de la **CARICOM**. Es menester crear un Comité de Integración Financiera, que comprenda un representante de cada una de las autoridades monetarias, del Banco de Desarrollo del Caribe y de la Secretaria de la Comunidad Regional Caribeña. Este Comité cumpliría las funciones siguientes:

a) Fomentar una cooperación más estrecha **en-**

⁶⁴ C. Seagre, "Foreign Bond Issues in European Markets", Banca Nazionale del **Lavoro**, *Quarterly Review*, marzo de 1964, p. 64.

⁶⁵ Robert Triffin, *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven, Connecticut, 1957, p. 142. Puede encontrarse una descripción de la experiencia europea en Jean O. M. Van der Mensbrugghe, "Bond Issues in European Units of Account", **FMI**, *Staff Papers*, Vol. XI, noviembre de 1964, pp. 446-56.

⁶⁶ Etienne-Sadi **Kirschen**, con la **colaboración** de Henry Simon **Block** y William Bruce Bassett, *Financial Integration in Western Europe*, Columbia University Press, 1969, pp. 60-1.

tre las autoridades monetarias de la región.

- b)* Supervisar la integración de los mercados de capitales.
- c)* Planificación monetaria a nivel regional, es decir, la distribución regional óptima de los ahorros, más un programa de desarrollo financiero de la región. Como es natural, se

trata aquí de un objetivo a largo plazo.

- d)* Otras funciones, a saber: control de las **emisiones** regionales de capital, o sea, de los préstamos paralelos, por ejemplo; **así como** asesoramiento sobre política y **legislación** financiera, e investigación relativa a estas) materias.

Se terminó de imprimir el día 20 de marzo
de 1977 en los talleres de Gráfica Panameri-
cana, S. C. L., Parroquia 911, México 12, D. F.
Se tiraron 1000 ejemplares.