

Distr.  
RESTRINGIDA

LC/R.991  
12 de abril de 1991

ORIGINAL: ESPAÑOL

---

**C E P A L**  
Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**EL REGRESO DE PAISES LATINOAMERICANOS AL MERCADO INTERNACIONAL  
DE CAPITALES PRIVADOS: UNA NOTA PRELIMINAR**

\*/ Este documento fue preparado por la División de Comercio Internacional y Desarrollo de la CEPAL. No ha sido sometido a revisión editorial.

91-4-517



## INDICE

	<u>Página</u>
I. INTRODUCCION .....	1
II. GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS DE CAPITALES .....	4
III. LA REAPERTURA DEL MERCADO DE BONOS PARA PRESTATARIOS DE AMERICA LATINA: MEXICO Y VENEZUELA ..	12
IV. INSTRUMENTOS FINANCIEROS GARANTIZADOS POR INGRESOS DE EXPORTACION .....	20
V. LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA EN ACCIONES .....	23
VI. FONDOS DE INVERSION DE CAPITAL EXTRANJERO: EL CASO CHILENO .....	33
VII. EL FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL INTERNACIONAL .....	41
VIII. CONCLUSIONES .....	44
Notas .....	47
Anexo 1 MEXICO Y VENEZUELA: EMISIONES DE BONOS INTERNACIONALES, 1988-1991 .....	54
Anexo 2 FONDOS ACOGIDOS A LA LEY Nº 18.657 DE CHILE .....	55



## I. INTRODUCCION

Una condición necesaria de fundamental importancia para que las naciones de América Latina vuelvan a una senda de crecimiento sostenido en los años noventa, será una recuperación de la inversión bruta fija como proporción del producto, luego del fuerte descenso que experimentó este coeficiente durante la década pasada.<sup>1/</sup>

Ello implicaría la movilización de una gran cantidad de recursos financieros, provenientes tanto del ahorro interno como de fuentes externas. Para dar una idea de la magnitud del esfuerzo requerido, se estima que para lograr un crecimiento de un 5% en el producto real, habría que elevar el ahorro total en un 7 a 8% del PIB, lo cual representa un monto de entre US\$75 mil y US\$85 mil millones anuales.<sup>2/</sup> Evidentemente, para generar tal cantidad de fondos será necesario actuar en muchos frentes al mismo tiempo. Las líneas posibles de acción incluyen el fomento del ahorro doméstico, tanto privado como público; una reducción mayor de las transferencias de recursos al exterior por concepto de pagos correspondientes a la deuda externa existente;<sup>3/</sup> e incrementos en la productividad del capital para disminuir la inversión requerida en orden a lograr un crecimiento económico dado.

Dentro de ese contexto, es claro que será necesario contar con montos importantes de nuevo financiamiento externo, ya que difícilmente el esfuerzo de ahorro interno podría cubrir toda la brecha financiera señalada. A modo ilustrativo, se ha calculado que aun bajo supuestos muy favorables de reducción de la deuda externa existente, de mejoramiento en los términos de intercambio y de aumentos en la productividad, quedará un remanente de US\$10 mil a US\$15 mil millones anuales que habrán de obtenerse de acreedores externos.<sup>4/</sup> Una parte de estos recursos será aportado por 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 a US\$9.6 mil millones en 1990 comparado con sólo US\$3.1 mil millones en 1989. 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 dentro del marco del Plan Brady.<sup>5/</sup> Para 1991 se prevé una disminución del aporte neto de acreedores oficiales que haría que tales recursos descendan a US\$4.9 mil millones en el año.<sup>6/</sup> Mirando más hacia

adelante, cabe señalar que muchos países de la región tendrán que enfrentar importantes pagos del principal a estos organismos en los próximos años. Teniendo en cuenta la imposibilidad de reestructurar los compromisos de esta índole con las organizaciones multilaterales, es obvio que se verá limitado el flujo neto de recursos provenientes de estas entidades, a pesar de la expansión de la capacidad del Banco Interamericano de Desarrollo para otorgar mayores préstamos, producto del aumento reciente de su capital.

En cuanto a los acreedores privados, por ahora no se prevé el restablecimiento por parte de la banca comercial internacional de los préstamos de índole general, destinados al financiamiento de la balanza de pagos, con excepción de los créditos forzosos vinculados a programas de reestructuración de la deuda "antigua". Los problemas que enfrentan en la actualidad varios bancos norteamericanos con respecto a sus colocaciones domésticas, sobre todo en lo que se refiere al financiamiento de bienes raíces, han alejado aún más las ya remotas posibilidades de que éstos otorguen préstamos generales por montos significativos a países latinoamericanos. No obstante, existe la posibilidad de un crecimiento de los créditos a corto plazo para financiar el comercio exterior de esos países y, como se verá más adelante, de préstamos a largo plazo dirigidos al financiamiento de proyectos de inversión, especialmente de aquellos con participación accionaria extranjera y/o orientados al mercado externo. En efecto, existen buenas perspectivas para esperar un aumento de la inversión extranjera directa en los próximos años, hecho que tiene importancia no sólo como fuente de capital sino también como vehículo proveedor de tecnología, de capacidad gerencial y de acceso a los mercados externos.

Una manera adicional de movilizar el financiamiento externo es a través de la captación de recursos en el mercado internacional de capitales, el que ha experimentado un proceso rápido de globalización durante el último tiempo. De hecho, desde hace dos o tres años, y particularmente en 1990, se ha visto una participación creciente de algunos países latinoamericanos --principalmente Chile, México y Venezuela-- en tal mercado. El propósito de esta nota es examinar las características e importancia de las operaciones que han estado ocurriendo en este ámbito. Ellas pudieran representar, para los países involucrados y la región en general, el inicio de un retorno al acceso voluntario respecto de los créditos internacionales privados, aunque sea en una forma bastante diferente a la

verificada en los años setenta, que fueron marcados por un predominio de los préstamos bancarios sindicados.<sup>7/</sup>

En la próxima sección 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 siguientes secciones, que constituyen el núcleo central del documento, se analizan las diferentes modalidades bajo 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, de instrumentos respaldados por ingresos de exportación, y de inversión extranjera en cartera, tanto en general como en la forma particular de fondos especializados, y se considera también el probable rol que la banca comercial asumiría en los próximos años.

## II. GLOBALIZACION DE LOS MERCADOS DE CAPITAL

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.<sup>8/</sup> La tendencia hacia la integración internacional o globalización de los mercados se refiere al crecimiento 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. Por tanto, comprende los siguientes rubros: los préstamos y depósitos bancarios realizados entre agentes en el euromercado; los préstamos bancarios internacionales a no residentes y los depósitos de estos últimos expresados en moneda nacional; las emisiones de bonos y acciones en los mercados de eurobonos y euroacciones, esto es, en una moneda distinta a la del país donde se emiten los bonos o las acciones; las emisiones de bonos extranjeros, o de obligaciones de no residentes denominadas en la moneda del país donde se emiten; y los títulos-valores adquiridos por no residentes y emitidos por residentes en la moneda nacional (esto es, los emitidos en el mercado nacional de valores).<sup>9/</sup>

La integración del mercado financiero internacional se ha apoyado en varios factores. Entre ellos cabe mencionar, en primer lugar, la introducción en los años setenta y ochenta por parte de los países industrializados de políticas dirigidas a la desregulación cambiaria y financiera, destacándose en este sentido la eliminación de controles sobre el movimiento internacional de capitales y de restricciones sobre la inversión extranjera en el sector financiero, además de la liberalización de los mercados financieros domésticos. Un cambio reciente de relevancia en este sentido se refiere a un nuevo reglamento, introducido en abril de 1990 y conocido como "Rule 144A", que ha mejorado el acceso de empresas extranjeras al mercado de colocaciones privadas en los Estados Unidos.<sup>10/</sup> Por otro lado, la internacionalización de los mercados ha sido fomentada por las ventajas de orden tributario con que cuentan en diversos países las inversiones en el exterior, que con frecuencia no están sujetas a los impuestos nacionales.

También han jugado un rol fundamental en el proceso de globalización de los mercados, los avances tecnológicos que se han producido en años recientes en el campo de



los sistemas de telecomunicaciones y de computación. Ellos han mejorado en forma inmensurable los mecanismos de transmisión de los pagos entre países, y han permitido adquirir, analizar y difundir información con más rapidez y a un menor costo que antes. Adicionalmente, un factor coyuntural que ha contribuido al crecimiento de las transacciones financieras internacionales a partir de los años ochenta ha sido el fuerte desequilibrio entre el ahorro doméstico y la inversión que ha existido en las naciones industrializadas, generando así una importante corriente de recursos de los países superavitarios --Japón y Alemania-- a los países deficitarios, sobre todo los Estados Unidos.

Por otra parte, es importante señalar que los inversionistas institucionales han venido a ocupar una posición cada vez más dominante en el mercado mundial de capitales, incluídos los fondos de pensiones, las empresas de seguros y los fondos mutuos. Comparados con los inversionistas individuales, los inversionistas institucionales tienen mayor capacidad para analizar las condiciones crediticias de una gran gama de prestatarios, así como para hacer un seguimiento y responder a las condiciones cambiantes de los mercados. En años recientes muchos de ellos han adoptado una estrategia de mayor diversificación geográfica de sus carteras de activos, con el propósito de mejorar sus ganancias y disminuir la variabilidad de las mismas.

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, hubo un crecimiento sostenido en el valor total de las transacciones entre 1983 y 1989, que coincidió con la larga fase expansiva del ciclo económico en los países desarrollados durante ese período. Sin embargo, en los primeros ocho meses de 1990 se produjo cierta desaceleración en el monto de las operaciones realizadas, en gran medida a causa de una contracción fuerte en la emisión de bonos de empresas japonesas, como se explicará en detalle más adelante. El cuadro 1 también pone de manifiesto los cambios importantes ocurridos en la estructura del mercado en lo que se refiere a instrumentos financieros, a favor de los títulos-valores y 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 comprometidos, subió desde 42.2% en 1982 a 65.0% en 1989. Por su parte, los préstamos sindicados se redujeron bruscamente desde 54.8% del total en 1982 a sólo 16.3% cuatro años más tarde, pero luego

se recuperaron parcialmente para representar un 30.8% del monto global de las operaciones efectuadas en 1989. 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 corporativas. La participación de los países en vías de desarrollo se ha mantenido en un nivel reducido y, en el caso de la región latinoamericana, se ha limitado casi exclusivamente a los créditos otorgados en el marco de las reprogramaciones de la deuda bancaria existente.<sup>11/</sup>

Cuadro 1

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

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	enero-agosto	
									1989	1990
Bonos	75.5	77.1	111.5	167.8	227.1	180.8	227.7	255.7	179.0	148.1
Acciones	n.d	n.d	0.3	2.7	11.7	18.2	7.7	8.1	3.4	6.9
Préstamos sindicados a/	98.2	67.2	57.0	43.0	52.4	91.7	125.5	121.1	78.3	62.1
Líneas de crédito comprometidos b/	5.4	9.5	28.8	42.9	29.3	31.2	16.6	8.4	5.6	7.9
<b>SUBTOTAL</b>	<b>179.1</b>	<b>153.8</b>	<b>197.6</b>	<b>256.4</b>	<b>320.5</b>	<b>321.9</b>	<b>376.9</b>	<b>393.3</b>	<b>266.3</b>	<b>255.0</b>
Líneas de crédito no comprometidos c/	n.d	n.d	n.d	23.2	67.6	71.0	76.6	73.2	42.8	47.1
<b>TOTAL</b>	<b>n.d</b>	<b>n.d</b>	<b>n.d</b>	<b>279.6</b>	<b>388.1</b>	<b>392.9</b>	<b>453.5</b>	<b>466.5</b>	<b>309.1</b>	<b>272.1</b>

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

a/ Excluye renegociaciones.

b/ Incluye europagarés.

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

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. Desde el punto de vista de la estructura del mercado por tipo de instrumento, los llamados bonos clásicos o convencionales, con tasa de interés fija, se han mantenido en el primer lugar, aunque su participación ha fluctuado a lo largo de los años. Los pagarés con tasa flotante (floating-rate notes) evidenciaron una expansión notable en la primera mitad de los años ochenta, pero luego su popularidad disminuyó rápidamente.

Por otra parte, la emisión de bonos que incorporan certificados para la compra de acciones de la entidad emisora (bonds with equity warrants) creció a un ritmo elevado en la segunda parte de la década de los ochenta. Cabe destacar que las corporaciones privadas japonesas tienen un predominio casi absoluto en este segmento del mercado. Durante los meses de enero a agosto de 1990, se produjo una fuerte caída de las emisiones efectuadas por empresas japonesas de bonos de este tipo, hecho que se explica por la caída en los precios de las acciones en la Bolsa de Tokio. Ello se tradujo en una reducción significativa del valor de las transacciones totales realizadas en el mercado internacional de bonos durante ese lapso, pero las emisiones de bonos clásicos se mantuvieron prácticamente en el mismo nivel que el año anterior, mientras que hubo un repunte en las colocaciones de pagarés con interés variable.

La participación de los países en desarrollo en el mercado internacional de bonos se situó en un nivel muy reducido durante los años ochenta, disminuyéndose su proporción del total 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 (aproximadamente US\$1.6 mil millones), pero en los años posteriores fueron naciones asiáticas tales como la India, Malaysia y Corea del Sur las que representaron la mayor parte de las operaciones efectuadas por países en desarrollo.

Cuadro 2

EMISIONES DE BONOS INTERNACIONALES  
(Miles de millones de dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	enero-agosto	
									1989	1990
Emisiones brutas	75.5	77.1	111.5	167.8	227.1	180.8	227.7	255.7	179.0	148.1
Amortizaciones	13.1	18.6	19.5	36.1	64.2	76.0	84.9	89.7	n.d	n.d
Emisiones netas	62.4	58.5	92.0	131.7	162.9	104.8	142.2	166.0	n.d	n.d
<b>Por instrumento:</b>										
Clásicos	n.d	49.4	58.4	94.8	141.5	121.3	160.2	154.6	105.3	104.4
Pagarés con interés variable	15.3	19.5	38.2	58.7	51.2	13.0	22.3	17.8	11.1	23.0
Convertibles en acciones	3.2	7.2	9.3	7.0	7.8	18.2	11.3	14.1	10.2	6.8
Con certificados para comprar acciones	n.d	0.8	1.6	4.3	19.1	24.8	29.7	66.2	50.1	13.1
Otros	n.d	0.2	4.0	3.0	7.5	3.5	3.6	3.0	2.3	0.8
<b>Por prestatario:</b>										
Países desarrollados	59.3	59.5	93.7	137.7	201.2	156.0	198.2	224.0	158.3	124.0
Países en vías de desarrollo	4.1	2.6	3.5	6.3	3.1	2.0	4.5	3.6	1.7	2.6
Organizaciones internacionales y otros a/	12.1	15.0	14.3	23.8	22.8	22.8	24.4	28.1	19.0	21.5
<b>Memorandum:</b>										
Emisiones brutas valorizadas a tipos de cambio constantes de diciembre de 1986	n.d	n.d	124.9	191.4	233.4	169.8	205.9	244.5	171.3	134.7

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

a/ Incluye Europa Oriental y países socialistas de Asia.

En cuanto a las transacciones internacionales de acciones, es necesario distinguir las emisiones de acciones nuevas (también llamadas primarias) de las operaciones realizadas con títulos existentes. Las cifras mostradas en el cuadro 3 se refieren principalmente a emisiones nuevas y ofertas públicas iniciales de acciones comunes y preferenciales, pero

también incluyen la colocación a no residentes de acciones existentes a través de instrumentos especiales creados para tal fin (por ejemplo, fondos de inversión cerrados). Tal como se puede ver en el cuadro, hubo un súbito aumento en las transacciones de esta naturaleza entre 1983 y 1987, fenómeno que reflejó la estrategia de una creciente diversificación geográfica de las carteras de inversión y el deseo de un número más amplio de empresas grandes de cotizar sus acciones en varias bolsas de valores. Por otra parte, se verificaron en ese lapso ventas importantes de acciones a no residentes en el contexto de los programas de privatización de empresas públicas en países tales como el Reino Unido. En efecto, el valor de dichas transacciones subió de un monto poco significativo antes de 1985 a US\$1.8 mil millones en 1986 y a US\$7.5 mil millones en 1987. Las emisiones internacionales de acciones nuevas se contrajeron fuertemente en 1988, producto del "crack" en las bolsas mundiales de valores en octubre de 1987, pero evidenciaron cierta recuperación en los primeros ocho meses de 1990.

**Cuadro 3**  
**EMISIONES DE ACCIONES EN EL MERCADO INTERNACIONAL**  
**(Miles de millones de dólares)**

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	enero-agosto	
							1989	1990
Euro-acciones	0.3	2.3	8.0	15.5	4.5	5.3	2.1	3.9
Privatizaciones	0.0	0.1	1.8	7.5	1.4	1.7	0.6	0.0
Otras emisiones nuevas	0.3	2.2	6.2	8.0	3.1	3.6	1.5	3.9
Otras ofertas	0.0	0.4	3.7	2.7	3.2	2.8	1.3	3.0
<b>TOTAL</b>	<b>0.3</b>	<b>2.7</b>	<b>11.7</b>	<b>18.2</b>	<b>7.7</b>	<b>8.1</b>	<b>3.4</b>	<b>6.9</b>

Fuente: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Financial Market Trends.

De otro lado, las transacciones internacionales de acciones en el mercado secundario superaron con creces las emisiones primarias. Se estima que el volumen de la compra-venta de acciones en el mercado internacional (es decir, las transacciones que involucran la participación de no residentes) creció a una tasa promedio anual de casi 25% entre 1979 y 1987, alcanzando un valor de US\$1 344 mil millones en el último año mencionado.<sup>12/</sup> En 1988 el valor de esas transacciones internacionales se redujo a US\$1 213 mil millones, luego del "crack" en el mercado bursátil mundial a fines del año anterior, pero en 1989 se recuperaron para alcanzar un nuevo record de US\$1.598 mil millones. En 1989 tales transacciones internacionales representaron un 13.6% del flujo bruto total de las operaciones en el mercado accionario mundial.<sup>13/</sup>

Además del crecimiento rápido de su volumen de transacciones, otro elemento destacable de la evolución del mercado financiero internacional durante el pasado reciente ha sido una ampliación notable en el grado de volatilidad en los tipos de cambio, las tasas de interés y los precios de los activos financieros. Para dar 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 swaps, que se aplican tanto a las tasas de interés, a los tipos de cambio y a los índices de precios de acciones. Estos productos "derivados" prácticamente no existían a principios de los años setenta, pero a partir de entonces han experimentado una expansión espectacular, tanto en volumen como en términos del grado de sofisticación de los instrumentos empleados.<sup>14/</sup>

El proceso de la creciente globalización del mercado internacional de capitales que se ha descrito brevemente en esta sección 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 es enorme <sup>15/</sup> y, tal 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 pudiera tener un impacto importante sobre los flujos de capital en dichos países.<sup>16/</sup> 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.

### III. LA REAPERTURA DEL MERCADO DE BONOS PARA PRESTATARIOS DE AMERICA LATINA: MEXICO Y VENEZUELA

Antes 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 promediaba más de US\$2 mil millones entre 1977 y 1982.<sup>17/</sup> Aunque el grueso de las operaciones le correspondió a México, Brasil, Venezuela y Argentina, también lograron captar recursos en menor cuantía por esta vía 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, tal como se vió en la sección anterior. La falta de acceso al 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, en solicitudes de asistencia financiera al Fondo Monetario Internacional y al Banco Mundial, y en reprogramaciones sucesivas de las obligaciones con la banca comercial internacional. No obstante, cabe destacar que a pesar de todas las restricciones externas imperantes, hubo muy pocos casos de incumplimiento de las condiciones originalmente establecidas para el pago de intereses y principal correspondientes a obligaciones emitidas en el mercado internacional de bonos.

Aunque se produjeron algunas emisiones esporádicas de títulos-valores por parte de países latinoamericanos después de 1982, en conjunto fueron de poca relevancia. 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 una colocación privada en Japón, por un valor de 6 mil millones de yenes (US\$39 millones). Al año siguiente realizó una emisión por US\$50 millones en el mercado de eurobonos.

La situación de aislamiento casi total de la región en lo referente al mercado internacional de bonos empezó a modificarse en 1988. En aquel año, la República de



Venezuela realizó tres emisiones de bonos por un valor total de aproximadamente US\$256 millones.<sup>18/</sup> Sin embargo, los compradores de estos instrumentos fueron mayoritariamente inversionistas venezolanos, incluidos empresas nacionales de seguros que pueden clasificar inversiones de esta índole como parte de su reserva legal.<sup>19/</sup>

Un momento decisivo del proceso de reapertura del mercado de bonos fue junio de 1989, cuando el Banco Nacional de Comercio Exterior de México captó US\$100 millones a través de una colocación privada en el mercado de eurobonos, constituyéndose así la primera emisión efectuada por una entidad estatal mexicana desde el año 1982.<sup>20/</sup> Algunos meses más tarde, una empresa industrial privada realizó una operación similar por US\$150 millones a través de una filial norteamericana.

El volumen de operaciones se expandió notablemente en 1990, tomando México la delantera, como puede verse en el cuadro 4, donde se presenta un resumen de los montos involucrados (en el anexo 1 se detallan todas las emisiones realizadas que se han podido identificar). 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 fueron únicamente instituciones financieras y empresas productoras de bienes o servicios. No obstante, en el mes de febrero de 1991 el Estado mexicano colocó una emisión por DM300 millones, que constituyó la primera operación del gobierno como prestatario soberano realizada en el mercado de eurobonos desde hace 10 años.<sup>21/</sup> Por otra parte, se han hecho emisiones denominadas no sólo en dólares norteamericanos sino también en marcos alemanes y, en un caso, en schillings austriacos. Los bonos con tasa de interés fija han sido el instrumento más común, aunque cabe mencionar que un fabricante 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.<sup>22/</sup>

Otro país que ha reingresado al mercado internacional de bonos es Venezuela. En 1990, dos empresas privadas colocaron emisiones de bonos no garantizados. Además, la corporación petrolera estatal, PDVSA, efectuó una operación por 200 millones de marcos alemanes a través de una filial en las Islas Bahamas.

Cuadro 4

MEXICO Y VENEZUELA: EMISIONES IDENTIFICADAS DE BONOS INTERNACIONALES a/  
(Millones de dólares)

	1988	1989	1990
<b><u>Valor de las emisiones</u></b>			
México	52	250	1 175
Sector público	0	100	753
Sector privado	52	150	422
Venezuela	256	10	211
Sector público	256	10	131
Sector privado	0	0	80
<b><u>Número de emisiones</u></b>			
México	1	2	15
Sector público	0	1	8
Sector privado	1	1	7
Venezuela	3	1	3
Sector público	3	1	1
Sector privado	0	0	2
<b><u>Emisiones por moneda</u></b>			
Dólares	3	3	13
Marcos alemanes	1	0	4
Schillings austríacos	0	0	1

Fuente: Anexo 1.

a/ Excluye emisiones efectuadas en el marco de reestructuraciones de obligaciones existentes con la banca comercial. Las emisiones denominadas en monedas europeas han sido traducidas a dólares al tipo de cambio promedio del mes en que fueron colocadas.

Las cifras presentadas en el cuadro 4 se refieren al valor par o nominal de los bonos emitidos. Como puede verse allí, los montos involucrados han sido significativos, alcanzando a alrededor de US\$1 200 millones para el caso de México en 1990. Cabe mencionar, sin embargo, que las cifras señaladas en el cuadro 4 sobrestiman, y por varias razones, la contribución de las operaciones a la balanza de pagos de los países en cuestión. En primer lugar, debe destacarse el pago de las comisiones por la colocación de los bonos, cuya tasa en el mercado de eurobonos convencionalmente ha sido alrededor de 2 a 2.5% del valor par de los instrumentos.<sup>23/</sup> Además, algunos bonos mexicanos han sido colocados en el mercado con cierto descuento. También debe considerarse que varias de esas emisiones de bonos se han llevado a cabo a través de subsidiarias en el exterior, por lo que los montos captados por su venta no necesariamente 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 que la motivación principal de los prestatarios fue ganar prestigio en el mercado internacional. 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 a un valor de US\$730 millones, monto que de todas maneras fue significativo.

En lo que se refiere al origen de los recursos captados mediante las emisiones recientes de bonos, según la OCDE, los compradores principales de los papeles mexicanos han sido empresas norteamericanas 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 han mostrado cierto interés por invertir en las nuevas colocaciones de bonos mexicanos.<sup>24/</sup> Otras fuentes indican que inversionistas mexicanos y de otros países latinoamericanos también han sido compradores importantes, sobre todo en lo que se refiere a las emisiones iniciales.<sup>25/</sup> Ello implicaría que los bonos han funcionado en parte como un mecanismo para la repatriación de capitales privados. Sin embargo, habida cuenta de la creciente globalización del mercado internacional de capitales, el origen preciso de los inversionistas es un tema de importancia secundaria.

Varios factores específicos han contribuido al regreso de emisores mexicanos y venezolanos al mercado internacional de bonos. Por el lado de la demanda, tal como se señaló en la sección anterior, existen inversionistas interesados en diversificar sus carteras a través de la incorporación en las mismas de instrumentos financieros con un rendimiento relativamente alto. Por otra parte, el restablecimiento de la estabilidad macroeconómica y el progreso logrado en el proceso de reforma económica, orientado a dar mayor ponderación a las fuerzas del mercado, han inspirado la confianza de los inversionistas extranjeros, sobre todo en el caso de México. Las impresiones favorables sobre el rumbo de la economía mexicana fueron reforzadas cuando las autoridades anunciaron a mediados de 1990 su decisión de reprivatizar la banca comercial del país, así como también su intención de comenzar negociaciones con los Estados Unidos, dirigidas a la conformación de una zona de libre comercio entre ambos países. El proceso de ajuste estructural ha avanzado menos en Venezuela, dado que éste recién empezó a ejecutarse a principios de 1989. No obstante ello, la balanza de pagos del país se ha fortalecido notoriamente, en particular luego del incremento que experimentó el precio del petróleo a partir de agosto de 1990.

No caben dudas que la disposición del mercado financiero internacional también ha sido influida en forma positiva por los acuerdos logrados por México y Venezuela para reprogramar y reducir la carga de la deuda bancaria existente.<sup>26/</sup> Se han calificado como relativamente modestas las reducciones de principal y del pago de interés alcanzados,<sup>27/</sup> 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.<sup>28/</sup>

A nivel micro, la solvencia financiera de los emisores ha sido una condición necesaria para acceder al mercado, sobre todo en lo que se refiere a empresas privadas para las cuales se suele percibir un mayor riesgo comercial en comparación con organismos públicos.

Un elemento adicional que ha contribuido a una buena acogida de los bonos por parte de la comunidad inversora ha sido 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 por parte de los inversionistas.29/

Por el lado de la oferta, el principal factor que 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 domésticos carecen de la profundidad y diversidad necesaria para cubrir todos los requerimientos financieros de grandes empresas nacionales, tantas públicas como privadas, que están llevando a cabo proyectos de inversión importantes encaminados a la expansión y reconversión de su capacidad productiva. Por otra parte, en el caso de 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 denominados en moneda extranjera.30/

Además de la insuficiencia y del costo elevado de los créditos internos, otro factor que probablemente haya motivado a los emisores latinoamericanos de bonos fue el deseo de diversificar sus fuentes de financiamiento. Por último, y como ya se mencionó, en unos pocos casos la motivación principal aparentemente ha sido de carácter extra-económico, y relacionada más bien a la aspiración de ganar prestigio y renombre en el mercado financiero internacional.

En cuanto al costo del financiamiento obtenido en el mercado externo, en un principio era bastante elevado. En efecto, el rendimiento inicial de las primeras emisiones fluctuaba desde 7 a 8 puntos porcentuales por encima de la tasa Libor a seis meses. Además de compensar a los inversionistas por el factor "riesgo país", el alto rendimiento quizás también reflejaba ciertas deficiencias del mercado en lo que se refiere a la medición de la calidad crediticia de las entidades emisoras. Hasta cierto punto, representó 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, llegándose a niveles de Libor más 3 a 4 puntos porcentuales. En cambio, hacia fines de ese año, las emisiones lanzadas por empresas privadas todavía pagaban rendimientos de Libor más alrededor de 6 puntos, reflejando el mayor riesgo comercial percibido en el mercado para estos instrumentos.

La tendencia declinante que se ha evidenciado en el premio por riesgo de las colocaciones mexicanas demuestra que ha mejorado el estado de confianza de los inversionistas, a medida que éstos han logrado un mayor conocimiento de 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 de la reestructuración de la deuda existente con la banca comercial también han contribuido al mejoramiento en 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 profundizándose el grado de liquidez que los bonos de países latinoamericanos tengan en el mercado.<sup>31/</sup>

Aparte de su costo relativamente elevado, particularmente en lo que se refiere a las emisiones iniciales, otro rasgo de los bonos colocados por México y Venezuela ha sido que han tenido plazos comparativamente cortos. En el caso de los instrumentos emitidos por entidades públicas los vencimientos han fluctuado entre tres a cinco años, mientras que han sido algo más cortos para gran parte de las emisiones privadas. Por lo tanto, en el futuro habría que mantener un flujo continuo de nuevas colocaciones para evitar que las transferencias netas asociadas con esta modalidad de financiamiento no se conviertan en negativas dentro de poco tiempo.

Por último, cabe señalar que como parte del "paquete" financiero del gobierno chileno con la banca comercial internacional, acordado en septiembre de 1990, se incluye una emisión de bonos del tesoro chileno por US\$320 millones. La suscripción de los bonos se completó en enero de 1991, y los mismos serán colocados en dos etapas, marzo de 1991 (US\$200 millones) y marzo de 1992 (US\$120 millones).<sup>32/</sup> Si bien dicha emisión está vinculada a la reprogramación de la deuda histórica, difiere del patrón normal de créditos de dinero fresco asociados a acuerdos de reestructuración. Habitualmente se requiere que todos los acreedores bancarios contribuyan a los préstamos de dinero fresco (por ello, se

denominan "forzosos" o "no-voluntarios"). Sin embargo, los bonos chilenos fueron colocados a 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.

#### IV. INSTRUMENTOS FINANCIEROS GARANTIZADOS POR INGRESOS DE EXPORTACION

Un segmento del mercado internacional de capitales que ha crecido en años recientes, después de surgir en el mercado financiero de los Estados Unidos, se refiere a la emisión de 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, se permite la obtención de recursos bajo condiciones mas ventajosas. Se ha empleado este mecanismo con éxito cuando ciertos activos de una entidad determinada poseen una mejor clasificación crediticia que la entidad misma. Habida cuenta de esta circunstancia, la colocación de instrumentos garantizados por activos pudiera representar a los países de la región latinoamericana una vía importante para captar nuevo financiamiento externo. Por ello, en esta sección se analiza en forma separada este tipo de títulos-valores.

El mecanismo ha sido empleado en años recientes por prestatarios mexicanos mediante el ofrecimiento en calidad de garantía de sus cuentas por cobrar en moneda extranjera. El pionero de ello fue la empresa nacional de telecomunicaciones, Telmex. Dicha firma obtuvo financiamiento por valor de US\$420 millones y US\$364 millones en 1987 y 1988, respectivamente, a través de la venta de sus cuentas por cobrar futuras con la empresa norteamericana, AT&T, producto del saldo neto a su favor originado por llamadas telefónicas internacionales. Telmex accedió nuevamente a este tipo de financiamiento a fines de 1989 y a principios de 1990 por montos de US\$324 millones y de US\$335 millones, respectivamente.<sup>33/</sup> Por otra parte, operaciones similares fueron 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 a 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 la suma de US\$900 millones. A principios de 1991, Telmex realizó una quinta emisión a base de sus cuentas por cobrar por un monto



record de US\$570 millones, 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 de Europa y Japón además de los Estados Unidos.<sup>34/</sup>

Una modalidad algo diferente fue utilizada en 1990 por un fabricante venezolano de aluminio, con el propósito de obtener un crédito de US\$45 millones para completar el financiamiento de un proyecto de expansión de su capacidad productiva. En este caso, los recursos fueron suministrados en calidad de pre-pago por exportaciones futuras de metal.<sup>35/</sup> Anteriormente, en 1989, una empresa mexicana exportadora de cobre efectuó una operación similar (bajo la modalidad de commodity swap), mediante la cual obtuvo créditos nuevos por US\$210 millones con un plazo de tres años y una tasa de interés de Libor más tres puntos. Sin embargo, en este caso los fondos fueron suministrados por un consorcio de bancos europeos encabezado por el francés Paribas.<sup>36/</sup>

Desde el punto de vista de los emisores, una ventaja importante de operaciones de esta índole es que, según la evidencia disponible, la tasa de interés pagada para los fondos captados es menor que en el caso de bonos tradicionales. Por ejemplo, la última emisión efectuada por Telmex fue colocada a un costo de 1.5 puntos porcentuales por encima de la tasa para letras del tesoro norteamericano. Sin embargo, una potencial desventaja de este mecanismo para movilizar el financiamiento externo es que hasta cierto punto les quita flexibilidad a los emisores en cuanto al 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 los costos iniciales de las mismas.

Valdría la pena estudiar en más detalle la factibilidad y conveniencia de la colocación por parte de otros países de la región de títulos-valores como los descritos en esta sección, que tienen la característica común de ser respaldados por ingresos en moneda extranjera. Dado que esta modalidad de financiamiento encierra para los inversionistas foráneos una disminución importante del factor riesgo-país, es posible que sea aprovechada por países que todavía no han restablecido plenamente su reputación crediticia en el mercado financiero internacional.<sup>37/</sup> Por ello, podría constituirse en un mecanismo para

lograr cierto acercamiento inicial a fuentes privadas de financiamiento externo, dejando para una etapa posterior la colocación de instrumentos no garantizados.

## V. LA INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA EN ACCIONES

Hoy en día existe un consenso bastante amplio en cuanto a la importancia de la contribución que puede ejercer la inversión extranjera directa en el crecimiento y la modernización económica de los países en desarrollo, incluidos los de América Latina. Esta situación contrasta de manera notable con el cuestionamiento acerca del papel de las empresas transnacionales que era común anteriormente, 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 o de portafolio, aunque últimamente se ha observado en los medios especializados un creciente interés por la evolución de las bolsas de valores en los llamados mercados "emergentes", ubicados principalmente en países en desarrollo.

La diferencia básica entre la inversión directa y de cartera radica en que en el caso de la primera el inversionista procura obtener una participación permanente y efectiva en la dirección de la empresa en la cual efectúa su aporte accionario, mientras que en el caso de la segunda no se busca el control gerencial.<sup>38/</sup> Por lo tanto, la participación extranjera en el capital social tiende a ser mayor cuando hay inversión directa, comparado con la situación en la que la inversión foránea toma la forma de cartera, aunque no siempre es necesario poseer la mayoría de las acciones comunes de una empresa determinada para lograr un peso determinante en la administración de la misma.

La importancia de distinguir entre la inversión extranjera directa y la de cartera se halla en que existen diferencias significativas tanto en las características como en las motivaciones de los inversionistas. 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 portafolios se determinan únicamente a base de consideraciones de rentabilidad y riesgo. En cambio, los responsables de la mayor parte de la inversión directa son grandes empresas, productoras tanto de bienes como de servicios. Para un cabal entendimiento de este tipo de inversión, hay que tomar en cuenta no sólo los factores generales de rentabilidad y riesgo, sino también elementos específicos de la estructura del mercado en industrias determinadas, sobre todo la

posibilidad de explotar ventajas monopolísticas (tecnología, capacidad gerencial, productos diferenciados, acceso al mercado internacional, etc.) a través de la inversión extranjera.<sup>39/</sup>

El tema que se aborda en esta sección es 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 la misma 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, destacándose entre ellos: 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, restando transparencia al funcionamiento del mercado; la inestabilidad frecuente en el contorno macroeconómico, caracterizada por grandes y repentinas devaluaciones, además de cambios en las normas que regulan el mercado de divisas, las cuales pueden provocar pérdidas cambiarias para los inversionistas externos; y, finalmente, 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 en cartera han empezado a disminuir en años recientes, en algunas áreas con más rapidez que en otras, y con ello se ha visto un flujo importante de recursos externos a través de esa vía hacia varios países latinoamericanos.

En primer lugar cabe destacar que determinados mercados de valores en la región, al igual que aquéllos en varios países en desarrollo de otras regiones, han mostrado un comportamiento dinámico a partir de mediados de los años ochenta. En el cuadro 5 se presenta información sobre 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 términos de dólares norteamericanos, los mercados de México y Chile crecieron a un ritmo acelerado en lo que se refiere a su capitalización (valor total de las acciones cotizadas, calculado a base de

precios actuales) durante el período bajo referencia. También los mercados de Jamaica y Argentina exhibieron altas tasas de crecimiento en ese mismo lapso. Sin embargo, los mercados de otros países evidenciaron un comportamiento mucho menos favorable, aunque el mercado brasileño mantuvo su posición como el de mayor tamaño en la región. Pero en definitiva, 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. Además, aun los mercados más dinámicos de la región registraron tasas de crecimiento de su valor capitalizado de menor cuantía que los logrados por mercados emergentes de Asia, tales como los de Corea y Taiwán.

Los mercados de México y Chile han seguido 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 el año siguiente. Habida cuenta de las tasas de retorno favorables registradas en el pasado reciente, y del nivel relativamente reducido de la relación precio/utilidades de las acciones (el cual indica que podrían haber buenas posibilidades de ganancias de capital en el futuro), 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 el caso de países asiáticos y del sur de Europa y últimamente se ha extendido a mercados latinoamericanos, se ha respaldado en la teoría moderna de 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 un portafolio e incrementar su retorno esperado mediante la tenencia de una cartera diversificada de inversiones, aun cuando algunos títulos-valores que componen la misma sean muy riesgosos. Por otra parte, se ha visto un mejoramiento notable en la cantidad y calidad de información disponible acerca del comportamiento de los mercados emergentes, particularmente a través de los esfuerzos realizados por la Corporación Financiera Internacional del Banco Mundial.

Cuadro 5

**TAMAÑO DE LOS MERCADOS EMERGENTES DE VALORES**  
(miles de millones de dólares)

	Número de empresas cotizadas		Capitalización		Transacciones realizadas	
	Dic 1984	Dic 1989	Dic 1984	Dic 1989	1984	1989
<b>América Latina</b>	<b>1 692</b>	<b>1 747</b>	<b>37.9</b>	<b>85.5</b>	<b>12.6</b>	<b>26.2</b>
Argentina	236	178	1.2	4.2	0.3	1.9
Brasil (Sao Paulo)	522	592	29.0	44.4	10.0	16.8
Chile	208	213	2.1	9.6	0.1	0.9
Colombia	180	82	0.8	1.1	0.0	0.1
Costa Rica	41	78	0.2	0.2 a/	0.0	0.0
Jamaica	36	45	0.1	1.0	0.0	0.1
México	160	203	2.2	22.6	2.2	6.2
Perú	157	265	0.4	0.8 b/	0.0	0.1
Trinidad	36	31	0.8	0.4	0.1	0.1
Venezuela	116	60	1.1 c/	1.2	0.0	0.1
<b>Otros mercados emergentes</b>	<b>6 449</b>	<b>8 835</b>	<b>55.9</b>	<b>525.7</b>	<b>19.3</b>	<b>1 133.6</b>
Taiwán	123	163	9.9	237.0	8.2	965.8
Corea	336	502	6.2	140.9	3.9	121.3
India	3 882	6 000	8.0	27.3	3.9	17.4
Malasia	217	238	19.4	39.8	2.2	6.9
Otros	1 891	1 932	12.3	80.5	1.1	22.3
<b>Mercados desarrollados</b>	<b>17 472</b>	<b>18 690</b>	<b>3 328.0</b>	<b>11 095.4</b>	<b>1 240.1</b>	<b>6 288.2</b>
Japón	1 444	2 019	644.4	4 392.6	286.2	2 800.7
Estados Unidos	7 977	6 727	1 862.9	3 505.7	786.2	2 015.5
Reino Unido	2 171	2 015	242.7	826.6	48.9	320.3
Alemania	449	628	78.4	365.2	29.8	628.6
Francia	504	668	41.1	364.8	7.7	107.3
Otros	4 927	6 633	458.4	1 640.5	81.4	415.8

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

a/ 1986.

b/ 1987.

c/ 1985.

Al mismo tiempo, en los últimos tiempos se ha producido en la región latinoamericana 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. Serias trabas administrativas y tributarias siguen existiendo en varios países, pero en términos generales las barreras a la inversión extranjera de cartera han disminuido notablemente. No obstante, las perspectivas macroeconómicas sombrías que todavía persisten en un número importante de países de la región

evidentemente constituyen un fuerte disuasivo a los inversionistas extranjeros que están en búsqueda de nuevas áreas para la colocación de una parte de sus portafolios.

Se pueden identificar tres modalidades de inversión extranjera de cartera: colocaciones efectuadas directamente en los mercados internos de valores; inversiones realizadas a través del intermediario de un fondo especializado; y la compra por inversionistas extranjeros de acciones de empresas latinoamericanas que se cotizan en el mercado de valores de algún país industrializado.

Hasta ahora, una proporción significativa de los recursos externos captados por esta vía ha sido mediante fondos de inversión extranjera. Dichos fondos (que suelen llamarse country funds en inglés) son administrados por entidades financieras especializadas que, a cambio de una comisión, manejan las inversiones de los participantes. Existen dos tipos de fondos: los fondos cerrados (closed-end) en los cuales para retirarse un participante tiene que vender sus derechos a otro inversionista; y los fondos abiertos (open-end) donde se 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 son o de colocación pública, cotizándose sus derechos de participación en un mercado de valores en el exterior (normalmente Londres o Nueva York), o de colocación privada, si los recursos son aportados directamente por inversionistas institucionales.

El primer fondo de inversión extranjera latinoamericano fue lanzado en la bolsa de Nueva York en 1981 para canalizar recursos por un valor de US\$150 millones hacia México (The Mexico Fund Inc.). Poco tiempo después, estalló la crisis económica ligada al problema de la deuda externa con su inevitable impacto negativo sobre el ánimo de los inversionistas extranjeros de arriesgar sus recursos en la región. Fue sólo al cabo de seis años que se reanudó la constitución de fondos de inversión extranjera en América Latina, formándose en 1987-1988 cuatro entidades de esa índole en Brasil. En 1989-1990 se expandió notoriamente el número de nuevos fondos establecidos, destacándose la experiencia de Chile que por su importancia se analiza en forma separada en la siguiente sección. Durante el lapso bajo referencia, empezaron a operar 10 fondos en Chile (algunos de los cuales son de índole "multi-país" y tienen inversiones en otras naciones de la región), y se constituyeron tres nuevos fondos en México. Por otra parte, también se han establecido

varios fondos regionales para América Latina, cuyos portafolios están conformados por inversiones en diversos países, mientras que algunos fondos globales para mercados emergentes han realizado inversiones en títulos latinoamericanos.<sup>40/</sup>

En términos generales, son México y Chile los dos países de la región que en los últimos tiempos han logrado atraer el mayor ingreso de recursos externos a través de la inversión extranjera de cartera en sus diversas modalidades. En el caso de México, un acontecimiento importante que ha fomentado la entrada del capital foráneo en el 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.<sup>41/</sup> 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 mayoritaria en muchas de ellas.<sup>42/</sup> Dentro de este contexto, más de la mitad de las principales empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores admite la participación de la inversión extranjera.<sup>43/</sup>

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. Bajo este esquema se contempla la autorización de fideicomisos por 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 son sin derecho a voto. Las acciones fideicomitidas integran series "N" o neutras y no se computan para efectos de 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.<sup>44/</sup> Hasta el cierre de septiembre de 1990 el monto de los capitales externos que habían ingresado el país por vía de ese fondo ascendió a US\$538 millones.<sup>45/</sup>



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 del orden de US\$2 a 3 mil millones, representando entre un 5% y un 8% de la capitalización total del mercado.<sup>46/</sup> Resulta evidente, por tanto, que en el caso de México la inversión extranjera de cartera se ha constituido en un mecanismo importante no sólo para la captación de ahorro externo, sino también en lo que se refiere a la satisfacción de los requerimientos de financiamiento de empresas grandes cotizadas en bolsa.

Chile también ha logrado captar un caudal significativo de recursos mediante la inversión extranjera de cartera, pero a diferencia de México los fondos de inversión extranjera han representado el vehículo principal para el ingreso de dichos capitales, tal como se verá en la próxima sección. Además, tal país 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 del mecanismo de los denominados American Depositary Receipts (ADR).

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

La colocación ejecutada 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.<sup>47/</sup> Se vendieron 6.5 millones de ADR's amparados por 110.5 millones de acciones de primera emisión de la empresa, por un valor total de US\$98.3 millones. Después de descontar la comisión por concepto de garantía de emisión

(underwriting commission) pagada al consorcio correspondiente de entidades financieras extranjeras, la cual alcanzó a casi 6% del valor total de la colocación,<sup>48</sup>/ la empresa recibió alrededor de US\$92.5 millones. 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 US\$1.7 mil millones para el período de 1990 a 1996. Ventas posteriores de certificados ADR de la empresa resultaron en un ingreso adicional de divisas por US\$14.3 millones entre julio de 1990 y enero de 1991.<sup>49</sup>/

Para permitir la realización de colocaciones de ADR's, tales como aquéllas 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 norteamericano posea un patrimonio no inferior a US\$1 mil millones; que los ADR's representen acciones constitutivas de un aumento de capital de la empresa chilena y que los capitales externos aportados no sean menores de US\$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 US\$100 millones, registrándose en circulación por lo menos 2.5 millones de acciones poseídas por un número mínimo de 5 000 accionistas.

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 norteamericano mediante la colocación de certificados ADR. Ello se debe en parte a las exigencias estrictas de aprobación y registro impuestos por los organismos competentes en los Estados Unidos (la SEC y la bolsa de valores relevante). Para acudir a este tipo de financiamiento, una empresa debería tener como mínimo un tamaño relativamente grande y una situación financiera sólida. Adicionalmente, para atraer una cantidad suficiente de inversionistas extranjeros, es imprescindible que la posición macroeconómica del país donde está ubicada la eventual empresa emisora sea razonablemente fuerte. A pesar de estas limitaciones, no cabe duda que existe la posibilidad de una expansión importante en el uso de esta alternativa de financiamiento por parte de América Latina en el futuro. En efecto, además de otras empresas chilenas, varias firmas

venezolanas aparentemente están evaluando esta opción.<sup>50/</sup> Por otra parte, cabe observar que aunque varias empresas mexicanas hicieron uso en 1990 del mecanismo del ADR, esas operaciones, a diferencia del caso de la CTC, no fueron emisiones primarias.

Desde un ángulo más general, los antecedentes ofrecidos en esta sección indican que la inversión extranjera de cartera en sus diversas formas tiene el potencial de convertirse en una fuente importante de recursos externos para muchos países de América Latina y el Caribe en los años noventa. Una objeción que se pudiera hacer a esta forma de financiamiento externo es que resulta muy caro para los países huéspedes, habida cuenta de que son las altas tasas de rentabilidad que constituyen el principal punto de atracción para los inversionistas extranjeros. Es decir, después de la entrada inicial de capitales externos, pudiese existir el inconveniente de remesas fuertes de recursos 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 que una parte importante de la rentabilidad de inversiones en bolsa corresponde 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.<sup>51/</sup> Este argumento no desvirtúa la posibilidad de retiros importantes de fondos por parte de inversionistas extranjeros, aun si los mismos resultan en pérdidas de capital cuando la economía de un país atraviesa por momentos difíciles. Ello, sin duda, constituye un riesgo relacionado con la inversión extranjera de cartera.

En lo que se refiere a los pagos de dividendos, habida cuenta que la tasa de rentabilidad de las empresas tiende a ser procíclica, es posible que las remesas de los mismos accionistas extranjeros se reduzcan en períodos de dificultades macroeconómicas y de restricciones de la disponibilidad de divisas. Se suele afirmar que ello constituye una de las ventajas principales de la inversión extranjera como mecanismo de financiamiento externo frente al endeudamiento, sea a través de préstamos bancarios o en la forma de emisión de títulos-valores. No obstante, hace falta una investigación empírica más a fondo para determinar con precisión el comportamiento durante diferentes 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 impacto que tendría una participación creciente 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 representar un factor estabilizador de los precios, también existe el riesgo de que la mayor presencia de inversionistas extranjeros de lugar a una transmisión más rápida y acentuada a los mercados nacionales de los shocks que se originan en las grandes bolsas mundiales.

## VI. FONDOS DE INVERSION DE CAPITAL EXTRANJERO: EL CASO CHILENO

En Chile existen tres tipos de fondos de inversión de capital extranjero: los que se acogen al anexo 2 del Capítulo XIX del Compendio de Normas y Cambios Internacionales, legislación que permite la utilización de títulos de deuda externa chilena para efectuar la suscripción y pago de acciones de sociedades de inversión; los que ingresan a través del Decreto Ley 600, normativa básica que regula la inversión extranjera en el país; y aquellos que operan en el marco legal establecido por la Ley Nº 18.657.

El primero de ellos se diseñó con el objetivo de reducir la deuda externa chilena con la banca comercial, aprovechando el descuento que esos títulos tenían en el mercado internacional. Por lo tanto, la captación de ahorro externo a través de este mecanismo se ve compensada en forma simultánea por una amortización anticipada de obligaciones en el exterior, elemento principal que lo diferencia de los dos últimos procedimientos, los que tienen como objetivo central el ingreso de dinero fresco al país, por lo cual ambos se inscriben en el ámbito de estudio del presente informe. Sin embargo, tanto los montos como el número de operaciones que han ingresado por la vía del DL 600 son poco significativos,<sup>52/</sup> por ello es que el presente capítulo se concentra en aquellos fondos regulados por la Ley Nº 18.657. Luego, desde ahora en adelante, toda vez que se mencione a los Fondos de Inversión de Capital Extranjero debe entenderse que se hace referencia a aquellos que están regidos por esa última normativa.

La Ley Nº 18.657 autoriza y regula el funcionamiento de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero en Chile desde el 29 de septiembre de 1987. Pueden acogerse a esta normativa las entidades organizadas como Fondos de Inversión de Capital Extranjero que capten recursos fuera del territorio nacional, mediante la colocación de cuotas de participación en algún mercado de valores en el exterior (fondo de colocación pública), o ingresen al país capitales aportados directamente por inversionistas institucionales extranjeros (fondos privados), para ser destinados a la compra de valores de oferta pública emitidos en Chile.

Una condición para que un fondo de colocación pública se adapte a esta legislación es que las cuotas de participación que éste emita no sean rescatables, es decir, 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 ante esa situación. Con ello se evita el riesgo de una eventual inestabilidad en el funcionamiento del mercado de valores, de la divisa, y del conjunto de la economía nacional. De acuerdo a esta legislación, por lo tanto, los fondos deben ser cerrados.

Para su instalación en Chile, la legislación exige que el capital de un fondo sea a lo menos de un millón de dólares. También la normativa establece que el tiempo mínimo para el funcionamiento de un fondo sea cinco años, pudiendo extenderse su duración hasta cien años, si existe acuerdo previo entre el fondo y la Superintendencia de Valores y Seguros, organismo al cual le corresponde resolver sobre esa materia por cuanto es la autoridad económica encargada de fiscalizar a ese tipo de entidades en el país. Consecuentemente con ello, un fondo no puede remesar capital al exterior antes de cinco años, contados desde la fecha en que ingresó ese aporte al país.

De acuerdo a la Ley, las inversiones de un fondo en Chile, sin perjuicio de la cantidad de dinero que mantengan en efectivo o cuenta corriente, deben realizarse en acciones de sociedades anónimas abiertas;<sup>53/</sup> títulos emitidos o garantizados hasta su total extinción por el Estado, bancos o instituciones financieras; títulos emitidos por el Banco Central; letras de crédito emitidas por bancos e instituciones financieras, o por otras entidades autorizadas; bonos y efectos de comercio inscritos en el Registro de Valores; y otros títulos o valores de oferta pública e instrumentos monetarios o financieros que cuenten con la autorización de la Superintendencia de Valores y Seguros.

También la legislación chilena regula estrictamente la composición de las inversiones de un fondo en el país. Mediante ello se busca evitar el desplazamiento progresivo de los accionistas locales por parte de extranjeros en la propiedad y control de una sociedad nacional. En efecto, las inversiones de un fondo no pueden exceder a 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. Por otro lado, cabe aclarar que 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 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 hasta su total extinción por el Estado o Banco Central. Asimismo, el conjunto de inversiones de un fondo en valores emitidos o garantizados por entidades pertenecientes a un mismo grupo empresarial no puede exceder al 40% de su activo.

La legislación exige que las inversiones de estas entidades se orienten mayoritariamente y de manera progresiva hacia la compra de acciones o instrumentos financieros de largo plazo, definidos como aquellos cuya fecha de vencimiento es superior a cuatro años contados desde el momento de su compra por parte del fondo. Al final del primer año de su funcionamiento se le exige que al menos un 20% de su activo esté invertido en acciones de sociedades anónimas abiertas, porcentaje que no puede ser inferior a 60% después del tercer año. Con respecto a los instrumentos financieros de largo plazo, a lo menos un 20% del total del activo de un fondo debe estar compuesto por ellos luego del tercer año de funcionamiento de esa entidad en Chile.

Desde un punto de vista tributario, la tasa de impuesto que grava a la repatriación de utilidades de un fondo 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 los fondos del anexo 2 del Capítulo XIX, a los del Decreto Ley 600, a la inversión extranjera directa en general, y a las transacciones económicas realizadas por un extranjero no residente en Chile, cuyas utilidades están afectas a una tasa de tributación neta de 32%.<sup>54/</sup> Por tal motivo, en el caso chileno, estos fondos se han convertido en el principal mecanismo para la canalización de ahorro externo al mercado de valores del país.

La operación de este tipo de fondos en Chile se remonta a agosto de 1989, cuando la Superintendencia de Valores y Seguros autoriza el funcionamiento a dos de esas entidades en el país. A finales de ese mismo año ya eran cinco los fondos que contaban con la posibilidad de realizar sus actividades en Chile, los que planean invertir en el mercado local un capital máximo de US\$725 millones (véase el cuadro 6). Durante el año 1990 otros cinco fondos fueron autorizados para operar en el país. El valor del capital máximo

que planean ingresar asciende a US\$380 millones. En suma, el capital máximo a invertir por los diez fondos 55/ que operan en Chile es en conjunto de US\$1 105 millones de dólares. Durante 1989 ingresaron en total US\$86 millones, mientras que en 1990 lo hicieron US\$252 millones. Con ello, el total de capitales invertidos al 31 de diciembre de ese último año asciende a la suma de US\$338 millones, quedando por ingresar al país un monto máximo de US\$767 millones.

Con respecto a la composición de la cartera de los fondos, al 31 de diciembre de 1990 se observa que ésta se orientaba en un 79% a las acciones; en un 19% a títulos de deuda, es decir, depósitos a plazo, bonos de empresas, letras hipotecarias, y bonos y pagarés del Estado y Banco Central; y en un 2% a otro tipo de inversiones y activos. Como puede verse en el cuadro 7, existen diferencias importantes en la distribución de la cartera de cada uno de los fondos con respecto a los tres destinos señalados.

De los diez fondos que se encuentran operando en Chile, tres de ellos son de carácter privado, y los otros siete son de colocación pública. Las cuotas de participación de cinco de estos últimos se transan en la Bolsa de Valores de Londres, mientras que los dos restantes lo hacen en la Bolsa de Valores de Nueva York (véase el anexo 2).

Cabe destacar que desde el punto de vista del inversionista extranjero, este procedimiento de inversión está asociado a una ventaja de primer orden, la cual consiste en que ellos pueden 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 y evaluación de los mercados emergentes. Estos inversionistas suelen operar directamente en bolsas extranjeras, pero en el caso chileno existe un fuerte disuasivo tributario en este sentido, tal como se señaló anteriormente, quedando la alternativa de crear un fondo privado sin administradores, ya que la legislación del país sólo le exige al fondo la existencia de un representante legal acreditado.



## Cuadro 6

ESTADO DEL APOORTE DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA EN CHILE  
(En millones de dólares)

Nombre del Fondo	Fecha de autorización	Capital máximo a ingresar	Capital ingresado en		
			1989	1990	Total
Chile Fund Inc.	8/89	200	44	23	67
Equity Fund of Latin America	8/89	100	20	3	23
Genesis Chile Fund Ltd.	10/89	200	22	38	60
Emerging Markets Chile Fund	12/89	75	0	15	15
GT Chile Growth Fund Ltd.	12/89	150	0	90	90
Five Arrows Chile Fund Ltd.	1/90	150	0	65	65
New Frontiers Development Trust PLC F.I.C.E. a/	1/90	5	0	5	5
Latin America Investment Fund, Inc.	7/90	100	0	11	11
Latin America Investment Trust PLC	8/90	50	0	2	2
Baring Puma Fund Limited b/	12/90	75	0	0	0
<b>TOTAL FONDOS</b>		<b>1 105</b>	<b>86</b>	<b>252</b>	<b>338</b>

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

a/ Inicialmente llamado CDFC Trust PLC F.I.C.E.

b/ Debido a su reciente aprobación, este fondo aún no ingresaba capital al cierre del presente documento.

Por otro lado, la literatura especializada da cuenta que existen opiniones encontradas en relación a las ventajas y desventajas que tendría para un país el funcionamiento de este tipo de entidades de inversión en su territorio.<sup>56/</sup> Con respecto a las primeras, cabe destacar especialmente que este mecanismo hace posible la captación de montos importantes de ahorro externo. A modo de ilustración, vale la pena señalar que el conjunto de los fondos que operan en Chile se hizo responsable en 1990 de casi 43% del total de la inversión extranjera materializada en el país ese mismo año, excluyendo de esta última la reconversión de la deuda externa.<sup>57/</sup> Aunque esta proporción probablemente no se repita en el futuro, destaca la contribución significativa que estos fondos pueden tener en el financiamiento externo de un país.

Cuadro 7

COMPOSICION DE LA CARTERA DE LOS FONDOS AL 31 DE DICIEMBRE DE 1990  
(En porcentajes)

Nombre del Fondo	Acciones	Títulos de deuda a/	Otros b/	Total
Chile Fund Inc.	78.1	18.9	3.0	100.0
Equity Fund of Latin America	95.8	4.1	0.1	100.0
Genesis Chile Fund Ltd.	92.8	6.9	0.3	100.0
Emerging Markets Chile Fund	77.7	13.0	9.3	100.0
GT Chile Growth Fund Ltd.	70.8	28.0	1.2	100.0
Five Arrows Chile Fund Ltd.	75.5	23.8	0.7	100.0
New Frontiers Development Trust PLC F.I.C.E. c/	65.7	33.2	1.1	100.0
Latin America Investment Fund, Inc.	52.4	23.9	23.7	100.0
Latin America Investment Trust PLC	68.1	12.4	19.5	100.0
Baring Puma Fund Limited d/	0.0	0.0	0.0	100.0
<b>TOTAL FONDOS</b>	<b>79.0</b>	<b>18.7</b>	<b>2.3</b>	<b>100.0</b>

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

a/ Incluye principalmente depósitos a plazo, bonos de empresas, letras hipotecarias, y bonos y pagarés del Estado y Banco Central.

b/ Incluye bancos y otras inversiones y activos.

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

d/ Debido a su reciente aprobación, este fondo aún no ingresaba capital al cierre del presente documento.

Por otro lado, la literatura especializada da cuenta que existen opiniones encontradas en relación a las ventajas y desventajas que tendría para un país el funcionamiento de este tipo de entidades de inversión en su territorio.<sup>58/</sup> Con respecto a las primeras, cabe destacar especialmente que este mecanismo hace posible la captación de montos importantes de ahorro externo. A modo de ilustración, vale la pena señalar que el conjunto de los fondos que operan en Chile se hizo responsable en 1990 de casi 43% del total de la inversión extranjera materializada en el país ese mismo año, excluyendo de esta última la reconversión de la deuda externa.<sup>59/</sup> Aunque esta proporción probablemente no se repita en el futuro, destaca la contribución significativa que estos fondos pueden tener en el financiamiento externo de un país.

Un segundo argumento positivo señala que los fondos constituyen un agente estabilizador del mercado de intermediación, al moderar las fluctuaciones de los precios de los instrumentos de renta variable, pero todavía no existe suficiente evidencia para comprobar esta afirmación.

Por último, un tercer argumento favorable a los fondos asegura que éstos contribuyen a dinamizar la demanda por valores de oferta pública. Además, el hecho que las empresas nacionales puedan obtener financiamiento adicional por la vía de la emisión de acciones, y no mediante endeudamiento, hace que ellas reduzcan su sensibilidad respecto de las fluctuaciones macroeconómicas, lo cual es especialmente importante en ciclos recesivos.

Desde el punto de vista de las desventajas, un primer inconveniente destaca que los fondos no crean directamente una inversión nueva, dado que se limitan sólo a transferir recursos financieros entre inversionistas. Por tanto, 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, eventualmente, repatriaciones de capital, sin que exista como contraparte el establecimiento de nuevas fuentes de generación de ingresos externos. Tal inconveniente no es válido cuando se adquieren valores de primera emisión de empresas que han decidido aumentar su capital social, sin embargo, se observa que en Chile sólo una parte marginal de las inversiones de los fondos se ha dedicado a emisiones primarias. Al crear más liquidez en el mercado, los fondos aumentan en forma indirecta las posibilidades que tienen las empresas cotizadas de captar recursos frescos para financiar la creación de nuevos activos fijos, y posiblemente de nuevas fuentes de generación y/o ahorro de divisas, aun cuando las colocaciones propias de los fondos no estén dirigidas a emisiones primarias.

Para algunos pudiera haber un segundo inconveniente que es de carácter extraeconómico y se refiere a la posible pérdida de soberanía al transferirse propiedad desde nacionales a extranjeros. No obstante, el funcionamiento de los fondos no difiere en nada para estos efectos de la inversión extranjera directa; incluso, existe la ventaja que ellos no participan de la propiedad de la empresa en una proporción que les permita hacerse cargo de la gestión de ella.

Lo anterior estaría señalando que en términos generales hay una tendencia creciente hacia la aceptación de este tipo de entidades financieras. Adicionalmente, se plantea la necesidad de que en Chile se flexibilice progresivamente el conjunto de normas que regula su funcionamiento.<sup>60/</sup> En cualquier caso, las perspectivas de desarrollo que tendrán los fondos en el país dependerán en buena medida de lo anterior, pero por sobre todo del interés que los inversionistas externos vayan teniendo en el futuro por esta modalidad de inversión en relación a otras alternativas que el mercado les ofrece. De ellas, sin duda que una de importancia es la posibilidad creciente que estos inversionistas tienen de comprar acciones de empresas chilenas y de otros países latinoamericanos que se cotizan en los mercados internacionales de valores. Un ejemplo reciente válido para América Latina es la cotización de acciones de compañías de la región en la Bolsa de Valores de Nueva York.

Por último, cabe destacar que el potencial chileno para el desarrollo de los fondos es todavía significativo, dado que según la legislación de ese país los fondos en su conjunto pueden poseer hasta el 25% de las acciones emitidas por una misma sociedad anónima. Como se trata de hacer sólo una estimación aproximada, y por razones de disponibilidad de información, se tomará en cuenta únicamente a las sociedades anónimas abiertas, con lo cual el cálculo indicará un potencial teórico verdaderamente mínimo. El valor accionario de la Bolsa de Valores de Santiago <sup>61/</sup> era US\$13.6 mil millones el 31 de diciembre de 1990. Por lo tanto, el valor total de las acciones de sociedades anónimas abiertas que los fondos en su conjunto podrían haber comprado en esa fecha era US\$3.4 mil millones, esto es, US\$3.1 mil millones más de lo que hasta esa fecha ellos habían invertido en el país. Lo anterior estaría señalando que las posibilidades para un crecimiento sostenido de las colocaciones de los fondos en Chile son todavía considerables.

## VII. EL FINANCIAMIENTO DE LA BANCA COMERCIAL INTERNACIONAL

Aunque no es el propósito de este informe examinar la evolución reciente de los flujos financieros entre América Latina y la banca comercial internacional, que se han analizado en forma exhaustiva en otros documentos,<sup>62/</sup> caben algunas observaciones breves acerca de las perspectivas futuras del financiamiento de esa fuente. En primer lugar, tal como se señala en la parte introductoria de este trabajo, es efectivamente nula la posibilidad de una pronta reanudación hacia América Latina y otras regiones en desarrollo de los grandes préstamos sindicados, destinados al financiamiento global de la balanza de pagos (en lugar, por ejemplo, de proyectos específicos de inversión), que predominaron en los años setenta. Esta situación, confirmada en múltiples ocasiones por voceros de la misma banca internacional,<sup>63/</sup> se debe en parte a las pérdidas sufridas en el decenio de 1980 por los bancos en lo que se refiere a sus carteras latinoamericanas, a raíz de la sobreexpansión de sus préstamos en el período anterior. Por otra parte, el estado de sobreendeudamiento con la banca que persiste en muchos países de la región (que se refleja en los grandes descuentos registrados sobre la deuda bancaria en los mercados secundarios) compone un disuasivo adicional al otorgamiento de nuevos préstamos. Finalmente, aún 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 es atribuible a cierta ineficiencia del mercado de capitales, representada por la falta de discriminación por parte de los bancos acreedores entre los diferentes países de la región en función de su capacidad de pago.<sup>64/</sup>

Sin embargo, el hecho que el mercado para préstamos soberanos que se destinan al financiamiento de la balanza de pagos se encuentra en general cerrado, no quiere decir que no hay posibilidad alguna de captar recursos externos por esa vía. Algunos bancos, particularmente aquéllos 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 de un tamaño relativamente modesto, a países que han dado pasos firmes hacia el restablecimiento de su reputación crediticia en el mercado internacional. Así lo demuestra el préstamo por US\$20 millones, 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.<sup>65/</sup> Ello constituyó 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 resaltar que antes de realizarse esta operación el NMB Postbank no tenía exposición crediticia alguna en Chile.<sup>66/</sup> Aunque pudiesen repetirse operaciones de esta índole en el futuro, lo más probable es que sean 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 cuanto a créditos nuevos no atados a la reestructuración de la deuda histórica, se restrinja, por una parte, a la financiación a 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>67/</sup> Los créditos para respaldar operaciones de comercio exterior son "rotatorios" y se considera que implican 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, merecería explorarse cómo mejorar las condiciones bajo las cuales se otorgan créditos para el financiamiento de las importaciones de la región, y sobre todo cómo establecer mecanismos más ágiles y eficientes para la financiación de las exportaciones regionales.<sup>68/</sup>

En cuanto a los préstamos para financiar proyectos de inversión, cabe destacar que los créditos bancarios para este propósito suelen llevar una garantía externa, ya sea de una agencia crediticia oficial de algún país industrializado, de accionistas extranjeros que están participando en el proyecto, o constituida por 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. 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 Corporación Financiera Internacional (CFI), filial del Banco Mundial que apoya el sector privado en los países en desarrollo, está jugando un papel de creciente importancia en la conformación de sindicatos bancarios 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. Así, son promisorias las perspectivas de que esta forma de financiamiento siga aumentando en el futuro.<sup>69/</sup>

Por último, cabe subrayar la importancia de la inversión extranjera directa como factor catalítico en la movilización de recursos externos de diversas fuentes, incluyendo 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 el caso de Chile, durante los cinco años que van desde 1986 a 1990, los créditos asociados a la inversión extranjera totalizaron US\$1.8 mil millones en términos netos, al mismo tiempo que la inversión directa del exterior (excluyendo los fondos de inversión y los ADR's, además de la capitalización de créditos de las inversiones con pagarés de la deuda externa a través del Capítulo XIX) alcanzó a US\$0.7 mil millones.<sup>70/</sup>

## VIII. CONCLUSIONES

Los casos de financiamiento externo analizados en este documento son demasiado recientes como para derivar conclusiones y recomendaciones de política definitivas a partir de ellos. No obstante, un mensaje importante que surge del análisis efectuado a lo largo de las páginas anteriores es que, si bien el acceso al capital externo fresco sigue siendo dificultoso para la región latinoamericana, existen algunas formas y oportunidades interesantes para movilizar recursos desde el mercado internacional de capitales privados hacia esos países. Los dos mecanismos principales para la canalización de 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 la factibilidad de llevar a cabo estos tipos de operaciones, y demuestra que es significativo el volumen de financiamiento externo que se puede alcanzar mediante ellos.<sup>71/</sup> También sugiere que existen varias condiciones mínimas para acceder a este tipo de financiamiento, entre ellas la solución de alguna manera u otra del problema de la deuda externa histórica, un entorno macroeconómico estable y, en lo que se refiere a los prestatarios específicos, una situación financiera sólida. En todo caso, para aquellos países que todavía no han logrado cumplir plenamente con esas condiciones, el mecanismo de los títulos-valores respaldados por ingresos de exportación pudiera considerarse como una manera de obtener cierto financiamiento sin demoras excesivas, iniciando así un proceso de nuevo acercamiento al mercado internacional de capitales.

Los instrumentos financieros examinados en este trabajo, en particular los bonos convencionales, tienen rasgos evidentes 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. La diferencia consiste



en la profunda transformación que ha experimentado el mercado financiero internacional, caracterizada por un mayor grado de integración y sofisticación. Lo anterior implica que hay un creciente volumen de recursos que, bajo circunstancias apropiadas, los inversionistas institucionales y individuales de los países industrializados estarían dispuestos a colocar en mercados "emergentes" tales como los de América Latina. Por otra parte, también significa que hay una gama mucho mayor de instrumentos disponibles para satisfacer las necesidades específicas de prestatarios determinados.

Varios de los temas aquí abordados merecen un tratamiento más profundo que el que han recibido en este informe. Entre los aspectos que valdría la pena examinar en forma más detallada se pueden mencionar los siguientes: las políticas específicas que los países de la región pudieran adoptar para mejorar los términos (plazo y tasa de interés) de la colocación de bonos, además de ampliar el acceso al mercado para dichos títulos; los cambios de orden institucional, administrativo y tributario, que habría que introducir para fomentar la inversión extranjera de cartera; y las ventajas y desventajas relativas de las diferentes alternativas que existen en cuanto a instrumentos y mecanismos.

Finalmente, cabe enfatizar que la integración a la dinámica propia de los movimientos internacionales de capital privado podría tener consecuencias no enteramente positivas para países en desarrollo tales como los de América Latina. En particular, el carácter inestable de dichos flujos hace que una estrategia de financiamiento externo dependiente de los mismos pueda plantear problemas serios en el manejo macroeconómico de sus economías. Por un lado, una situación deficitaria en la balanza de pagos de un país podría verse agravada por la eventual renuencia que debido a ella mostraría el mercado internacional de capitales para continuar ingresando flujos financieros hacia él. Al contrario, bajo condiciones de auge económico y de relativa abundancia de divisas, posiblemente se presentaría la tendencia a una sobreoferta de recursos externos, derivándose en dificultades tales como una revaluación en el tipo de cambio real de la moneda nacional y un aumento desmesurado de la deuda externa. Estos son costos potencialmente importantes asociados a las modalidades de financiamiento analizadas en este informe. Todo ello hace que se deba tomar en cuenta ese conjunto de elementos y señala la necesidad de evaluar sistemáticamente el uso de esos instrumentos financieros, en términos comparativos a otras

posibles fuentes de financiación externa, tales como los créditos bilaterales y multilaterales y la inversión extranjera directa. Además, habría que regular la entrada de capitales privados para asegurarse que no aparezcan problemas similares a los que caracterizaron a los años setenta, cuando la apertura al financiamiento de la banca comercial internacional, sin controles adecuados, condujo a una situación de sobreendeudamiento y al doloroso proceso de ajuste y recesión durante la década siguiente.

Notas

1/ Para los 19 países de América Latina en promedio, la inversión bruta fija se redujo desde 22.7% 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. Fuente de información: CEPAL, Estudio económico de América Latina y el Caribe, varios números, Santiago de Chile.

2/ Carlos Massad, "Hechos externos, políticas internas y ajuste estructural", Revista de la CEPAL, Nº 43 (LC/G.1654-P), Santiago de Chile, abril de 1991.

3/ Un análisis de las limitaciones del Plan Brady y de los mecanismos para aliviar el servicio de la deuda externa se contiene en: CEPAL, 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 de 1990.

4/ Carlos Massad, op.cit.

5/ Banco Mundial, World Debt Tables 1990-1991: Volume 1. Analysis and Summary Tables, Washington D.C., diciembre de 1990.

6/ Banco Mundial, World Debt Tables 1989-1990: First Supplement, Washington D.C., abril de 1990. Cabe observar que las transferencias netas (desembolsos menos amortizaciones y pagos de intereses) de los acreedores oficiales en su conjunto fueron puntualmente positivas en 1990, después de ser negativas durante el período 1987-1989, pero se prevé que vuelvan a cambiar de signo en 1991.

7/ 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. Véase: Robert Devlin, Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story, Princeton University Press, Princeton, 1989, pp. 8 a 55.

8/ Fondo Monetario Internacional, International Capital Markets: Developments and Prospects, Washington D.C., abril de 1990, pp. 6 a 7.

9/ UNCTAD, Trade and Development Report, 1990 (E.90.11.D.6), Nueva York, 1990, p. 107.

10/ "S.E.C. Authorizes a Freer Market for Big Investors", New York Times, 20 de abril de 1990.

11/ Los préstamos sindicados concedidos a Colombia (US\$957 millones en 1985/1986, US\$1 000 millones en 1987/1988 y US\$1 464 millones en 1989/1990) 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.

12/ La fuente de información para las cifras mencionadas en este párrafo es: Michael Howell y Angela Cozzini, International Equity Flows - 1990 Edition: New Investors, New Risks and New Products, Salomon Brothers, Londres, agosto de 1990.

13/ Nótese que en estos montos no se incluyen las compras y fusiones de empresas a nivel internacional, que alcanzaron un valor de US\$118 mil millones en 1989. Generalmente, en el rubro de inversión extranjera de la balanza de pagos estas transacciones se clasifican como inversión directa, en lugar de contabilizarse como inversión en cartera.

14/ Véase a este respecto Richard M. Levich, "Financial Innovations in International Financial Markets", The United States in the World Economy, Martin Feldstein (ed), Chicago, University of Chicago Press, 1988.

15/ 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 la suma de US\$272 mil millones, un 35% mayor que en 1988. Véase Fondo Monetario Internacional, Boletín del FMI, 21 de enero de 1991, p. 29.

16/ Fondo Monetario Internacional, International Capital Markets: ..., op.cit., pp. 12-13.

17/ Calculado a partir de información presentada en, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), Financial Market Trends, marzo de 1984, cuadros 1.11 y 1.21.

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

19/ Véase Economist Intelligence Unit, Venezuela, Suriname, Netherlands, Antilles, Country Report N° 4, 1988, p. 17.

20/ Véase "México's Eurobond Comeback", International Financing Review, N° 779, Londres, 10 de junio de 1989.

21/ Financial Times, 22 de febrero de 1991.

22/ "México Gets Back to Bonds", LatinFinance, N° 18, junio de 1990.

23/ Vale la pena señalar que 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 su rango va desde 0.5 a 1%. Véase J. Orlin Grabbe, International Financial Markets, Nueva York, Elsevier, 1986, p. 290.

24/ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Financial Market Trends, octubre de 1990, p. 71.

25/ Por ejemplo, véase "International Capital Markets: A Latin Comeback?", International Financing Review, Nº 822, 14 de abril de 1990.

26/ México alcanzó un arreglo preliminar con sus 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 el pasado diciembre.

27/ CEPAL, Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe 1990 (LC/G.1646), Santiago de Chile, 19 de diciembre de 1990, pp. 21-22.

28/ Véase John F.H. Purcell, Dirk W. Damran y Mark R. Franklin, Developing Country Sovereign Bonds: Opportunity in a New Asset Class, Salomon Brothers, Corporate Bond Research, Nueva York, abril de 1990.

29/ 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 US\$65 millones, efectuada a principios de 1990. Véase "Entering the Moderna Era", LatinFinance, Nº 18, junio de 1990.

30/ A modo de ilustrar el alto costo del financiamiento en moneda nacional en México, se puede citar que la tasa real anualizada de los Cetes (instrumentos a corto plazo emitidos por el tesoro mexicano) 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, evidenciaron un diferencial altamente favorable con relación a las externas. Véase Banco de México, Informe Económico 1989, México D.F., 1990.

31/ John F.H. Purcell et al, op.cit.

32/ El Mercurio, 12 de enero de 1991.

33/ LatinFinance, Nº 22, noviembre de 1990, pp. 28-29.

34/ Financial Times, 1 de febrero de 1991.

35/ Metal Bulletin, 7 de mayo de 1990.

36/ Véase América Economía, Nº 36, febrero de 1990, p. 21.

37/ En este sentido cabe observar 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 US\$50 millones, correspondientes a llamadas telefónicas internacionales. También se informa que transacciones similares, de escala modesta, han sido estructuradas para empresas de Argentina y Jamaica (véase América Economía, Nº 37, marzo de 1990, p. 11).

38/ La utilidad de esta discriminación ha sido ampliamente reconocida en la literatura sobre inversión extranjera. Además, el FMI recomienda su uso para la contabilización de 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. La clasificación recomendada por el FMI se encuentra en: Fondo Monetario Internacional, Manual de balanza de pagos, Cuarta Edición, Washington D.C., 1977, pp. 142-153.

39/ El primer trabajo que analizó los determinantes de la inversión directa desde esta óptica fue Stephen Hymer, The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment, tesis de doctorado, Massachusetts Institute of Technology (MIT), 1960. Para un trabajo más reciente que recoge los avances teóricos durante el período intermedio, véase Sanjaya Lall, "Monopolistic Advantages and Foreign Involvement by U.S. Manufacturing Industry", Oxford Economic Papers, Vol. 32, Nº 1, marzo de 1980.

40/ Adicionalmente, se han constituido varios fondos de conversión de la deuda externa en países tales como Chile, Argentina y Venezuela. Aunque estos fondos realizan inversiones en los mercados de valores domésticos, no involucran el ingreso de capital fresco ya que se financian a través de la conversión en moneda local de títulos de la deuda externa.

41/ La legislación en cuestión se conoce como "Reglamento de la Ley para Promover la Inversión Mexicana y Regular la Inversión Extranjera", y se publicó en Diario Oficial de la Federación, México, D.F., 16 de mayo de 1989.

42/ Las actividades que siguen reservadas para el estado incluyen: extracción de petróleo y gas natural; refinación del petróleo; petroquímica básica; generación, transmisión y suministro de electricidad; y transporte ferroviario.

43/ "Cómo Invertir en la Bolsa Mexicana", El mercado de valores, N° 19, 1º de octubre de 1990.

44/ "La Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras autoriza fideicomiso para inversionistas extranjeros", El mercado de valores, N° 21, 1º de noviembre de 1989.

45/ El mercado de valores, N° 21, 1º de noviembre de 1990.

46/ Timothy Heyman, The Mexican Stock Market, Transcript, Latin America Financial Forecast Conference, Miami, septiembre de 1990.

47/ "Chile phone firm, first Latin America stock on the Big Board, is facing strong demand", Wall Street Journal, 19 de julio de 1990.

48/ Fuente de información: "ADR mania: Chile phone company calls first", LatinFinance, N° 22, noviembre de 1990.

49/ El Mercurio, 28 de febrero de 1991. Cabe observar que cuando el precio de las acciones es superior en Santiago que en Nueva York, situación observada en febrero de 1991, se puede esperar ventas netas de ADR's y una salida de dólares del país. Este fenómeno se denomina flowback.

50/ "Negociarán acciones de empresas venezolanas en Wall Street", El Nacional, Caracas, 3 de octubre de 1990.

51/ Donald R. Lessard and John Williamson, Financial Intermediation Beyond the Debt Crisis, Institute for International Economics, Washington D.C., septiembre de 1985, pp. 59-60.

52/ De acuerdo a la información más actualizada disponible, los fondos que funcionaban según esa normativa a fines de febrero de 1990 eran dos, totalizando un capital ingresado de 24 millones de dólares a esa fecha. Véase Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, Revista Valores, N° 86, diciembre de 1989.

53/ Posteriormente, y a través de la Circular N° 908 de diciembre de 1989, la Superintendencia de Valores y Seguros autoriza a este tipo de entidades financieras para que también inviertan en acciones de sociedades anónimas cerradas.

54/ La tasa de impuesto aplicable a las utilidades se elevó (desde 10%) a 15% a partir del 1º de enero de 1991, y el impuesto adicional a la renta es 35%. Para calcular la tasa neta se utiliza el primero de ellos como crédito para el segundo, y luego se le suma el 15% que grava a las utilidades. Es decir, para una utilidad de US\$100, la base imponible del adicional es US\$85, y su pago asciende a  $(85 \times 35\%) = 29.75\%$ , de ello se deduce el 15% pagado sobre las utilidades (con base US\$85) que es 12.75%, dando un resultado de 17%, a lo cual finalmente se le suma el 15% del impuesto sobre las utilidades, con lo cual la tasa neta de tributación es 32%. Cabe destacar que en el marco del DL600 el inversionista

extranjero puede optar entre el sistema recientemente señalado y otros dos regímenes alternativos, uno de los cuales le permite pagar una tasa fija de 49.5% por diez años (o veinte años para proyectos de más de US\$50 millones orientados a la exportación). El segundo tiene una tasa base de 40% y una adicional que premia al inversionista cuando su remesa de utilidades es de lenta velocidad.

55/ Estrictamente, otros dos fondos han sido autorizados para operar en Chile: se trata de Citicorp Chile Investment Trust Series Fund M y Citicorp Chile Investment Trust Series Fund N, los cuales fueron aprobados en agosto de 1989. Sin embargo, ambos no han ingresado capital, y según fuentes fidedignas de la Superintendencia de Valores y Seguros, ellos no materializarán sus intenciones de invertir en el país.

56/ Véase, por ejemplo, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, op.cit. y Jorge Desormeaux, La inversión extranjera y su rol en el desarrollo de Chile, Documento de trabajo Nº 119, Santiago de Chile, Universidad Católica de Chile, julio, 1989.

57/ Según cifras preliminares del Banco Central de Chile, la inversión extranjera neta, excluyendo capitalizaciones vía el DL 600 y conversiones a través del Capítulo XIX, alcanzó la suma de 594 millones de dólares en 1990.

58/ Véase, por ejemplo, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile, op.cit. y Jorge Desormeaux, La inversión extranjera y su rol en el desarrollo de Chile, Documento de trabajo Nº 119, Santiago de Chile, Universidad Católica de Chile, julio, 1989.

59/ Según cifras preliminares del Banco Central de Chile, la inversión extranjera neta, excluyendo capitalizaciones vía el DL 600 y conversiones a través del Capítulo XIX, alcanzó la suma de 594 millones de dólares en 1990.

60/ Véase Jorge Desormeaux, op.cit.

61/ Cabe destacar el notable crecimiento que ha experimentado en los últimos años el valor accionario de la Bolsa de Valores de Santiago. A fines de 1988 era 6.849 millones de dólares, valor que prácticamente se duplicó dos años después, ya que el 31 de diciembre de 1990 éste alcanzó a US\$13 636 millones de dólares. La fuente utilizada para el año 1988 fue International Finance Corporation, Emerging Stock Markets Factbook, Washington D.C., 1989; mientras que la información de diciembre de 1990 se obtuvo del Boletín mensual de ese mismo mes de la Bolsa de Valores de Santiago, información que se publica en pesos chilenos, los cuales fueron transformados a dólares de acuerdo al valor observado de éste por el Banco Central de Chile.

62/ Véase, por ejemplo, CEPAL, La evolución del problema de la deuda externa en América Latina y el Caribe (LC/G.1487/Rev.2-P), serie Estudios e informes de la CEPAL, Santiago de Chile, septiembre de 1988.



63/ Por ejemplo, en un documento emitido en 1987 por encargo de los principales bancos comerciales del mundo se afirma, "como intermediarios privados, cuya primera responsabilidad es hacia sus depositantes y accionistas, los bancos nunca contemplaban tener el rol principal en el otorgamiento de financiamiento permanente de la balanza de pagos .... A la luz de la experiencia desde 1982, los bancos comerciales no pueden seguir aceptando esta responsabilidad, ya que no es compatible con sus obligaciones fiduciarias", (traducción nuestra). Institute of International Finance, Restoring Market Access: New Directions in Bank Lending, Washington D.C., junio de 1987, p. 10.

64/ Robert Devlin y Martine Guerguil, "América Latina y las nuevas corrientes financieras y comerciales", Revista de la CEPAL, N° 43 (LC/G.1654-P), Santiago de Chile, abril de 1991.

65/ El Mercurio, 4 de septiembre de 1990.

66/ "NMB loan marks new era in Chile's debt strategy", LDC Debt Report, 10 de septiembre de 1990.

67/ Tal como afirma un documento de la propia banca comercial internacional, "en el futuro, los créditos bancarios se trasladarán 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" (traducción nuestra). Institute of International Finance, The Way Forward for Middle-Income Countries, Washington, D.C., enero de 1989.

68/ Para un análisis detallado del segundo punto, véase, Yung Whee Rhee, Trade Finance in Developing Countries, Policy and Research Series N° 5, Banco Mundial, Washington D.C., 1989.

69/ En el año fiscal 1990, los préstamos sindicados para países en desarrollo organizados en concordancia con la CFI sumaron US\$622 millones. Véase Corporación Financiera Internacional, Informe anual 1990, Washington D.C.

70/ Calculado a partir de información de la balanza de pagos proporcionada por el Banco Central de Chile.

71/ 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 Angel Gurría, "México: una nueva era en el financiamiento externo", ponencia dictada durante el simposio "Investment in Mexico", 23 de octubre de 1990, y publicada en El mercado de valores, N° 22, 15 de noviembre de 1990.

Anexo 1  
MEXICO Y VENEZUELA: EMISIONES DE BONOS INTERNACIONALES, 1988-1991

Emisor	Sector	Fecha	Plazo (años)	Rendimiento inicial (% anual)	Moneda	Monto (MM)
<b>México</b>						
Corporación Industrial Sanluis	Privado	10/88	2	16.00	US\$	52
Banco Nacional de Comercio Exterior	Público	6/89	5	17.00	US\$	100
Cemex	Privado	10/89	2	16.00	US\$	150
La Moderna	Privado	1/90	2.5	15.75	US\$	65
Tubos de Acero de México (Tamsa)	Privado	4/90	2	14.25	US\$	33
Pemex	Público	4/90	5	11.25	DM	100
Ponderosa Industrial	Privado	5/90	2	16.00	US\$	22
Cemex	Privado	6/90	3	13.50	US\$	100
Nafinsa	Público	6/90	5	11.00	DM	150
Telmex	Público	7/90	1.5	13.43	US\$	150
Banco Nacional de Comercio Exterior	Público	7/90	5	11.00	DM	100
Pemex	Público	7/90	6	11.47	Aus Sch	500
Nafinsa	Público	8/90	5	12.42	US\$	100
Corporación Industrial Sanluis	Privado	9/90	3	14.25	US\$	92
Novum	Privado	9/90	3	14.03	US\$	60
Pemex	Público	10/90	3	11.75	US\$	150
Pemex	Público	10/90	5	11.46	US\$	100
Grupo Sidek	Privado	12/90	5	14.49	US\$	50
Banca Serfin	Público	1/91	5	n.d.	US\$	70
Estados Unidos Mexicanos	Público	2/91	5	10.37	DM	300
Pemex	Público	2/91	2	10.35	US\$	125
<b>Venezuela</b>						
República	Público	2/88	5	11.13	US\$	100
República	Público	8/88	5	L + 1 7/8	US\$	100
República	Público	11/88	5	8.25	DM	100
Cadafé	Público	9/89	n.d.	n.d.	US\$	10
Sivensa	Privado	7/90	3.75	15.75	US\$	40
PDVSA	Público	10/90	5	11.13	DM	200
Corimon	Privado	10/90	5	15.00	US\$	40

Fuente: CEPAL a base de información de LatinFinance, Financial Times, International Financing Review, El mercado de valores, LDC Debt Report, y Salomon Brothers.

n.d. = No disponible.  
L = Tasa Libor.

## Anexo 2

## FONDOS ACOGIDOS A LA LEY Nº 18.657 DE CHILE

## CHILE FUND INC.

- Aprobación: Agosto de 1989
- País de constitución: EEUU, Estado de Maryland
- Promotor: Salomon Brothers
- Colocación - negociación: Bolsa de Valores de Nueva York
- Duración: 100 años
- Capital máximo a ingresar: US\$200 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$67 millones
- Administradora local: BEA Administration, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

## EQUITY FUND OF LATIN AMERICA

- Aprobación: Agosto de 1989
- País de constitución: Luxemburgo
- Promotor: Batterymarch
- Colocación - negociación: Privada
- Duración: 14 años
- Capital máximo a ingresar: US\$100 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$20 millones
- Administradora local: EFLA Chile, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

## GENESIS CHILE FUND

- Aprobación: Octubre de 1989
- País de constitución: Gran Bretaña, Isla de Guernsey
- Promotor: Genesis Holdings Limited
- Colocación - negociación: Bolsa de Valores de Londres
- Duración: Indefinida, liquidable después del año 1990 por los accionistas; y después del 2050 por el directorio
- Capital máximo a ingresar: US\$200 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$60 millones
- Administradora local: Intergénesis, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

**EMERGING MARKETS CHILE FUND**

- Aprobación: Diciembre de 1989
- País de constitución: Las Bahamas
- Promotor: Emerging Markets Investors Corp. (IFC)
- Colocación - negociación: Privada
- Duración: Hasta diciembre del año 2009
- Capital máximo a ingresar: US\$75 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$14 millones
- Administradora local: Citicorp Chile, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

**GT CHILE GROWTH FUND LIMITED**

- Aprobación: Diciembre de 1989
- País de constitución: Islas Caymán
- Promotor: GT Capital Management Inc.
- Colocación - negociación: Bolsa de Valores de Londres
- Duración: Hasta el 1º de marzo de 1998; luego, prorrogable año a año
- Capital máximo a ingresar: US\$150 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$90 millones
- Administradora local: BICE Chileconsult, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

**FIVE ARROWS CHILE FUND LIMITED**

- Aprobación: Enero de 1990
- País de constitución: Gran Bretaña, Isla de Guernsey
- Promotor: N. M. Rothschild International Asset Management Limited
- Colocación - negociación: Bolsa de Valores de Londres
- Duración: Indefinida, liquidable luego del 5º año
- Capital máximo a ingresar: US\$150 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$65 millones
- Administradora local: BICE Chileconsult, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

**NEW FRONTIERS DEVELOPMENT TRUST PLC F.I.C.E. \*\*/  
(INVERSIONISTA INSTITUCIONAL)**

- Aprobación: Enero de 1990
- País de constitución: Escocia
- Promotor: New Frontiers Development Trust Public Limited Company
- Colocación - negociación: Privada
- Duración: Hasta diciembre del año 2015
- Capital máximo a ingresar: US\$5 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$5 millones
- Representante legal: BICE Chileconsult, Agente de valores S.A.

**LATIN AMERICA INVESTMENT FUND, INC.**

- Aprobación: Julio de 1990
- País de constitución: EEUU, Estado de Maryland
- Promotor: Salomon Brothers
- Colocación - negociación: Bolsa de Valores de Nueva York
- Duración: 100 años, pudiendo disolverse luego del 5º
- Capital máximo a ingresar: US\$100 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$11 millones
- Administradora local: BEA Administration, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

**LATIN AMERICA INVESTMENT TRUST PLC**

- Aprobación: Agosto de 1990
- País de constitución: Gran Bretaña
- Promotor: Latin America Securities Limited
- Colocación - negociación: Bolsa de Valores de Londres
- Duración: Hasta el año 2005
- Capital máximo a ingresar: US\$50 millones
- Capital ingresado: \*/ US\$2 millones
- Administradora local: BICE Chileconsult, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

# BARING PUMA FUND LIMITED

- Aprobación:	Diciembre de 1990
- País de constitución:	Islas Caymán
- Promotor:	Consortio Baring
- Colocación - negociación:	Bolsa de Valores de Londres
- Duración:	Hasta octubre de año 2000, pudiendo resolverse allí una extensión de su funcionamiento
- Capital máximo a ingresar:	US\$75 millones
- Capital ingresado: */	0
- Administradora local:	Citicorp Chile, Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero S.A.

Fuente: Superintendencia de Valores y Seguros de Chile.

\*/ Cifras al 31 de diciembre de 1990. Debido a su reciente aprobación, este Fondo aún no había ingresado capital al cierre del presente documento.

\*\*/ Anteriormente llamado CDFC Trust PLC F.I.C.E.



