

**COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO**

24

**CORRIENTES DE FONDOS PRIVADOS
EUROPEOS HACIA AMÉRICA LATINA:
HECHOS Y PLANTEAMIENTOS**

Stephany Griffith-Jones



NACIONES UNIDAS

PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**CORRIENTES DE FONDOS PRIVADOS
EUROPEOS HACIA AMÉRICA LATINA:
HECHOS Y PLANTEAMIENTOS**

Stephany Griffith-Jones



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONOMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA**

Santiago de Chile, agosto de 1994

LC/L.855
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por la señora Stephany Griffith-Jones del Institute for Development Studies de la Universidad de Sussex, Inglaterra, para el Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de su autor y pueden no coincidir con los de la Organización.

El Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina" fue realizado por la CEPAL, en colaboración con el Instituto Norte-Sur de Ottawa, Canadá. El proyecto contó con el apoyo financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) de Canadá. Los siete estudios preparados serán publicados en español por el Fondo de Cultura Económica de México, y una versión en inglés será publicada por Lynne Rienner, Boulder, Colorado.

Este trabajo se preparó para el seminario financiado por el Centro Internacional de Investigación para el Desarrollo realizado en la CEPAL, en Santiago de Chile los días 6 y 7 de diciembre de 1993. Se entrevistaron funcionarios del Banco de pagos Internacionales, en Basilea, del Banco de Inglaterra, de la Junta de Valores e Inversiones (**Securities and Investment Board**, SIB) y de varias instituciones financieras privadas radicadas en Londres, que suministraron informaciones muy provechosas y dieron a conocer sus percepciones sobre la materia, que han sido de gran utilidad. La autora agradece al Sr. Joel Climaco la ayuda prestada en la investigación y los valiosos comentarios formulados por Peter West y Rodrigo Vergara, como asimismo los que hicieron otros participantes en el seminario, y en especial los de Ricardo Ffrench-Davis.

INDICE

Página

Prefacio	5
INTRODUCCION	9
I. TENDENCIAS GLOBALES DE LOS FLUJOS DESTINADOS A LOS PAISES MENOS DESARROLLADOS DE AMERICA LATINA EN LOS MERCADOS PRIVADOS	11
II. FLUJOS EUROPEOS PRIVADOS HACIA AMERICA LATINA	13
1. Inversión extranjera directa	13
2. Bonos	14
3. Acciones	15
4. Préstamos de la banca	21
III. MOTIVACIONES DE LOS INVERSIONISTAS EUROPEOS EN VALORES	23
IV. REGLAMENTACION DE LA INVERSION EN EUROPA	27
V. CONDICIONES DE LOS FLUJOS HACIA AMERICA LATINA, SU IDONEIDAD PARA EL DESARROLLO DE LARGO PLAZO, SUS RIESGOS	33
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	39
Anexo 1: CUADROS ESTADISTICOS	41
Anexo 2: GRAFICOS	55

PREFACIO

Le estamos muy agradecidos al IDRC por responder rápidamente a la necesidad de investigación en este nuevo e importante tema y por proporcionar apoyo financiero al proyecto. Queremos también expresar nuestra gratitud a la CEPAL por su respaldo intelectual y financiero al proyecto así como por acoger en su sede la realización de dos talleres, y al Banco Mundial por aportar un estudio realizado por miembros de su personal.

Este proyecto tiene algunas características singulares. Una es la interacción de especialistas de alto nivel, tanto académicos como responsables de formular las políticas, y de expertos de los países desarrollados y en desarrollo. El proyecto se benefició también de la participación de colegas de los organismos internacionales, como la CEPAL, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Una segunda característica de los proyectos del IDRC, aplicada también al presente estudio, es el uso de varias reuniones de autores, con comentaristas invitados, para enriquecer los resultados y compartir las experiencias. De ese modo, se realizó la primera reunión en marzo de 1993 en Santiago, en la sede de CEPAL, para analizar un documento marco de referencia para el proyecto preparado por Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, así como esquemas de trabajos sobre estudios de casos. Se realizó una segunda reunión en la CEPAL en Santiago en diciembre de 1993 con el fin de examinar los borradores de los trabajos que se incluyen en esta serie de documentos. En esta última reunión, se contó con valiosos aportes hechos por comentaristas, entre ellos representantes del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda, del Banco de la Reserva Federal de Dallas, Estados Unidos, del Banco Mundial, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional, de instituciones financieras privadas (británicas, norteamericanas y chilenas), así como de académicos.

Además, se llevaron a cabo en Londres (en el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres), en Washington, D.C. (en la Brookings Institution y en el Banco Interamericano de Desarrollo) y en Nueva York (en las Naciones Unidas) una serie de reuniones finales muy exitosas, cuyo objetivo era presentar los resultados del proyecto a académicos de alto nivel, financistas privados, representantes de bancos centrales y periodistas. Les estamos muy agradecidos a Victor Bulmer-Thomas (en Londres), Nora Lustig y Robert Devlin (en Washington) y Cristián Ossa (en Nueva York) por su decisiva ayuda en la organización de reuniones de tan alto nivel. Agradecemos también en forma muy especial a Enrique Iglesias, Presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, y a Jean Claude Milleron, Subsecretario General de las Naciones Unidas, sus estimulantes y agudos comentarios.

Los trabajos incluidos en el presente proyecto se dividen en tres grupos. El primero aborda las fuentes de flujos financieros, haciendo una distinción entre los créditos y las inversiones de Estados Unidos y Canadá (fuente principal de los flujos privados hacia América Latina en el decenio de 1990), los créditos e inversiones de Europa (los flujos provenientes de Europa, aunque en el segundo lugar en importancia después de los de los Estados Unidos, son de mayor trascendencia de lo que generalmente se percibe en la región de América Latina), y los fondos provenientes de Japón (caracterizados hasta ahora por su nivel más bien bajo).

Si bien en este proyecto se establece una diferencia entre la escala, las características y las motivaciones de los inversionistas y prestamistas de América del Norte, Europa y Japón (distinción que a nuestro entender es valiosa para lograr una mejor comprensión de los diferentes mercados), vale la pena mencionar los límites de esa distinción, debido a la tendencia hacia la universalización de los mercados financieros. Cada uno de los trabajos sobre las fuentes de los flujos financieros analiza separadamente la inversión extranjera directa, los valores (tanto bonos como acciones) y los créditos bancarios; cada uno de ellos examina las motivaciones de los prestamistas y los inversionistas, así como la reglamentación existente que afecta a dichos flujos.

El segundo grupo de trabajos trata en profundidad las características de los flujos de capital y sus efectos macroeconómicos, al igual que la respuesta de las autoridades económicas en materia de políticas en tres países de América Latina: Argentina, Chile y México. Los tres países se hallan entre los que han experimentado aumentos particularmente considerables de afluencia de capital durante el decenio en curso, con un incremento especialmente notable en el caso de México. Se hace hincapié en la variedad de las respuestas de las autoridades económicas a las cuantiosas corrientes de capital en los tres países; esas respuestas se relacionan fundamentalmente con los intentos: a) por moderar el efecto de los ingresos de capital en la apreciación del tipo de cambio (especialmente en el caso de Chile); b) por reducir el efecto monetario de las operaciones de divisas, y c) por moderar la afluencia de capital, en especial el de corto plazo (como se hizo en México y especialmente en Chile).

En la tercera sección de grupo de trabajos se exponen las repercusiones en materia de políticas para los países receptores, y las enseñanzas dejadas por los estudios de casos de los mercados. Un tema importante de esta sección es que el hecho de que se hayan reanudado los flujos de capital privado hacia América Latina debe acogerse con beneplácito, debido tanto a su potencial aporte positivo a la recuperación de la actividad económica y desarrollo de la región, como a las mayores posibilidades de rentabilidad para los inversionistas y prestamistas de los países industriales; sin embargo, para hacer sostenibles los beneficios mutuos de esos flujos, los gobiernos de los países originarios del financiamiento y los de los países receptores deberían adoptar ciertas medidas. Entre las que se han analizado se hallan un mejor seguimiento de los flujos de fondos y una supervisión coordinada de las mismas. Se identifican los vacíos en materia de regulación, que deben corregirse con cierta urgencia, como la reglamentación mundial de los valores mobiliarios. De igual importancia es que en los países receptores se adopten medidas macroeconómicas adecuadas (por ejemplo, para evitar la excesiva apreciación cambiaria) con el fin de hacer sostenibles a largo plazo los beneficios de los flujos privados de capital.

Los trabajos que componen el proyecto se escribieron principalmente en un período de abundancia (y en verdad de sobreabundancia) de flujos de capital destinados a América Latina, y prevalecían los temas relacionados con la gestión de dicha abundancia. En momentos en que se publica este documento (mediados de 1994), hay incertidumbre con respecto a la sostenibilidad de esos flujos de financiamiento a los

niveles recientes. Estas eventuales nuevas tendencias son consistentes con el énfasis que hemos dado a la inestabilidad de importantes componentes de esos flujos y a sus implicaciones de política económica.

Queremos agradecer la colaboración técnica de Alvaro Calderón y Daniel Titelman y la valiosa labor de preparación del manuscrito final efectuada por la Sra. Lenka Arriagada.

Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones
Coordinadores del Proyecto
Santiago, CEPAL, junio de 1994

INTRODUCCION

Este trabajo se inicia con una breve descripción (en la sección I) de las tendencias recientes que muestran los mercados privados a nivel global, los flujos orientados hacia los países en desarrollo, y específicamente los que se dirigen a América Latina.

A continuación (en la sección II) figuran las informaciones detalladas disponibles sobre los flujos desde los países de la Comunidad Económica Europea hacia América Latina. En esa sección también se examinan algunas de las características fundamentales de los inversionistas mismos y se distingue, cuando procede, entre los países de origen (dentro de Europa y con respecto a los Estados Unidos). El análisis se inició en un nivel más global porque, dadas la integración y globalización creciente de los mercados, era muy pertinente examinar las tendencias (como la intensificación del uso de valores) y las fuerzas que operan en el nivel global para entender que ocurre con las corrientes específicas, como por ejemplo las procedentes de Europa destinadas a América Latina. En efecto, en algunos mercados es prácticamente imposible distinguir con claridad cuáles son las corrientes "europeas". Por ejemplo, un fondo de pensiones radicado en Estados Unidos puede adquirir bonos latinoamericanos en Luxemburgo; si bien el flujo aparece inscrito como originario de Europa, la verdadera fuente de los fondos está situada en Estados Unidos. Asimismo, un fondo de pensiones de Estados Unidos puede contratar a un gerente de inversiones en Londres o en Edimburgo para que administre los fondos destinados a los mercados emergentes, principalmente a los países del arco del Pacífico.

El trabajo examina más a fondo (en la sección III) las motivaciones que explican las razones por las cuales diferentes tipos de inversionistas europeos deciden encauzar flujos de fondos hacia América Latina. Cuando sea posible se diferenciará entre las distintas nacionalidades dentro de la CEE. En este trabajo se analizará, principalmente sobre la base de informaciones obtenidas en entrevistas, en qué medida quienes invierten en diferentes tipos de instrumentos tienen distintas motivaciones, los factores que estimulan esos flujos hacia América Latina, y las posibilidades de que ellos se mantengan.

En la sección IV se estudiará la reglamentación que se aplica a las inversiones de los diferentes tipos de inversionistas europeos en los llamados mercados emergentes.

La sección V contiene las conclusiones, basadas en el examen de la información disponible, sobre las condiciones de esas corrientes y su idoneidad para satisfacer las necesidades de los países latinoamericanos. También se evaluará el riesgo vinculado con esas corrientes.

I. TENDENCIAS GLOBALES DE LOS FLUJOS DESTINADOS A LOS PAISES MENOS DESARROLLADOS DE AMERICA LATINA EN LOS MERCADOS PRIVADOS

El endeudamiento global continuó creciendo rápidamente, por tercer año consecutivo, durante 1993, en los mercados internacionales de capital; el volumen agregado de los flujos internacionales de capital, que habría aumentado apreciablemente (20.7%) en 1991, nuevamente subió (16.2%) y para 1993 el volumen total del endeudamiento superó los 810 mil millones de dólares y su tasa de crecimiento, de 33%, medida sobre bases anuales, fue aún más rápida que en los años anteriores (véase cuadro 1). Si se consideran los últimos cinco años completos, 1987-1993, el endeudamiento global muestra un incremento de 82%.

Continuando con la tendencia observada en el período 1990-1992 durante el cual el endeudamiento de los países en desarrollo en los mercados internacionales de capital creció en forma muy apreciable (llegó a 31% en 1990, a la abultada cifra de 62% en 1991 para luego disminuir a 2% en 1992), dicho endeudamiento creció aún más en 1993 (véase cuadro 2). Como consecuencia de lo anterior, la participación de los países en desarrollo en el total, que había subido de 4.7% en 1989 a 6.6% en 1990 y a casi 9% en 1991, bajó en 1992 pero subió en 1993 a más de 10%. Persistió el marcado incremento de las emisiones de bonos que se había iniciado en 1990 (véase nuevamente cuadro 2).

Cabe mencionar que según otras fuentes, como el estudio Global Economic Prospects and the Developing Countries efectuado en 1993 por el Banco Mundial, que hace un esfuerzo importante en la tarea de lograr una cobertura completa de estos nuevos flujos orientados a los países menos desarrollados (PMD), las cifras declaradas para América Latina son algo superiores, y se estima, por ejemplo, que el valor de los bonos latinoamericanos ascendió a 11.7 mil millones de dólares en 1992 (en contraposición con la cifra de 8.2 mil millones de dólares dada a conocer por la OCDE) y que, por ejemplo, la inversión en acciones en América Latina llegó a 5.5 mil millones de dólares en 1992 (en tanto que según la OCDE, ascendía a 4.5 mil millones de dólares). Sin embargo, las tendencias señaladas por ambas fuentes son similares y muestran el rápido y persistente crecimiento de los bonos en general, (la OCDE también pronostica un incremento adicional de la oferta de bonos latinoamericanos a medida que diversos países vayan accediendo a categorías superiores de la clasificación de los efectos según la calidad de riesgo). (Véase cuadro 3.)

El dinamismo de tendencias globales observado en 1993 no fue generado principalmente por los créditos sindicados, como puede observarse en el cuadro 4 sino por bonos y acciones, que crecieron en 46% en 1993.

Como puede apreciarse al comparar los cuadros 2 y 4, el endeudamiento de los países en desarrollo parece seguir tendencias similares a las globales, en especial en lo que se refiere a la importancia decreciente de los créditos sindicados y al rápido incremento de los valores (tanto bonos como acciones).

Las informaciones que aparecen en el cuadro 5 permiten examinar la importancia relativa de los diferentes tipos de flujos privados hacia América Latina y el Caribe, su evolución con el transcurso del tiempo y compararlos con los recibidos por los países asiáticos.

Al comparar en el cuadro 5 los períodos 1977-1981 y 1989-1992 se advierte que, en el caso de América Latina y el Caribe, los flujos de IED experimentaron un pronunciado incremento (de 10.6% a 24.0%) dentro del total de los flujos de capital, aumentó rápidamente la importancia de los valores de cartera (de 0 a 6.3%), subió levemente la participación de los bonos (de 4.5% a 6.3%), y bajaron pronunciadamente los préstamos de los bancos comerciales (de 66.9% a 14.7%). Se observan cambios similares, pero algo menos dramáticos, en los países de Asia. Por ejemplo, en esos países declinó la participación de los préstamos de los bancos comerciales, pero en forma mucho menos drástica que en el caso de los países latinoamericanos, y subió la proporción de los valores de cartera, que era nula, pero solo a 3.6% del total de los flujos de capital; según las informaciones suministradas por el FMI, fueron más radicales los cambios en los países de Asia que en los países de América Latina, en lo que se refiere al incremento muy rápido de la participación de la IED y el de la de bonos.

II. FLUJOS EUROPEOS PRIVADOS HACIA AMERICA LATINA

1. Inversión extranjera directa

Puede observarse en el cuadro 6 que en el período 1987-1990 la inversión directa originaria de los países de Europa representó 25% de la inversión mundial total en América Latina. Cabe señalar que la corriente europea más importante se generó en el Reino Unido (2.5 mil millones de dólares), y le siguen en orden de importancia Alemania (1.4 mil millones de dólares), España (0.7 mil millones de dólares) y Francia (0.6 mil millones de dólares). Esta distribución por país de origen difiere de la que existía anteriormente, ya que en 1979-1982 Alemania era la fuente principal, seguida por Francia, en tanto que el Reino Unido ocupaba el tercer lugar (véase cuadro 6).

En el gráfico 1 se compara la participación de la IED procedente de Europa y destinada a los países latinoamericanos con la originada en otras regiones. Se observa que desde 1985, y especialmente desde 1988, la proporción de esa inversión procedente de los Estados Unidos ha aumentado pronunciadamente en tanto que la participación de las corrientes originarias de Europa ha sufrido una leve declinación. En efecto, en 1989 en realidad cayó el valor nominal (en dólares de Estados Unidos) de la IED de Europa destinada a los países latinoamericanos, si bien en 1990 recuperó el nivel alcanzado en 1988. Es interesante señalar que los inversionistas europeos no suspendieron sus inversiones en los países latinoamericanos cuando las circunstancias se tornaron adversas. En 1983-1988 cuando los flujos procedentes de Japón de IED se redujeron pronunciadamente y los que tenían su origen en Estados Unidos se tornaron negativos, como consecuencia de la crisis económica y de la deuda en América Latina, la IED europea en la región cayó mucho menos que la de Japón y llegó a ser la más importante fuente de flujos de IED hacia América Latina. Así, los inversionistas europeos fueron buenos amigos en malos tiempos.

La mayor participación de la IED en los países de América Latina y el Caribe procedente de Estados Unidos en 1987-1990 puede atribuirse a una más estrecha integración de las Américas, en la que influyeron apreciablemente las perspectivas que ofrece ALCAN. Por otra parte, la declinación de la participación de la IED europea en esos países en el período 1987-1990 puede atribuirse en parte a los efectos de la creación del Mercado Único Europeo en 1992, ya que las perspectivas que ofrecía han influido para incrementar los flujos de inversión intrazonales de la CEE (IRELA, 1993).

La distribución sectorial de corrientes de IED varía con arreglo a las regiones de origen. Según las informaciones existentes (IRELA, 1993) las inversiones directas extranjeras de Europa en América Latina se concentran particularmente en el sector manufacturero, en contraste con las de Estados Unidos y Japón que se muestran principalmente activas en los sectores primarios. La inversión extranjera directa Europea muestra preferencia por los siguientes sectores: automóviles, productos químicos,

minerales, productos petroquímicos, productos electrónicos, aeronaves y productos alimenticios (Beetz y van Ryckeghem, 1993).

Finalmente, el cuadro 7 muestra la distribución por países de los flujos de inversión directa extranjera desde Europa hacia América Latina durante el período 1987-1990; Brasil es, lejos, el principal beneficiario de las corrientes europeas (con un monto de 3.2 mil millones de dólares) seguido por Argentina en segundo lugar (0.9 mil millones de dólares), México en tercer lugar (0.8 mil millones de dólares) y Chile en cuarto lugar (0.6 mil millones de dólares). El Reino Unido fue la principal fuente de las corrientes de inversión destinados al Brasil, Argentina y Chile; en el caso de México la fuente principal fue Alemania.

2. Bonos

Como ya se dijo, es prácticamente imposible distinguir en las fuentes de las inversiones en bonos por regiones geográficas puesto que los bonos internacionales y los eurobonos se transan globalmente y no hay información disponibles sobre sus compradores. Sin embargo, la información disponible permite obtener algunos indicios valiosos.

En efecto, como puede apreciarse en el cuadro 8, cuando América Latina volvió a colocar montos importantes en el mercado de bonos en 1989, sus bonos se denominaban exclusivamente en dólares de Estados Unidos. La proporción de los bonos denominados en dólares de Estados Unidos bajó levemente (a 87% en 1991), pero volvió a subir (a 96%) en el primer semestre de 1993. No han habido emisiones de bonos latinoamericanos en yenes y, por consiguiente, las restantes se hicieron en monedas europeas y especialmente en marcos alemanes, ECUs y otras. También predominan las emisiones de bonos en dólares en el total de los países en desarrollo, pero en una proporción muy inferior a la de América Latina (véase nuevamente el cuadro 8); en el ámbito global, es muy diferente la distribución del endeudamiento total entre las distintas monedas, ya que el dólar de Estados Unidos representa alrededor de 30% en los 18 meses que se iniciaron en enero de 1991, el marco alemán aproximadamente 8% y el ECU cerca de 10% en tanto que las monedas restantes (principalmente las europeas), cerca a 37% (Collyns, 1992).

La elevada proporción de los bonos denominados en dólares refleja tanto las preferencias de monedas de los inversionistas (por ejemplo se estima que una gran proporción del capital latinoamericano fugado está denominado en dólares de Estados Unidos) como la composición de monedas de los ingresos de las compañías latinoamericanas. Además, los inversionistas radicados en Estados Unidos se mostraban más dispuestos a comprar valores latinoamericanos por la pronunciada caída de las tasas de interés de corto plazo en ese país durante 1991-93. En este contexto los prestatarios latinoamericanos pudieron aprovechar también el mercado creciente de bonos "yankee", en tanto que no han utilizado el mercado correspondiente de obligaciones en monedas europeas, como el de la libra esterlina.¹

Vale la pena señalar que, si bien los bonos internacionales latinoamericanos se denominan principalmente en dólares estadounidenses, prácticamente en su totalidad se cotizan en Europa y las cotizaciones se concentran principalmente en Luxemburgo. Es

¹ Información obtenida en entrevistas.

importante también destacar que el volumen de los bonos denominados en marcos alemanes es el más cuantioso dentro del total de los bonos denominados en monedas europeas. Esta situación se explica porque el interés del inversionista europeo en bonos latinoamericanos sigue restringiéndose al sector del marco alemán. En Alemania, los bancos (especialmente los bancos de ahorro, muchos de los cuales funcionan a nivel municipal) desempeñan un rol muy importante en la distribución de emisiones de bonos entre el público nacional en general. Así, en Alemania el público confía en que sus bancos apliquen controles de calidad y los bancos, para mantener la confianza de sus clientes, evitan exponerse a riesgos de incumplimiento del pago de los bonos. Por lo tanto, los bancos alemanes tienden a no hacer emisiones o colocaciones de bonos de países en que no se ha llegado a una solución definitiva para el conjunto de la deuda bancaria. Se ha informado asimismo que los inversionistas institucionales de Alemania han empezado a mostrar interés en los bonos latinoamericanos.²

Los inversionistas institucionales o individuales del Reino Unido no muestran en general mucho interés en los bonos, en parte porque sufrieron graves pérdidas durante los años setenta con los instrumentos de renta fija como consecuencia de la elevada inflación. En efecto, es interesante señalar el pronunciado contraste que existe entre las preferencias generales por los bonos, en comparación con las acciones, en los diferentes países de Europa. Ello queda demostrado en el cuadro 9, que contiene las cifras relativas a los inversionistas de fondos de pensiones de diferentes países de Europa sobre los cuales se dispone de datos. Hay un contraste especialmente marcado entre el Reino Unido -país en el que los fondos de pensiones distribuyen sus activos en monedas extranjeras en una proporción de 6% en bonos extranjeros y 94% en acciones extranjeras- y Alemania, en que los fondos de pensiones distribuyen sus activos en monedas extranjeras colocando 93% en bonos extranjeros y solo 7% en acciones extranjeras. Otro país europeo que muestra una marcada preferencia por los bonos es Suiza (véase nuevamente el cuadro 9), lo que coincide con las informaciones relativas a la colocación a través de Suiza, de una proporción creciente (si bien aun es pequeña) de eurobonos latinoamericanos. También resulta interesante que sea relativamente elevada la participación de los bonos dentro de los activos extranjeros de los fondos de pensiones de los Países Bajos. Particularmente pertinentes son las preferencias mostradas por los fondos de pensiones de los Países Bajos, Suiza, y el Reino Unido en el corto plazo, dado el elevado nivel de sus activos extranjeros. Con todo, para el mediano plazo es muy importante comprender las preferencias de estas instituciones —especialmente, por ejemplo, de los fondos de pensiones de Alemania— dentro de cuyos activos totales es muy reducida la proporción de las inversiones extranjeras y, por lo tanto, éstas podrían probablemente aumentar muchísimo. Este tema se reexaminará más adelante.

3. Acciones

Las estimaciones comparadas de los flujos secundarios globales orientados hacia los mercados emergentes de acciones de América Latina, del arco del Pacífico y Europa indican que, a fines de los años ochenta y comienzos de los años noventa (véase el gráfico 2) los inversionistas desplazaron hacia América Latina una proporción rápidamente

² Material obtenido en entrevistas y Collins y otros, *op. cit.*

creciente de su inversión total, si bien ésta parece haber declinado levemente desde mediados de 1992 y durante 1993.³ En efecto, como puede apreciarse en el gráfico 2, después de haber aumentado pronunciadamente con anterioridad, parece haber bajado en 1992 el nivel de las corrientes secundarias hacia América Latina. El grueso de los flujos hacia los mercados emergentes estuvo destinado al arco del Pacífico y que sólo 17% se dirigió a América Latina; esta proporción creció en forma sistemática y rápida hasta 1991, año en el que el 85% de las corrientes se orientaban hacia esa región; en 1992 esa proporción declinó levemente, pero seguía siendo muy elevada y llegaba a casi 60%. Estimaciones muy preliminares para los 6 primeros meses de 1993⁴ muestran que alrededor de 25% de los flujos secundarios se dirigirá a América Latina y que una proporción importante de ellos (en torno a 60%) se destinará a los países del arco del Pacífico; quizás tienda a elevarse la participación de los países latinoamericanos a fines de 1993.

Sin embargo, debe subrayarse que según estimaciones⁵, las emisiones primarias latinoamericanas predominaban en 1993 entre las de los mercados emergentes, ya que alrededor de 50% de las emisiones totales originarias en los mercados emergentes procedían de América Latina, y de esa cifra aproximadamente la mitad (30% del total) correspondía a México. Estas cifras parecerían indicar en esa fecha que no existen problemas de saturación para las acciones latinoamericanas y que las acciones procedentes de esa región seguían despertando gran interés entre los inversionistas.

No se han publicado cifras sobre los flujos europeos de inversión en acciones latinoamericanas. Sin embargo, como se muestra en el cuadro 10, se estima que las adquisiciones europeas de valores latinoamericanos se iniciaron a niveles muy bajos en 1986, 1987 y 1988 (aunque se elevaron gradualmente), crecieron apreciablemente en 1989, continuaron haciéndolo en 1990 y 1991, pero declinaron levemente en 1992. A este respecto, los flujos europeos reflejan una modalidad similar a la de los flujos totales orientados hacia América Latina (véase nuevamente el gráfico 2), si bien con cierto retraso. En efecto, parece que al comienzo las fuentes radicadas en Estados Unidos manifestaron más interés por adquirir acciones latinoamericanas (incluido el capital fugado latinoamericano que retornaba). Los inversionistas europeos (y especialmente los del Reino Unido) en un comienzo centraron su interés en mucho mayor proporción en los mercados emergentes de la cuenca del Pacífico y, por lo tanto, comenzaron a invertir en los mercados emergentes de América Latina algo más tarde que los inversionistas de Estados Unidos.⁶ No obstante, se estima que en 1991 las inversiones europeas habían llegado a representar el 40% del total de las corrientes secundarias orientadas hacia los mercados emergentes de América Latina (véanse cuadro 10 y gráfico 2), si bien su participación declinó levemente en 1992, a cerca de 30%.

Puede afirmarse que este tipo de comportamiento está en gran medida determinado por la proximidad geográfica. Así, los inversionistas de Estados Unidos se han mostrado en general más interesados por América Latina en tanto que los inversionistas japoneses han preferido los mercados del sudeste asiático. Los inversionistas europeos (especialmente los del Reino Unido) se han interesado por ambos

³ Véanse los gráficos 2 y 3 y el cuadro 3; asimismo las informaciones recogidas en entrevistas.

⁴ Material recogido en entrevistas.

⁵ Material recogido en entrevistas.

⁶ Material recogido en entrevistas.

y prefirieron el sudeste asiático en las etapas iniciales y más recientemente han invertido en América Latina.⁷

Como se dijo anteriormente, no se publican cifras detalladas que indiquen las fuentes de fondos de las distintas regiones destinados a los mercados emergentes. Con todo, existen informaciones por inversionistas, de las corrientes hacia el total de los mercados emergentes (con exclusión del arco del Pacífico), es decir América Latina, el subcontinente de la India, el Oriente Medio, Europa oriental y otros (es muy probable que el grueso de esas inversiones se oriente a América Latina). En el cuadro 11 puede observarse que los flujos originarios de Europa representaban el 40% de los flujos orientados a los mercados emergentes en el período 1989-1992, que la proporción más elevada de los flujos europeos (23%) tenía su origen en el Reino Unido y que el segundo lugar entre las fuentes europeas lo ocupaba Suiza (que genera 9% de los flujos totales que se dirigen a los mercados emergentes).

Es evidente que el Reino Unido es la fuente mas importante de las inversiones europeas en los mercados emergentes (incluidas principalmente las dirigidas a América Latina).

Los activos extranjeros del Reino Unido se concentran en los fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida y las sociedades de inversiones con número variable de acciones.

La acumulación de activos extranjeros ha sido una característica fundamental del desarrollo de los fondos de pensiones en el Reino Unido. En 1975 los activos extranjeros (compuestos en su totalidad por acciones) representaban sólo 5% de la cartera total. Después de la eliminación de los controles cambiarios en 1979 crecieron apreciablemente los activos extranjeros pertenecientes a los fondos de pensiones del Reino Unido y la participación de estos activos se triplicó con creces, a 18%, en 1990. Como puede observarse en el cuadro 12 esa es la proporción más elevada de activos extranjeros en manos de fondos de pensiones, entre todos los países desarrollados. Con arreglo a las informaciones suministradas por la empresa Baring Security (1993) a fines de 1991, 26% del total de los fondos de pensiones del Reino Unido estaban invertidos en activos extranjeros.

Resulta particularmente notable el incremento de la participación de las acciones extranjeras en los activos de los fondos de pensiones del Reino Unido. Estas acciones representaban sólo 6% del total en 1979, pero Baring Securities estima que esa cifra se elevó a más de 20% en 1991. Esta estimación coincide con la estimación que figura en el cuadro 9 (y con las informaciones obtenidas en las entrevistas) que indican que a fines de los años ochenta una proporción muy elevada de los fondos de pensiones del Reino Unido estaban invertidos en acciones extranjeras. Esta tendencia quedó claramente confirmada a comienzos del decenio de 1990.

Lo expresado anteriormente puede tener repercusiones importantes en las tendencias futuras. En efecto, como en el Reino Unido los fondos de pensiones han invertido ya una proporción tan elevada de sus activos en acciones extranjeras es posible que no deseen elevarla mucho más. Por ese motivo, las inversiones en acciones de los mercados emergentes (por ejemplo en América Latina) corresponderán mas bien a una reasignación de los activos internacionales de los fondos de pensiones del Reino Unido a esos mercados que a un incremento de su participación en las inversiones en valores extranjeros. Sin embargo, no debe subestimarse la importancia del desplazamiento de fondos de los mercados desarrollados a los mercados en desarrollo. No obstante, cabe

⁷ Material obtenido en entrevistas; véase también M. Howell (1993).

esperar que el incremento de las inversiones de los fondos de pensiones del Reino Unido en los mercados emergentes sea quizá más limitada que, por ejemplo, el de los fondos de pensiones de Estados Unidos, que sólo habían invertido alrededor de 4% de los activos totales en activos extranjeros (véase nuevamente el cuadro 12) y dentro de esas cifras sólo 3.5% de los activos totales correspondía a acciones extranjeras.⁸ Por consiguiente, los expertos (consultores) que asesoran a los fondos de pensiones en los Estados Unidos han sugerido que esos fondos eleven rápidamente la proporción de las acciones extranjeras dentro de los activos totales a alrededor de 15%, y que de esa cifra cerca de 10% (es decir, 1.5%) se oriente hacia los mercados emergentes.⁹ Si las tendencias mencionadas se materializaran, las inversiones de los fondos de pensión estadounidenses en acciones de los mercados emergentes subirían tanto porque se está elevando pronunciadamente la proporción de las acciones extranjeras dentro de sus activos totales como asimismo por la reasignación de activos hacia los mercados emergentes.

Los Países Bajos se encuentran en una situación intermedia, si bien más cercana a la del Reino Unido. La proporción invertida en activos extranjeros por los fondos de pensiones privados es ya bastante elevada, no así la de los fondos públicos que es bastante reducida (de alrededor de 3%). Por consiguiente, hay posibilidades de que se amplíe la proporción de activos extranjeros en los fondos de pensiones de los Países Bajos (aunque no tanto como en Estados Unidos), lo que significa que existirían bastantes posibilidades de aumento de las inversiones en acciones en los mercados emergentes (sobre todo porque los fondos de pensiones en los Países Bajos prefieren decididamente las acciones que los bonos para su inversión extranjera, véase lo dicho anteriormente).

Dentro de Europa, los fondos de pensiones y las compañías de seguros de vida del Reino Unido y los Países Bajos han estado "a la vanguardia" de las inversiones en valores extranjeros. Ambos países muestran una elevada relación entre los activos institucionales y el producto interno bruto. En ambos países los beneficios proporcionados por el gobierno por concepto de pensiones son relativamente reducidos y eso obliga a las personas a ahorrar para su vejez.

El Reino Unido y los Países Bajos constituyen la excepción más bien que la regla dentro de Europa. Por ejemplo, existen fondos de pensiones estatales más generosos en Francia, Italia y Suiza; en Alemania existe un sistema especial de jubilaciones y, por consiguiente, en esos países es reducida la relación entre los activos institucionales y el producto interno bruto. No obstante, algunos observadores¹⁰ estiman que es probable que esta situación se modifique a medida que los generosos beneficios gubernamentales en materia de pensiones se vayan tornando inviables en esos países tanto por el envejecimiento de la población como por la necesidad de reducir los déficit presupuestarios. Como consecuencia de esta y de otras tendencias se espera un importante incremento de los activos de los fondos de pensiones en Francia, Alemania, Italia y Suiza en los años venideros. Así, Baring Securities¹¹ estima que esos activos aumentarán 50% de 1991 a 1996 y alcanzarán a casi 500 mil millones de dólares en el segundo de esos años. Además, se proyecta un apreciable incremento en los próximos años de la proporción actualmente reducida de esos activos que corresponden a activos

⁸ Véase Baring Securities, op. cit., y asimismo informaciones obtenidas en entrevistas.

⁹ Material obtenido en entrevistas.

¹⁰ Material basado en entrevistas; véase también Baring Securities, op. cit.

¹¹ Sobre la base de estimaciones de Intersec Research.

extranjeros. Por lo tanto, existen muchas posibilidades de que se eleven las inversiones de los fondos de pensiones de Francia, Alemania, Italia y Suiza en acciones (y bonos) emitidos por los prestatarios latinoamericanos. Por eso, quizá le convenga a los prestatarios latinoamericanos hacer esfuerzos especiales para atraer el interés de estos inversionistas potencialmente importantes y asimismo de otros fondos de pensiones mas establecidos, como los del Reino Unido y de los Países Bajos.

Ahora se examinarán los fondos de pensiones del Reino Unido, que son, con mucho, los inversionistas europeos más importantes en acciones de los mercados emergentes (véase de nuevo el cuadro 11). ¿Cuál es la proporción de sus inversiones en mercados emergentes destinadas a América Latina y cuál ha sido su evolución? Esta es una interrogante importante, porque puede afirmarse que las inversiones de las instituciones como los fondos de pensiones suponen un compromiso de plazo más largo y por lo tanto son potencialmente menos volátiles que las inversiones de otras fuentes.

Es imposible obtener actualmente informaciones separadas sobre los mercados emergentes de América Latina, pero existen datos por separado relativos a los mercados emergentes del arco del Pacífico y otros mercados emergentes (principalmente en América Latina, pero también se incluyen algunos del Subcontinente Indio y del Medio Oriente). El cuadro 13 contiene informaciones sobre la inversión total de los fondos de pensiones del Reino Unido, ascendentes a 185 mil millones de libras, efectuadas por 3 000 inversionistas diferentes. La información contenida en el cuadro 13 indica que: a) las acciones latinoamericanas seguían representando (en septiembre de 1993) una proporción muy reducida (levemente inferior a 0.6%) de los activos totales del Reino Unido, si bien se observa un incremento sistemático y sostenido desde diciembre de 1990; b) la participación de las acciones de los países del arco del Pacífico (excluido Japón) en los activos totales del Reino Unido era 10 veces superior a la de los países de América Latina en diciembre de 1990. Esta continuó creciendo en los últimos tres años, a un ritmo algo menor que las acciones latinoamericanas. Las acciones de los países del arco del Pacífico (excluido Japón) constitúan una proporción tan elevada de los activos de los fondos de pensiones del Reino Unido a fines de 1993 como las acciones japonesas o las estadounidenses.

Las cifras precedentes parecerían confirmar que hay muchas posibilidades de aumento de la participación de las acciones latinoamericanas en los fondos de pensiones del Reino Unido.

Esas expectativas fueron confirmadas en entrevistas realizadas con representantes de los fondos de pensiones y gerentes de los fondos de inversión. Por ejemplo, un representante de la firma Mercury, que es la administradora de fondos de pensiones más grande de Europa, señaló que los fondos de pensiones del Reino Unido (y asimismo los inversionistas particulares) seguirán incrementando la proporción de sus inversiones en América Latina, pero que ésta no llegará a un nivel tan alto como la orientada a los países del arco del Pacífico. Un representante de Robert Fleming, otra gran firma administradora de inversiones, confirmó que la tendencia era similar y destacó que en 1993 aumentó el interés de los inversionistas institucionales del Reino Unido por América Latina; esto queda de manifiesto por el hecho de que muchos "brokers" del Reino Unido cuentan ahora con "expertos" y "oficinas" para que se ocupen específicamente de los valores latinoamericanos, en tanto que hasta hace poco tiempo esa tarea se encomendaba al analista de los valores estadounidenses. Esta tendencia fue además confirmada por un representante del Fondo de pensiones de los ferrocarriles británicos British Rail Pension Fund (BRPF), que es el fondo de pensiones más grande del Reino Unido. Es interesante señalar que todos los activos de este importante fondo de pensiones son administrados en el exterior por cinco administradores, con arreglo a un sistema de inversiones globales,

que trabajan en una lista aprobada de países. Es también interesante que los cinco administradores insistieron mucho ante el BRPF durante 1993 (y de manera más informal en los dos años anteriores) que se les permitiera invertir los fondos de esa firma en América Latina y asimismo en Europa oriental. Según informaciones recibidas, se autorizó la inversión de montos pequeños en América Latina.

Las entrevistas también indicaron que había una diferencia interesante entre las inversiones de Estados Unidos y del Reino Unido en valores latinoamericanos. En Estados Unidos es elevado el volumen de las transacciones efectuadas por los "brokers" de acciones latinoamericanas, de suerte que pueden ganar suficientes comisiones sobre las transacciones en el mercado secundario. En el Reino Unido es todavía reducida la escala de las transacciones en valores latinoamericanos, de modo que los "brokers" prefieren ocuparse principalmente de las transacciones en el mercado primario, en el cual se pueden obtener comisiones más altas (que van de 6 a 7%) y a ese fin es necesario tener buenas relaciones con los mejores prestatarios.

En el Reino Unido es necesario hacer una distinción importante en cuanto a la distribución por países (en América Latina) entre los inversionistas generales (como los fondos de pensiones) y los inversionistas más especializados (como los que invierten en fondos regionales). Por ejemplo, los administradores de inversiones generales ofrecieron a sus inversionistas generales una cartera denominada "cartera prudente" de valores latinoamericanos en la que alrededor de 60% correspondía a activos mexicanos, y más o menos 15% a Brasil, Chile, y Argentina, respectivamente. El mismo administrador de inversiones para sus fondos latinoamericanos especializados ofrecía una combinación que contenía 50% de activos mexicanos, más de 20% de brasileños y alrededor de 10% de activos de Argentina y Chile, respectivamente, e incluía también algunas inversiones en mercados menos conocidos o "más riesgosos" como Perú, Colombia y Venezuela. Además, la firma Foreign and Colonial, que sería la más grande inversionista de cartera de Europa en América Latina, muestra una diversificación aun mayor de su cartera en su fondo latinoamericano, en el que sólo el 32% corresponde a valores de México, una proporción similar a Brasil, 14% a la Argentina, alrededor de 5% a Colombia, Venezuela, Chile y Perú respectivamente y montos menores (inferior a 1%) a países como Ecuador y Bolivia.¹² En relación con las comparaciones entre inversionistas estadounidenses y europeos (especialmente del Reino Unido) se informó¹³ que estos últimos conocen mejor América Latina y por lo tanto están más dispuestos a colocar sus inversiones en mayor número de países de América Latina que los inversionistas más "prudentes" de Estados Unidos que concentran una proporción más elevada de sus inversiones en valores mexicanos.

En lo que se refiere a las tendencias muy recientes (1993) cabe destacar el creciente interés que muestran los inversionistas del Reino Unido por las acciones brasileñas, estimulado por los enormes incrementos de los precios en la Bolsa de Valores de Brasil.

El proceso tendiente a la mayor diversificación por países dentro de América Latina no se restringe a las inversiones en acciones de la región. En efecto, se sabe (West Merchant Bank, 1993) que en los últimos tiempos se ha producido una importante diversificación geográfica del número de países latinoamericanos que han accedido al mercado internacional de bonos, con el ingreso de Uruguay y Trinidad en 1992 y el de

¹² Material recogido en entrevista.

¹³ Material obtenido en entrevistas.

Chile, Colombia y Guatemala en 1993. Es interesante destacar que los bonos de Guatemala están garantizados por los ingresos de las exportaciones de café, modalidad similar a la seguida por primera vez por los prestatarios mexicanos en el mercado de bonos, cuyas ofertas iniciales estuvieron garantizados por los ingresos de exportación, pero no así las siguientes, ya que el mercado conocía mejor a estos países y prestatarios.

4. Préstamos de la banca

En contraposición con la bonanza observada en el mercado internacional de bonos y acciones, los préstamos totales de la banca a los países latinoamericanos declinaron apreciablemente en el período 1987-1991. Esta caída obedeció tanto, como ya se dijo, a que se había producido un descenso global de los préstamos bancarios en el ámbito internacional, como porque se redujeron apreciablemente los préstamos concedidos a los países latinoamericanos y a otros países en desarrollo, que en los últimos tiempos tuvieron problemas para servir la deuda. Con todo, es interesante señalar que durante 1992 el valor neto del crédito agregado de la banca a los países latinoamericanos no pertenecientes a la OPEP tuvo signo positivo por primera vez en seis años y su valor llegó a 12.1 mil millones de dólares, nivel que no se había alcanzado en una década (véase cuadro 14). Además, los préstamos a la región (con un valor de 0.8 mil millones de dólares) nuevamente mostraron signo positivo en los tres primeros trimestres de 1993, si bien significativamente inferior al de los cuatro trimestres anteriores (BPI, 1994). Por lo tanto, se observaría posiblemente una nueva e importante tendencia de incremento del crédito bancario a América Latina.

No se han publicado informaciones sobre las fuentes geográficas de esos préstamos concedidos por la banca a América Latina, pero sin embargo, según las estimaciones suministradas por el BPI,¹⁴ aproximadamente un tercio del total de los flujos de crédito de la banca a América Latina en los últimos tres años tuvo su origen en de Europa.

El crédito de la banca internacional, tanto el destinado a América Latina como a los países en general, presenta ahora una nueva e importante característica que podría generar algunos problemas cual es el importante acortamiento de sus vencimientos medios. Así, la proporción de los préstamos con vencimiento de hasta 12 meses de los países latinoamericanos no pertenecientes a la OPEP, dentro del total de los préstamos bancarios, subió de 42.5% a fines de 1991 a 45.1% a mediados de 1992 y a 47.4% a fines de 1992; la proporción correspondiente a todos los países en desarrollo tuvo un crecimiento similar, de 49.4% a fines de 1991 a 54.1% a fines de 1992, si bien fue levemente superior la proporción correspondiente a los préstamos de corto plazo. Dentro de América Latina se observaron incrementos especialmente rápidos en 1992 de la proporción de préstamos con un vencimiento de hasta un año en Argentina, Colombia y Chile.

Esta tendencia observada en América Latina y en el resto de los países en desarrollo (como asimismo en todo el crédito bancario) refleja la mayor preferencia de los bancos por los préstamos de corto plazo, que queda de manifiesto por la no renovación de préstamos de largo plazo y la creciente importancia del crédito vinculado al comercio.

¹⁴ Informaciones recogidas en entrevistas.

III. MOTIVACIONES DE LOS INVERSIONISTAS EUROPEOS EN VALORES

En esta sección se examinan las motivaciones de los inversionistas europeos para invertir en valores latinoamericanos, el grado en que esas motivaciones difieren según los tipos de valores y los factores de los cuales depende que se mantengan los niveles actuales de esas corrientes.

El primer aspecto importante que revelaron las entrevistas es que se consideraba en general que los inversionistas europeos específicos (por ejemplo los fondos de pensiones) parecen decidir primero si les gusta o no un país determinado o una región. Después de haber decidido invertir en un país o región determinados tenderán a invertir en la gama completa de instrumentos ofrecidos, incluidos las acciones, los bonos y los instrumentos de corto plazo. La preferencia por un conjunto de instrumentos en una región como América Latina dependerá principalmente de sus preferencias generales. Así los inversionistas del Reino Unido tienden a preferir en general las inversiones en acciones y esa misma preferencia se refleja en sus activos internacionales generales y en sus inversiones en América Latina. Los inversionistas alemanes tienen marcada predilección por los instrumentos de renta fija (especialmente bonos) y eso queda de manifiesto por la distribución de sus activos internacionales y latinoamericanos.

Otra característica importante de los inversionistas es que parecen pensar principalmente en términos regionales. Así, se expresan muy favorablemente sobre la región latinoamericana en general si bien dentro de ella pueden tener cierta preferencia por determinados países. Estas "regionalización" de las preferencias influye sobre las tendencias positivas y negativas. Por ejemplo Ross Perot, en un discurso pronunciado cuando era candidato a la presidencia de los Estados Unidos se mostró contrario al Acuerdo de Libre Comercio de América del Norte (ALCAN) y eso influyó para que los inversionistas nacionales y extranjeros vendieran sus acciones que tenían en un país tan distante de México como Argentina, con la consiguiente caída de los precios de las acciones en éste, aunque la vinculación objetiva entre el desempeño económico de la Argentina y el discurso de Perot era muy tenue.

Entre los factores que estimulan a los inversionistas europeos a invertir en los bonos de los países en desarrollo indudablemente uno muy importante es el rendimiento. En la medida en que las tasas de interés en Europa siguen cayendo sostenidamente y permanecían en niveles muy bajos las tasas de interés en los Estados Unidos los rendimientos más altos son, sin duda, un incentivo importante y lo son también crecientemente para los inversionistas europeos. En la medida que estas diferencias de rendimientos mermaran (por ejemplo porque se elevaran los tipos de interés en los Estados Unidos) podría disminuir apreciablemente el atractivo que tienen los bonos latinoamericanos. Otro elemento importante es que el aumento de la demanda de bonos latinoamericanos corre paralelo a los aumentos de volumen y de los precios de las transacciones en el mercado secundario, especialmente de los bonos Brady, y está vinculado con ellos.

El Banco Morgan Grenfell, que es uno de los bancos de inversión mas activos de la ciudad de Londres, resumió los factores específicos de los países que influyen en la

venta de bonos latinoamericanos. Los factores fundamentales son: 1) la relación con los acreedores, 2) las políticas fiscales, 3) la coherencia entre la política económica y la estabilidad política y 4) los avances de las reformas estructurales, como por ejemplo de la privatización.

El gráfico 3 ilustra la aplicación de esos cuatro criterios en dos años diferentes a cuatro países (México, Brasil, Marruecos y Polonia). En 1992 México resulta ser el país más atractivo, cuyo "desempeño" ha mejorado mucho respecto al de 1988.

Se mencionó el aumento exponencial de las investigaciones sobre las economías latinoamericanas realizadas por grandes firmas inversionistas como un indicio de que es posible que aumenten las transacciones de los inversionistas del Reino Unido tanto de bonos como de acciones.

Para conocer las motivaciones de los inversionistas en valores latinoamericanos radicados en el Reino Unido, es importante comprender primero los complejos arreglos institucionales tras sus decisiones. Los inversionistas institucionales (como los fondos de pensiones y las compañías de seguros) son la fuente que suministra los fondos, pero participan en forma muy indirecta y, en cierta medida parcial, en el proceso de adopción de decisiones puesto que contratan consultores para los fondos de pensiones que los asesoran respecto de las estrategias generales. También contratan administradores de las inversiones, a los cuales tienden a dar pautas bastante amplias respecto de las cuales éstos formulan sugerencias o proponen cambios. Por último, los "brokers" son los que participan directamente en la adquisición de las acciones. Hay cierta dispersión de las decisiones. También se distribuyen en forma dispereja los conocimientos, puesto que los conocimientos especializados de los mercados latinoamericanos que tienen, por ejemplo, los administradores de los fondos de pensiones son mucho menos completos que los de los administradores de las inversiones. Quizás sería conveniente que los prestatarios latinoamericanos establecieran vías de comunicación y vínculos más sólidos con los administradores de los fondos de pensiones en forma directa.

Algunos de los factores que determinan las inversiones en acciones latinoamericanas son de origen global. Por ejemplo, cuando bajan los tipos de interés sobre los depósitos se transfieren en gran escala los recursos de los bancos a los mercados de valores. Además, se teme que la rentabilidad de las acciones europeas podría bajar mucho o tornarse negativa y se considera que la inversión en los mercados emergentes (incluidos los latinoamericanos) ofrece posibilidades de mejores rendimientos y de reducción sistemática del riesgo. Ese raciocinio está respaldado por investigaciones que muestran que los ciclos económicos nacionales no guardan correlación entre sí, (especialmente en las épocas en que no hay crisis) de modo que la inversión de una proporción de la cartera en otros mercados podría reducir en forma sistemática el riesgo para la misma rentabilidad (Davies, 1991; World Bank, 1993). Además, una razón de peso para invertir en acciones latinoamericanas es que su precio aumentó mucho más rápido (así como el de las acciones de varios países de Asia oriental) que el de las acciones de los países desarrollados en 1990-1992. Efectivamente en 1992 los seis mercados que tuvieron el mejor desempeño eran mercados emergentes.

En cuanto a los factores más específicos, la mayoría de los administradores de los fondos parecen aplicar un criterio que va de lo global a lo particular para la selección de las acciones en los países en desarrollo. Así, primero evalúan las perspectivas económicas globales del país (y algunos fijan como mínimo un crecimiento de 4 a 6%) y luego examinan el ámbito sectorial y de las empresas. Los administradores de las inversiones consideran que en general es inadecuada la calidad de la información financiera disponible por empresas en los países latinoamericanos.

Como ya se dijo, los inversionistas institucionales del Reino Unido están solo ahora comenzando a invertir en valores latinoamericanos y están aumentando su participación de una manera más bien prudente. La renuencia a actuar con más celeridad se debe a que América Latina sigue siendo considerada una región algo volátil tanto del punto de vista económico como político.

Se considera que el desempeño reciente de América Latina (tanto de las economías como de los mercados de valores) es bueno y está mejorando y eso se refleja en las categorías mucho mejores que ocupan las economías latinoamericanas desde 1989 en la clasificación del riesgo por países publicada por ejemplo por Institutional Investor e Euromoney. Sin embargo, algunos inversionistas institucionales radicados en el Reino Unido siguen preocupándose (aunque menos) sobre la sostenibilidad del mejor comportamiento económico de América Latina.¹⁵

Entre los criterios que atraen a los inversionistas institucionales e individuales del Reino Unido hacia América Latina figuran:¹⁶ i) importantes cambios de la filosofía económica hacia la preferencia por economías de libre mercado, cambio que es considerado en general permanente; ii) mayor crecimiento y aumento de las perspectivas de crecimiento; iii) un manejo macroeconómico prudente; y iv) mayor estabilidad política.

En la medida en que sean principalmente los factores internos del país, y se mantengan, los que atraigan esas corrientes (tanto de bonos como de acciones) hay más posibilidades de que esos flujos continúen siendo bastante importantes.

Otros factores que se mencionaron entre los que influyen sobre la decisión de invertir en el mercado latinoamericano son: el tamaño del mercado (hubo una clara preferencia por los mercados más grandes) y la reglamentación nacional. Los inversionistas radicados en el Reino Unido le asignan gran importancia a la reglamentación adecuada de los mercados latinoamericanos y consideran que ha mejorado apreciablemente; sin embargo, estiman conveniente que sigan perfeccionándose otros aspectos claves como la liquidez de los mercados locales, la información sistemática y los procedimientos de pago y de compensaciones. Un aspecto de la reglamentación aplicada por los países latinoamericanos que los inversionistas radicados en el Reino Unido consideran problemático es la exigencia de un período de tenencia continuada existente en Chile; se sostiene que esta exigencia, si bien no crea problemas a las grandes empresas que pueden colocar valores extranjeros por la vía de los ADR, restringe el acceso de las empresas medianas y pequeñas a los inversionistas extranjeros en acciones.

Se observa una gran diversidad en cuanto a la meta de rentabilidad exigida o esperada, establecida antes de invertir. Algunos administradores de inversiones más agresivos aducen que una rentabilidad anual inferior a 20% es "decepcionante". Por otra parte, algunos inversionistas institucionales estiman que es posible tolerar rentabilidades bastante bajas ya que al invertir en los mercados latinoamericanos u otros mercados emergentes se produce una diversificación considerada valiosa.

En lo que se refiere al período de tenencia establecido para los mercados emergentes, es importante enfatizar que los administradores de fondos extranjeros tienden a "mantener" sus inversiones en valores de mercados emergentes por períodos mucho más largos (la rotación promedio de su cartera en los mercados emergentes fue de 0.8 veces al año en el período 1986-1992) que en los mercados en los países desarrollados (en los cuales la rotación promedio de las carteras de valores extranjeros de

¹⁵ Material obtenido en entrevistas.

¹⁶ Sobre la base de material obtenido en entrevistas.

los inversionistas globales durante el período 1986-1992 fue de 2.6 veces al año). Esa información llevó a Howell (1993) a concluir que si bien los administradores de fondos extranjeros se dedica a la "compraventa" en los mercados de los países desarrollados (utilizando en forma creciente instrumentos derivados) y buscan oportunidades de arbitraje cada vez más escurridizas, están "invirtiendo" en los mercados emergentes en los cuales han acrecentado sostenidamente sus inversiones de riesgo. No obstante, los plazos promedio de tenencia de las acciones de los países en vías de desarrollo siguen siendo relativamente reducidos.

Al parecer, son algo mas prolongados los períodos de tenencia de los inversionistas globales radicados en el Reino Unido pues les interesa más la apreciación del capital en el largo plazo. Asimismo, hay algunos datos que indican que el horizonte temporal de los inversionistas tiende a ser más largo en el caso de las inversiones en los mercados de Asia, en que las transacciones son determinadas por factores fundamentales; se informó que, en general, son más cortos los períodos de tenencia de las inversiones en los mercados latinoamericanos, ya que éstas tienden a orientarse en mayor medida por criterios especulativos; una de las razones que explica este comportamiento es las elevadas tasas de inflación de algunos países (por ejemplo en Brasil) que complican las estrategias de inversión de largo plazo.¹⁷

Los administradores de inversiones entrevistados señalaron que entre los factores que podrían originar una salida en gran escala de los fondos invertidos en los mercados de acciones de América Latina cabría mencionar un cambio importante de la economía internacional (por ejemplo un alza rápida e importante de las tasas de interés de los Estados Unidos o un incremento marcado del proteccionismo de los países del mundo industrial) o graves perturbaciones políticas en alguno de los países latinoamericanos más grandes.

¹⁷ Agradezco a Kwang Jun quien me suministró esta información basada en material recogido en entrevista.

IV. REGLAMENTACION DE LA INVERSION EN EUROPA

Un elemento bastante importante que influye en los flujos de los países de Europa hacia las inversiones latinoamericanas es la reglamentación en el país de origen.

Se observan dos tendencias generales en las inversiones de los inversionistas institucionales europeos. Una es que las restricciones que limitan la capacidad de los fondos de pensiones de los países europeos para realizar inversiones internacionales son menores que las que afectan a las compañías de seguros. La segunda es que existe un marcado contraste entre algunos países europeos, en los que la reglamentación es bastante liberal (en especial el Reino Unido, pero también en importante medida los Países Bajos) y otros en que la reglamentación es bastante restrictiva (por ejemplo Alemania, Francia e Italia).

La reglamentación vigente para las compañías de seguros del Reino Unido estipula que si los pasivos en cualquier moneda exceden del 5% del total, al menos 80% de los activos debe mantenerse en esas monedas. Como la mayoría de los pasivos están en libras esterlinas, eso quiere decir que también 80% de los activos debe estar en libras esterlinas. Además, las empresas tienen que demostrar a las autoridades supervisoras a intervalos regulares que cumplen las exigencias estatutarias de solvencia.

En otros países de Europa los reglamentos no permiten a las compañías de seguros mantener proporciones apreciables de activos extranjeros, lo que quiere decir que las empresas no pueden expandir libremente las tenencias de activos extranjeros.

Así, en Alemania la ley de supervisión de los seguros (Law on Insurance Supervision) especifica que las tenencias de activos necesarias para cumplir las obligaciones contractuales de los seguros (que representan más del 90% del total) deben pertenecer a uno de doce tipos especificados y los activos extranjeros están excluidos de esa lista. Desde el punto de vista técnico se exige una correspondencia de 100% entre las obligaciones vinculadas a los seguros de vida en moneda nacional y los activos nacionales. Los activos extranjeros no pueden exceder asimismo del 5% de los demás activos (es decir las reservas asignadas a bonificaciones futuras). Se informó que la Directiva de la CE elevaría este máximo aplicado a las inversiones extranjeras, pero de todos modos la reglamentación seguiría imponiendo otras restricciones.

En Francia, como en Alemania, se exige una equiparación de 100% entre las obligaciones correspondientes a los seguros de vida y los activos y asimismo que 34% se invierta en bonos públicos.

Varios otros países de Europa han establecido restricciones sobre los activos de las compañías de seguros de vida similares a los existentes en Alemania y Francia. En Italia los activos en moneda extranjera no pueden sobrepasar la cuantía de las obligaciones en esas mismas monedas.

Los Países Bajos en cambio han establecido un régimen liberal y no hay restricciones sobre las tenencias de activos o requisitos de solvencia aunque debe rendirse cuenta regularmente de la situación de los activos y pasivos de las empresas.

La reglamentación aprobada en el ámbito del mercado único en 1992 (incluida la Directiva sobre seguros de vida, Life Insurance Directive, que asegura la competencia

internacional) puede, como consecuencia de la competencia, reducir directa o indirectamente las diferencias en las restricciones a la cartera. Ello ocurrirá, particularmente porque las empresas de la CE podrán operar aplicando la reglamentación del país "de origen", lo cual permitirá a las empresas extranjeras competir ciñéndose a una reglamentación menos rigurosa.

En Alemania se regula también la rentabilidad y se aplican restricciones al diseño de los productos. Con arreglo a las nuevas directivas de la CE, incluso aunque los productos no cambiaran, podrían aumentar los incentivos para invertir en el exterior; sin embargo si —como puede ocurrir— cambia la naturaleza del producto como consecuencia de las directivas de la CE, aumentará la inversión externa de Alemania.

Los fondos de pensiones del Reino Unido (como en Estados Unidos) tienen que proceder con "prudencia" ("prudent man rule") y para eso los administradores deben lograr una diversificación razonable de la cartera. Las tenencias de cartera de los fondos de pensiones del Reino Unido no están sujetas a reglamentación, exceptuados los límites establecidos a las inversiones en la propia empresa (5%) y a la concentración. (Con todo, los fideicomisarios pueden imponer límites a la distribución de la cartera). Por consiguiente, no existen límites reglamentarios a la proporción de los activos extranjeros pertenecientes a los fondos de pensiones del Reino Unido.

La reglamentación aplicada a los fondos de pensiones en Alemania es similar a la que rige para las compañías de seguros de vida (incluido el límite de 4% sobre las tenencias de activos extranjeros).

La reglamentación fiscal restringe en Francia las inversiones en activos nacionales de algunos fondos de pensiones, lo cual supone un control aún más riguroso que en Alemania.

Las limitaciones aplicadas en Suiza son similares a las existentes en Alemania, si bien un poco menos restrictivas; el límite para los activos extranjeros es de 20% y para las acciones extranjeras 10%.

Por último, en los Países Bajos los fondos privados no están sometidos a restricciones, excepción hecha del límite de 5% a la inversión en la misma empresa. En cambio los fondos del servicio público están sometidos a estrictas limitaciones y sólo pueden invertir 5% en el exterior.

Como la reglamentación aplicada a los inversionistas institucionales en Europa continental podría liberalizarse —tanto por efecto de la influencia del modelo anglosajón como de las directivas de CE, ya descritas— habría grandes posibilidades de que se elevaran las inversiones en activos extranjeros de esas instituciones, incluidas las tenencias en América Latina. Ese crecimiento potencialmente elevado puede ser muy importante en el caso de las instituciones sometidas actualmente a una reglamentación muy restrictiva y de los países en que podrían crecer los activos institucionales (véase lo dicho anteriormente).

Las modificaciones de la reglamentación de la CE, y no sólo de las que regulan las actividades de los inversionistas institucionales sino también las de los intermediarios financieros, afectarán las decisiones sobre la asignación global de fondos originados en fuentes europeas, y por lo tanto influirán en la proporción destinada a América Latina. Sería algo prematuro en este momento decir donde se dejarán sentir los efectos de esos cambios, ya que sólo se han producido recientemente o se producirán posteriormente (véase más adelante). Sin embargo, las medidas descritas brevemente más adelante estimularán evidentemente la actividad internacional dentro de Europa de las entidades financieras y, por consiguiente, pueden facilitar el acceso de los prestatarios latinoamericanos a fuentes de ahorro europeos mayores y más variadas. Por otra parte, se correría el peligro de que al centrar la atención en la integración financiera y las

oportunidades de inversión en Europa pudieran distraerse la atención y los recursos de las inversiones externas. Es menos probable que esta tendencia, que según los informantes, se observó en los flujos de IED, se manifieste también en los de valores.¹⁸

La creación de un mercado financiero único en la CE es un elemento esencial del Mercado Único establecido en 1992 y tiene por objeto primordial eliminar dentro de la CE los controles internos sobre el capital y las barreras al suministro internacional de servicios financieros internacionales. A ese fin, deben adoptarse dos medidas: el reconocimiento de la licencia única que faculta a las instituciones para desarrollar actividades en cualquier país de la CE y un consenso sobre las exigencias mínimas. El reconocimiento recíproco de los bancos e instituciones de crédito se estableció en la Segunda Directiva Bancaria (**Second Banking Directive**), que entró en vigencia el 1º de enero de 1993 y que permite a cualquier banco legalmente establecido en cualquier país miembro crear filiales en los países de la CE, sin tener que solicitar permiso especial al país anfitrión o mantener el capital por separado. El banco, incluidas las filiales en otros países, se rige para todos los efectos por la reglamentación vigente en el país de origen, excepto en lo que se refiere a la liquidez y al riesgo en los mercados nacionales. Existen directivas complementarias y acuerdos bilaterales sobre la reglamentación bancaria en el contexto de la CEE.¹⁹

Uno de los posibles efectos de estas directivas es que aumente la competencia a la que se ven expuestos los bancos europeos, que actualmente tienen algunas características monopolísticas; algunas personas han sugerido también que el mercado único puede traer consigo un cambio hacia un modelo de banca universal, ya que la segunda directiva bancaria de la CE parece inclinarse en esa dirección, puesto que permite a los bancos universales que desarrollen actividades en todos los países de la CE, en tanto que restringe a los bancos del modelo "anglosajón", en cualquier país miembro, a la misma gama reducida de actividades que desarrollan actualmente.

De conformidad con la directiva de servicios de inversión (Investment Services Directive) aprobada en 1992 y que se pondrá en práctica en 1996, la expedición del pasaporte único en los mercados de valores debe regirse por sus principios. Faculta a los agentes de valores autorizados en cualquier país miembro para desarrollar actividades en cualquier lugar de la CE; se complementa con exigencias de capital destinadas a garantizar la seguridad y la solvencia de los agentes y "brokers" de valores (establecido en la directiva sobre idoneidad del capital, Capital Adequacy Directive), vigente para las sociedades de valores y las transacciones de valores efectuadas por los bancos.

Hay otro elemento importante del mercado único europeo que se refiere a la venta y la publicidad de los productos más bien que al establecimiento de las actividades comerciales. En especial se autorizó la venta internacional de acciones de las sociedades de inversiones con número variable de acciones, de conformidad con la Directiva de inversiones colectivas (Directive on Collective Investment) que entró en vigencia en la mayoría de los países de la CE en 1989 y trajo consigo un incremento apreciable del volumen de actividades internacionales. Sin embargo, según algunos expertos ese aumento correspondió aparentemente en gran medida a la compra con descuento de una deuda en divisas y rescate a valor nominal en moneda nacional (round-tripping). Cuando se efectúan este tipo de compras es prácticamente imposible hacer un análisis estadístico exacto de los orígenes por país.

¹⁸ Material obtenido en entrevistas.

¹⁹ Para más detalles véase por ejemplo, Griffith-Jones (1993).

La Directiva de fondos de pensiones (Directive on Pension Fund) de la CE establece como principio general su libertad de inversión y así, por ejemplo, los gobiernos no pueden obligar a los fondos de pensiones a mantener solamente activos nacionales. Se encuentran en marcha iniciativas similares de la CE aplicables a las compañías de seguros de vida y a otras compañías de seguros.

Por último, en lo que se refiere a la reglamentación de la inversión en el nivel de países individuales europeos, es importante señalar que se están examinando cambios similares actualmente en el Reino Unido. Es pertinente mencionar estos cambios en este momento, porque algunos de los administradores de inversiones que fueron entrevistados se refirieron en especial a la reglamentación existente como una limitación importante para la inversión en acciones latinoamericanas, especialmente en el caso de los particulares.

La Junta de Valores e Inversiones (Securities and Investment Board, SIB) reglamenta las actividades de las empresas de valores e inversiones en el Reino Unido, principalmente a través de una red de organizaciones autorreguladas. La SIB publica regularmente listas de bolsas en el exterior que, con arreglo a su criterio, ofrecen niveles aceptables de protección al inversionista.

Estas listas son importantes, porque al invertir en mercados aprobados de valores las exigencias de capital son inferiores y por lo tanto estas inversiones resultan más lucrativas para las sociedades de valores.

La lista de mercados aprobados hacia mediados de 1993 para las sociedades autorizadas de inversión con número variable acciones sólo incluye el mercado de México entre los mercados de valores latinoamericanos, aunque comprende varios mercados de valores asiáticos (Corea, Malasia, Singapur y Tailandia). Según los informantes²⁰ es relativamente simple lograr la inclusión de nuevos mercados de valores en la lista cuando se lo solicite; no obstante, de todos los países latinoamericanos sólo México lo ha pedido.

En octubre de 1993 la SIB revisó su política (SIB, 1993) y propuso que se eliminara el concepto de los mercados aprobados que se aplica a las sociedades autorizadas de inversión con número variable de acciones. La SIB propuso que en lugar de la lista de mercados de valores aprobados se estableciera la obligatoriedad para los administradores de esas sociedades de invertir, después de haber consultado a los fideicomisarios, solamente en aquellos mercados que: i) están reglamentados; ii) funcionan regularmente; iii) son reconocidos; y iv) están abiertos al público.

Es interesante conocer las razones de la SIB para justificar este cambio propuesto. Sostiene que, siempre que el administrador utilice parámetros que sean de conocimiento público, la integridad y la competencia de los administradores de esas sociedades para evaluar el mercado pertinente darían adecuada protección a los inversionistas. Por consiguiente, considera que "este criterio no traería consigo merma material alguna de la protección del inversionista". Aduce que dada la acelerada globalización de la inversión y el incremento del número de mercados a los cuales acuden los administradores de los fondos para invertir, no resulta realista esperar que, conforme la reglamentación aplicada en el Reino Unido, se evalúe cada mercado —y se revise continuamente la evaluación— sin que eso se traduzca en un incremento apreciable de los costos y los recursos que demanda la reglamentación.

Si este cambio de la reglamentación se aprueba en el Reino Unido, y parece probable que ello ocurra, su primer efecto será que a los prestatarios latinoamericanos les será más fácil obtener fondos de las sociedades de inversión con número variable de

²⁰ Material obtenido en entrevistas.

acciones del Reino Unido. Estas sociedades constituyen una fuente potencialmente importante de entradas ya que sus activos totales en el Reino Unido llegan alrededor de 100 mil millones de dólares.²¹

Si bien este es un efecto que debería ser considerado positivo, quizás deban plantearse algunas inquietudes por el carácter aparentemente drástico del proceso de liberalización de la reglamentación que este cambio supone y refleja, y el hecho de que los costos y recursos que demanda la reglamentación, así como también las dificultades de reglamentar un mundo crecientemente globalizado, parezcan influir tanto en la decisión sobre el grado de reglamentación que efectivamente debe aplicarse.

²¹ Material obtenido en entrevistas.

V. CONDICIONES DE LOS FLUJOS HACIA AMERICA LATINA, SU IDONEIDAD PARA EL DESARROLLO DE LARGO PLAZO, SUS RIESGOS

Como ya se indicó, actualmente existe una importante oferta global de capital extranjero que ingresa a la región latinoamericana y del cual una proporción bastante apreciable proviene de Europa. Además, hay indicios de que es muy probable de que persistan, tanto a corto como a mediano plazo, por lo menos algunas de las razones principales que inducen a ese capital a dirigirse a la región (como las mejores políticas económicas aplicadas en muchos países y la rentabilidad e intereses mayores que ofrece la región en comparación con los países desarrollados). Por consiguiente, hay razones para mirar con optimismo, si bien con cierta cautela, la sustentabilidad de estas corrientes en el corto y el mediano plazo. También infunde cierto optimismo el hecho de que los inversionistas que tienen perspectiva de más largo plazo, como los inversionistas institucionales, -que incluyen los fondos de pensiones y las compañías de seguros— estén comenzando a invertir en América Latina. Existen muchas posibilidades de que se eleven en el futuro las inversiones de los inversionistas institucionales europeos y especialmente las de muchos países de Europa continental, porque se proyecta un incremento de sus activos y es posible que aumente su diversificación internacional. Podrían crecer mucho en el futuro inmediato las inversiones en América Latina de los inversionistas institucionales de países como el Reino Unido y, especialmente, de los que ya poseen cuantiosos activos y han logrado la diversificación internacional, pero cuyo nivel de inversiones en la región es relativamente reducido. Quizás sea necesario que los prestatarios hagan algunos esfuerzos adicionales para poder acceder adecuadamente a esas nuevas fuentes de fondos.

Si bien hay razones legítimas para ser optimista, aunque con cierta cautela, respecto de la sostenibilidad de las corrientes en el corto y mediano plazo, es necesario destacar que esos flujos presentan riesgos de volatilidad, determinados sobre todo por factores internacionales. Por ejemplo, si las tasas de interés y la rentabilidad subieran apreciablemente en los países desarrollados, podría declinar el atractivo que tiene América Latina para los inversionistas extranjeros. La historia económica muestra que esos cambios sí ocurren y que tienden a afectar en forma bastante apreciable la afluencia de fondos a regiones como América Latina.

Esta es una de las razones principales por las cuales es importante no suponer que se mantendrá el nivel actual de las corrientes que se dirigen a América Latina y examinar qué posibilidades de volatilidad presentan dichos flujos, cuáles podrían ser sus efectos negativos como asimismo en qué forma los encargados de formular las políticas podrían procurar minimizar ambos efectos .

A continuación se examinarán cuáles son las posibles causas de volatilidad que puede afectar a los diferentes tipos de flujos que afluyen a la región y asimismo cuáles son sus condiciones financieras generales, pero antes es necesario referirse a otro tema importante. El efecto de largo plazo que esas corrientes tienen sobre el crecimiento y el desarrollo depende no sólo de su permanencia y de las condiciones financieras por las que se rigen (por importantes que sean estos factores), sino también de su destino. ¿En qué medida se encauzan hacia la inversión y no hacia el consumo? ¿En qué medida se destina

a la inversión en bienes transables, generadores de recursos adicionales en divisas que ayudarán a pagar el servicio de esos flujos, sin crear una crisis de endeudamiento o reducir la capacidad para importar o tener ambos efectos? ¿No existe una contradicción entre la afluencia de cuantiosos montos de capital, que hacen subir el tipo de cambio, con el fomento de la inversión en bienes transables? ¿Cuán bien han resuelto esa contradicción las autoridades económicas de los países receptores?.

A continuación se hará especial hincapié en los riesgos y costos de estos flujos, a fin de encontrar la manera de minimizarlos. No obstante, hay que subrayar que si la volatilidad se maneja bien y se reduce y si los flujos de fondos externos se invierten productivamente (y se destina una proporción importante de ellos a bienes transables), hay muchas posibilidades de que esas corrientes no sólo sean beneficiosas en el corto plazo sino de que esos beneficios se mantengan a mediano y largo plazo. Precisamente para lograr esos objetivos (que interesan por igual a inversionistas, prestamistas y prestatarios) quizás sea necesario adoptar medidas para fomentar la afluencia de corrientes más convenientes y en algunos casos desalentar las menos convenientes, especialmente si son muy cuantiosas. Ahora se examinarán las condiciones y la volatilidad potencial de diferentes tipos de corrientes y se empezará por las de bonos.

Suele insistirse acertadamente²² que desde 1989 el costo de emitir bonos -que representan una categoría muy importante del endeudamiento latinoamericano- ha tendido a declinar para los prestatarios latinoamericanos y que los plazos de vencimiento han permanecido constantes o han aumentado levemente. Además, los prestatarios latinoamericanos consideran que el costo total del financiamiento de los bonos es tan reducido ya que el nivel de las tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos en relación con el cual suelen calcularse los márgenes, en el momento actual son bastante bajos.

No obstante, cabe destacar que los márgenes ("spreads") ponderados promedio de los bonos latinoamericanos en el lapso 1989-1992 fueron bastante más altos que en el período 1972-1980.²³ Sin embargo, ha declinado apreciablemente el margen de rendimiento de los bonos de algunos prestatarios, especialmente el sector público de México, pero también el sector privado mexicano y el sector privado de Brasil y Venezuela (véase cuadro 15). En cambio, los márgenes de rendimiento han tendido a aumentar levemente para el total de los países en desarrollo y para cada categoría (exceptuado el sector privado en el que se observa una caída visible).

Hay un aspecto mas importante, como puede observarse en el cuadro 16, y es que los plazos de vencimiento para los prestatarios latinoamericanos, que han obtenido crecientes montos de financiamiento con bonos se acortaron mucho en el lapso 1989-1993 en relación con 1972-1982 (período en que los montos fueron mucho menores). Además, según el cuadro 16, el plazo medio de vencimiento en el lapso 1989-1993 (alrededor de 4.0) es extremadamente breve.²⁴ Eso significa que puede retirarse con

²² Véase, por ejemplo, C. Collyns et al. (1992); pueden consultarse informaciones recientes asimismo en West Merchant Bank (1993).

²³ Informaciones suministradas por el Dr. Von Kleist del Banco Internacional de Pagos. En el segundo período aumentó la proporción de prestatarios del sector privado cuyos márgenes tienden a ser superiores a los de los prestatarios del sector público, y ese hecho limita en cierta medida las posibilidades de comparación.

²⁴ Cabe destacar que recientemente algunos prestatarios han logrado colocar bonos con vencimientos muy largos. Por ejemplo, Petróleos Mexicanos (PEMEX) colocó una emisión de bonos a 30 años, pero esta es la única excepción actualmente que confirma la regla.

bastante rapidez una cuantía apreciable de los bonos vigentes si no son renovados, y eso podría ocurrir si el país o la región afrontan problemas internos o se han producido cambios en la economía internacional. Si, a raíz de eso y de otros factores, se produjera una crisis grave de balanza de pagos, sería más difícil -que en el caso de los bancos en los años ochenta- organizar una respuesta concertada para mantener el financiamiento externo, ya que los títulos de crédito estarían dispersos entre muchos tenedores de bonos.

Eso, como acertadamente lo indican Collyns et al. (1993), complicaría la reacción en caso que volvieran a producirse dificultades para el servicio de la deuda. La falta de un mecanismo como el de prestamista de última instancia para los tenedores de bonos dificultaría aún más las cosas, lo que contrasta con la existencia de servicios de esa índole (al menos en un nivel implícito) para los créditos de la banca internacional.

Si bien los prestatarios latinoamericanos consideran que actualmente el costo de los bonos es relativamente barato,²⁵ son excesivos los riesgos cuando el endeudamiento es tan cuantioso, especialmente si los plazos de vencimiento son tan cortos. Al parecer, sería preferible que los prestatarios latinoamericanos redujeran el nivel total de las corrientes internacionales y en ellas le diesen mayor prioridad a fuentes como los créditos de plazo más largo suministrados por los bancos multilaterales y asimismo a la inversión extranjera directa. En cuanto a los bonos, quizás los prestatarios latinoamericanos deban esperar antes de pedir préstamos elevados hasta que puedan obtener plazos de vencimiento mucho más largos.

Lo mismo puede afirmarse, pero con mayor convicción sobre el excesivo nivel de endeudamiento por la vía de los instrumentos de corto plazo como los euro-certificados de depósito o papeles euro-comerciales.

Es necesario considerar un último aspecto en relación con los bonos, cuál es que en la medida en que la mayoría de los bonos son y sigan siendo instrumentos a interés fijo, el acervo existente de bonos no está sujeto a variaciones del servicio de la deuda vinculadas a cambios en las tasas de interés internacionales. Este es un aspecto positivo, especialmente si se le considera en comparación con el endeudamiento a interés bancario variable de los países latinoamericanos en los años setenta. Con todo hay dos connotaciones que es necesario tener presentes. Primero, como los vencimientos son tan cortos, se corre el riesgo de que al momento de la renovación (si ésta es posible) el costo del endeudamiento aumente apreciablemente. Segundo, incluso si los costos del servicio de la deuda de los bonos son fijos, no existe mecanismo para modificar este servicio conforme a la capacidad de pago del prestatario.

Las inversiones en acciones internacionales tienen la ventaja de que sus dividendos tienen cierta sensibilidad cíclica, lo que permite equiparar mejor el servicio de los flujos y la capacidad de pago. Además, no hay vínculo automático -como ocurre con el endeudamiento a tasas de interés variable— con las variaciones de las tasas de interés internacionales. Segundo, los riesgos para los prestatarios latinoamericanos parecen ser reducidos de momento porque los flujos respectivos son de una escala relativamente más modesta.

Las corrientes de acciones internacionales también acarrearán riesgos importantes para los beneficiarios y para los países beneficiarios. Si se produjese una situación realmente crítica, o fuera así considerada, gran parte del volumen total de acciones podría abandonar los países latinoamericanos en un período muy reducido y además cesarían en ese momento las nuevas inversiones extranjeras en acciones. En la medida que las

²⁵ Material obtenido en entrevistas.

acciones fuesen vendidas por los extranjeros a los residentes del país se producirían presiones sobre la balanza de pagos y el tipo de cambio que podrían contribuir posiblemente a ocasionar crisis de balanza de pagos y una apreciable devaluación o a producir ambos efectos. En la medida en que los extranjeros residentes le venden a otros extranjeros residentes, como en el caso de los instrumentos similares a los ADR, el efecto se haría sentir más sobre los precios en la bolsa nacional de valores. Incluso si las acciones pertenecientes a los extranjeros se venden a los nacionales residentes en el país, la magnitud de la salida de divisas podría verse frenada en cierta medida por la pronunciada baja de los precios de las acciones, ya que los tenedores de acciones extranjeras, deseosos de evitar las pérdidas excesivas, estarían menos dispuestos a vender. Por consiguiente, el hecho de que exista un mecanismo corrector de los precios de las acciones puede moderar en cierta medida el riesgo de una salida muy cuantiosa de divisas.

Con todo, una marcada declinación de los precios de las acciones latinoamericanas ocasionada o acelerada por las ventas de los inversionistas internacionales traería consigo también efectos negativos; por la vía del efecto riqueza podría contribuir a la reducción de la demanda agregada. Otro efecto igual o más grave sería que podría acarrear riesgos para el sistema financiero interno y particularmente para los bancos y eso ocurriría especialmente si hubiese una fuerte integración entre la banca y las actividades bursátiles y si fuesen elevados los montos de las inversiones en acciones de los prestatarios de los bancos y se viera coartada su capacidad para pagar los préstamos (Griffith-Jones, 1993). En este contexto, podría contribuir a limitar los efectos negativos de la volatilidad la reglamentación que restringe la participación de los bancos en transacciones que los expongan directamente a los riesgos (y que establecen exigencias adecuadas de capital basadas en los riesgos) podría ayudar a reducir los efectos negativos de volatilidad del mercado de valores. El riesgo de una salida masiva de capitales invertidos en acciones latinoamericanas en caso de que se produjera una crisis disminuye algo en la medida en que un monto creciente de los flujos extranjeros invertidos en acciones latinoamericanas es proporcionado por inversionistas institucionales y en que éstos asignen sus activos utilizando criterios de más largo plazo basados en metas específicas de distribución de los activos y diversificación de los mismos (véase en la discusión precedente). Sin embargo, en una situación muy crítica (o así considerada) incluso es posible que los inversionistas institucionales revisen rigurosamente sus objetivos de incremento de la diversificación en los mercados extranjeros y especialmente en los emergentes. En general, como lo mostró con tanta claridad la crisis de la deuda de los años ochenta, siempre existe el peligro de que en las situaciones críticas los problemas de los flujos externos y de los mercados financieros internos se magnifiquen recíprocamente en forma perversa. En este caso un aspecto que resulta inquietante es que, en la medida en que la intermediación de los flujos de capital se efectúe a través del sistema bancario nacional, de producirse una repentina salida de capitales puede desencadenarse una crisis financiera interna (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993).

Por último, las corrientes de inversiones extranjeras directas parecen ser en general mucho más estables y de largo plazo y por lo tanto crean menos problemas cuando se producen situaciones críticas. Por eso, resulta muy positivo que las inversiones extranjeras directas hayan constituido en los últimos años una proporción mucho más elevada de los flujos de capital hacia América Latina que, por ejemplo, en los años setenta

(véase nuevamente el cuadro 5). Sin embargo, se ha informado²⁶ que las empresas internacionales especulan con una parte de sus fondos, por ejemplo cuando se anticipa una devaluación, y este comportamiento "especulativo" puede ser fuente adicional, aunque quizás más limitada, de inestabilidad del tipo de cambio.

Más en general se ha dicho (Claessens, Dooley y Warner, 1993) que la clasificación de las corrientes (en corto plazo y largo plazo) quizás sea menos pertinente en la práctica de lo que tradicionalmente se ha creído y eso quedó confirmado en parte por algunas de las entrevistas mencionadas. Sin embargo, si bien no debe insistirse demasiado en esta argumentación ya que éstas distinciones son válidas y tienen repercusiones de política económica importantes, muestran la necesidad de efectuar un análisis detenido general y agregado de los compromisos de los individuos y de los países en relación con la deuda y acciones extranjeras.

Por último, debe destacarse que la reglamentación global de las corrientes de capital internacional se ha quedado muy a la zaga de los flujos mismos. Este retraso obedece en parte a dificultades técnicas, como a la enorme complejidad de la tarea²⁷ y la falta de voluntad política de los principales países industriales. Si bien la situación está cambiando, la reacción en materia de reglamentación siempre parece ser "insuficiente, y llegar muy tarde". Esto se suma a una situación de enormes presiones de la liquidez global para encontrar inversiones rentables por la vía de mecanismos que sólo recientemente fueron desreglamentados. Por lo tanto, quizá le corresponda principalmente a los gobiernos latinoamericanos mismos establecer la reglamentación necesaria de los flujos de capital de modo que sus beneficios puedan elevarse al máximo y sus costos potenciales minimizarse. Con todo, cabe señalar que esa reglamentación debe limitarse a los elementos esenciales a esos fines para evitar la reglamentación excesiva que pudiese desalentar los flujos convenientes de capital internacional.

²⁶ Material obtenido en entrevistas.

²⁷ Véase un análisis más detallado por ejemplo en Griffith-Jones (1993).

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Banco de Pagos Internacionales (BPI) (1994), "International Banking and Financial Market Development", Basilea, febrero.
- Banco Mundial (1993), Global Economic Prospects and Developing Countries.
- Baring Securities (1993), Cross Border Capital Flows. A Study of Foreign Equity Investment, 1991/1992 Review, Londres.
- Beetz C. y W. van Ryckeghem (1993), "Trade and Investment Flows between Europe and Latin America and the Caribbean", Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington, D.C., marzo.
- Banco de Pagos Internacionales (BPI) (1993), Annual Report, Basilea.
- (1994), "International banking and financing market developments", Basilea, febrero.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "The Capital Inflows Problem", Paper on Policy Analysis and Assessment, Fondo Monetario Internacional (FMI), Washington, D.C., julio.
- Claessens, S., M. Dooley y A. Warner (1993), "Portfolio Capital Flows: Hot or Cool?", documento presentado al Simposio "Portafolio Investment in Developing Countries", organizado por el Banco Mundial, 9 y 10 de septiembre, 1993.
- C. Collyns et al. (1993), "Private market financing for developing countries", World Economic and Financial Survey, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Davies, E.P. (1991), "International diversification of institutional investors", Discussion Paper N° 44, Banco de Inglaterra, Londres, septiembre.
- (1993), "The structure, regulation and performance of pension funds in nine industrial countries", serie Policy Research Working Papers, N° 1229, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1993), World Economic Outlook, Washington, D.C., octubre.
- Griffith-Jones, S. (1993), "Globalisation of Financial Markets and Impact on Flows to LDC's: New Challenges for Regulation" In Search of Monetary Reform, R. Cooper y otros (comps.), Forum on Debt and Development (FONDAD).

Howell, M. (1993), "Institutional Investors as a Source of Portfolio Investment in Developing Countries", documento presentado al Simposio "Portfolio Investment in Developing Countries", organizado por el Banco Mundial, 9 y 10 de septiembre, 1993.

Instituto de Relaciones Europeo-Latinoamericanas (IRELA) (1993), El Mercado Unico Europeo y su impacto en América Latina, Madrid.

Junta de Valores e Inversiones (**Securities and Investment Board**, SIB) (1993), Discussion Paper on Regulated Collective Investment Schemes, Londres, octubre.

Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, (1990), Sector exterior, Secretaría de Estado de Comercio, Madrid.

Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (1993), Financial Market Trends, vols. 54 y 55, París, febrero y junio.

West Merchant Bank (1993), Investment Review, Londres, octubre.

Anexo 1
CUADROS ESTADISTICOS

**Cuadro 1. El endeudamiento en los mercados internacionales
de capital, dólares de Estados Unidos
(Composición de los deudores)**

	1989	1990	1991	1992	1993
PAISES DE LA OCDE	426.5	384.4	457.9	535.7	690.6
PAISES EN DESARROLLO	21.8	28.6	46.2	47.3	84.4
PAISES CENTROEUROPEOS Y ORIENTALES	4.7	4.6	1.8	1.5	6.2
OTROS	13.5	17.3	19.0	25.2	29.3
TOTAL	466.5	434.9	524.9	609.7	810.5
CAMBIO PORCENTUAL ANUAL	+2.8	-6.8	+20.7	+16.2	+33.0

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Financial Market Trends, vols. 54 y 55, París, febrero de 1993, junio de 1993 y febrero de 1994.

**Cuadro 2. Endeudamiento de los países en desarrollo
(Miles de millones de dólares de los Estados Unidos)**

Instrumentos	1989	1990	1991	1992	1993
Bonos	2.6	4.5	8.3	14.0	45.6
Acciones	0.1	1.0	5.0	7.2	10.7
Préstamos sindicados	16.2	19.8	26.7	16.5	18.4
Líneas de crédito comprometidas	0.9	2.1	4.5	1.7	1.2
Emisiones no garantizadas ^(a)	2.0	1.2	1.7	7.9	8.5
TOTAL	21.8	28.6	46.2	47.3	84.4
Incremento porcentual respecto del año anterior		31%	62%	2%	78%

^(a) Incluye papeles euro-comerciales y papeles de mediano plazo.

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Financial Market Trends, vols. 54 y 55, París, febrero de 1993, junio de 1993 y febrero de 1994; confeccionado sobre la base del anexo estadístico.

Cuadro 3. Endeudamiento de los países latinoamericanos
(Miles de millones de dólares de Estados Unidos)

Instrumentos	1989	1990	1991	1992	1993
Bonos	-	1.0	4.6	8.2	23.7
Acciones ^(a)	-	-	4.4	4.5	5.5
Préstamos sindicados	1.9	3.3	0.9	1.0	2.2
Líneas de crédito comprometidas	0.1	-	2.8	0.3	-
Emisiones no garantizadas ^(b)	-	-	1.2	6.1	6.8
TOTAL DE LOS PAISES LATINOAMERICANOS	2.0	4.3	13.9	20.1	38.2
Porcentaje del endeudamiento de los países latinoamericanos en relación con el endeudamiento total de los países en desarrollo	9.2	15.0	30.1	42.5	45.3

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), *Financial Market Trends*, vols. 54 y 55, París, febrero de 1993, junio de 1993 y febrero de 1994. Elaborado sobre la base del anexo estadístico.

^(a) Nuevas emisiones y ofertas públicas iniciales de acciones corrientes y preferenciales.

^(b) Incluye papeles euro-comerciales y papeles de mediano plazo.

Cuadro 4. El endeudamiento en los mercados internacionales de capital
(Miles de millones de dólares de Estados Unidos; porcentajes)

	1989	1990	1991	1992	1993
Valores	263.8	237.2	321.0	357.2	521.7
Préstamos	121.1	124.5	116.0	117.9	130.1
Líneas de crédito contingente comprometidas	8.4	7.0	7.7	6.7	8.2
Emisiones no garantizadas ^(a)	73.2	66.2	80.2	127.9	150.5
TOTAL	466.5	434.9	524.9	609.7	810.5
Aumento porcentual anual	+2.8	-6.8	+20.7	+16.2	32.9

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), *Financial Market Trends*, vols. 54 y 55, París, febrero de 1993, junio de 1993 y febrero de 1994.

^(a) Incluidos los papeles euro-comerciales y papeles de mediano plazo.

Cuadro 5. Países en desarrollo: flujos de capital^(a)
(como porcentaje del total, a menos que se especifique otra cosa)

	1971-1976	1977-1981	1982-1988	1989-1992
<u>Hemisferio occidental</u>				
Inversión extranjera directa	11.8	10.6	14.2	24.0
Valores de cartera	-	-	-	6.3
Bonos	2.6	4.5	2.3	6.3
Préstamos de los bancos comerciales	60.0	66.9	36.2	14.7
Créditos de proveedores y exportadores	8.9	6.2	8.8	7.7
Préstamos oficiales	15.9	11.2	35.1	35.9
Donaciones	0.8	0.6	3.4	5.1
Total en miles de millones de dólares de Estados Unidos	17.5	49.5	36.8	42.8
Total en miles de millones de dólares constantes ^(b)	36.2	57.8	35.8	34.8
<u>Asia</u>				
Inversión extranjera directa	7.1	6.1	9.8	18.4
Valores de cartera	-	-	-	3.6
Bonos	0.8	1.4	5.6	4.4
Préstamos de los bancos comerciales	23.5	32.1	32.5	23.5
Créditos de proveedores y exportadores	12.5	14.8	11.8	13.3
Préstamos oficiales	44.8	35.5	33.3	30.9
Donaciones	11.4	10.1	7.0	5.9
Total en miles de dólares de los Estados Unidos	9.6	23.2	39.8	66.5
Total en miles de millones de dólares constantes ^(b)	17.8	24.3	37.5	53.4

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), World Economic Outlook, Washington, D.C., octubre de 1993.

^(a) Flujos brutos de largo plazo.

^(b) Se utilizó el valor unitario de las importaciones totales en dólares de los Estados Unidos (1985 = 100) para calcular las cifras deflactadas.

**Cuadro 6. Flujos de IED procedentes de Europa, Estados Unidos y Japón
destinados a América Latina y el Caribe
(millones de dólares de Estados Unidos)**

	1979-82	1983-86	1987-90	1987	1988	1989	1990	1991
Alemania	1,458	721	1,366	377	398	302	289	373
Bélgica	69	24	136	26	57	-5	58	34
España	722	303	706	89	148	187	282	580
Francia	1,161	394	588	84	111	112	281	-12
Italia	322	473	477	97	210	114	56	123
Países Bajos	204	350	480	48	17	122	293	314
Reino Unido	1,141	1,241	2,561	805	842	437	477	n.a.
Suiza	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total de Europa	5,097	3,506	6,314	1,526	1,783	1,269	1,736	n.a.
Estados Unidos	8,542	-415	8,412	708	943	3,544	3,217	n.a.
Japón	2,058	555	1,364	-23	471	343	573	560
Total mundial	23,870	13,259	25,652	5,356	7,553	6,266	6,477	10,939

Fuente: El cuadro (con excepción del total mundial) se obtuvo de BID/IRELA (1992). Fuente de los datos: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), París; Dirección de Desarrollo de Ultramar (ODA) del Reino Unido, Departamento de Estadísticas, Londres, datos inéditos; Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Secretaría de Estado de Comercio, Sector exterior 1990, Madrid, 1990; y Fondo Monetario Internacional (FMI), cintas magnéticas sobre balanza de pagos.

Nota: Las cifras de la IED correspondientes a España no son comparables estrictamente con las cifras publicadas por la OCDE. El Fondo Monetario Internacional (que es la fuente de los datos del total mundial) contiene informaciones sobre la salida y la entrada de IED en tanto que la OCDE (de donde se obtuvo el desglose por países) sólo da a conocer la salida de IED. Difieren también el FMI y la OCDE en cuanto a los procedimientos de cobertura y de presentación de datos. Pueden obtenerse más informaciones en BID/IRELA, 1992.

Cuadro 7. Flujos de IED desde los países europeos a América Latina y el Caribe, 1987-1990
(millones de dólares de los Estados Unidos)

	Bélgica	Francia	Alemania	Italia	Países Bajos	España	Suiza	Reino Unido	Europa
Argentina	-35	97	338	61	51	162	n.a.	204	878
Barbados	0	1	0	2	1	-	n.a.	-10	-6
Bolivia	-1	0	-3	-	1	-	n.a.	-	-3
Brasil	143	102	482	337	410	73	n.a.	1.706	3.253
Colombia	0	29	17	4	31	14	n.a.	81	175
Costa Rica	-1	0	3	6	3	2	n.a.	-	13
Chile	5	62	16	5	39	215	n.a.	285	626
Ecuador	12	36	-2	0	3	4	n.a.	0	53
El Salvador	0	-	-6	0	-	-	n.a.	-	-6
Guatemala	-1	-	-17	1	0	3	n.a.	-	-15
Guyana	0	8	0	-	1	-	n.a.	4	13
Haití	0	0	0	-	-	-	n.a.	-	0
Honduras	2	-	-	0	0	-	n.a.	-	2
Jamaica	0	3	-	1	1	-	n.a.	-	59
México	-20	113	431	30	14	109	n.a.	74	752
Nicaragua	1	0	-6	0	2	-	n.a.	-	-3
Paraguay	1	1	5	4	-	7	n.a.	-	18
Perú	5	0	30	8	1	11	n.a.	13	68
República Dominicana	0	0	1	1	2	23	n.a.	-	27
Suriname	2	1	-	0	-81	-	n.a.	-	-78
Trinidad y Tobago	-	4	0	-17	1	-	n.a.	9	-3
Uruguay	-1	73	12	1	1	34	n.a.	8	127
Venezuela	24	58	64	33	-1	51	n.a.	134	363
Total	136	588	1.366	477	480	706	n.a.	2.561	6.314

Fuente: Cuadro extraído de BID/IRELA (1992). Fuentes de los datos: Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) París; Dirección de Desarrollo de Ultramar (ODA) del Reino Unido, Departamento de Estadística, Londres, datos inéditos; Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Secretaría de Estado de Comercio, Sector exterior, 1990, Madrid.

Nota: Se incluyen las cifras de IED correspondientes a España, pero no son estrictamente comparables con los datos sobre dicha inversión publicados por la OCDE. Para mayores informaciones véase BID/IRELA, 1992.

Cuadro 8. Emisiones de bonos internacionales por moneda de denominación
(Participación porcentual)

	1989	1991	1993 (Primer semestre)
Prestatarios latinoamericanos			
Dólares de Estados Unidos	100%	87%	96%
Marcos alemanes	-	5%	2%
Yenes	-	-	-
ECUs	-	2%	-
Otras monedas	-	5%	2%
TOTAL	100%	100%	100%
Totalidad de los países en desarrollo			
Dólares de Estados Unidos	56%	65%	75%
Marcos alemanes	22%	17%	8%
Yenes	17%	9%	14%
ECUs	2%	5%	0%
Otras monedas	3%	5%	3%
TOTAL	100%	100%	100%

Fuente: Cálculos propios e informaciones obtenidos de C. Collyns y otros, "Private market financing for Developing Countries", World Economic and Financial Survey, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre de 1992.

Cuadro 9. Activos extranjeros de los fondos de pensiones, fines de 1988

	Activos extranjeros (miles de millones de dólares)	Porcentaje de los activos totales	Bonos extranjeros como porcentaje de los activos extranjeros	Acciones extranjeras como porcentaje de los activos extranjeros
Alemania	0.2	0.4%	93%	7%
Francia	1.2	4.0%	15%	85%
Países Bajos	15.0	14.0%	41%	59%
Reino Unido	53.8	14.0%	6%	94%
Suiza	9.0	4.0%	70%	30%
Partida informativa: Estados Unidos	62.8	4.0%	14%	86%

Fuente: E.P. Davies, "The structure, regulation and performance of pension funds in nine industrial countries", serie Policy Research Working Papers, N° 1229, Washington, D.C., Banco Mundial, 1993.

**Cuadro 10. Flujos estimados del mercado secundario europeo
hacia América Latina
(dólares de Estados Unidos)**

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992E^a
Monto	\$40m.	\$170m.	\$330m.	\$1.7b.	\$3.3b.	\$4.5b.	\$2-3b.

Fuente: Estimaciones preparadas por Angela Cozzini sobre la base de informaciones obtenidas de la base de datos de Baring Securities. Se agradece especialmente a Ms. Cozzini las estimaciones suministradas, dada la escasez de información sobre este tema.

^a Valores estimados.

Cuadro 11. Valor neto de los flujos internacionales de acciones (compra secundaria) hacia los mercados emergentes, por inversionistas
(Valores acumulados 1986-1992)^a

	Miles de millones de dólares	Porcentaje
Fuentes		
<u>América del Norte</u>	10.21	23
<u>Europa</u>	17.85	40
(Reino Unido)	(10.35)	(23)
(Suiza)	(4.26)	(9)
<u>Arco del Pacífico</u>	13.57	30
<u>Mercados emergentes</u>	1.55	3
<u>Otros</u>	2.70	6
Total	45.88	100.00

Fuente: Cálculos basados en Howell (1993).

^a Valores estimados.

Cuadro 12. Activos extranjeros (como porcentajes de los activos totales) de los fondos de pensiones europeos

	1975	1980	1985	1990
Alemania	0	0	1	1
Países Bajos	8	4	9	15
Reino Unido	5	9	15	18
Suiza	-	-	3	5
<u>Partidas informativas:</u>				
Estados Unidos	0	1	2	4
Japón	0	1	5	7

Fuente: Sobre la base de los cuadros de corrientes financieras nacionales, (Davies, 1993).

**Cuadro 13. Participación porcentual en las inversiones
totales de los fondos de pensiones del Reino Unido,
con exclusión de los bienes raíces^(a)**

	Dic 1990	Mar 1991	Jun 1991	Sep 1991	Dic 1991	Mar 1992	Jun 1992	Sept 1992	Dic 1992	Mar 1993	Jun 1993
Otras acciones (incluidas las latinoamericanas)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
Acciones de la cuenca del Pacífico (excluido Japón)	2.1	2.6	3.0	2.8	2.9	3.3	3.5	3.4	3.7	4.2	4.6

Fuente: CAPS Ltd., Quarterly Bulletin, Londres, varios números.

^(a) Corresponde a 185 mil millones de libras que es el valor de los activos totales (excluidos los bienes raíces) de 3 mil carteras de los fondos de pensiones del Reino Unido.

**Cuadro 14. Préstamos a diferentes categorías de países
de los bancos informantes al BPI**
(no situados en la región a la que corresponde la información)

Endeudamiento de los bancos informantes	Cambios, excluido los efectos del tipo de cambio (miles de millones de dólares)						Valores a fines de 1992	
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
Países latinoamericanos no pertenecientes a la OPEP	1.5	-3.7	-5.0	-16.7	-23.0	-0.3	12.1	200.1
Países menos desarrollados no pertenecientes a la OPEP	3.1	2.2	-2.4	-19.6	-5.7	13.8	30.3	410.1
Endeudamiento total	14.4	11.6	13.5	-1.7	-11.9	8.1	63.7	813.2

Fuente: Banco de Pagos Internacionales (BPI), Annual Report, Basilea, 1993.

**Cuadro 15. Margen de rendimiento inicial de las emisiones
de bonos no mejorados de algunos prestatarios latinoamericanos
y prestatarios totales de los países en desarrollo
(en puntos básicos)**

	1989	1990	1991	1992	Primer semestre 1993
Prestatario soberano (total)	171	181	265	220	240
Argentina	-	730	456	300	-
Otros del sector público (total)	200	250	361	219	172
Brasil	-	-	523	416	528
México	820	366	264	215	198
Venezuela	-	260	275	256	-
Sector privado (total)	738	530	526	379	388
Argentina	-	-	447	427	533
Brasil	-	-	655	502	578
México	800	555	566	427	366
Venezuela	-	496	362	-	450
Total	216	254	347	275	274

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), y C. Collyns et al. (1992 y 1993).

Cuadro 16. Plazo promedio (en años) de los bonos internacionales latinoamericanos

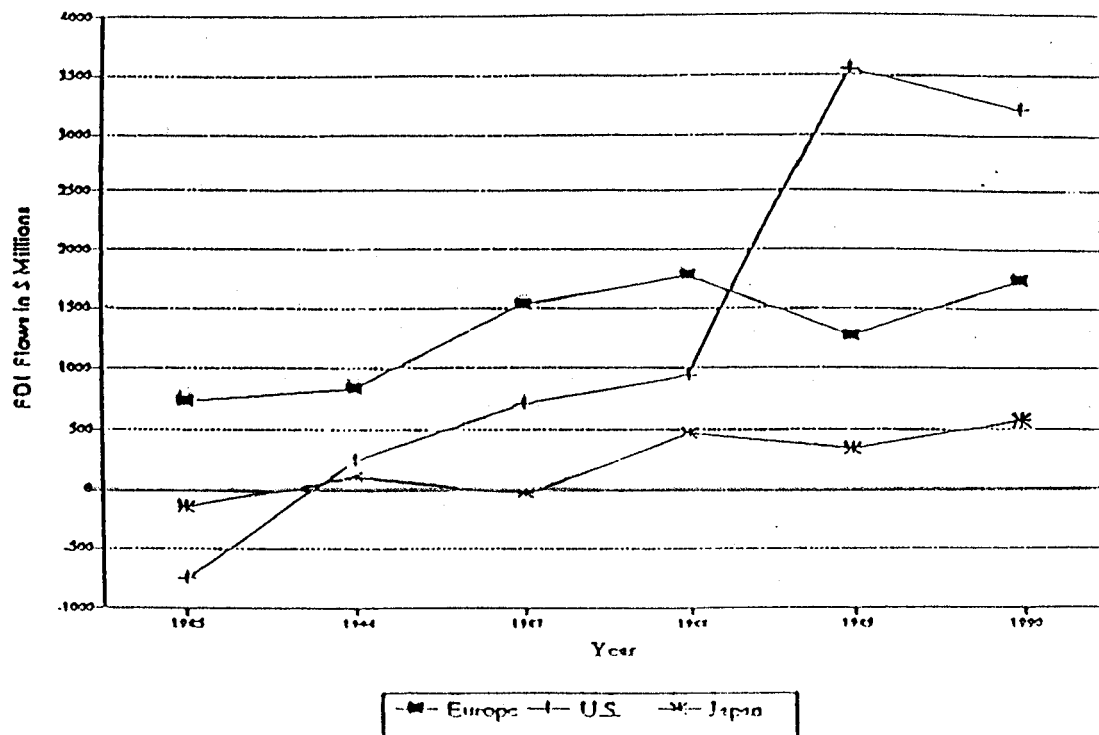
	Plazo promedio (años)	Valor total (millones de dólares)
1972	15.3	470
1973	14.6	130
1974	15.7	77
1975	14.7	408
1976	11.2	1.067
1977	7.5	3.908
1978	9.0	3.211
1979	8.7	1.473
1980	8.1	1.418
1981	8.4	2.583
1982	8.4	1.945
1983-84	0.0	-
1985	7.0	10
1986	6.5	56
1987	7.0	50
1988	7.7	800
1989	4.3	513
1990	4.5	3.348
1991	4.3	6.420
1992	3.7	9.782
1993 ^(a)	3.9	10.708
TOTAL	6.6	48.378

Fuente: BPI. Agradezco al Dr. von Kleist, quien me suministró estas informaciones.

^(a) Datos hasta junio. Según West Merchant Bank, Investment Review, octubre de 1993, en el tercer trimestre de 1993 se colocaron 6.2 mil millones de dólares en América Latina, lo que hizo llegar el total para los primeros nuevos meses a 17 millones de dólares.

Anexo 2
GRAFICOS

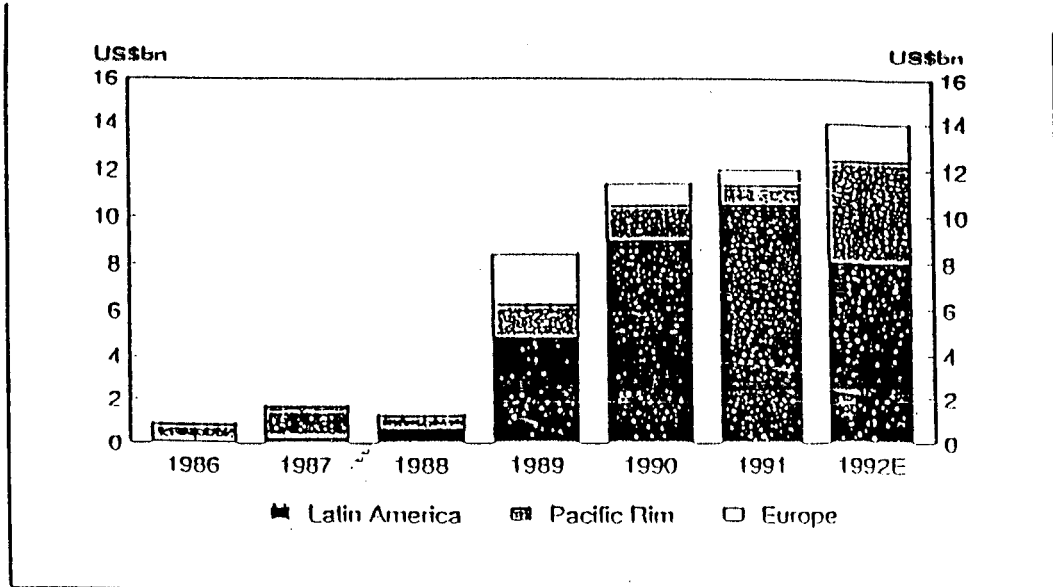
Gráfico 1
**FLUJOS DE IED DE EUROPA, ESTADOS UNIDOS Y JAPON HACIA
 AMERICA LATINA Y EL CARIBE**



Fuente:

C. Beetz y W. van Ryckeghem, "Trade and Investment Flows between Europe and Latin America and the Caribbean", Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), marzo de 1993.

Gráfico 2
Valor de los flujos del mercado secundario orientados a los
mercados emergentes, 1986-1992E



Fuente: Baring Securities, Cross Border Analysis, Londres.

Gráfico 3
Calificación obtenida por cuatro países 1992

