

# Revista de la CEPAL

*Secretario Ejecutivo*  
Gert Rosenthal

*Secretario Ejecutivo Adjunto*  
Carlos Massad

*Director de la Revista*  
Aníbal Pinto

*Secretario Técnico*  
Eugenio Lahera



NACIONES UNIDAS  
COMISION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE  
SANTIAGO DE CHILE, AGOSTO DE 1991

**SUMARIO**

Reconversión industrial, apertura comercial y papel del Estado en Centroamérica. <i>Larry Wilmore y Jorge Máttar.</i>	7
Perspectivas sobre la equidad. <i>Marshall Wolfe.</i>	21
Actores sociales y ajuste estructural. <i>Eugenio Tironi y Ricardo A. Lagos.</i>	39
La selectividad como eje de las políticas sociales. <i>Percy Rodríguez Noboa</i>	55
El regreso de América Latina al mercado crediticio privado internacional. <i>Peter West.</i>	63
Conversión de la deuda externa en capital. <i>Michael Mortimore.</i>	87
Opciones para la reactivación latinoamericana en los años noventa. <i>Colin Bradford.</i>	109
Relación entre productividad media y productividad agrícola. <i>Gerardo Fujii.</i>	117
Los nuevos escenarios internacionales. <i>Ernesto Ottone.</i>	127
Contaminación industrial y urbana: opciones de política. <i>Hernán Durán.</i>	137
Inserción internacional e innovación institucional. <i>Fernando Fajnzylber.</i>	149
Orientaciones para los colaboradores de la <i>Revista de la CEPAL.</i>	179
Publicaciones recientes de la CEPAL.	180
Lista de publicaciones de la CEPAL.	183

## El regreso de América Latina al mercado crediticio privado internacional

*Peter West\**

Una condición necesaria para que América Latina alcance un crecimiento económico aceptable es que se disminuya la transferencia negativa de recursos al exterior. Además de reducir la carga de la deuda externa histórica, se requerirá un volumen importante de financiamiento externo nuevo. Sin embargo, los préstamos de la banca comercial seguirán siendo restringidos y es difícil que los acreedores oficiales puedan satisfacer todas las necesidades de la región.

En este artículo se exploran las posibilidades de captar recursos en el mercado internacional de capitales privados, sobre la base de la experiencia reciente de tres países: México, Chile y Venezuela. Se identifican dos canales principales de financiamiento: la emisión de bonos y la inversión extranjera de cartera en acciones. Los instrumentos respaldados por ingresos de exportación son de particular interés, ya que han permitido mejorar la capacidad crediticia de los prestatarios. En cuanto a la inversión extranjera de cartera, se examinan tres modalidades de ella: los fondos especializados, las colocaciones directas en los mercados internos de valores, y la cotización en el exterior de acciones de empresas latinoamericanas.

Se muestra que los tres países examinados han captado cantidades importantes de recursos por las vías señaladas. La creciente globalización del mercado financiero internacional sugiere que existen buenas posibilidades para la expansión futura de este financiamiento. Pero las condiciones exigidas por los inversionistas externos limitarán el acceso a ese mercado de muchos países. Por otra parte, para aquellos que han reingresado a él hay que evaluar los costos además de los beneficios de las modalidades de financiamiento identificadas, y tomar las precauciones necesarias para evitar un nuevo proceso de sobreendeudamiento.

\*Oficial Principal de Asuntos Económicos, División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL.

El autor agradece la valiosa ayuda de Miguel Izam en la preparación de este artículo, sobre todo en lo que se refiere a la investigación de los fondos de inversión extranjera en Chile y la redacción del texto correspondiente a este tema.

## Introducción

Para que las naciones de América Latina vuelvan a una senda de crecimiento sostenido en los años noventa, es indispensable que la inversión bruta fija como proporción del producto se recupere del fuerte descenso que experimentó este coeficiente en los años ochenta.<sup>1</sup> Para lograrlo será preciso movilizar una gran cantidad de recursos financieros. Se estima que para alcanzar un crecimiento del producto real de un 5% por año habría que elevar el ahorro total en 7 a 8% del producto interno bruto, —es decir, entre 75 y 85 mil millones de dólares anuales— lo que da una idea de la magnitud del esfuerzo requerido. Para generar tantos recursos será necesario contar con una cantidad importante de nuevo financiamiento externo, ya que el ahorro interno difícilmente podría cubrir en su totalidad las sumas señaladas. A modo de ilustración, se ha calculado que aunque se diesen supuestos muy favorables de reducción de la deuda externa, de mejoramiento en la relación de precios del intercambio y de aumentos de la productividad, habría que obtener de acreedores externos entre 10 y 15 mil millones de dólares anuales (Massad, 1991).

Una parte de los recursos externos requeridos provendrá de organismos oficiales. Según las últimas estimaciones del Banco Mundial, el flujo neto de recursos (desembolsos menos amortizaciones) de acreedores oficiales hacia América Latina y el Caribe subió de 3.1 mil millones de dólares en 1989 a 9.6 mil millones en 1990. Sin embargo, este aumento se debió en gran medida a desembolsos excepcionales vinculados a programas de reducción de la deuda externa con la banca comercial en el marco del Plan Brady (Banco Mundial, 1990a). Para 1991 se prevé una disminución del aporte neto de acreedores oficiales que reduciría tales recursos a 4.9 mil millones de dólares en el año.<sup>2</sup> Mirando más hacia adelante, cabe señalar que muchos países de la región tendrán que enfrentar fuertes amortizaciones de ca-

<sup>1</sup> Para 19 países de América Latina y el Caribe en promedio, la inversión bruta fija se redujo desde 22.8% del producto interno bruto en 1980 a 15.9% en 1984, para luego mantenerse en un nivel reducido, situándose en 16.2% el año 1989 (CEPAL, 1990a).

<sup>2</sup> Banco Mundial, 1990b. Cabe observar que las transferencias netas (desembolsos menos amortizaciones y pagos de intereses) de acreedores oficiales fueron positivas en 1990, después de ser negativas en el período 1987-1989, pero es previsible que vuelvan a cambiar de signo en 1991.

pital a estos organismos en los próximos años. Dada la imposibilidad de reestructurar los compromisos de esta índole con los organismos multilaterales, es obvio que se verá limitado el flujo neto de recursos provenientes de ellos, pese a la expansión de la capacidad del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) para otorgar mayores préstamos luego del reciente aumento de su capital. Tampoco se puede esperar un crecimiento rápido del financiamiento otorgado por organismos bilaterales de crédito a la exportación, habida cuenta de las restricciones presupuestarias que éstos enfrentan.

En cuanto a los acreedores privados, por ahora no se prevé que la banca comercial internacional restablezca los préstamos de índole general, destinados al financiamiento de la balanza de pagos, salvo los créditos forzosos vinculados a programas de reestructuración de la deuda antigua. Los problemas que enfrentan en la actualidad varios bancos estadounidenses en sus colocaciones internas, sobre todo en lo que se refiere al financiamiento de bienes raíces, han alejado aún más las ya remotas posibilidades de que ellos otorguen préstamos generales significativos a países latinoamericanos.

La captación de recursos en el mercado internacional de capitales, el que últimamente ha experimentado un proceso rápido de globalización, es una forma adicional de obtener recursos externos: de hecho, desde hace dos o tres años se ha visto una participación creciente de algunos países latinoamericanos —principalmente Chile, México y Venezuela— en tal mercado. El propó-

sito de este artículo es examinar las características e importancia de las operaciones que se han estado llevando a cabo en este ámbito. Ellas podrían significar, para los países involucrados y la región en general, el inicio del retorno al mercado de los créditos internacionales privados voluntarios, aunque en forma diferente a la verificada en los años setenta, que estuvo marcada por el predominio de los préstamos bancarios sindicados.<sup>3</sup>

En la sección I se analizan muy brevemente algunos rasgos sobresalientes de la evolución reciente del mercado internacional de capitales, con el propósito de explicar el contexto en el cual han surgido los nuevos flujos financieros hacia algunos países latinoamericanos. En las secciones siguientes, que constituyen el núcleo central del estudio, se analizan las diferentes modalidades por las cuales se están canalizando los recursos provenientes del mercado mundial de capitales hacia América Latina. Se examina sucesivamente el financiamiento a través de bonos (sección II), de instrumentos respaldados por ingresos de exportación (sección III), y de inversión extranjera de cartera (sección IV). En la sección V se considera brevemente el papel que podría asumir la banca comercial luego de la crisis de la deuda externa, y en la sección VI se presentan las conclusiones del presente análisis.

<sup>3</sup> Dichos préstamos representaron la mayor parte de la gran expansión del financiamiento externo en América Latina en la década de los setenta, desplazando a los créditos oficiales y a la inversión extranjera directa (Devlin, 1989, pp. 8-55).

## I

### Globalización de los mercados de capitales

La evolución de los mercados financieros durante los últimos años se ha caracterizado por un proceso de integración creciente entre países, entre segmentos del mercado, entre instituciones y entre instrumentos financieros (FMI, 1990, pp. 6-7). La tendencia hacia la integración internacional o globalización de los mercados se mani-

fiesta en el aumento tanto de las transacciones financieras entre residentes y no residentes, denominadas en la moneda del país de los primeros, como de las transacciones de activos denominados en moneda extranjera, cualquiera sea la residencia de las partes involucradas.

La integración del mercado financiero inter-

nacional se ha apoyado en varios factores. Entre ellos cabe mencionar, en primer lugar, la introducción en los años setenta y ochenta, por los países industrializados, de políticas dirigidas a la desregulación cambiaria y financiera, con medidas tendientes en especial a la eliminación de controles sobre el movimiento internacional de capitales y de restricciones sobre la inversión extranjera en el sector financiero, y a la liberalización de los mercados financieros internos. Un cambio reciente en este sentido es un nuevo reglamento, conocido como *Rule 144A*, que entró en vigor en abril de 1990 en los Estados Unidos y que ha mejorado el acceso de empresas extranjeras al mercado de colocaciones privadas en ese país.

Los avances tecnológicos que se han producido en años recientes en los sistemas de telecomunicaciones y de computación también han desempeñado un papel fundamental en el proceso de globalización de los mercados, ya que han mejorado en forma inconmensurable los mecanismos de transmisión de los pagos entre países, y han permitido adquirir, analizar y difundir información con más rapidez y menos costo.

Finalmente, la posición cada vez más dominante de los inversionistas institucionales (los fondos de pensiones, las empresas de seguros y los fondos mutuos) en el mercado mundial de capitales ha contribuido al crecimiento de las

transacciones financieras internacionales. Los inversionistas institucionales tienen mayor capacidad que los inversionistas individuales para analizar las condiciones crediticias de una gran gama de prestatarios, así como para hacer el seguimiento de los mercados y responder a sus condiciones cambiantes. En años recientes muchos de ellos han adoptado una estrategia de mayor diversificación geográfica de sus carteras de activos, con el propósito de mejorar y estabilizar sus ganancias.

En el cuadro 1 se presenta un resumen de la evolución del mercado internacional de capitales durante la última década. Como se puede apreciar allí, el valor total de las transacciones creció sostenidamente entre 1983 y 1989, coincidiendo con una larga fase expansiva del ciclo económico en los países desarrollados. Sin embargo, en 1990 se produjo una cierta desaceleración en el monto de las operaciones realizadas, porque se contrajo fuertemente la emisión de bonos respaldados por certificados de opción para la compra de acciones (*bonds with equity warrants*), que hacen empresas japonesas. Esta contracción se debió a la caída aguda en ese lapso de los precios de las acciones en la Bolsa de Tokio.

El mismo cuadro muestra también que ha habido cambios importantes en la estructura del mercado en lo que se refiere a instrumentos financieros, los que han favorecido a los valores y

Cuadro 1  
EMPRESTITOS CONTRAIDOS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES  
(Miles de millones de dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Bonos	75.5	77.1	111.5	167.8	227.1	180.8	227.1	255.7	228.8
Acciones	...	...	0.3	2.7	11.7	18.2	7.7	8.1	7.3
Préstamos sindicados <sup>a</sup>	98.2	67.2	57.0	43.0	52.4	91.7	125.5	121.1	118.2
Líneas de crédito comprometidas <sup>b</sup>	5.4	9.5	28.8	42.9	29.3	31.2	16.6	8.4	6.3
<i>Subtotal</i>	<i>179.1</i>	<i>153.8</i>	<i>197.6</i>	<i>256.4</i>	<i>320.5</i>	<i>321.9</i>	<i>376.9</i>	<i>393.3</i>	<i>360.6</i>
Líneas de crédito no comprometidas <sup>c</sup>	...	...	...	23.2	67.6	71.0	76.6	73.2	64.7
<i>Total</i>	<i>...</i>	<i>...</i>	<i>...</i>	<i>279.6</i>	<i>388.1</i>	<i>392.9</i>	<i>453.5</i>	<i>466.5</i>	<i>425.3</i>

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), *Financial Market Trends*, varios números, París.

<sup>a</sup> Excluye renegociaciones.

<sup>b</sup> Incluye europagarés.

<sup>c</sup> Efectos comerciales en eurodivisas y otras operaciones sin garantía de emisión.

han ido en detrimento de los préstamos bancarios sindicados. En efecto, la participación de los bonos en las transacciones totales, sin incluir las líneas de crédito no comprometidas, subió de 42.2% en 1982 a 63.4% en 1990. Por su parte, la participación de los préstamos sindicados bajó bruscamente desde 54.8% del total en 1982 a sólo 16.3% cuatro años más tarde, pero luego se recuperó parcialmente y llegó a 32.8% del monto global en 1990. Este repunte ocurrió básicamente en los países desarrollados y se debió a un aumento importante de los préstamos concedidos a empresas privadas no financieras, de los cuales una proporción significativa se destinó al financiamiento de reestructuraciones y adquisiciones de sociedades. La participación de los países en vías de desarrollo se ha mantenido en un nivel bajo y, en la región latinoamericana, se ha limitado casi exclusivamente a los créditos otorgados en el marco de las reprogramaciones de la deuda bancaria existente.<sup>4</sup>

En el cuadro 2 se muestran más detalles acerca del comportamiento del mercado internacional de bonos a partir de 1982. Hubo un crecimiento vertiginoso hasta 1986, tanto de las

emisiones brutas como de las netas, seguido por un retroceso en 1987 y un nuevo aumento en 1988 y 1989. Sin embargo, la participación de los países en desarrollo fue baja durante todo el período, y como proporción del total disminuyó desde 5.4% en 1982, a apenas 1.4% en 1989. México logró captar un monto importante de recursos a través de bonos en 1982, pero en los años posteriores fueron economías asiáticas como las de la India, Malasia y Corea del Sur, las que realizaron la mayor parte de las operaciones efectuadas por países en desarrollo.

En cuanto a las transacciones internacionales de acciones, las cifras del cuadro 1 comprenden únicamente emisiones primarias de acciones nuevas, ofertas públicas iniciales, y la colocación entre no residentes de acciones existentes a través de instrumentos especiales creados para tal fin (por ejemplo, fondos de inversión cerrados). Entre 1983 y 1987, hubo un súbito aumento en las transacciones de esta naturaleza originado en parte por ventas importantes de acciones a no residentes en el marco de los programas de privatización de algunos países (el Reino Unido, por ejemplo). Las emisiones internacionales de acciones nuevas se contrajeron fuertemente en 1988,

<sup>4</sup> Los préstamos sindicados concedidos a Colombia (957 millones de dólares en 1985/1986, 1 000 millones en 1987/1988, 1 464 millones en 1989/1990 y 1 575 millones en 1991/1994) han representado una excepción parcial ya que,

si bien han sido vinculados al refinanciamiento de amortizaciones, no han formado parte de reestructuraciones formales de los vencimientos pendientes.

Cuadro 2  
EMISIONES DE BONOS INTERNACIONALES  
(Miles de millones de dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Emisiones brutas	75.5	77.1	111.5	167.8	227.1	180.8	227.1	255.7	228.8
Países desarrollados	59.3	59.5	93.7	137.7	201.2	156.0	198.2	223.9	188.5
Países en desarrollo	4.1	2.6	3.5	6.3	3.1	2.0	4.5	3.6	4.3
Organizaciones internacionales y otros <sup>a</sup>	12.1	15.0	14.3	23.8	22.8	22.8	24.4	28.2	36.0
Amortizaciones	13.1	18.6	19.5	36.1	64.2	76.0	84.9	89.7	110.8
Emisiones netas	62.4	58.5	92.0	131.7	162.9	104.8	142.2	166.0	118.0
<i>Memorandum:</i>									
Emisiones brutas valorizadas a tipos de cambio constantes de diciembre de 1986	...	...	124.9	191.4	233.4	169.8	205.9	244.5	203.9

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), *Financial Market Trends*, varios números, París.

<sup>a</sup> Incluye Europa oriental y países socialistas de Asia.

producto de la caída de las bolsas mundiales de valores ocurrida en octubre de 1987, y el conflicto en el Golfo Pérsico tuvo un efecto negativo sobre el volumen de operaciones en los últimos meses de 1990.

Por otra parte, se estima que el volumen total de la compraventa de acciones en el mercado internacional (es decir, todas las transacciones que involucran la participación de no residentes) creció a una tasa media anual de casi 17% entre 1979 y 1989, con lo cual alcanzó un valor de 1 528 mil millones dólares en el último año mencionado. El valor neto de tales transacciones (compras menos ventas) llegó a la cifra sin precedentes de 92 mil millones de dólares en 1989, y a fines de ese año el valor total de las acciones en manos de inversionistas extranjeros se situó en 830 mil millones de dólares, cifra equivalente a un 8% de la capitalización del mercado bursátil mundial en ese momento.<sup>5</sup>

Además del crecimiento rápido de su volumen de transacciones, otro elemento destacable de la evolución del mercado financiero internacional en los últimos años ha sido la notable acentuación de la volatilidad de los tipos de cambio, las tasas de interés y los precios de los activos financieros. Como protección contra los mayores riesgos asociados a tales fluctuaciones, se ha desarrollado una serie de productos financieros nuevos, tales como contratos de futuros, de opciones y de créditos recíprocos que se aplican tanto a las tasas de interés y a los tipos de cambio como a los índices de precios de las acciones. Estos productos "derivados" prácticamente no

<sup>5</sup> Las cifras mencionadas en este párrafo provienen de Howell y Cozzini, 1990.

existían a principios de los años setenta, pero a partir de entonces han experimentado un aumento espectacular, tanto en su volumen como en el grado de sofisticación de los instrumentos empleados (Levich, 1988).

Todo indica que la integración del mercado internacional de capitales se profundizará aún más en los años noventa.<sup>6</sup> Este proceso de creciente globalización presenta oportunidades y desafíos importantes para los países de América Latina y otras regiones en desarrollo. La cantidad de recursos que se mueven en el mercado internacional ya es enorme<sup>7</sup> y, como se señala en un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional, la colocación de sólo una pequeña proporción de estos recursos en los países en desarrollo podría tener un impacto importante sobre la llegada de capital a dichos países (FMI, 1990, pp. 12 y 13). La visión cada vez más global de los inversionistas institucionales y su interés por incorporar instrumentos de alto rendimiento dentro de sus carteras de activos, significa que hay una oferta potencial interesante de fondos, por lo menos para ciertos países en desarrollo que tienen proyectos de inversión rentables y condiciones macroeconómicas estables. En las próximas secciones se verá que recientemente algunos países latinoamericanos han comenzado a aprovechar estas posibilidades.

<sup>6</sup> Véase, por ejemplo, Smith y Walter, 1991.

<sup>7</sup> La magnitud de las respectivas corrientes financieras también se puede apreciar en las estadísticas de balanza de pagos, que señalan que en 1989 la salida neta de los países industrializados por concepto de inversión extranjera de cartera alcanzó 272 mil millones de dólares, suma 35% mayor que en 1988. Véase FMI, 1991, p. 29.

## II

## La reapertura del mercado de bonos para prestatarios de América Latina

Antes de que estallara la crisis de la deuda externa de América Latina en agosto de 1982, la región participaba en forma activa en el mercado internacional de bonos. Según estadísticas compiladas por la OCDE, el valor anual de las emisiones efectuadas por países latinoamericanos promedió más de 2 mil millones de dólares entre 1977 y 1982.<sup>8</sup> Aunque el grueso de las operaciones correspondió a México, Brasil, Venezuela y Argentina, también lograron captar recursos en menor cuantía por este medio un número importante de otros países, entre ellos Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Panamá y Perú.

Sin embargo, a partir de 1982 el mercado de bonos se cerró para los países latinoamericanos, mientras que a nivel mundial experimentó un crecimiento vertiginoso, como se vio en la sección anterior. La falta de acceso de América Latina a ese mercado estuvo relacionada directamente con los graves problemas de balanza de pagos sufridos por la región durante los años ochenta, los cuales desembocaron en la aplicación de severos programas de ajuste macroeconómico y en reprogramaciones sucesivas de las obligaciones con la banca comercial internacional. No obstante, pese a todas las restricciones externas imperantes, hubo muy pocos casos de incumplimiento de las condiciones originalmente establecidas para el pago de intereses y de amortizaciones de capital correspondientes a obligaciones emitidas en el mercado internacional de bonos.

Aunque después de 1982 hubo algunas emisiones esporádicas de títulos por parte de países latinoamericanos, en su conjunto fueron de poca importancia.<sup>9</sup> Esta situación de aislamiento casi total de la región empezó a modificarse en 1988.

<sup>8</sup> Calculados a partir de información presentada en OCDE, 1984, cuadros 1.11 y 1.21.

<sup>9</sup> Por ejemplo, Colombia, único país deudor importante de la región que no ha tenido que negociar una reprogramación formal de sus vencimientos con la banca comercial, emitió en 1986 valores para una colocación privada en Japón, por 39 millones de dólares. El año siguiente realizó una emisión de 50 millones de dólares en el mercado de eurobonos.

En aquel año, Venezuela realizó tres emisiones por un valor total aproximado de 256 millones de dólares.<sup>10</sup> Luego, en junio de 1989, el Banco Nacional de Comercio Exterior de México captó 100 millones de dólares a través de una colocación privada en el mercado de eurobonos, la primera efectuada por una entidad estatal mexicana desde 1982. Algunos meses más tarde, una empresa industrial privada realizó una operación similar por 150 millones de dólares a través de una filial estadounidense.

El volumen de operaciones se expandió notablemente en 1990, y México tomó la delantera (cuadro 3). En aquel país, los prestatarios han sido tanto organismos públicos como empresas privadas reconocidas, siendo la compañía nacional de petróleo, Pemex, la entidad que ha efectuado la mayor cantidad de operaciones. Vale la pena señalar que el Estado mexicano no recurrió al mercado hasta principios de 1991. Anteriormente, los emisores públicos habían sido únicamente instituciones financieras y empresas productoras de bienes o servicios. No obstante, en febrero de 1991 el Estado mexicano colocó una emisión por 300 millones de marcos alemanes, que constituyó la primera operación del gobierno como prestatario soberano realizada en el mercado de eurobonos desde el año 1982. Se han hecho emisiones denominadas en dólares de los Estados Unidos, en marcos alemanes y, en un caso, en *schillings* austríacos. Los bonos con tasa de interés fija han sido el instrumento más común, aunque cabe mencionar que un fabricante

<sup>10</sup> También se efectuó otra emisión por 500 millones de dólares, pero en su mayor parte ésta consistió en la conversión en bonos de obligaciones existentes con la banca internacional. Los 100 millones de dólares en recursos nuevos captados a través de la emisión fueron ligados directamente a esta transformación, y por tal motivo tuvieron las características de los préstamos nuevos no voluntarios realizados en el marco de reestructuraciones de la deuda antigua. Una operación similar por 263 millones de dólares fue realizada a principios de 1989, dirigida a la cancelación de las obligaciones de un banco privado intervenido.



Cuadro 3  
MEXICO Y VENEZUELA: EMISIONES IDENTIFICADAS DE BONOS INTERNACIONALES<sup>a</sup>  
(Millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991 (enero-abril)
<i>Valor de las emisiones</i>				
México	52	250	1 175	517
Sector público	—	100	753	447
Sector privado	52	150	422	70
Venezuela	256	10	211	—
Sector público	256	10	131	—
Sector privado	—	—	80	—
<i>Número de emisiones</i>				
México	1	2	15	4
Sector público	—	1	8	3
Sector privado	1	1	7	1
Venezuela	3	1	3	—
Sector público	3	1	1	—
Sector privado	—	—	2	—
<i>Emisiones por moneda</i>				
Dólares	3	3	13	3
Marcos alemanes	1	—	4	1
Schillings austríacos	—	—	1	—

**Fuente:** Compilado sobre la base de información de *Latin Finance*, *Financial Times*, *International Financing Review*, *El mercado de valores*, y *LDC Debt Report*.

<sup>a</sup>Excluye emisiones efectuadas en el marco de reestructuraciones de obligaciones existentes con la banca comercial. Tampoco incluye los instrumentos garantizados por ingresos de exportación. Las emisiones denominadas en monedas europeas han sido traducidas a dólares al tipo de cambio medio del mes en que fueron colocadas.

privado de cemento, Cemex, ha colocado una emisión de bonos convertibles en acciones, siendo ésta la primera operación de esa índole que se conoce en la región.

Por su parte, Venezuela efectuó tres nuevas emisiones en 1990. Dos empresas privadas colocaron bonos no garantizados y la corporación petrolera estatal, PDVSA, efectuó una operación por 200 millones de marcos alemanes a través de una filial en las Islas Bahamas.

Las cifras presentadas en el cuadro 3 se refieren al valor par o nominal de los bonos emitidos. Como puede verse allí, los montos involucrados han sido significativos: en el caso de México llegaron a alrededor de 1 200 millones

de dólares en 1990. Cabe mencionar, sin embargo, que las cifras señaladas en el cuadro sobrestiman, por varias razones, la contribución de las operaciones a la balanza de pagos de los países en cuestión. En primer lugar, debe considerarse el pago de comisiones por la colocación de los bonos, que en el mercado de eurobonos convencionalmente ha sido de alrededor de 2 a 2.5% del valor par de los instrumentos.<sup>11</sup> Además, algunos bonos mexicanos se han colocado en el

<sup>11</sup> La comisión que pagan los bonos extranjeros en Alemania y Japón se sitúa en torno al 2%, mientras que en el mercado de Estados Unidos fluctúa entre 0.5 y 1%. Véase Grabbe, 1986, p. 290.

mercado con cierto descuento. También debe tenerse en cuenta que varias de esas emisiones de bonos se han llevado a cabo a través de filiales en el exterior, por lo que los montos captados por su venta no siempre han ingresado al mercado nacional de divisas. Finalmente, en el caso de dos emisiones efectuadas por empresas privadas mexicanas, los bonos fueron garantizados por depósitos en efectivo en moneda extranjera, dando la impresión de que la motivación principal de los prestatarios fue ganar prestigio en el mercado internacional. No obstante, aun si se consideran solamente las emisiones realizadas por entidades públicas, la mayor parte de las cuales fueron colocadas cerca de su valor par, los recursos efectivamente captados (descontando el pago de comisiones a una tasa máxima de 2.5%) habrían alcanzado un valor cercano a los 730 millones de dólares, monto que de todas maneras es significativo.

En lo que se refiere al origen de los recursos captados mediante las emisiones recientes de bonos, los compradores principales de las colocaciones iniciales fueron inversionistas latinoamericanos. Por lo tanto, esas emisiones funcionaron como un mecanismo para la repatriación de capitales privados. No obstante, luego se diversificó la composición de los compradores, y creció la participación de inversionistas extranjeros, tanto institucionales como individuales. Por ejemplo, según la OCDE los principales compradores de los valores mexicanos en 1990 fueron empresas estadounidenses de seguros y fondos mutuos que se especializan en bonos de alto rendimiento y en inversiones en América Latina. Además, se señala que algunos fondos tradicionales de bonos habían mostrado cierto interés en invertir en las nuevas colocaciones de bonos mexicanos (OCDE, 1990, p. 71).

Varios factores específicos han contribuido al regreso de emisores mexicanos y venezolanos al mercado internacional de bonos. Por el lado de la demanda, como se señaló en la sección anterior, hay inversionistas interesados en diversificar sus carteras a través de la incorporación en ellas de instrumentos financieros con un rendimiento relativamente alto. Por otra parte, el restablecimiento de la estabilidad macroeconómica y el avance en el proceso de reforma económica, orientado a dar mayor ponderación a las fuerzas del mercado, han inspirado confianza a los in-

versionistas extranjeros, sobre todo en el caso de México. Las impresiones favorables sobre el rumbo de la economía mexicana se reforzaron cuando las autoridades anunciaron a mediados de 1990 su decisión de reprivatizar la banca comercial del país, así como su intención de comenzar negociaciones con los Estados Unidos para establecer una zona de libre comercio entre ambos países. En Venezuela el proceso de ajuste estructural ha avanzado menos, dado que sólo se inició a principios de 1989. No obstante, la balanza de pagos del país se ha fortalecido notoriamente, en particular después del alza que experimentó el precio del petróleo a partir de agosto de 1990.

En la disposición del mercado financiero internacional también han influido en forma positiva los acuerdos logrados por México y Venezuela para reprogramar y reducir la carga de la deuda bancaria existente.<sup>12</sup> Se han calificado como relativamente modestas las reducciones de la deuda y del pago de interés alcanzadas (CEPAL, 1990b, pp. 21-22), pero los acuerdos han despejado el camino para las relaciones futuras de esos países con sus acreedores privados internacionales. Aunque ha subido notablemente la participación de las obligaciones representadas por bonos en la deuda externa total de los países mencionados, a raíz de la transformación en bonos de gran parte de los préstamos bancarios antiguos, todavía se cree que el servicio de los nuevos bonos de emisión directa en el mercado internacional de capitales tendrá prioridad por encima de todas las otras categorías de obligaciones con acreedores privados (Purcell, Damran y Franklin, 1990). A nivel microeconómico, la solvencia financiera de las entidades emisoras ha sido una condición necesaria para acceder al mercado, sobre todo si se trata de empresas privadas, a las cuales se les suele atribuir un mayor riesgo comercial que a los organismos públicos. Otro elemento que ha contribuido a la buena acogida de los bonos por los inversionistas es el hecho de

<sup>12</sup> México llegó a un arreglo preliminar con los bancos acreedores en julio de 1989, firmó el acuerdo definitivo en febrero de 1990 y realizó el intercambio de las obligaciones viejas por los instrumentos nuevos en marzo de ese mismo año. Por su parte, Venezuela acordó los lineamientos principales de su esquema de reducción con el comité asesor de bancos en marzo de 1990 y firmó el acuerdo final en diciembre de ese mismo año.

que varios de los emisores tengan ingresos importantes de divisas por concepto de exportaciones. Empresas orientadas principalmente al mercado interno a veces han tenido que constituir garantías especiales para lograr una mayor aceptación.<sup>13</sup>

Por el lado de la oferta, lo que más ha inducido a empresas mexicanas y venezolanas a acudir al mercado internacional de capitales ha sido la insuficiencia y alto costo del financiamiento interno. Los mercados crediticios internos suelen carecer de la dimensión y diversidad necesarias para cubrir todas las exigencias financieras de las grandes empresas nacionales, tanto públicas como privadas, que están llevando a cabo proyectos de inversión importantes encaminados a ampliar y reconvertir su capacidad productiva. En México, hasta hace poco, las tasas de interés internas se situaban en niveles muy elevados en términos reales. Por ello, el financiamiento externo ha sido atractivo, a pesar de su costo relativamente alto en términos internacionales y del riesgo cambiario inherente a tomar créditos en moneda extranjera.<sup>14</sup>

Además de la insuficiencia y del costo elevado de los créditos internos, otro factor que probablemente ha motivado a los emisores latinoamericanos de bonos ha sido el deseo de diversificar sus fuentes de financiamiento. Por último, y como se mencionó antes, en unos pocos casos la razón principal aparentemente ha sido

la aspiración de ganar prestigio y renombre en el mercado financiero internacional.

El costo del financiamiento obtenido en el mercado externo en un principio era bastante elevado. En efecto, el rendimiento inicial de las primeras emisiones fluctuaba entre 7 y 8 puntos porcentuales por encima de la tasa Libor a seis meses. Además de compensar a los inversionistas por el factor de riesgo inherente al país, el alto rendimiento quizás también reflejaba ciertas deficiencias del mercado en la medición de la calidad crediticia de las entidades emisoras; hasta cierto punto, fue un precio que hubo que pagar para retornar al mercado. No obstante, a medida que avanzaba el año 1990 se notaba una clara declinación en el rendimiento de las nuevas colocaciones realizadas por entidades públicas mexicanas, que llegaron a niveles de la Libor más 3 a 4 puntos porcentuales. En cambio, hacia fines de ese año, las emisiones lanzadas por empresas privadas todavía pagaban la Libor más alrededor de 6 puntos, reflejando el mayor riesgo comercial percibido por el mercado con respecto a estos instrumentos.

La tendencia declinante de la prima por riesgo de las colocaciones mexicanas demuestra que ha aumentado la confianza de los inversionistas, a medida que éstos van conociendo mejor la situación financiera de las entidades emisoras. Por otra parte, la consolidación del proceso de reforma estructural de la economía del país y la conclusión del proceso de reestructuración de la deuda existente con la banca comercial también han contribuido a mejorar la clasificación crediticia de los bonos mexicanos. Según algunos expertos en la materia, la tendencia hacia menores rendimientos debería consolidarse en el futuro cercano, a medida que vaya aumentando el grado de liquidez que los bonos de países latinoamericanos tengan en el mercado (Purcell, Damran y Franklin, 1990).

Aparte de tener un costo relativamente elevado, sobre todo en las emisiones iniciales, los bonos colocados por México y Venezuela han tenido plazos comparativamente cortos. En el caso de los instrumentos emitidos por entidades públicas, los vencimientos han fluctuado entre tres y cinco años, y han sido algo más cortos para gran parte de las emisiones de empresas privadas. Por lo tanto, en el futuro habrá que mante-

<sup>13</sup> Por ejemplo, la empresa mexicana de cigarrillos Empresas La Moderna, cuyos ingresos en divisas representan menos del 3% de sus ventas totales, ofreció en garantía acciones de dos de sus subsidiarias para apoyar la emisión de un eurobono por 65 millones de dólares, efectuada a principios de 1990 (Véase *Latin Finance*, 1990a).

<sup>14</sup> Para ilustrar el alto costo del financiamiento en moneda nacional en México, se puede decir que la tasa real anualizada de los Certificados de la Tesorería (instrumentos a corto plazo emitidos por el tesoro mexicano y conocidos como Cetes) fue de 38% en el primer semestre de 1989. Aunque se redujo algo en el segundo semestre luego de alcanzarse un acuerdo en principio con la banca comercial internacional, dicha tasa real se mantuvo en un nivel elevado. Para el año en conjunto la tasa real acumulada de los Cetes llegó a alrededor de 30%. Por otra parte, las tasas internas, traducidas a moneda extranjera, exhibieron una diferencia altamente favorable con relación a las externas (Véase Banco de México, 1990). No obstante, a partir del mes de marzo de 1990 se observó un descenso importante de las tasas de interés en el país, particularmente en términos reales.

ner un flujo continuo de nuevas colocaciones para evitar que las transferencias netas asociadas con esta modalidad de financiamiento se conviertan en negativas dentro de poco tiempo.

Por último, cabe señalar que en los acuerdos financieros del Gobierno de Chile con la banca comercial internacional de septiembre de 1990, se incluye una emisión de bonos del tesoro chileno por 320 millones de dólares, colocados en dos etapas: marzo de 1991 (200 millones) y marzo de 1992 (120 millones). Si bien dicha emisión está vinculada a la reprogramación de la deuda

histórica, difiere del patrón normal de nuevos créditos asociados a acuerdos de reestructuración. Habitualmente se requiere que todos los acreedores bancarios contribuyan a los nuevos préstamos (por eso se les denomina "forzosos" o "no voluntarios"). Sin embargo, los bonos chilenos fueron colocados en un número reducido de acreedores grandes (20 bancos en total) que tienen un compromiso a largo plazo con el país. Desde luego, la suscripción representa un paso importante en el regreso de Chile al mercado internacional de capitales privados.

### III

## Instrumentos financieros garantizados por ingresos de exportación

Un segmento del mercado internacional de capitales que ha crecido en años recientes, después de surgir en el mercado financiero de los Estados Unidos, es el de los valores respaldados por activos —tales como cuentas por cobrar, hipotecas e ingresos de exportación— que pertenecen a la entidad emisora. Generalmente se constituye un fideicomiso con los activos para garantizar el servicio de los instrumentos emitidos. Al mejorar de esta manera la capacidad crediticia del prestatario, éste puede obtener recursos bajo condiciones más ventajosas. Se ha empleado este mecanismo con éxito cuando ciertos activos de una entidad determinada poseen una clasificación crediticia más alta que la entidad misma. Habida cuenta de esta circunstancia, la colocación de instrumentos garantizados por activos podría brindar a los países de la región una vía importante para captar nuevo financiamiento externo. Por ello, en esta sección se analiza en forma separada este tipo de títulos.

El mecanismo ha sido empleado en años recientes por prestatarios mexicanos que han ofrecido en calidad de garantía sus cuentas por cobrar en moneda extranjera. El pionero en esto fue la empresa nacional de telecomunicaciones Telmex. Dicha firma obtuvo financiamiento por valor de 420 millones de dólares en 1987 y 364 millones en 1988, a través de la venta de sus futuras cuentas por cobrar con la empresa nor-

teamericana AT & T, como producto del saldo neto a su favor originado por llamadas telefónicas internacionales. Telmex tuvo acceso nuevamente a este tipo de financiamiento a fines de 1989 y a principios de 1990 por montos de 324 y de 335 millones de dólares, respectivamente (*Latin Finance*, 1990b, pp. 28-29). Similares fueron las operaciones llevadas a cabo en 1990 por dos bancos comerciales, que ofrecieron en garantía sus cuentas por cobrar producto de transacciones con tarjetas de crédito, y por la Comisión Federal de Electricidad, que constituyó un fideicomiso sobre la base de sus ventas futuras de energía eléctrica al estado de California. Se estima que los recursos totales captados por México en 1990 a través de estas operaciones alcanzaron a 900 millones de dólares. A principios de 1991, Telmex realizó una quinta emisión basada en sus cuentas por cobrar por un monto sin precedentes de 570 millones de dólares, operación que se ha calificado como el mayor financiamiento voluntario logrado en el mercado internacional por una entidad latinoamericana desde 1982. Por otra parte, a diferencia de las emisiones anteriores, en esta oportunidad participaron inversionistas institucionales tanto de Europa y Japón como de los Estados Unidos (*Financial Times*, 1991).

Una modalidad algo diferente fue utilizada en 1990 por un fabricante venezolano de alumi-

nio, con el propósito de obtener un crédito de 45 millones de dólares para completar el financiamiento de un proyecto de expansión de su capacidad productiva. En este caso, los recursos fueron suministrados en calidad de prepago por exportaciones futuras de metal. Dos operaciones similares fueron llevadas a cabo en el mismo año por una empresa siderúrgica privada, juntando de esa manera un total de 90 millones de dólares de financiamiento nuevo.

Desde el punto de vista de los emisores, las operaciones de esta índole tienen una ventaja importante: por lo que se sabe, la tasa de interés pagada por los recursos captados es menor que en el caso de los bonos tradicionales. Por ejemplo, la última emisión efectuada por Telmex fue colocada a una tasa de sólo 1.5 puntos porcentuales por encima de la tasa para letras del tesoro de los Estados Unidos. Sin embargo, una desventaja de este mecanismo es la de que puede quitar cierta flexibilidad a las entidades emisoras en el

manejo futuro de sus ingresos en moneda extranjera. Por otra parte, la estructuración de las operaciones suele involucrar problemas técnicos y legales que hacen subir sus costos iniciales.

Valdría la pena estudiar en más detalle la factibilidad y conveniencia de que otros países de la región coloquen títulos como los descritos en esta sección, que tienen la característica común de estar respaldados por ingresos en moneda extranjera. Dado que esta modalidad de financiamiento encierra para los inversionistas foráneos una disminución importante del factor de riesgo asociado al país, podría ser aprovechada por países que todavía no han restablecido plenamente su reputación crediticia en el mercado financiero internacional.<sup>15</sup> De esa forma podría transformarse en un mecanismo apto para lograr un acercamiento inicial a fuentes privadas de financiamiento externo, dejando para una etapa posterior la colocación de instrumentos no garantizados.

## IV

### La inversión extranjera de cartera

#### 1. *Inversión extranjera directa y de cartera*

La importancia de la contribución que puede hacer la inversión extranjera directa al crecimiento y la modernización económica de los países en desarrollo, incluidos los de América Latina, se reconoce hoy ampliamente. Esta situación contrasta de manera notable con el cuestionamiento del papel de las empresas transnacionales que fue común, en particular durante los años setenta, cuando cobró mucha influencia la teoría de la dependencia. Sin embargo, se ha dedicado mucho menos atención a la inversión extranjera de cartera, aunque últimamente se ha visto en los medios especializados un creciente interés por la evolución de las bolsas de valores en los llamados mercados emergentes, ubicados por lo general en países en desarrollo.

La diferencia básica entre la inversión directa y la de cartera radica en que, en la primera, el inversionista procura obtener una participación permanente y efectiva en la dirección de la em-

presa en la cual efectúa su aporte accionario, mientras que en la segunda no se busca el control gerencial.<sup>16</sup> Por lo tanto, la participación extranjera en el capital social tiende a ser mayor cuando hay inversión directa, aunque no siempre es necesario poseer la mayoría de las acciones comunes

<sup>15</sup> En este sentido cabe señalar que en la primera parte de 1990 la empresa brasileña Embratel logró captar recursos externos a través de la venta a futuro de cuentas por cobrar por el monto de 50 millones de dólares, correspondientes a llamadas telefónicas internacionales. También se informa que transacciones similares, de escala modesta, han sido estructuradas para empresas de Argentina y Jamaica (*América Económica*, 1990, p. 11).

<sup>16</sup> La utilidad de esta distinción ha sido ampliamente reconocida en la literatura sobre inversión extranjera. Además, el Fondo Monetario Internacional recomienda su uso para contabilizar los flujos de capital en la balanza de pagos. Nótese, sin embargo, que de acuerdo a la definición sugerida por el FMI, la inversión de cartera comprende no sólo las acciones y otras participaciones de capital social, sino también los bonos a largo plazo, mientras que en el presente trabajo estos flujos se analizan por separado (FMI, 1977, pp. 142-153).

de una empresa para lograr un peso determinante en su administración.

Es útil distinguir entre la inversión extranjera directa y la de cartera, porque existen diferencias significativas tanto en las características como en las motivaciones de los inversionistas respectivos. La inversión de cartera generalmente es realizada por inversionistas individuales y, cada vez con más frecuencia, por inversionistas institucionales. Las decisiones de estos agentes en cuanto a la composición de sus carteras se determinan únicamente por consideraciones de rentabilidad y riesgo. En cambio, la mayor parte de la inversión directa la hacen grandes empresas, productoras tanto de bienes como de servicios. En este tipo de inversión se toman en cuenta no sólo los factores generales de rentabilidad y riesgo, sino también elementos específicos de la estructura del mercado en industrias determinadas, y sobre todo la posibilidad de explotar ventajas monopolísticas (tecnología, capacidad gerencial, productos diversificados, acceso al mercado internacional, etc.) a través de la inversión extranjera.<sup>17</sup>

El tema que se aborda en esta sección es el de la inversión extranjera de cartera y su aporte potencial al financiamiento externo de la región. Hasta hace poco esta forma de inversión extranjera tuvo escasa relevancia en América Latina, y todavía perdura esta situación en muchos países de la región. Los factores que explican la baja participación de inversionistas foráneos en los mercados latinoamericanos de valores han sido de diverso orden. Entre ellos sobresalen: las restricciones impuestas por los mismos países a la entrada y salida de capitales extranjeros; la estrechez de los mercados formales de valores y las grandes fluctuaciones anotadas en los precios de las acciones; las deficiencias que a menudo han existido en el marco institucional y regulador, y que han restado transparencia al funcionamiento del mercado; la inestabilidad frecuente en el entorno macroeconómico, caracterizada por grandes y repentinas devaluaciones y por pérdidas cambiarías para los inversionistas externos; y, fi-

nalmente, la falta de información confiable y actualizada sobre el comportamiento de los mercados de valores ubicados en América Latina y otras regiones en desarrollo.

Sin embargo, los impedimentos a la inversión extranjera de cartera han empezado a disminuir en años recientes, en algunas áreas con más rapidez que en otras, y esto ha impulsado un flujo importante de recursos externos a través de esa vía hacia varios países latinoamericanos.

Cabe destacar que algunos mercados de valores en la región, al igual que aquéllos en varios países en desarrollo de otras regiones, han tenido un comportamiento dinámico desde mediados de los años ochenta. En el cuadro 4 se muestra la evolución de los mercados latinoamericanos entre 1984 y 1989, junto con cifras comparativas tanto de otros mercados emergentes como de los mercados de países desarrollados. Como se puede ver, medidos en dólares de los Estados Unidos, los mercados de México y Chile acrecentaron aceleradamente su capitalización (valor total de las acciones cotizadas, calculado a base de precios actuales) durante el periodo indicado. También los mercados de Jamaica y Argentina exhibieron altas tasas de crecimiento en ese mismo lapso. Sin embargo, los mercados de otros países tuvieron un comportamiento mucho menos favorable, y la capitalización de los mercados latinoamericanos en su conjunto, como proporción del total mundial, retrocedió algo para situarse en menos de 1% de éste a fines de 1989. Por lo demás, hasta en los mercados más dinámicos de la región las tasas de crecimiento de su valor capitalizado fueron menores que las obtenidas por algunos mercados emergentes de Asia.

Los mercados de México y Chile siguieron expandiéndose a paso firme tanto en 1990 como en los primeros meses de 1991, mientras que el mercado venezolano, luego de descender fuertemente en 1989, experimentó un aumento vertiginoso al año siguiente. Habida cuenta de las tasas de rentabilidad favorables registradas en el pasado reciente, no debería sorprender que algunos inversionistas institucionales de los centros financieros mundiales hayan empezado a mostrar interés en ciertos mercados latinoamericanos. La disposición de invertir en mercados emergentes, que se manifestó primero en países asiáticos y del sur de Europa y últimamente se ha extendido a mercados latinoamericanos, se ha

<sup>17</sup> El primer trabajo que analizó los factores determinantes de la inversión directa desde este punto de vista fue el de Hymer, 1960. Un trabajo más reciente que recoge los avances teóricos durante el período intermedio es el de Lall, 1980.

Cuadro 4  
TAMAÑO DE LOS MERCADOS EMERGENTES DE VALORES  
(Miles de millones de dólares)

	Número de empresas cotizadas		Capitalización	
	Dic. 1984	Dic. 1989	Dic. 1984	Dic. 1989
<i>América Latina</i>	1 692	1 747	37.9	85.5
Argentina	236	178	1.2	4.2
Brasil (São Paulo)	522	592	29.0	44.4
Chile	208	213	2.1	9.6
Colombia	180	82	0.8	1.1
Costa Rica	41	78	0.2	0.2 <sup>a</sup>
Jamaica	36	45	0.1	1.0
México	160	203	-2.2	22.6
Perú	157	265	0.4	0.8 <sup>b</sup>
Trinidad y Tabago	36	31	0.8	0.4
Venezuela	116	60	1.1 <sup>c</sup>	1.2
<i>Otros mercados emergentes</i>	6 449	8 835	55.9	525.7
Taiwán (Pr. Ch.)	123	163	9.9	237.0
Corea (República de)	336	502	6.2	140.9
India	3 882	6 000	8.0	27.3
Malasia	217	238	19.4	39.8
Otros	1 891	1 932	12.3	80.5
<i>Mercados desarrollados</i>	17 472	18 690	3 328.0	11 095.4
Japón	1 444	2 019	644.4	4 392.6
Estados Unidos	7 977	6 727	1 862.9	3 505.7
Reino Unido	2 171	2 015	242.7	826.6
Alemania	449	628	78.4	365.2
Francia	504	668	41.1	364.8
Otros	4 927	6 633	458.4	1 640.5

Fuente: Corporación Financiera Internacional, *Emerging Stock Markets Factbook 1990*, Washington D.C., abril de 1990.

<sup>a</sup> 1986.

<sup>b</sup> 1987.

<sup>c</sup> 1985.

apoyado en la teoría moderna de la diversificación del riesgo. Esa teoría se desarrolló a nivel académico en los años sesenta y de ella se desprende que se puede disminuir el riesgo global de una cartera e incrementar su rendimiento esperado si se tiene una cartera diversificada de inversiones, aun cuando algunos de los valores que la componen sean muy riesgosos. Por otra parte, ha mejorado notablemente la cantidad y calidad de la información disponible acerca del comportamiento de los mercados emergentes, particularmente a través de los esfuerzos realizados por la Corporación Financiera Internacional (CFI) del Banco Mundial.

A la vez, en los últimos tiempos se ha produ-

cido en la región una liberalización de los controles sobre la inversión extranjera en general, y en algunos casos se han adoptado medidas específicas para fomentar la inversión extranjera de cartera en particular. En varios países sigue habiendo serias trabas administrativas y tributarias, pero en términos generales las barreras a la inversión extranjera de cartera han disminuido mucho. No obstante, las perspectivas macroeconómicas sombrías que todavía persisten en un número importante de países de la región constituyen un fuerte desincentivo para los inversionistas extranjeros que buscan nuevas áreas para colocar una parte de sus carteras.

Tres son las modalidades de inversión ex-

trajera de cartera: las inversiones realizadas por intermedio de un fondo especializado; las colocaciones efectuadas directamente en los mercados internos de valores, y la compra por inversionistas extranjeros de acciones de empresas latinoamericanas que se cotizan en el mercado de valores de algún país industrializado.

## 2. Fondos de inversión extranjera

Hasta ahora, una proporción significativa de los recursos externos captados por la vía de inversión de cartera se ha obtenido mediante fondos de inversión extranjera (*country funds*). Dichos fondos son administrados por entidades financieras especializadas que, a cambio de una comisión, manejan las inversiones de los participantes. Hay dos tipos de fondos: los fondos cerrados, en los cuales el participante que desea retirarse tiene que vender sus derechos a otro inversionista; y los fondos abiertos, que realizan compras y ventas de títulos en la bolsa local de valores en respuesta a los depósitos y retiros netos de los inversionistas. Por otra parte, los fondos pueden ser de colocación pública, cotizándose sus derechos de participación en un mercado de valores en el exterior (normalmente Londres o Nueva York), o bien de colocación privada, si los recursos son aportados directamente por inversionistas extranjeros.

El primer fondo de inversión extranjera latinoamericano fue lanzado en la Bolsa de Nueva York en 1981 para canalizar recursos por un valor de 150 millones de dólares hacia México. Poco tiempo después, estalló la crisis económica ligada al problema de la deuda externa, con su inevitable efecto adverso en la disposición de los inversionistas extranjeros a arriesgar sus recursos en la región. Sólo al cabo de seis años se reanudó la constitución de fondos de inversión extranjera en América Latina, con la formación en 1987-1988 de cuatro entidades de esa índole en Brasil. En 1989-1990 se expandió considerablemente el número de fondos establecidos. En este período se destacó la experiencia de Chile —que por su importancia se analiza en cierto detalle en esta sección—, y se constituyeron tres nuevos fondos en México. También se han establecido varios fondos regionales para América Latina, cuyas carteras están conformadas por inversiones en diversos países, mientras que algunos fondos glo-

bales para mercados emergentes han realizado inversiones en títulos latinoamericanos.<sup>18</sup>

En Chile la instalación de fondos de inversión extranjera ha sido fomentada por un marco jurídico especial, establecido por la Ley N° 18.657, que fue promulgada en septiembre de 1987. Pueden acogerse a esta normativa los fondos de colocación pública o privada que capten recursos fuera del territorio nacional, para ser destinados a la compra de valores de oferta pública emitidos en Chile.<sup>19</sup>

Una condición para que los fondos de colocación pública se acojan a esta legislación es que sean de carácter cerrado. Por lo tanto, cuando un inversionista de un fondo decide retirar su aporte, tiene la obligación de vender sus derechos en el mercado de valores en el exterior donde se transen tales cuotas de participación, cautelándose así que el patrimonio del fondo en Chile no varíe. Con ello se pretende evitar el riesgo de una eventual inestabilidad en el funcionamiento del mercado de valores y de la divisa. La legislación también exige de estos fondos un capital de por lo menos un millón de dólares, y establece un tiempo mínimo para su funcionamiento que es de cinco años.

Para evitar que los accionistas extranjeros vayan desplazando a los accionistas locales en la propiedad y control de una sociedad nacional, se estipula que las inversiones de un fondo no pueden exceder el 5% del capital social con derecho a voto de un mismo emisor. Tal participación puede aumentar a un 15% cuando el 10% adicional corresponde a acciones de primera emisión suscritas y pagadas por el mismo fondo, pero en ningún caso los fondos en su conjunto pueden poseer más del 25% de las acciones emitidas por una misma sociedad anónima.

Por otra parte, la inversión en instrumentos

<sup>18</sup> Además, se han establecido varios fondos de conversión de la deuda externa en países como Chile, Argentina y Venezuela. Aunque estos fondos realizan inversiones en los mercados de valores de su país, no captan nuevos recursos ya que se financian mediante la conversión en moneda nacional de títulos de la deuda externa.

<sup>19</sup> También se han constituido dos fondos que se rigen por el Decreto Ley N° 600, normativa básica que regula la inversión extranjera en el país. De acuerdo a la información más actualizada disponible (fines de febrero de 1990), estos fondos ingresaron un capital de 24 millones de dólares. Véase Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, 1989.



emitidos o garantizados por un mismo emisor no puede superar el 10% del activo invertido por el fondo en Chile, salvo cuando se trata de títulos emitidos o garantizados por el Estado o el Banco Central. Asimismo, el conjunto de inversiones del fondo en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial no puede exceder el 40% de su activo.

En cuanto a la composición de las inversiones, en Chile se exige al fondo que al final del primer año de funcionamiento al menos un 20% de su activo esté invertido en acciones de sociedades anónimas abiertas; esta cifra no puede ser inferior a 60% después del tercer año. Además,

a lo menos 20% del activo total del fondo debe estar compuesto por instrumentos financieros de largo plazo luego del tercer año de funcionamiento.

Desde un punto de vista tributario, la tasa de impuesto que grava la repatriación de utilidades de los fondos es de 10%, y no existe ninguna restricción para su remesa al exterior. Cabe señalar que éste es un tratamiento tributario de carácter preferencial si se le compara con el que se aplica a las transacciones económicas realizadas por extranjeros no residentes en Chile, cuyas utilidades están afectas a una tasa de tributación neta de 32%. Este tratamiento especial explica

Cuadro 5  
FONDOS DE INVERSION EXTRANJERA EN CHILE<sup>a</sup>  
(Millones de dólares)

Nombre del fondo	Mercado donde se cotiza	Fecha de autorización	Capital máximo a ingresar	Capital ingresado en			
				1989	1990	1991 <sup>b</sup>	Total
Chile Fund Inc.	Nueva York	8/89	200	44	23	—	67
Equity Fund of Latin America	Fondo privado	8/89	100	20	3	17	40
Genesis Chile Fund Ltd.	Londres	10/89	200	22	38	—	60
Emerging Markets Chile Fund	Fondo privado	12/89	75	—	15	1	16
GT Chile Growth Fund Ltd.	Londres	12/89	150	—	90	—	90
Five Arrows Chile Fund Ltd.	Londres	1/90	150	—	65	—	65
New Frontiers Development Trust PLC F.I.C.E. <sup>c</sup>	Fondo privado	1/90	5	—	5	—	5
Latin America Investment Fund, Inc.	Nueva York	7/90	100	—	11	—	11
Latin America Investment Trust PLC	Londres	8/90	50	—	2	3	5
Baring Puma Fund Limited	Londres	12/90	75	—	—	—	—
<i>Total fondos</i>			<i>1 105</i>	<i>86</i>	<i>252</i>	<i>21</i>	<i>359</i>

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

<sup>a</sup>Se refiere a los fondos regulados por la Ley N° 18.657.

<sup>b</sup>Enero - marzo.

<sup>c</sup>Inicialmente llamado CDFC Trust PLC F.I.C.E.

por qué estos fondos se han convertido en el principal mecanismo para canalizar ahorro externo al mercado de valores del país.

En 1989 y 1990 diez fondos fueron autorizados para operar en el país, los que planean invertir en el mercado local un capital máximo de 1 105 millones de dólares (cuadro 5). Durante 1989 ingresaron en total 86 millones de dólares, mientras que en 1990 lo hicieron 252 millones. Por lo tanto, este mecanismo ya ha hecho posible la captación de montos importantes de ahorro externo. A modo de ilustración, vale la pena señalar que el conjunto de los fondos realizó en 1990 casi 43% del total de la inversión extranjera materializada en el país, excluyendo de esta última aquélla correspondiente a la reconversión de la deuda externa.<sup>20</sup>

A fines de 1990, la cartera de los fondos estaba compuesta en 79% por acciones; en 19% por títulos de deuda, es decir, depósitos a plazo, bonos de empresas, letras hipotecarias, y bonos y pagarés del Estado y del Banco Central, y en 2% por otro tipo de inversiones y activos. Sin embargo, hasta ahora sólo una parte marginal de las inversiones de los fondos se ha dedicado a emisiones primarias, por lo cual no han contribuido directamente a la creación de activos fijos nuevos. Esto podría considerarse como un inconveniente, ya que después del ingreso inicial de divisas al país, se produce una salida al extranjero durante un período prolongado en la forma de remesas de dividendos y, posiblemente, repatriaciones de capital, sin que como contrapartida se establezcan nuevas fuentes de generación de ingresos externos. No obstante, aun cuando las colocaciones de los fondos no estén dirigidas a emisiones primarias, de todas maneras dinamizan la demanda de valores de oferta pública y crean más liquidez en el mercado. En esta forma, aumentan en términos indirectos las posibilidades de las empresas que se cotizan en el mercado de captar recursos adicionales para financiar nueva inversión fija, y tal vez nuevas fuentes de generación y ahorro de divisas.

<sup>20</sup> Según cifras preliminares del Banco Central de Chile, en 1990 la inversión extranjera neta, excluyendo las capitalizaciones en virtud del Decreto Ley N° 600 y las conversiones a través del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, alcanzó la suma de 594 millones de dólares.

Para los inversionistas extranjeros, este mecanismo de inversión tiene la ventaja de que les permite poseer una cartera diversificada en el país sin tener un conocimiento detallado del mercado interno de valores. No obstante, lo anterior se traduce en un costo para ellos, dado que deben pagar comisiones a los administradores internos y externos de los fondos. Por tal motivo, los fondos de colocación pública no son un mecanismo particularmente atractivo para grandes inversionistas institucionales que poseen capacidad propia de análisis de los mercados emergentes. Estos inversionistas suelen operar directamente en bolsas extranjeras, pero en el caso chileno existe un fuerte desincentivo tributario en este sentido, como se señaló anteriormente.

Por último, cabe mencionar que, a fines de 1990, el valor de mercado de las acciones que poseían los fondos de inversión extranjera (359 millones de dólares) representó apenas un 2.6% del valor accionario total de la Bolsa de Valores de Santiago (13 636 millones de dólares). Lo anterior pone de relieve que las posibilidades de crecimiento de las colocaciones de los fondos en Chile son todavía considerables, aun después de la notable expansión experimentada en 1990.<sup>21</sup>

### 3. *Compras directas de acciones en los mercados internos de valores*

México es el país que en los últimos tiempos ha logrado atraer mayores recursos externos mediante la compra directa por inversionistas extranjeros de acciones cotizadas en bolsa. Un acontecimiento importante que ha fomentado la entrada de capital foráneo en ese país fue la promulgación, en mayo de 1989, de nuevas disposiciones legales diseñadas para disminuir los controles a los cuales está sometida la inversión extranjera. El nuevo reglamento amplía la gama de sectores en que se permite la inversión extranjera a cerca de 550 de las 754 actividades económicas existentes, admitiéndose la participación

<sup>21</sup> Las regulaciones vigentes no son una restricción significativa en este sentido. Habida cuenta de que la legislación permite a los fondos en su conjunto poseer hasta un 25% de las acciones emitidas por una misma sociedad anónima, la inversión total de los fondos podría haber alcanzado la suma de 3 409 millones de dólares a fines de 1990.

mayoritaria en muchas de ellas.<sup>22</sup> En este contexto, más de la mitad de las principales empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores admiten la participación de la inversión extranjera (*El Mercado de Valores*, 1990a).

Por otra parte, la nueva legislación también crea el esquema de Fondo Neutro para facilitar el ingreso de capitales externos a la bolsa de valores del país. En este esquema se contempla la autorización de fideicomisos en virtud de los cuales inversionistas extranjeros pueden adquirir acciones exclusivas para mexicanos (de las denominadas series "A"), representadas por Certificados de Participación Ordinaria. Dichos certificados sólo incorporan los derechos pecuniarios derivados de las acciones que forman el patrimonio fiduciario, y por tanto no dan derecho a voto. Las acciones fideicometidas integran series "N" o neutras y no se computan para determinar el monto y proporción de la participación de la inversión extranjera en el capital social de las sociedades emisoras. En concordancia con esta disposición, en octubre de 1989 se aprobó la constitución de un fideicomiso en Nacional Financiera S.N.C. (NAFIN), el banco estatal de desarrollo, con el objeto de permitir a los inversionistas extranjeros adquirir acciones de sociedades mexicanas cotizadas en el mercado accionario bursátil del país (*El Mercado de Valores*, 1989). Al finalizar el año 1990, el fondo neutro de NAFIN acumuló un activo total de 686 millones de dólares, habiendo cerrado el año anterior con 36 millones.

Además de las inversiones efectuadas a través del fondo neutro de NAFIN, se estima que las tenencias de acciones de libre suscripción (serie "B") por parte de inversionistas extranjeros son de alrededor de 2 a 3 mil millones de dólares, lo que representa entre un 5% y un 8% de la capitalización total del mercado (Heyman, 1990). Es evidente, por lo tanto, que en México la inversión extranjera de cartera se ha constituido en un mecanismo importante no sólo para captar ahorro externo, sino también para satisfacer las necesidades de financiamiento de empresas grandes cotizadas en la bolsa.

<sup>22</sup> Las actividades que siguen reservadas al Estado incluyen: extracción de petróleo y gas natural; refinación del petróleo; petroquímica básica; generación, transmisión y suministro de electricidad, y transporte ferroviario.

#### 4. Emisiones de acciones en mercados bursátiles en el exterior

Chile se ha valido de la tercera modalidad de inversión extranjera de cartera señalada anteriormente, es decir, la emisión de acciones en un mercado bursátil en el exterior. En julio de 1990 la empresa de telecomunicaciones Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), llevó a cabo una operación de esta índole a través de los certificados de depósitos denominados *American depositary receipts* (ADR).

LOS ADR son certificados negociables emitidos por bancos estadounidenses (llamados "bancos depositarios") que representan a acciones de una empresa no estadounidense. Facilitan el acceso de entidades emisoras extranjeras al mercado de valores de los Estados Unidos, ya que se transan libremente en aquel país, se cotizan en dólares y sus dividendos se reparten en la misma moneda. Para efectuar una emisión de ADR se requiere la aprobación tanto de la Comisión de Valores y Cambios (*Securities and Exchange Commission*), entidad que reglamenta el mercado de valores en los Estados Unidos, como de la bolsa específica donde se pretende transar los certificados.

La colocación hecha por la CTC, cuyo principal accionista es la empresa española Telefónica de España, se realizó en la Bolsa de Valores de Nueva York y constituyó la primera operación de este tipo efectuada por una empresa latinoamericana desde el año 1963 (*Wall Street Journal*, 1990). Se vendieron 6.5 millones de ADR amparados por 110.5 millones de acciones de primera emisión de la empresa, por un valor total de 98.3 millones de dólares. Después de descontar la comisión por concepto de garantía de la emisión pagada al consorcio correspondiente de entidades financieras extranjeras, la cual alcanzó a casi 6% del valor total de la colocación, la empresa recibió alrededor de 92.5 millones de dólares. Esta suma, que representó aproximadamente 13.5% del capital accionario de la CTC en aquel momento, contribuirá al financiamiento del plan de inversiones de la firma, que se calcula en 1.7 mil millones de dólares para el período de 1990 a 1996.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Ventas posteriores de certificados ADR de la empresa resultaron en un ingreso adicional de divisas de 14.3 millones de dólares entre julio de 1990 y enero de 1991 (*El Mercurio*, 1991).

Para permitir colocaciones de estos certificados, como las llevadas a cabo por la CTC, las autoridades del país introdujeron con anterioridad reglamentos especiales al respecto. Las nuevas regulaciones se publicaron bajo el rubro del Capítulo xxvi del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. Entre los requisitos estipulados en dicha normativa se encuentran los siguientes: que el banco depositario estadounidense posea un patrimonio no inferior a mil millones de dólares; que los ADR representen acciones constitutivas de un aumento de capital de la empresa chilena; que los capitales externos aportados no sean menores de 50 millones; y que el valor de mercado de las acciones de la sociedad chilena emisora, previo al aumento de capital, no sea inferior a 100 millones de dólares.

Al margen de las disposiciones específicas que existen en Chile, es evidente que sólo un número relativamente reducido de empresas latinoamericanas puede aspirar a captar recursos en el mercado bursátil de los Estados Unidos mediante la colocación de certificados ADR. Ello se debe en parte a las exigencias estrictas de aprobación y registro impuestas por los organismos competentes en los Estados Unidos (la Comisión de Valores y Cambios y la bolsa de valores pertinente). La empresa que busque este tipo de financiamiento deberá tener como mínimo un tamaño relativamente grande y una situación financiera sólida. Además, para atraer una cantidad suficiente de inversionistas extranjeros, es imprescindible que la posición macroeconómica del país donde está ubicada dicha empresa sea razonablemente fuerte. A pesar de estas limitaciones, existe sin duda la posibilidad de que en América Latina se amplíe considerablemente el uso de esta opción en el futuro. En efecto, además de otras empresas chilenas, varias firmas mexicanas y venezolanas aparentemente están evaluando este mecanismo. Por otra parte, se prevé que la privatización de las empresas de telecomunicaciones de México y Venezuela involucrará ofertas importantes de acciones en los mercados bursátiles internacionales.

Finalmente, cabe señalar que aunque varias empresas mexicanas hicieron uso en 1990 de certificados ADR, esas operaciones, a diferencia del caso de la CTC, no correspondieron a emisiones primarias. Ellas no significan la captación de nuevo capital para las empresas emisoras, y sólo per-

miten la transacción de acciones existentes en el mercado de valores de los Estados Unidos.

##### *5. El potencial de la inversión extranjera de cartera*

Los antecedentes ofrecidos en esta sección indican que la inversión extranjera de cartera en sus diversas formas puede convertirse en una fuente importante de recursos externos para muchos países de la región en los años noventa. Una objeción que se podría hacer a esta forma de financiamiento externo es que resulta muy caro para los países huéspedes, ya que es su alta rentabilidad lo que constituye su principal atractivo para los inversionistas extranjeros. Después de la entrada inicial de capitales externos, puede presentar el inconveniente de remesas fuertes de recursos al exterior en años futuros.

En este sentido, vale la pena distinguir entre los retiros de capital por un lado y las remesas de dividendos por el otro. En cuanto a los primeros, se ha argumentado que el hecho de que una parte importante de la rentabilidad de las inversiones en la bolsa corresponda a ganancias de capital, probablemente signifique que no se producirán presiones inmediatas sobre el mercado de divisas. Si los inversionistas intentaran retirar sus fondos en gran escala, los precios de las acciones caerían y una parte significativa de las ganancias desaparecería (Lessard y Williamson, 1985, pp. 59-60). No obstante, este argumento no desvirtúa la posibilidad de retiros importantes de fondos por parte de inversionistas extranjeros, aunque esto pueda significarles pérdidas de capital, cuando la economía del país huésped atraviesa por momentos difíciles. Esto, constituye sin duda, un riesgo relacionado con la inversión extranjera de cartera.

En cuanto a los segundos, puesto que la tasa de rentabilidad de las empresas tiende a ser procíclica, es posible que las remesas de dividendos a accionistas extranjeros se reduzcan en períodos de dificultades macroeconómicas y de restricciones de la disponibilidad de divisas. Se suele afirmar que ésta es una de las ventajas principales de la inversión extranjera como mecanismo de financiamiento externo frente al endeudamiento, sea a través de préstamos bancarios o de emisión de títulos. No obstante, hace falta una investigación empírica más a fondo para determinar con precisión el comportamiento, durante dife-

rentes fases del ciclo económico, de las remesas tanto de dividendos como de capital relacionadas con la inversión extranjera de cartera.

En una evaluación completa de las ventajas y desventajas de esta modalidad de financiamiento externo, también habría que considerar el efecto que tendría una participación cada vez mayor de inversionistas extranjeros sobre las fluctuaciones de los precios de las acciones en los

mercados bursátiles latinoamericanos. Aunque la mayor liquidez ocasionada por la entrada de capitales externos debería ser un factor estabilizador de los precios, también existe el riesgo de que la mayor presencia de inversionistas extranjeros dé lugar a una transmisión más rápida y acentuada a los mercados nacionales de los trastornos que se originan en las grandes bolsas mundiales.

## V

### Financiamiento proveniente de la banca comercial internacional

Aunque este trabajo no pretende examinar la evolución reciente de las corrientes financieras entre América Latina y la banca comercial internacional, que se ha analizado en forma exhaustiva en otros documentos (CEPAL, 1988 y CEPAL, 1990c), caben algunas observaciones breves acerca de las perspectivas futuras del financiamiento que proviene de esa fuente. En primer lugar, como se señala en la parte introductoria de este trabajo, es efectivamente nula la posibilidad de que América Latina y otras regiones en desarrollo vean la pronta reanudación de los grandes préstamos sindicados destinados al financiamiento global de la balanza de pagos que predominaron en los años setenta. Esta situación, confirmada en muchas ocasiones por voceros de la misma banca internacional,<sup>24</sup> se debe en parte a las pérdidas sufridas por los bancos en el decenio de 1980 en sus carteras latinoamericanas, a raíz de la excesiva expansión de sus préstamos en el período anterior. Por otra parte, el sobreendeudamiento con la banca que persiste en muchos paí-

ses de la región (y que se refleja en los grandes descuentos sobre los títulos de su deuda bancaria que se observan en los mercados secundarios) constituye un desincentivo adicional para el otorgamiento de nuevos préstamos. Finalmente, aun los pocos países que han logrado resolver el problema de endeudamiento excesivo probablemente se vean enfrentados a la renuencia de los bancos a extender préstamos para fines generales. Este fenómeno puede deberse a cierta ineficiencia del mercado de capitales, que se traduce en que los bancos acreedores no distinguen entre los diferentes países de la región en función de su capacidad de pago (Devlin y Guerguil, 1991).

Sin embargo, el hecho de que el mercado de préstamos a gobiernos para financiar la balanza de pagos se encuentra en general cerrado, no quiere decir que no haya posibilidad alguna de captar recursos externos por esa vía. Algunos bancos, particularmente aquellos que no estuvieron involucrados en el proceso de sobreexpansión crediticia hacia la región en los años setenta, pueden estar interesados en otorgar préstamos de este tipo, probablemente en montos relativamente pequeños, a países que han dado pasos firmes hacia el restablecimiento de su solvencia crediticia en el mercado internacional. Así lo demuestra el préstamo por 20 millones de dólares, con 8 años de plazo y una tasa de interés anual de Libor más un punto porcentual, que fue otorgado hacia fines de 1990 a la República de Chile por el banco holandés NMB Postbank. Este em-

<sup>24</sup> Por ejemplo, en un documento emitido en 1987 por encargo de los principales bancos comerciales del mundo se afirma que, como intermediarios privados, cuya primera responsabilidad es hacia sus depositantes y accionistas, los bancos nunca pensaron que tendrían que asumir el papel principal en el otorgamiento de financiamiento permanente de la balanza de pagos... A la luz de lo sucedido a partir de 1982, los bancos comerciales no pueden seguir aceptando esta responsabilidad, porque es incompatible con sus obligaciones fiduciarias (Institute of International Finance, 1987, p. 10).

préstito fue el primer crédito no garantizado concedido en forma voluntaria (es decir, sin vinculación a un acuerdo de reestructuración o refinanciamiento de obligaciones existentes) a un gobierno latinoamericano desde el estallido de la crisis de la deuda externa en el año 1982. Vale la pena subrayar que, antes de realizarse esta operación, el NMB Postbank no había otorgado créditos a Chile. Aunque podría haber otras operaciones de esta índole en el futuro, probablemente serían comparativamente aisladas y por montos limitados. Por lo tanto, es dudoso que en conjunto se conviertan en una fuente significativa de financiamiento externo para la región.

En términos generales, es de esperar que la contribución de la banca comercial en forma de créditos nuevos no atados a la reestructuración de la deuda histórica se restrinja a la financiación de corto plazo del comercio exterior y, en lo que se refiere a préstamos de mediano y largo plazo, al financiamiento de proyectos de inversión.<sup>25</sup> Los créditos para respaldar operaciones de comercio exterior son rotatorios y se considera que significan relativamente poco riesgo para los acreedores. Por tal motivo siempre han estado disponibles para financiar las importaciones latinoamericanas, excepto en circunstancias extremas de incumplimiento de pagos. Bajo condiciones normales tienden a crecer automáticamente con la expansión de las importaciones. No obstante, debería buscarse la manera de mejorar las condiciones en las cuales se otorgan créditos para financiar las importaciones de la región y, sobre todo, la forma de establecer mecanismos más ágiles y eficientes para la financiación de las exportaciones regionales.

En cuanto a los préstamos destinados a financiar proyectos de inversión, cabe destacar que los créditos bancarios para este propósito suelen tener una garantía externa, ya sea de un organismo crediticio oficial de algún país industrializado, de accionistas extranjeros que están participando en el proyecto, o de divisas generadas

por el proyecto cuando éste está orientado al mercado exterior. En tales circunstancias, el riesgo asociado al crédito no está enfrentado por el banco sino por la entidad que otorga la garantía. No obstante, las garantías normalmente no son completas, y por tal motivo existe un elemento residual de riesgo bancario.<sup>26</sup> Por otra parte, a veces hay un componente de crédito bancario sin garantías formales en los paquetes financieros para grandes proyectos de inversión. En este sentido, la CFI —filial del Banco Mundial que apoya al sector privado en los países en desarrollo—, está desempeñando un papel de creciente importancia en la conformación de consorcios de bancos para contribuir al financiamiento de sus proyectos. Si bien estos préstamos sindicados no tienen garantías externas, no representan el restablecimiento de los créditos bancarios voluntarios, ya que la condición especial de la CFI ha asegurado que ningún préstamo de esta naturaleza se incluya en alguna reestructuración de la deuda externa de un país prestatario. No obstante, son promisorias las perspectivas de que esta forma de financiamiento siga aumentando en el futuro.<sup>27</sup>

Por último, cabe subrayar la importancia de la inversión extranjera directa como factor catalítico en la movilización de recursos externos de diversas fuentes, incluida la banca comercial. En efecto, la contribución de proyectos de inversión extranjera al financiamiento de la balanza de pagos suele superar con creces la parte correspondiente al aporte accionario directo. Por ejemplo, en Chile, en el quinquenio de 1986 a 1990, los créditos asociados a la inversión extranjera totalizaron 1.8 mil millones de dólares en términos netos, al tiempo que la inversión directa del exterior (excluidos los fondos de inversión, los certificados ADR, y la capitalización de créditos de las inversiones con pagarés de la deuda externa a través del Capítulo XIX) alcanzó a 700 millones de dólares, según datos del Banco Central de Chile.

<sup>25</sup> Un documento de la propia banca comercial internacional afirma que, en el futuro, los créditos bancarios se desplazarán progresivamente de la financiación de la balanza de pagos y volverán al financiamiento de transacciones comerciales y de inversiones, y el financiamiento de índole general tendrá que ser suministrado cada vez más por acreedores oficiales (Institute of International Finance, 1989, p. 17).

<sup>26</sup> Por ejemplo, los organismos de crédito a la exportación de los países industrializados sólo otorgan garantías por un máximo de un 85% del valor total de un préstamo.

<sup>27</sup> En el año fiscal 1990, los préstamos sindicados para países en desarrollo organizados en concordancia con la CFI sumaron 622 millones de dólares (Corporación Financiera Internacional, 1990).

## VI

## Conclusiones

El mensaje principal que surge del análisis efectuado a lo largo de las páginas anteriores es que, si bien el acceso a nuevo capital externo sigue siendo difícil para la región latinoamericana, hay algunas formas y oportunidades interesantes para que ésta atraiga recursos desde el mercado internacional de capitales privados. Los dos mecanismos principales para canalizar dichas corrientes financieras son los bonos internacionales, incluidos los instrumentos respaldados por ingresos de divisas, y la inversión extranjera de cartera. También existe un potencial importante en lo que se refiere a la financiación de proyectos, particularmente los que involucran inversión extranjera directa.

La experiencia reciente de algunos países de la región —sobre todo México, Chile y Venezuela—, confirma que es factible llevar a cabo estos tipos de operaciones, y demuestra que es significativo el volumen de financiamiento externo que se puede alcanzar a través de ellos.<sup>28</sup> También sugiere que existen varias condiciones mínimas para obtener este tipo de financiamiento, entre ellas la solución de alguna manera u otra del problema de la deuda externa histórica, la existencia de un entorno macroeconómico estable y, en lo que se refiere a los prestatarios, una situación financiera sólida. En todo caso, para aquellos países que todavía no han logrado cumplir plenamente con estas condiciones, el mecanismo de los títulos respaldados por ingresos de exportación podría ser manera de obtener cierto financiamiento sin demoras excesivas, iniciando así un proceso de reaceramiento al mercado internacional de capitales.

Los instrumentos financieros examinados en

este trabajo, en particular los bonos convencionales, tienen evidentes rasgos en común con el tipo de financiamiento externo que obtuvieron los países de América Latina antes de la explosión crediticia de los años setenta, centrada predominantemente en la banca comercial. No obstante, hay una diferencia fundamental en el contexto internacional, que hace que los mecanismos aquí descritos tengan un potencial de desarrollo mayor que en épocas precedentes. Esa diferencia reside en la profunda transformación que ha experimentado el mercado financiero internacional, caracterizado hoy por un mayor grado de integración y sofisticación. Hay actualmente un volumen cada vez mayor de recursos que, bajo circunstancias apropiadas, los inversionistas institucionales e individuales de los países industrializados estarían dispuestos a colocar en mercados emergentes, como los de América Latina. Por otra parte, también hay una gama mucho mayor de instrumentos disponibles para satisfacer las necesidades específicas de prestatarios determinados.

Finalmente, cabe advertir que la integración a la dinámica propia de los movimientos internacionales de capital privado podría tener consecuencias no enteramente positivas para países en desarrollo como los de la región. En particular, el carácter inestable y la naturaleza procíclica de tales movimientos hacen que una estrategia de financiamiento externo centrada en ellos pueda plantear problemas serios en lo que respecta al manejo macroeconómico. Cuando las condiciones externas son adversas, la renuencia del mercado internacional de capitales a mantener el suministro de recursos financieros podría agravar posibles situaciones de déficit de balanza de pagos. Por el contrario, en condiciones de auge económico y de relativa abundancia de divisas, posiblemente habría una sobreoferta de recursos externos, traducándose en algunas dificultades, como revaluaciones del tipo de cambio real de la moneda nacional y aumentos desmesurados de la deuda externa. Por otra parte, la integración al mercado financiero internacional

<sup>28</sup> En cuanto a México, no es aventurada la afirmación hecha hacia fines del año pasado por el Subsecretario de Asuntos Financieros Internacionales de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de dicho país, "el regreso de México a los mercados de capital es ya una realidad y ha llegado mucho antes de lo que se esperaba" (José Ángel Gurría, "México: una nueva era en el financiamiento externo", ponencia expuesta durante el simposio *Investment in Mexico*, 23 de octubre de 1990, y publicada en *El mercado de valores*, 1990b).

expone más a las fluctuaciones de las tasas de interés internacionales y de los tipos de cambio entre las monedas principales, oscilaciones que han aumentado en magnitud y frecuencia en los últimos años (UNCTAD, 1990, pp. 122-130). Estos constituyen costos potencialmente importantes de las modalidades de financiamiento analizadas en este artículo. Parece necesario, por lo tanto, evaluar sistemáticamente el uso de esos instrumentos financieros, comparándolos con el de otras posibles fuentes de financiación externa,

como los créditos bilaterales y multilaterales y la inversión extranjera directa. Más aún, habría que vigilar —y de ser necesario regular— la entrada de capitales privados para evitar una repetición de los excesos de los años setenta, cuando una apertura irrestricta al financiamiento externo privado (en esa ocasión proveniente de la banca comercial) condujo a una situación de sobreendeudamiento, que desembocó en el doloroso proceso de ajuste y recesión que tuvo lugar en los años ochenta.

#### Bibliografía

- América Economía, N° 37 (1990): año 4, Nueva York, Nanbei Ltd., marzo.
- Banco de México (1990): *Informe económico 1989*, México, D.F..
- Banco Mundial (1990a): *World debt tables 1990-1991: External debt of developing countries. Analysis and summary tables*, vol. 1, Washington, D.C., diciembre.
- \_\_\_\_\_ (1990b): *World debt tables 1989-1990: External debt of developing countries. First supplement*, Washington, D.C., abril.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1988): *La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe*, serie Estudios e Informes de la CEPAL, N° 72, Santiago de Chile, septiembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.88.II.G.10.
- \_\_\_\_\_ (1990a): *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1989*, Santiago de Chile, diciembre. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.90.II.G.2.
- \_\_\_\_\_ (1990b): *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe* (LC/G. 1646), Santiago de Chile, 19 de diciembre.
- \_\_\_\_\_ (1990c): *América Latina y el Caribe: opciones para reducir el peso de la deuda* (LC/G. 1605 (SES. 23/5)), Santiago de Chile, 19 de marzo.
- Corporación Financiera Internacional (1990): *Informe anual 1990*, Washington, D.C.
- Devlin, Robert (1989): *Debt and crisis in Latin America: The supply side of the story*, Princeton, Nueva Jersey, Princeton University Press.
- Devlin, Robert y Martine Guerguil (1991): América Latina y las nuevas corrientes financieras y comerciales, *Revista de la CEPAL*, N° 43 (LC/G.1654-P), Santiago de Chile, abril.
- El Mercado de Valores*, N° 21 (1989): La Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras autoriza fideicomiso para inversionistas extranjeros, 1 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ , N° 19 (1990a): Cómo invertir en la bolsa mexicana de valores, México, D.F., Nacional Financiera, S.N.C., 1 de octubre.
- \_\_\_\_\_ , N° 22 (1990b): México, D.F., Nacional Financiera, S.N.C., 15 de noviembre.
- El Mercurio* (1991): Santiago de Chile, 28 de febrero.
- Financial Times* (1991): Londres, Inglaterra, 1 de febrero.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1977): *Manual de balanza de pagos*, cuarta edición, Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_ (1990): *International capital markets: developments and prospects*, Washington, D.C., abril.
- \_\_\_\_\_ (1991): *Boletín del FMI*, Washington, D.C., 21 de enero.
- Grabbe, J. Orlin (1986): *International financial markets*, Nueva York, Elsevier.
- Heyman, Timothy (1990): *The Mexican stock market*, transcripción, Miami, Latin America Financial Forecast Conference, septiembre.
- Howell, Michael y Angela Cozzini (1990): *International equity flows: new investors, new risks and new products*, Londres, Salomon Brothers, agosto.
- Hymer, Stephen (1960): The international operations of national firms: a study of direct foreign investment, tesis de doctorado, Boston, Massachusetts Institute of Technology (MIT), mimeo.
- Institute of International Finance (1987): *Restoring market access: new directions in bank lending*, Washington, D.C., The Institute of International Finance, Inc., junio.
- \_\_\_\_\_ (1989): *The way forward for middle-income countries*, Washington, D.C., The Institute of International Finance, Inc., enero.
- Lall, Sanjaya (1980): Monopolistic advantages and foreign involvement by U.S. manufacturing industry, *Oxford Economic Papers*, vol. 32, N° 1, Oxford, Oxford University Press, marzo.
- Latin Finance, N° 18 (1990a): Entering the modern era, Latin American Financial Publications, Inc., Nueva York, junio.
- \_\_\_\_\_ , N° 22 (1990b): Latin American Financial Publications, Inc., Nueva York, noviembre.
- Lessard, Donald R. y John Williamson (1985): *Financial intermediation beyond the debt crisis*, Washington, D.C., Institute for International Economics (IIE), septiembre.
- Levich, Richard M. (1988): Financial innovations in international financial markets, *NBER Summary Report. The United States in the world economy*, Martin Feldstein (comp.), Chicago, University of Chicago Press.
- Massad, Carlos (1991): Hechos externos, políticas externas y ajuste estructural, *Revista de la CEPAL*, N° 43 (LC/G.1654-P), Santiago de Chile, Naciones Unidas, abril.
- OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos) (1984): *Financial Market Trends*, París, marzo.
- \_\_\_\_\_ (1990): *Financial Market Trends*, París, octubre.



- Purcell, John F.H., Dirk W. Damran y Mark R. Franklin (1990): *Developing country sovereign bonds: opportunity in a new asset class*, Nueva York, Corporate Bond Research, Salomon Brothers, abril.
- Smith, Roy C. e Ingo Walter (1991): Reconfiguration of global financial markets in the 1990's, *Finance and International Economy: 4*, Richard O'Brien y Sarah Hewin (comps.), Oxford, Oxford University Press.
- Superintendencia de Valores y Seguros de Chile (1989): *Revista Valores*, N° 86, diciembre.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1990): *Trade and development report, 1990*, Nueva York.
- Wall Street Journal* (1990): Chile phone firm, first Latin America stock on the Big Board, is facing strong demand, Nueva York, 19 de julio.