

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

28

**EL FINANCIAMIENTO LATINOAMERICANO EN LOS
MERCADOS DE CAPITAL DE JAPON**

Punam Chuhan
Kwang W. Jun



NACIONES UNIDAS

PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA

LC/L.862
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por Punam Chuhan y Kwang W. Jun, de la División de Deuda y Finanzas Internacionales del Banco Mundial, 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 sus autores 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 autores agradecen a los participantes en el Segundo Seminario CEPAL/CIID "New Private Flows into Latin America", especialmente a Ricardo Ffrench-Davis, Hernán Somerville, Barbara Stallings; asimismo a Umran Demirors, Persephone Economou, Leonardo Hernández, Mika Iwasaki, Saori Katada, Nlandu Mamingi y Setsuya Sato, por los útiles comentarios que formularon y a Himmat Kalsi por el apoyo con la información.

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**EL FINANCIAMIENTO LATINOAMERICANO EN LOS
MERCADOS DE CAPITAL DE JAPON**

**Punam Chuhan
Kwang W. Jun**



NACIONES UNIDAS

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

Santiago de Chile, agosto de 1994

INDICE

	<i>Página</i>
Prefacio	5
INTRODUCCION	9
I. LA INVERSION JAPONESA EN AMERICA LATINA	11
1. Tendencias generales de los flujos de capital privado japonés	11
2. El endeudamiento de los países de América Latina en el mercado de bonos de Japón	12
3. Emisión de acciones por las sociedades anónimas latinoamericanas en el mercado de valores de Japón	14
4. Préstamos otorgados a América Latina por los bancos de Japón	15
5. La inversión extranjera directa de Japón en América Latina	17
II. FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL REDUCIDO NIVEL DE LOS FLUJOS DE INVERSION JAPONESA HACIA AMERICA LATINA	19
1. Factores transitorios	20
2. Factores institucionales	22
3. Factores de largo plazo	24
III. PERSPECTIVAS DE LAS CORRIENTES DE INVERSION JAPONESA HACIA AMERICA LATINA	27
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	29
Anexo 1: CUADROS ESTADISTICOS	31

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

INTRODUCCION

Los flujos de capital privado hacia los países latinoamericanos han experimentado un cambio notable en los últimos años. Las corrientes de capital privado de largo plazo se elevaron de menos de cinco mil millones de dólares en 1989 a más de 27 mil millones en 1992, y representan una gran proporción del total de las corrientes de capital hacia la región (véase el cuadro 1). Estos nuevos flujos de capital han estado constituidos en su mayor parte por inversiones de cartera, tanto de bonos como de acciones. Estas corrientes fueron alimentadas por emisiones nuevas en los mercados internacionales, que alcanzaron valores nunca antes registrados. Después del regreso exitoso de México a los mercados internacionales en 1989, los prestatarios latinoamericanos de Argentina y Venezuela acudieron al mercado internacional de bonos, obteniendo 10.6 mil millones de dólares en 1992, y la cuantía sin precedentes de 27 mil millones de dólares en 1993. Además, los programas de privatización que se llevaron exitosamente adelante en varios países, incluidos México y Argentina, estimularon la inversión extranjera en las empresas y mercados de valores de la región.

Si bien gran proporción del incremento de los flujos hacia América Latina correspondió a la repatriación de capital fugado, también aumentó la inversión de los países industriales y especialmente de los Estados Unidos. Chuhan (1994) señala que las inversiones netas de cartera en los países en desarrollo correspondientes a cuatro países industriales importantes —Canadá, Alemania, Japón y Estados Unidos— representaban casi 30% de las emisiones (brutas) de bonos y acciones internacionales efectuadas por los países en desarrollo en 1992. Asimismo, era importante la participación de los flujos de cartera estadounidenses en el total de las corrientes externas de cartera hacia México que llegó a 43% en 1992. Las inversiones de los países industriales en valores de dichos países han aumentado, estimuladas por los bajos tipos de interés vigentes en los Estados Unidos y otros países importantes de la OCDE, la elevada rentabilidad potencial de los bonos y las acciones de los países en desarrollo y una creciente tendencia en favor de la diversificación. Al mismo tiempo los programas de privatización y la apertura de sectores hasta entonces cerrados a los inversionistas extranjeros han atraído la inversión extranjera directa (IED).

Pese a que Japón es un importante exportador de capital, la inversión de ese país en América Latina ha sido reducida y contrasta marcadamente con la tendencia global y especialmente con la observada en los inversionistas estadounidenses.¹ Este documento se centra en los factores que afectan a las fuentes y que restringen las inversiones privadas de Japón en América Latina. Dichos factores pueden clasificarse en tres grandes grupos: factores transitorios o especiales, factores institucionales y factores de largo plazo.

¹ Aunque fue reducido el monto del financiamiento suministrado por el sector privado de Japón a América Latina, a fines de los años ochenta y en los años noventa aumentaron los valores de la asistencia oficial para el desarrollo (AOD) y de otras corrientes oficiales de ayuda del Gobierno de Japón a la región.

Se consideran factores transitorios o especiales los que podrían experimentar un cambio en el corto o el mediano plazo y corresponden a condiciones económicas y financieras tales como la amplia declinación de los mercados financieros de Japón, la apreciación del yen frente al dólar estadounidense y la prolongada baja de la producción industrial. Se cree que estos factores, que dejan sentir sus efectos principalmente por la vía del efecto riqueza, han desempeñado un rol importante en la reducción de las corrientes de inversión extranjera de Japón. Un cambio en estos factores transitorios podría estimular la inversión externa japonesa así como aumentar los flujos hacia América Latina; sin embargo, es poco probable que haya una bonanza en las corrientes de capital hacia la región considerando las razones que se explican más adelante.

Los factores institucionales que inhiben el endeudamiento externo en los mercados de capital de Japón comprenden la reglamentación que restringe el acceso al mercado de bonos de Japón, las percepciones de los inversionistas que tienen influencia sobre las decisiones de inversión y las prácticas que aplican corrientemente los principales grupos de inversionistas. Los esfuerzos persistentes del Ministerio de Finanzas (MOF) para liberalizar los mercados de capital del Japón sumados a la tendencia mundial de creciente globalización de los mercados financieros probablemente afectarán favorablemente el endeudamiento externo en el mercado de capital de Japón y las inversiones extranjeras de ese país. Cabe esperar que las entidades latinoamericanas acudan en forma creciente a los inversionistas japoneses a medida que diversifiquen sus fuentes de fondos. Sin embargo, es posible que las inversiones japonesas en la región sean modestas dado que dichos inversionistas prefieren créditos de buena calidad y han tenido una posición siempre cautelosa en relación con la concentración crediticia de América Latina.

Los factores de largo plazo incluyen las relaciones comerciales, las características de emplazamiento y los lazos históricos, rasgos que han predominado en los patrones de inversión de Japón. Las modalidades recientes de intercambio e inversión directa reflejan el aumento de la importancia de Asia Oriental para Japón y la creciente integración económica de ese país con esa región. Si bien hay probabilidades de que los inversionistas japoneses continúen favoreciendo en gran medida a las economías asiáticas, podría aumentar la importancia que América Latina tiene para ellos considerando el cambio reciente en esa región hacia políticas orientadas hacia el exterior. Lo anterior, unido a las mejores perspectivas de crecimiento, basadas en la aplicación de políticas apropiadas y en la puesta en práctica de ALCAN, podrían ampliar el atractivo que esta región tiene para Japón. Sin embargo, hay pocas posibilidades de que los inversionistas japoneses desplacen el centro de interés de su inversión desde las dinámicas económicas de Asia hacia las latinoamericanas.

Este documento está organizado de la siguiente manera: la sección I examina las tendencias recientes del financiamiento de los países latinoamericanos en los mercados de capital de Japón. La sección II explica las razones por las que las inversiones japonesas en valores de esta región han sido bajas. La última sección analiza las perspectivas de la inversión japonesa en valores latinoamericanos.

I. LA INVERSION JAPONESA EN AMERICA LATINA

1. Tendencias generales de los flujos de capital privado japonés

Los flujos de capital privado de Japón se han mantenido a niveles muy inferiores al máximo alcanzado a fines de los años ochenta durante la llamada economía de burbuja, en la que las inversiones externas de ese país experimentaron un gran auge. La salida total de capital privado se contrajo de 209 mil millones de dólares a 63 mil millones en el período 1989-1992 (véase el cuadro 2).² Si bien la totalidad de las mas importantes corrientes de inversión mostraron una tendencia similar, la contracción mas apreciable (de la magnitud) fue experimentada por las adquisiciones netas de valores extranjeros, que disminuyeron mas de 81 mil millones de dólares en ese período.

Los flujos de inversiones de cartera crecieron rápidamente en los años ochenta. La desregulación del sector financiero japonés puesta en práctica en el decenio de 1980 hizo surgir una fuerte competencia por el ahorro interno entre los bancos comerciales y otras instituciones financieras como las compañías de seguros de vida, bancos fiduciarios -fondos mutuos y sociedades de inversión- corredores de valores y el sistema de ahorro postal (Tatewaki, 1991). A la par con las elevadas tasas de ahorro alcanzadas en Japón y la utilización en gran escala de los intermediarios financieros por los inversionistas privados (especialmente en el mercado de rentas fijas)³, los activos totales de todas las instituciones financieras se sextuplicaron con creces también entre 1980 y 1991, en tanto que los activos de las compañías de seguros y los fondos de pensiones subieron aun con mayor rapidez (siete veces). Durante este período de crecimiento vigoroso de los activos, se diversificaron asimismo las carteras a medida que las instituciones financieras invertían cuantiosas sumas en el exterior. Por ejemplo, los valores extranjeros de las compañías de seguros y de los fondos de pensiones subieron de menos de 5 mil millones de dólares (suma inferior al 3% de los activos totales) a 183 mil millones de dólares (11%

² Claessens, Dooley y Werner (1993) sostienen que dada la sustitución que se ha producido entre distintos tipos de flujos, quizá sería mas significativo examinar las corrientes agregadas de capital privado en lugar de analizar uno o dos componentes de estas corrientes. Estos autores utilizaron datos obtenidos de series cronológicas correspondientes a cuatro categorías de corrientes - IED, valores en cartera, de corto y largo plazo- para estudiar cinco países industriales y cinco países en desarrollo y descubrieron que las corrientes de corto plazo son al menos tan predecibles como las de largo plazo y que éstas no son mas predecibles de modo sistemático. Con todo, según ese estudio, Japón constituye una excepción, por cuanto las corrientes de IED y las de valores muestran elevadas correlaciones positivas en tanto que las corrientes de corto plazo muestran correlaciones negativas. Sin embargo, se han estudiado tanto las corrientes agregadas de capital privado como los diversos componentes de estas corrientes.

³ En el Japón, mas que en otros países, los inversionistas privados tienden a usar a los intermediarios financieros en mayor escala y mayor medida que en la mayoría de los países industriales y es probable que esta tendencia se mantenga.

de los activos totales) desde 1980 hasta 1992. Además de la desregulación del sistema financiero, impulsaron la inversión externa de Japón las altas tasas de interés existentes en el exterior durante la mayor parte de los años ochenta, la disminución de la demanda interna de fondos y las restricciones contables aplicadas a algunos inversionistas (por ejemplo se exigió a las compañías de seguros que el pago de dividendos a los tenedores de pólizas se financiara con cargo a los ingresos y no a las ganancias de capital) que hicieron tornarse mas atractivos los valores que daban mas intereses, es decir aquellos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos.

Los préstamos externos de los bancos de Japón, que habían crecido durante la mayor parte de los años ochenta, experimentaron un colapso en 1991. Los flujos (netos) de créditos de largo plazo se elevaron de menos de 8 mil millones de dólares en 1982 a 22.5 mil millones en 1989, para bajar posteriormente hasta volver en 1992 a 8 mil millones de dólares. Asimismo, cayeron apreciablemente los préstamos de corto plazo de 30 mil millones de dólares en 1990 a 3 mil millones en 1992. Con la reducción de los préstamos disminuyó también el monto de los créditos externos en manos de los bancos de japoneses.

En la década de los ochenta, Japón llegó a ser también la fuente mas importante de inversión externa directa, estimulada en este período por diversos factores.⁴ La marcada apreciación del yen (durante 1985 y 1988) y el incremento de los costos de la mano de obra en el país indujo a las empresas a buscar bases de producción en el exterior. Las desavenencias que tuvo con sus principales socios comerciales, es decir Estados Unidos y Europa, y el temor a las restricciones al comercio, forzaron a las empresas japonesas a localizar sus instalaciones de producción en los principales mercados de exportación. Simultáneamente, el mercado de valores había crecido rápidamente y la economía era fuerte, lo que abarató para las empresas, que disponían de fondos muy abundantes, el financiamiento de la inversión externa directa.

La inversión externa directa de Japón, que había alcanzado un nivel máximo de 67.5 mil millones de dólares en 1989 (valores declarados) ha mostrado una tendencia decreciente. En 1992 las corrientes de IED originadas en las empresas japonesas llegaron a 34 mil millones de dólares en tanto que habían alcanzado 42 mil millones en 1991 y 57 mil millones de dólares en 1990.⁵ El volumen de las corrientes de IED que afluyen a los países en desarrollo es apreciable y, pese a que han declinado en general las inversiones directas de Japón en el exterior, se han mantenido los flujos de IED orientados a los países en desarrollo (y, por consiguiente, la proporción destinada a los países en desarrollo ha crecido). Con todo, las modalidades difieren entre las distintas regiones.

2. El endeudamiento de los países de América Latina en el mercado de bonos de Japón

El regreso de los prestatarios de América Latina al mercado internacional de bonos coincidió en parte con la contracción de la inversión externa de Japón. Informaciones circunstanciales sugieren que los inversionistas de Japón no han constituido una fuerte importantes de los fondos obtenidos por las entidades latinoamericanas en los mercados internacionales. Los datos relativos a los flujos de inversiones de cartera (no se dispone

⁴ Véase en Jun y otros (1993) un estudio muy completo de las tendencias y los factores determinantes de la IED de Japón.

⁵ Estas son corrientes declaradas y son mayores que las de IED declaradas en el balance de pagos (véase el cuadro 2).

de informaciones separadas sobre los flujos de bonos y de acciones) también revelan que la inversión de Japón en América Latina ha sido dispareja y reducida, de suerte que contrasta marcadamente con la inversión de Estados Unidos en esta región.⁶ Otro indicador del grado de utilización de fondos japoneses por los prestatarios de América Latina es el nivel de las emisiones de valores en el mercado de títulos de renta fija, denominados en yenes.⁷ Las emisiones de prestatarios latinoamericanos en el mercado de bonos de Japón, que es uno de los mas grandes del mundo (después del de Estados Unidos) eran prácticamente insignificantes (hasta hace poco tiempo).

Los prestatarios de América Latina captaron alrededor de 48 mil millones de dólares en el mercado internacional de bonos en 1989-1993, y en ese monto casi no hubo participación del mercado japonés. La ausencia casi absoluta de los prestatarios latinoamericanos en el mercado de bonos de Japón contrasta con otros países de mercados emergentes que han accedido exitosamente a ese mercado de bonos. Las emisiones totales en yenes de los países de mercados emergentes en los mercados Samurai, de colocaciones privadas y de euroyenes ascendieron a 5.6 mil millones de dólares en 1992, cifra que se duplicó hasta llegar a 11.4 mil millones de dólares en 1993 (véanse cuadros 3 y 4). Las entidades emisoras de los países de mercados emergentes han preferido el sector Samurai mas bien que a los mercados de colocaciones privadas o de euroyenes, si bien las actividades de emisión de estos prestatarios tanto en los mercados de euroyenes como de colocaciones privadas subieron espectacularmente en 1993. Se espera que la reciente reducción del período de inmovilización (aplicable a los inversionistas japoneses) de las nuevas emisiones en euroyenes y la reducción de las restricciones a las adquisiciones y reventa en el mercado de colocaciones privadas estimule la actividad en ambos sectores.

Algunas entidades emisoras de los mercados emergentes han sido atraídas hacia el mercado de bonos de Japón por las diferencias de costo entre ese mercado y el mercado de eurodólares. Prueba de ello es que varios prestatarios de mercados emergentes han convertido (vía "swaps") a dólares los fondos obtenidos en el mercado del yen. Una de las razones que explican el valor inferior del costo total de financiamiento para algunos prestatarios en el mercado de bonos de Japón es que en ese mercado las diferencias en cuanto a la clasificación de acuerdo al riesgo no parecen traducirse en diferencias de precios en la misma medida que en los euromercados o en el mercado de Estados Unidos.⁸ Del endeudamiento de entidades emisoras de mercados emergentes

⁶ Una elevada proporción de las adquisiciones de valores latinoamericanos por las instituciones financieras de Japón se realiza a través de las filiales de esas instituciones en Nueva York o Londres y por ese motivo los flujos de cartera hacia América Latina podrían aparecer subestimados en las cuentas de la balanza de pagos del país.

⁷ El total de las emisiones externas en el sector Samurai representa alrededor de 2% del mercado de bonos públicos de Japón. Los extranjeros pueden asimismo colocar emisiones en yenes en el sector shibosai del mercado de colocaciones privadas y en el sector de euroyenes. Los bonos en euroyenes se denominan en yenes, pero se emiten fuera de Japón. Casi el 95 % de estos bonos quedan en manos de inversionistas japoneses.

⁸ Euroweek (1993) señala que los inversionistas disfrutaban de un grado elevado de "protección del crédito" en el mercado de Japón. Así, cuando una sociedad (japonesa) no podía cumplir las obligaciones correspondientes a una deuda en bonos (por ejemplo, incumplimiento del pago) las compañías vinculadas a ella o el banco de la sociedad intervenían para proteger de las pérdidas a los inversionistas. La estricta reglamentación, que establecía los bonos con garantía y restricciones de balance aplicadas a los prestatarios, aumentaban aun mas el elevado nivel de protección del crédito de los inversionistas. A partir de 1987, empezaron a reducirse progresivamente las exigencias en materia de garantías, con lo cual se logró que los estándares del mercado estuviesen mas acordes con los prevalecientes en el ámbito internacional. Con la supresión de los requisitos de garantía, los inversionistas empezaron lentamente a evaluar los riesgos del crédito.

colocado en el mercado denominado en yenes, una proporción muy elevada (54% en 1993), correspondió a Grecia, Hungría y Turquía. El Banco de Grecia, (clasificado en la categoría "A" por el Instituto de investigación de Bonos de Japón, **Japan Bond Research Institute**) es el mayor prestatario desde 1989. El Banco Nacional de Hungría (clasificado en la categoría "BBB + " por el Servicio nipón de inversionistas, **Nippon Investors Service**) ha obtenido préstamos por valor de 1.6 mil millones de dólares en el mercado denominado en yenes y la República de Turquía (clasificado en la categoría "BBB-" por Standard and Poor's) los obtuvo por valor de 1.8 mil millones de dólares en el mismo período.

A medida que los prestatarios latinoamericanos han ido diversificando las fuentes de financiamiento, ellos están recurriendo a los mercados de Japón a fin de abaratar los costos y obtener recursos mayores. En julio de 1993, México ofreció una emisión corriente a tres años por valor de 10 mil millones de yenes en el mercado de bonos de Japón. Esta fue la primera vez que México recurría al sector Samurai desde 1977. Según se informó, hubo una fuerte demanda de estos bonos, aunque fueron colocados entre los inversionistas minoristas y las instituciones regionales. La participación de los bancos comerciales y de las compañías de seguros de vida, los mayores tenedores de valores externos, habría sido reducida (Banco Mundial, 1993, noviembre). Pese a que ha mejorado el desempeño económico de México, los inversionistas institucionales y los bancos comerciales principales siguen comportándose con cautela ante el riesgo latinoamericano.

Hasta ahora, la demanda de papeles latinoamericanos denominados en yenes y de alto rendimiento se ha limitado a pequeños inversionistas, compuestos en su mayoría por bancos regionales y cooperativas de crédito. La demanda de estas instituciones se explica por el bajo endeudamiento de las sociedades nacionales de capital (como consecuencia de la debilidad de la actividad económica en Japón) y la solidez del yen, que ha contribuido a reducir la rentabilidad de los valores denominados en monedas extranjeras. Los prestatarios latinoamericanos han procurado aprovechar las posibilidades de obtener fondos que ofrecen estos inversionistas, y en el último trimestre de 1993 se produjo una racha de emisiones de las principales entidades emisoras latinoamericanas. En octubre la empresa Nacional Financiera (NAFIN), que es el banco de desarrollo de México, ingresó al sector Samurai con una primera emisión a tres años por valor de 10 mil millones de yenes y en diciembre lo hizo Colombia con una licitación de valores por 10 mil millones de yenes. Asimismo, en el último trimestre de ese año las empresas Telecomunicaciones Brasileñas (TELEBRAS) y Petrolero Brasileiro (PETROBRAS) de Brasil colocaron mas de 40 mil millones en el mercado de euroyenes.⁹

3. Emisión de acciones por las sociedades anónimas latinoamericanas en el mercado de valores de Japón

Los flujos de inversiones extranjeras en acciones latinoamericanas también experimentaron un crecimiento explosivo, a la par con los de bonos. La emisión bruta de acciones de los países latinoamericanos ascendió a 6.6 mil millones de dólares en 1993

⁹ Hay varios otros prestatarios de mercados emergentes que tienen interés en el mercado Samurai. Por ejemplo, el Banco Nacional de la República Checa colocó en este sector en julio de 1993 una emisión a siete años por valor de 35 mil millones de yenes, que marcó el ingreso de la República Checa a este sector. Según las informaciones disponibles, los inversionistas institucionales japoneses se interesaron por esta emisión, porque dicho país no ha tenido graves problemas de endeudamiento.

y, dentro de ella, las ofertas públicas iniciales (IPOs) hechas en el contexto de la privatización representaron una gran proporción. Por ejemplo, con la venta reciente (junio de 1993) de la empresa petrolera de la Argentina, Yacimientos Petrolíferos Fiscales, se captaron 3 mil millones de dólares, de los cuales un 70% fue obtenido en los mercados internacionales. Asimismo, en la venta de la empresa telefónica nacional de México, Teléfonos de México (TELMEX), en 1991 se obtuvieron 2 mil millones a través de una oferta pública inicial internacional.

Con todo, los inversionistas japoneses han invertido muy poco en los mercados de valores emergentes y se han quedado a la zaga de los inversionistas de los Estados Unidos y el Reino Unido. Sobre la base de los datos relativos a la composición geográfica de los valores extranjeros inscritos en la Asociación japonesa de corredores (**Japanese Securities Dealers Association**), Chuhan (1994) estima que los valores de los mercados emergentes representan menos de 2% de los valores extranjeros en manos de los inversionistas japoneses y cerca de 0.2% de los activos totales. Aunque los inversionistas japoneses reconocen que ha mejorado la solvencia crediticia de varios países latinoamericanos, han orientado hacia esta región una reducida proporción de sus inversiones en valores.

La inversión en acciones latinoamericanas se ha efectuado mayoritariamente a través de fondos (para inversiones) en un país específico y en el último tiempo, de títulos de depósito estadounidenses (**American Depositary Receipts**, ADR). La inversión directa en los mercados de valores ha sido un mecanismo menos importante para invertir en estos países.

La caída sostenida experimentada por el mercado de valores de Japón ha tendido a desalentar la utilización de este mercado por las empresas latinoamericanas, así como por todas las entidades emisoras, para obtener fondos o cotizar valores. En cambio, en el mercado de los Estados Unidos se ha observado un repentino aumento de las actividades de las sociedades latinoamericanas. El mercado estadounidense de colocaciones privadas regido por la regla 144a (Culpeper, 1994) ha gozado de popularidad con las compañías mas pequeñas y menos conocidas (que ofrecen valores de primera clase) de los mercados emergentes que desean movilizar capital accionario. Las compañías cuyos títulos se transan actualmente en los Estados Unidos o que han realizado grandes emisiones tienden a favorecer el mercado público de ese país. El grueso del capital accionario movilizado por las compañías latinoamericanas y asimismo de los mercados emergentes le ha correspondido a México. Sin embargo, la regla 144a establece ciertas limitaciones en cuando al acceso a una amplia gama de inversionistas y varias empresas que utilizaron el mercado privado, con la regla 144A para probar la demanda de sus acciones, se están trasladando ahora al mercado público.^{10 11}

4. Préstamos otorgados a América Latina por los bancos de Japón

En agudo contraste con el endeudamiento de América Latina en los mercados extranjeros de bonos, su acceso a los créditos sindicados de la banca sigue siendo limitado.

¹⁰ Por ejemplo, en abril la compañía Corimon de Venezuela convirtió sus títulos de depósito regidos por la regla 144a en ADS (*American Depositary Shares*) en la Bolsa de Nueva York. La compañía Baesa, de la Argentina, es otra empresa latinoamericana que inscribió también nuevos ADS en esa Bolsa.

¹¹ Los inversionistas han descubierto que la falta de liquidez existente en el mercado regido por la regla 144a resulta onerosa cuando hay que liquidar una posición en este mercado.

Los bancos japoneses, seguidores de la misma tendencia que los bancos de los principales países industriales, se han comportado con mucha cautela y no parecen estar dispuestos a reanudar a gran escala los préstamos a los países en desarrollo. Los créditos de los bancos japoneses a los países en desarrollo se redujeron drásticamente, ya que se contrajeron de 78.5 mil millones de dólares a fines de 1988 a 51 mil millones a fines de 1992 (véase el cuadro 5).¹² Los bancos de ese país se han mostrado selectivos en la concesión de préstamos a los países en desarrollo, y se han concentrado principalmente en los prestatarios solventes de la región de Asia, e incluso en ese caso, han restringido típicamente la concesión de préstamos para el financiamiento de proyectos y a créditos de corto plazo. Los préstamos de los bancos japoneses a América Latina se contrajeron a 16.9 mil millones, es decir se redujeron a menos de la mitad en el período 1989-1992. Aunque los créditos otorgados a la región por los bancos comerciales estadounidenses son también reducidos, y el valor de sus créditos a la región se redujo de 53 mil millones de dólares a fines de 1989 a 46 mil millones de dólares a fines de 1992, su caída no ha sido tan fuerte. Las instituciones financieras japonesas se han mostrado bastante insensibles a los incentivos ofrecidos por el gobierno de Japón para que ellos aumenten sus préstamos a los países de América Latina. El plan de "reciclaje del superávit" (dado a conocer en 1987), por un monto de 65 mil millones de dólares, auspiciado por el Gobierno, preveía una importante participación de los bancos en el cofinanciamiento. Sin embargo, los bancos se mostraron reacios a participar en la concesión de créditos, especialmente a los países de América Latina.

La gran importancia asignada al aumento de la rentabilidad y la reducción del riesgo internacional podría estimular a los bancos de Japón a buscar formas de mejoramiento de la calidad del crédito, que incluyeran las cuentas de depósito en garantía extraterritoriales (off-shore escrow accounts) y las garantías gubernamentales para nuevos préstamos. En este contexto, el hecho de que el Banco de Exportación e Importación (EXIMBANK) de Japón haya hecho extensivas sus garantías (del principal y el pago de los intereses) solamente a los préstamos que incluyen arreglos de cofinanciamiento por el sector privado podría ser considerado en forma favorable por los bancos. Si bien esas garantías se autorizaron mediante una enmienda aprobada en 1985, se utilizan ahora en el marco de los nuevos fondos para iniciativas de desarrollo (Funds for Development Initiative), por valor de 120 mil millones de dólares establecidos en el país. En el marco de este servicio ampliado de garantía el EXIMBANK de Japón garantizó un préstamo sindicado por valor de 300 millones de dólares concedido a CORPOVEN de Venezuela.

5. La inversión extranjera directa de Japón en América Latina

La aplicación de políticas económicas más adecuadas, el mejoramiento de las perspectivas de crecimiento y la adopción de programas de privatización han estimulado la IED en América Latina. Se estima que el flujo de IED a la región se elevó de 7.1 mil millones de dólares a 17.5 mil millones en el período 1989-1993 (véase el cuadro 6), si bien el incremento se concentró en pocos países. México y Argentina, con una afluencia de 5.4 mil millones de dólares y 4.2 millones de dólares respectivamente, recibieron la mayor proporción de este incremento.

¹² Después de las modificaciones en su política introducidas por el Gobierno de Japón en 1990, los bancos japoneses empezaron a liquidar la deuda contraída con ellos por los países latinoamericanos mediante ventas en mercado secundario y bonos de salida ("*exit bonds*") en el contexto del plan Brady para la deuda.

Si bien las entradas de IED a América Latina crecieron entre 1989-1993, las corrientes de inversión directa de Japón hacia América Latina (y el Caribe) mostraron una tendencia de sentido contrario (con todo, algo aumentó la participación de la región latinoamericana en la IED total de Japón). Con un total de 1.6 mil millones (declarados) en 1992, los flujos de IED son muy inferiores al promedio de 2.5 mil millones de dólares observado en el período 1989-1991.

La inversión japonesa en la región sigue fluyendo preferentemente hacia los paraísos fiscales o países de "bandera de conveniencia".¹³ Por ejemplo, el conjunto de los flujos orientados hacia Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela representaba un tercio del nivel de las corrientes orientadas a Panamá en 1991. Los paraísos fiscales, como las Islas Cayman, las Bahamas, Bermuda, las Islas Vírgenes y Panamá recibieron casi las tres cuartas partes de la IED procedente de Japón destinada a América Latina y el Caribe en 1991. Si bien las inversiones en estos paraísos tributarios disminuyó, a la par con la declinación general de la IED japonesa, Panamá sigue siendo el beneficiario regional mas importante de la IED, con un monto superior a 900 millones de dólares en 1992.

La inversión en los sectores manufacturero y terciario de los principales países de América Latina es reducida, lo que indica que la región no es una base importante de producción para los fabricantes japoneses o un mercado importante para el comercio de Japón.¹⁴ La participación de la inversión del sector manufacturero dentro del total de la IED de Japón en América Latina era inferior a 13% (Jun y otros, 1993). La reciente creación de una zona de libre comercio en América del Norte (con arreglo al ALCAN) podría atraer la IED japonesa a la región.

¹³ Los países que son paraísos tributarios u ofrecen ventajas de "bandera de conveniencia" siempre muestran sumas elevadas por concepto de inversiones recibidas. Estas entradas de capital suelen no reflejar una actividad normal en materia de IED y, en general, son el resultado de la canalización de los fondos de las empresas transnacionales por intermedio de filiales establecidas en estos paraísos tributarios para conceder préstamos o realizar inversiones en otros sitios.

¹⁴ Como ocurre con varios otros países, la IED y el comercio de Japón están estrechamente vinculados, especialmente en la región de Asia Oriental.

II. FACTORES QUE CONTRIBUYEN AL REDUCIDO NIVEL DE LOS FLUJOS DE INVERSION JAPONESA HACIA AMERICA LATINA

El incremento experimentado recientemente por las entradas de capital en muchos países en desarrollo ha planteado interrogantes respecto de la importancia de los factores de "rechazo" y "atracción". Por una parte, se considera que los factores globales como la aguda caída de las tasas de interés en Estados Unidos y en todo el mundo a comienzos de los noventa, y la reducción del ritmo de actividad económica en Estados Unidos y en los principales países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) en la misma época han contribuido mucho a aumentar el atractivo de los valores y los activos de los mercados emergentes y han impulsado la inversión extranjera en los países en desarrollo. Por otra parte, se estima que el mejoramiento de las perspectivas económicas en muchos países en desarrollo influyó para que el capital acudiera (fuera atraído) a esos países. Un estudio de Calvo, Leiderman y Reinhardt (1993) alude a la importancia de los factores globales para explicar estas corrientes. Llegan a la conclusión de que si estos factores globales se invirtieran podría producirse una salida de capital de esos países.

Chuhan, Claessens y Mamingi (1993) utilizaron datos sobre las corrientes de capital y demostraron la importancia de los factores específicos de los países para atraer los flujos de capital. Descubrieron que estos factores internos son también importantes para explicar los flujos de capital. Sobre la base de la literatura relativa a los elementos determinantes de las corrientes internacionales de capital se puede intentar identificar los factores que pueden desempeñar un papel fundamental en la motivación de los flujos de capital. Los factores específicos de los países -que incluyen la rentabilidad de los mercados bursátiles, la clasificación crediticia y los precios en el mercado secundario de la deuda soberana- indican el riesgo de invertir en el país y la rentabilidad de la inversión. En los últimos años la mayoría de estos indicadores específicos de los países revelaban un apreciable mejoramiento a medida que varios países en desarrollo iban liberalizando sus economías y adoptaban programas amplios de reforma económica. Por ejemplo, la rentabilidad de los mercados emergentes de valores subió marcadamente y así el índice de precios combinado basado en el dólar, calculado para América Latina por la Corporación Financiera Internacional (CFI) se elevó 351% durante 1989-1993, en tanto que el índice 500 de **Standard and Poor's** subió 69% y el índice **Nikkei Index** bajó 44%, desde enero de 1989 a diciembre de 1993 (véase el cuadro 7). Las clasificaciones crediticias (calculadas por **Institutional Investor**) también mejoraron durante ese período. El estudio de mercado realizado por **Institutional Investors** en 1993 sobre el riesgo por países indica que la región fue clasificada en la mas alta categoría en 10 años. La clasificación crediticia de América Latina, medida en una escala de 0 a 100, subió sostenidamente de 20.0 en septiembre de 1989 a 24.4 en el mismo mes de 1993. El mejoramiento es amplio y refleja tanto el perfeccionamiento de las políticas económicas como la mayor solidez de las perspectivas de crecimiento de mediano plazo de la región. No hace mucho, varios créditos latinoamericanos fueron clasificados entre los de buena calidad (por ejemplo, Chile y Colombia por **Standard and Poor's** y México por **Duff and**

Phelps). Asimismo, en 1993 se elevó apreciablemente el precio de la deuda soberana de los países latinoamericanos en el mercado secundario. Los precios subieron de 30 centavos por dólar a fines de 1989 a alrededor de 65 centavos por dólar a fines de diciembre de 1993.

El reducido nivel de la inversión japonesa en América Latina, pese al mejoramiento de los factores específicos de los países de la región, sugiere que hubo elementos que influyeron en Japón para restringir los flujos de inversión hacia América Latina. Los factores que frenaron a las fuentes de flujo pueden clasificarse en las tres categorías siguientes: transitorios, institucionales y de largo plazo.

1. Factores transitorios

El retorno de los prestatarios latinoamericanos a los mercados internacionales de bonos y valores coincidió parcialmente con la contracción de la inversión externa de Japón. Los flujos externos de Japón se mantuvieron en un nivel muy inferior al máximo alcanzado a fines del decenio de 1980. El prolongado colapso del mercado japonés de valores, la pronunciada declinación del mercado inmobiliario, la apreciación del yen con respecto al dólar estadounidense y el débil crecimiento económico han contribuido a deprimir los flujos de inversión externa de Japón.

La debilidad que presentan actualmente los flujos de cartera es atribuible a varios factores y de ellos el mas importante es la pérdida cuantiosa de riqueza vinculada a la declinación sin precedentes del mercado de valores y el colapso de los precios de las propiedades a comienzos de los años noventa (véanse gráficos 1 y 2). La baja apreciable y generalizada que han experimentado los precios en el mercado de valores de Japón por cuarto año consecutivo ha hecho disminuir el valor de la cartera de los inversionistas. Pese a los esfuerzos del Ministerio de Finanzas por mantener los precios de las acciones, como la casi suspensión total de la cotización de nuevos valores en la bolsa de Tokio durante casi tres años, el desempeño del mercado ha sido deficiente. Los inversionistas nacionales también han mostrado cautela para invertir en este mercado de valores por falta de confianza y por la aplicación de políticas como la que estableció el número mínimo de acciones que debe adquirir el inversionista, la de reducción de los dividendos puesta en práctica por las empresas y las exigencias poco rigurosas que deben cumplir las empresas en materia de divulgación de información. Los inversionistas extranjeros también han disminuido sus inversiones en este mercado. Un informe dado a conocer recientemente (en el New York Times del 8 de noviembre de 1993) expresa que los inversionistas estadounidenses, que están destinando cuantiosas sumas a la adquisición de valores externos, han invertido poco en el mercado bursátil de Japón en los últimos tiempos.

La aguda reducción experimentada por los precios de los inmuebles influyó desfavorablemente sobre la cartera de los inversionistas japoneses. Además, los movimientos monetarios -la caída del dólar frente al yen- han mermado también el valor de los activos en el exterior (denominados en dólares en su mayoría), con lo cual se ha exacerbado el efecto de riqueza y ha inducido a los inversionistas a proceder muy cautelosamente en relación con las inversiones extranjeras.

Asimismo, el magro crecimiento económico experimentado desde 1991 ha hecho empeorar la situación económica y ocasionado la bancarrota de las empresas (véase el gráfico 3). La caída de las utilidades a que dio lugar el deterioro de la situación

económica y la marcada apreciación del yen ha significado para las compañías no poder disponer ahora, como en los años ochenta, de cuantiosos flujos de fondos para invertir. La confianza en la economía, medida por los estudios del Banco de Japón, sigue siendo débil y según algunos pronósticos el crecimiento económico será negativo por primera vez en 19 años. Al mismo tiempo las empresas se muestran reacias a hacer economías (es decir, a reducir el empleo y los costos) e invertir en el exterior por la baja rentabilidad obtenida anteriormente por la IED japonesa, especialmente en Estados Unidos (que ha sido menor que en los países en desarrollo de Asia)¹⁵.

Por lo demás, las restricciones aplicadas por los bancos japoneses (reducción de los nuevos préstamos) y el incremento de la deuda subordinada (para obtener nuevos capitales) en el mercado de Japón a fin de satisfacer las exigencias de suficiencia del capital establecidas por el Banco de Pagos Internacionales (a fines de marzo de 1993) han influido en la contracción de los fondos institucionales disponibles para las inversiones extranjeras de cartera.¹⁶ El desempeño deficiente de la banca -la contracción de las utilidades de los bancos de Japón se prolonga desde hace cuatro años- ha contribuido a reducir tanto el crédito de los bancos como su adquisición de títulos de valor externos. El desempeño de los bancos se ha visto perjudicado por dos tendencias subyacentes, la pronunciada declinación de los bienes inmuebles y el débil crecimiento económico, que han contribuido a empeorar la situación económica y ocasionado la bancarrota de las empresas.¹⁷ Los grandes bancos japoneses todavía mantienen en sus carteras una apreciable cuantía de préstamos que no están siendo servidos y los montos de las provisiones correspondientes por conceptos de pérdidas siguen siendo elevados. En el año que terminó en marzo de 1993, los préstamos que no están siendo servidos de 11 grandes bancos ascendían a 8.4 trillón de yenes (78 mil millones de dólares) y en septiembre de 1993 estos préstamos se habían elevado a 9.2 trillón de yenes (87 mil millones de dólares). Los detalles sobre los préstamos no servidos, que los bancos publicaron por primera vez en marzo de 1993, muestran que dentro del total de préstamos pendientes, esos préstamos representaban de 1.6% a 4.8% para los 11 grandes bancos. Como estas cifras no incluyen los préstamos renegociados como préstamos problemáticos, estos resultados subestiman apreciablemente los riesgos de deudas incobrables (Salomon Brothers, 1993). Los grandes bancos japoneses, que son los que han mostrado el trato mas agresivo en relación con préstamos con problemas de repago, podrían verse forzados a aumentar sus créditos para elevar las utilidades, pero seguirían siendo selectivos. Es probable que demore la recuperación de la actividad crediticia de los bancos de crédito a largo plazo y los bancos fiduciarios, que han demorado en liquidar los préstamos no servidos.

¹⁵ El patrón de la IED japonesa refleja la reducción de la participación de un país industrial en estas corrientes y un incremento de la proporción destinada a los países en desarrollo, especialmente de Asia.

¹⁶ La pronunciada declinación de los precios de los valores ha erosionado el valor de las reservas de capital de los bancos y exacerbado también los problemas de los bancos.

¹⁷ Entre 20 y 25 % de los prestamos pendientes de los principales bancos comerciales corresponden a actividades inmobiliarias y cerca de 40 % de los préstamos totales están garantizados por bienes raíces. La aguda depresión experimentada por el mercado de bienes raíces ha ocasionado una elevada iliquidez en este mercado, y a los bancos les ha resultado extremadamente difícil liquidar las propiedades que mantienen en garantía, ni siquiera ofreciéndolas con grandes descuentos. Una iniciativa financiada por los bancos para adquirir estos activos por intermedio de una empresa compradora mediante créditos cooperativos (**Credit Cooperative Purchasing Company, CCCP**) ha tenido éxito limitado hasta ahora. Esta empresa ha comprado solo una fracción de las propiedades de los bancos mas importantes (menos del 1 % de la cartera de préstamos de estos bancos) con un descuento promedio de 40% sobre el valor nominal.

Todos estos factores han debilitado, ante los países en desarrollo, la posición de la instituciones financieras de Japón, incluidos los inversionistas institucionales de Japón, y otros inversionistas, en su calidad de fuente de fondos para los flujos de cartera como otros flujos de capital privado. De no mejorar los factores subyacentes, es decir de no recuperarse las acciones y el mercado de valores inmobiliario, es poco probable que los inversionistas institucionales y otros favorezcan a corto plazo la inversión en títulos externos.

Otro factor que podría explicar parcialmente la caída de las inversiones extranjeras de cartera, pese a que las tasas de interés no habían llegado antes a niveles tan bajos en Japón, es la reducción del margen entre las tasas de interés en ese país y Estados Unidos. Según **Nikko Research Center** radicado en Tokio, el margen de 3% a 5% de la tasa de interés entre los bonos del Tesoro de Estados Unidos y los bonos del Gobierno de Japón indujo a los inversionistas japoneses a comprar sistemáticamente hasta un tercio o mas de los bonos licitados por el Tesoro de Estados Unidos. Dichos bonos representaban mas de 60% de la cartera total de bonos extranjeros de los inversionistas institucionales japoneses a fines de 1985. La reducción de este diferencial de los intereses a una cifra de 1% a 2% en la década de 1990, ocasionó una caída pronunciada de esta participación a casi 35% de las tenencias de bonos extranjeros. Si bien los inversionistas japoneses se han desplazado hacia otros bonos extranjeros, se han reducido mucho sus compras totales de dichos bonos. Además, esta diversificación no ha tendido a favorecer los títulos latinoamericanos, porque los inversionistas japoneses se muestran muy cautelosos ante las tenencias de valores no considerados de buena calidad.

2. Factores institucionales

Desde fines del decenio de 1980 el MOF ha introducido una amplia variedad de reformas en el mercado de bonos de Japón para aumentar la liquidez, eficiencia y transparencia del mercado de capitales de ese país. Eliminó las exigencias de garantías, suprimió las severas restricciones de balance, permitió que se utilizaran nuevas modalidades de emisión y procuró reducir los costos de financiamiento a través de un aumento de la competencia. Asimismo, ha actuado para mejorar el acceso a este mercado, si bien éste sigue estando determinado por la solvencia crediticia. Esta diferencia basada en la solvencia significa que no se permite el acceso a este mercado a los prestatarios clasificados en un bajo nivel de solvencia (cuyos papeles son de baja calidad).

La flexibilización de las pautas de calidad vigentes para las emisiones de bonos en el sector Samurai constituyó quizá el acontecimiento mas importante que haya afectado el endeudamiento de los países en desarrollo en el mercado de capitales de Japón. A partir del 1º de agosto de 1992, el MOF redujo los requisitos de los reglamentos de emisión. Para cumplir los requisitos de colocación de emisiones en el sector Samurai se exige ahora a todos los prestatarios haber sido clasificados por un organismo reconocido de clasificación en la categoría BBB o superior en lugar de haberlo sido en A, como era necesario anteriormente. La clasificación debe ser realizada por cualquiera de las siguientes entidades de clasificación: **Fitch Investors Services, Japan Bond Research Institute, Japan Credit Rating Agency, Moody's, Nippon Investors Services, y Standard and Poor's**. Desde que se liberalizó la reglamentación, se colocaron varias emisiones de los países en desarrollo entre los cuales se incluyen China, Hungría y Turquía.

Otro acontecimiento importante fue la flexibilización de la reglamentación en el mercado de colocaciones privadas (Yamaichi Securities, 1993). En el marco de su amplia reforma del sistema financiero, Japón liberalizó la reglamentación aplicada a las entidades emisoras no japonesas, por ejemplo el mercado Shibosai.¹⁸ La ley de valores y divisas (**Securities and Exchange Law**) fue enmendada el 1º de abril de 1993 a fin de tornar mas atractivo este mercado tanto para los inversionistas como para las entidades emisoras. Las nuevas reglas procuran ampliar la gama de inversionistas, tornar mas comerciables las emisiones en el mercado secundario y mejorar las condiciones de la emisión, por ejemplo la magnitud, el vencimiento y las exigencias mínimas relativas a los márgenes.

Con arreglo a la nueva reglamentación, se permite la colocación de dos nuevos tipos de bonos, los bonos Q y los bonos 49o. Las entidades emisoras extranjeras pueden vender bonos Q a cualquier inversionista institucional idóneo. Los bonos 49o pueden ser vendidos a 49 o menos compradores nacionales, sean empresas o particulares. Con arreglo a la antigua reglamentación, los bonos extranjeros solo podían venderse a 49 o menos inversionistas institucionales idóneos. Anteriormente también había restricciones sobre los montos que podía adquirir cada comprador. Se eliminó el límite máximo de 20%, aunque la cifra máxima de las tenencias individuales sigue siendo 10%. En el marco de las nuevas reglas se amplió asimismo la definición de inversionista institucional idóneo a fin de incluir 15 categorías en comparación con las 11 existentes anteriormente. Las categorías adicionales de inversionistas comprenden las sociedades de valores, las filiales japonesas de empresas extranjeras de valores mobiliarios, las compañías asesoras de inversión autorizadas, y las cooperativas agrícolas y las federaciones de cooperativas pesqueras que toman depósitos. Se relajaron también las reglas de reventa, y se autorizó la reventa y la venta parcial, como asimismo la venta a mas de un inversionista, después de transcurridos dos años de la fecha de emisión de los títulos. Anteriormente, la reventa se limitaba a una venta única a un solo comprador, al cabo de dos años de la fecha de compra del bono.

La nueva reglamentación redujo también las restricciones sobre el tamaño de la emisión. Las instituciones emisoras clasificadas en la categoría AAA pueden colocar emisiones por valor de 30 mil millones de yenes y los prestamistas clasificados en AA o una categoría inferior (incluso los no clasificados) pueden colocar emisiones por hasta 20 mil millones de yenes. Estos topes se comparan con los anteriores de 30 mil millones de yenes, 20 mil millones de yenes y 10 mil millones de yenes que se aplicaban a las entidades emisoras clasificadas en AAA, AA y A o categorías inferiores (incluso las no clasificadas) respectivamente según las antiguas reglas. Se hicieron menos estrictas las restricciones sobre los plazos máximos y mínimos de los bonos y que pueden ser de 2 años a 20 años. Se eliminaron las exigencias mínimas en cuanto a los márgenes de utilidades y estos son ahora determinados por el mercado. Antes se establecían los márgenes mínimos sobre la base de la clasificación del prestatario.

Si bien se reconoce el mejoramiento de la solvencia crediticia de las entidades emisoras latinoamericanas, las instituciones japonesas siguen procediendo con cautela para adquirir títulos latinoamericanos dada la elevada cuantía de los préstamos pendientes que tenían en la región y que se vieron afectados por la crisis de la deuda en los años ochenta. Además, los inversionistas japoneses han tendido tradicionalmente a ser cautelosos en sus inversiones y en general solo compran papeles de buena calidad. Como

¹⁸ En el mercado Shibosai, como el mercado privado estadounidense de colocaciones, son menores las exigencias de divulgación de información que en el mercado público y no se ha estipulado el cumplimiento de exigencias mínimas de calificación como en el sector Samurai. Sin embargo, con arreglo a la práctica vigente quizá solo los créditos clasificados en las categorías superiores pueden obtener financiamiento en este mercado.

la mayoría de los emisores latinoamericanos no satisfacen este criterio de inversión, no han sido favorecidos por los inversionistas japoneses, especialmente los inversionistas institucionales. Chuhan (1994) halló que pese a que los inversionistas institucionales, como las compañías de seguros y los fondos de pensiones, tienen topes reglamentarios sobre el porcentaje de sus activos que pueden mantener en títulos extranjeros (30%), ha resultado mas restrictiva para las inversiones en los mercados emergentes de valores la práctica seguida por la industria de favorecer las inversiones en efectos de buena calidad.

A los inversionistas les preocupa el limitado conocimiento que tienen de la América Latina y su poca experiencia en esa región, y se muestran cautelosos para invertir en ella. Ambos factores ha hecho difícil para los inversionistas japoneses distinguir entre los diferentes países de la región. Brasil es lejos el país mas importante de América Latina para el Japón, pero las dificultades que han surgido en ese país han ensombrecido la región entera. Stallings (1990) expresa que incluso en el período 1970-1982, cuando era elevada la cuantía de los préstamos de bancos extranjeros en América Latina, los bancos japoneses no encabezaban a los prestamistas de la región. Por el contrario, seguían a los bancos de Estados Unidos (que tenían relaciones bancarias con la región desde los años veinte y asimismo mayor experiencia en ella), atraídos por la posibilidades de obtener márgenes elevados de utilidades y en respuesta al rápido crecimiento de la economía japonesa. Inicialmente, los bancos japoneses participaron en los préstamos como miembros de consorcios mas bien que como bancos directores ("*lead managers*").¹⁹ Y, si bien los bancos japoneses contribuyeron a financiar importantes proyectos, estos incluían típicamente la participación del gobierno japonés.²⁰

Con la renuencia de los bancos a otorgar préstamos a los países de América Latina, la vinculación entre los créditos de los bancos y la IED es otro factor que influye negativamente sobre las inversiones japonesas en las empresas de la región. En cada Keiretsu -grupos industriales de Japón-, existe una relación especial entre diversas industrias y un banco importante. Este arreglo industrial influye en el comportamiento de las empresas de ese grupo. Las empresas japonesas recurren a los bancos para obtener el financiamiento de gran proporción de sus inversiones en el exterior. Las informaciones disponibles para los años ochenta muestran que un tercio de las inversiones directas de las compañías japonesas en América Latina era financiada por bancos japoneses. Si un banco importante es reacio a conceder préstamos en un país, las empresas manufactureras del grupo con el cual está estrechamente vinculado tendrían limitaciones para invertir en ese país por la falta de respaldo financiero de esa fuente.

3. Factores de largo plazo

Los lazos históricos, las características vinculadas al emplazamiento y las relaciones y modalidades comerciales coadyudaron a la configuración de los flujos de inversión de Japón. La atención se centrará ahora en la evaluación del rol de las relaciones comerciales y la estructura del comercio.

Desde mediados de la década de 1980 la estructura del comercio de Japón refleja la creciente importancia de Asia Oriental para Japón. Si bien no existe formalmente un

¹⁹ Por ejemplo, los bancos japoneses solo administraban alrededor de 10% de los préstamos latinoamericanos, en comparación con 42% por los bancos estadounidenses.

²⁰ Por ejemplo, en un proyecto en marcha en el Perú y en el desarrollo del sector siderúrgico en México.

bloque comercial formado por las economías de Japón y otras economías de Asia Oriental, se ha generado una integración económica y una regionalización impulsadas por las fuerzas del mercado. Un estudio realizado recientemente por Bannister y Braga (1993) indica que desde 1985 se observa un creciente sesgo intrarregional en el comercio de Japón con la región, medido por el índice de intensidad comercial.²¹

La estructura de la IED de Japón, que muestra un incremento de la proporción destinada a Asia Oriental, fortalece las razones para ampliar la integración con esta región. La IED japonesa en Asia presenta marcadas características conducentes a la "creación de intercambio comercial" por cuanto las compañías manufactureras japonesas invierten en las economías asiáticas atraídas por la mano de obra barata, la reglamentación favorable o suelta y otros incentivos financieros. Una proporción apreciable de la producción de las empresas transnacionales japonesas se destina al mercado japonés o estadounidense. Aunque la IED japonesa en Asia está vinculada con el intercambio comercial, está menos orientada a la exportación que en el caso de la inversión japonesa en América Latina. Este hecho puede explicarse por las diferencias en cuanto a la políticas vigentes en estas dos regiones en los años ochenta. Las políticas de los países de Asia Oriental se orientaban en mayor medida a la exportación en tanto que las de América Latina lo estaban hacia el mercado interno. Es posible que las modalidades de la IED destinada a América Latina se vean afectadas por las medidas de liberalización del comercio adoptadas en América Latina como a la integración del mercado mexicano con el de Estados Unidos y Canadá en el marco de ALCAN. Sin embargo, los crecientes vínculos de intercambio-inversión (y de ayuda) con Asia sugieren que es poco probable que las empresas e inversionistas japoneses abandonen esa región y favorezcan a América Latina.

²¹ No ocurre lo mismo en el caso de otras economías de Asia Oriental, que no muestran un incremento de la intensidad comercial con la región, aunque se observa un sesgo regional en su comercio, es decir, el intercambio comercial con la región es mas intenso que con el resto del mundo.

III. PERSPECTIVAS DE LAS CORRIENTES DE INVERSION JAPONESA HACIA AMERICA LATINA

Si bien las corrientes de inversión y de cartera y otros flujos de capital privado fueron reducidos en los últimos años, hay varios factores que indican que a mediano plazo éstas aumentarían aunque no tendrían un gran repunte. Como se expresó anteriormente, el retorno de América Latina al mercado internacional de capitales ocurrió en el momento en que se contrajeron marcadamente las inversiones externas de Japón. El cambio desfavorable se produjo como consecuencia de factores transitorios que se manifestaron por la vía del efecto de patrimonio. Es probable que de cambiar estos factores, aumente la salida total de capitales privados, especialmente de cartera. Si bien cabe esperar que algunos factores institucionales y de largo plazo restrinjan los flujos hacia América Latina hay varios acontecimientos que favorecen un incremento moderado de estos flujos.

Entre los factores que pueden propiciar el aumento del financiamiento con bonos y acciones de las entidades latinoamericanas figuran los esfuerzos del MOF para liberalizar el mercado de capital de Japón. Las crecientes posibilidades de acceso a los mercados japoneses resultarán atractivas para los prestatarios de los mercados emergentes, incluidos los de América Latina. Además, con la creciente integración financiera de los mercados emergentes con el mercado global se estimularán las corrientes extrafronterizas de valores entre Japón y América Latina. Los esfuerzos por diversificar las fuentes de obtención de fondos y la reducción de los costos del endeudamiento constituirán un nuevo elemento que atraerá a los prestatarios latinoamericanos a los mercados de Japón.

La evolución de los acontecimientos en los países huéspedes constituye probablemente un impulso positivo para la inversión japonesa, especialmente la IED, pese a la tendencia de creciente integración económica de Japón con las economías de Asia Oriental. Entre los acontecimientos positivos figuran las mejores perspectivas de crecimiento de América Latina generadas por un manejo mejor de la economía.²² Otro acontecimiento positivo es la reciente creación de una zona de libre comercio en América del Norte en el marco de ALCAN. Es probable que las mejores perspectivas de crecimiento que tiene México con el ALCAN y el acceso garantizado al mercado de los Estados Unidos atraigan la IED japonesa al país.

²² Sin embargo, algunas informaciones (véase Tsunekawa, 199) indican que la liberalización del comercio de corto plazo en América Latina ha tenido el efecto inesperado de reducir en cierta medida la inversión japonesa, especialmente en el sector manufacturero, porque ahora resulta más barato exportar desde Japón que efectuar el ensamblado en América Latina.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Banco Mundial (1992), World Debt Tables 1992-1993.

----- (1993), Financial Flows and the Developing Countries, varias ediciones.

Bannister, G. y C.A. Primo Braga (1993), "Intra-Asian investment and trade: prospects for growing regionalization in the 1990s," Banco Mundial, División de Comercio Internacional, mimeo.

Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhardt (1993), "Capital inflows and the real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors," IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1.

Chuhan, P. (1994), "Are institutional investors an important source of portfolio investment in emerging markets", World Bank Policy Research Working Paper, N° 1243.

Chuhan, P., S. Claessens y N. Mamingi (1993), "Equity and bond flows to Asia and Latin America: the role of global and country factors", World Bank Policy Research Working Paper, No. 1160.

Claessens, S., M. Dooley y A. Werner (1993), "Portfolio capital flows: hot or cold?", Portfolio Investment in Developing Countries, Simposio del Banco Mundial, septiembre.

Culpeper, R. (1994), "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).

Euroweek (1993), *Financing Japan's Top Credits*.

Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (comps.) (1994), Los nuevos flujos financieros hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas, Fondo de Cultura Económica, México, en prensa.

International Financing Review, varias ediciones.

Jun, K., F. Sader, H. Horaguchi y H. Kwak (1993), "Japanese foreign direct investment: recent trends, determinants, and prospects", World Bank Policy Research Working Paper, N° 1213.

New York Times, 8 de noviembre, 1993.

OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos), Financial Market Trends, varias ediciones.

Stallings, B. (1990), "Reluctant giant: Japan and the Latin American debt crisis," Journal of Latin American Studies, Vol. 22, Parte 1.

Tatewaki, K. (1991), Banking and Finance in Japan, Routledge, Inglaterra.

Yamaichi Securities (1993), New Shibosai Rules, Tokyo.

Anexo 1

CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1: Flujos de cartera y otros flujos de largo plazo hacia América Latina
(miles de millones de US\$)

Tipos de Flujos	1989	1990	1991	1992	1993	1989-92
Bonos	0.8	2.7	6.8	10.6	27.0	20.9
Emisiones *	0.4	0.7	5.4	4.3	6.6	10.8
Fondos de países	0.4	0.6	0.7	0.3	0.1	2.0
Emisión internacional	0.0	0.1	4.7	4.0	6.5	8.8
Flujos de IED netos	7.1	7.7	12.4	14.5	17.5 ^e	41.7
Oficiales (excluye donaciones)	3.4	6.5	2.4	0.3	3.4 ^e	12.6
Bancos comerciales	-3.5	-0.7	0.5	0.0	N/A	-3.7
Otras privadas de largo plazo	0.1	-0.1	-1.7	-2.3	N/A	-4.0
Total	8.3	16.8	25.8	27.4	54.5	78.3
Nota: Todas las emisiones de cartera *	1.4	3.4	14.2	16.9	35.6 ^e	35.9

Fuente: World Debt Tables, Euromoney Bondware, Lipper Analytical e IFRs.

* No incluye inversión directa de capital.

^e Estimaciones.

Cuadro 2. Inversiones y préstamos extranjeros del sector privado en Japón
(flujos en millones de US\$)

	Activos de largo plazo (excluye créditos de exportación)			Activos de corto plazo		Total
	IED	Préstamos ampliados	Valores	Préstamos ampliados	Valores	
1982	4.540	7.902	9.743	162	1.427	23.774
1985	6.452	10.427	59.773	116	530	77.298
1986	14.480	9.281	101.977	3.869	3.700	133.307
1987	19.519	16.190	87.757	27.373	3.242	154.081
1988	34.210	15.211	86.949	16.903	1.902	155.175
1989	44.130	22.495	113.178	26.002	3.304	209.109
1990	48.024	22.182	39.681	29.588	6.291	145.766
1991	30.726	13.097	74.306	14.224	9.428	141.781
1992	17.222	7.623	34.362	3.065	628	62.900
1993	9.061	6.950	14.138	-6.737	-5.096	18.316
(enero - sept)P						

Fuente: Banco de Japón, Balance of Payments Monthly.

Nota: En base a la balanza de pagos.

P - preliminar

Cuadro 3: Total de emisiones de bonos en yenes por emisores de mercados emergentes
(millones de US\$)

	1989	1990	1991	1992	1993
Total	2,142	1,413	3,173	5,561	11,360
Samurai	1,769	1,237	2,545	5,079	6,617
Euroyenes	0	110	224	150	2,290
Colocaciones Privadas	373	66	404	332	2,453

Fuente: Euromoney Bondware.

Cuadro 4: Total de emisiones de bonos en yenes
por emisores de mercados emergentes por región
(como porcentaje del total de bonos emitidos)

	1989	1992	1993
Asia	10.87	4.29	5.95
China	1.86	2.96	1.84
Corea	2.56	1.33	2.29
Europa y Asia Central	15.47	18.84	12.20
Grecia	5.47	8.80	4.10
Turquía	1.80	8.05	3.62
Hungría	5.41	2.00	2.88
América Latina	0.00	0.00	1.54
Brasil	0.00	0.00	0.66
México	0.00	0.00	0.56
<i>Nota</i>			
Total de bonos emitidos por mercados emergentes (miles de millones de US\$)	8.13	24.05	57.69

Fuente: Euromoney Bondware.

Cuadro 5: Préstamos pendientes de bancos comerciales japoneses a prestatarios soberanos extranjeros
(millones de US\$ y porcentaje del total)

Región	1988		1989		1990		1991		1992	
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%
Asia	23.815	(15.7)	24.070	(16.0)	21.732	(17.4)	24.196	(19.3)	20.903	(17.9)
Medio Oriente	596	(0.4)	799	(0.5)	734	(0.6)	1.776	(1.4)	2.440	(2.1)
Europa del Este	15.220	(10.0)	15.483	(10.3)	11.357	(9.1)	9.273	(7.4)	8.488	(7.3)
Africa	3.876	(2.6)	3.504	(2.3)	2.885	(2.3)	2.606	(2.1)	2.276	(2.0)
América Latina (incluye el Caribe)	35.020	(23.1)	33.198	(22.1)	18.779	(15.1)	17.791	(14.2)	16.929	(14.5)
Total	78.527	(51.8)	77.054	(51.2)	55.487	(44.5)	55.642	(44.4)	51.036	(43.8)
Nota: Total de préstamos pendientes de bancos comerciales a prestatarios soberanos extranjeros	151.472		150.268		124.574		125.251		116.709	

Fuente: Ministerio de Finanzas de Japón.

Cuadro 6: Flujos de IED orientados a regiones en desarrollo
(millones de US\$)

	1989	1990	1991	1992
Total				
<i>Todas las regiones en desarrollo</i>	23,320	24,008	33,916	47,156
Africa (Sub-Sahara)	2,476	669	1,746	1,618
Asia del Este y el Pacífico	9,071	10,885	13,021	20,491
Europa y Asia Central	2,790	3,282	5,306	8,312
América Latina y el Caribe	7,135	7,725	12,776	14,506
Medio Oriente y Africa del Norte	1,619	1,156	711	1,665
Asia del Sur	229	291	356	564
 Desde Japón				
<i>Todas las regiones en desarrollo</i>	7,576	7,487	7,668	7,330
Africa (Sub-Sahara)	644	532	707	234
Asia del Este y el Pacífico	4,055	4,140	4,399	4,679
Europa y Asia Central	133	184	273	69
América Latina y el Caribe	2,614	2,545	2,231	1,566
Medio Oriente y Africa del Norte	28	2	18	563
Asia del Sur	102	84	40	219
 Desde Estados Unidos				
<i>Todas las regiones en desarrollo</i>	6,377	6,391	7,380	7,196
Africa (Sub-Sahara)	-239	-300	34	-855
Asia del Este y el Pacífico	1,014	1,712	1,215	994
Europa y Asia Central	22	337	492	784
América Latina y el Caribe	5,843	4,388	5,062	5,975
Medio Oriente y Africa de Norte	-288	259	468	209
Asia del Sur	25	-5	109	89

Fuente: Japón, Ministerio de Finanzas; Estados Unidos, Departamento de Comercio y World Debt Tables, Banco Mundial.

Notas: Las cifras para el total de IEDs están basadas en datos provistos por el país anfitrión. Las cifras para Japón son en base a notificación (Ministerio de Finanzas).

Cuadro 7: Rendimiento de mercados de valores latinoamericanos seleccionados

	Capitalización de mercados (millones de US\$)	Valores mensuales comercializados (millones de US\$)	Rendimiento medio anual (US\$: 5 años finalizando dic.1993)	Divergencia anual normal (US\$: 5 años finalizando dic.1993)	Indice de precios Porcentaje de cambio en 12 meses dic.1993
	fin de 1989	fin de 1993	1989*	Dic.1993	
Argentina	4,225	43,967	160	1,158	80.48
Brasil	44,368	99,430	1,397	6,217	153.44
Chile	9,587	44,622	72	343	39.54
Colombia	1,136	8,755	9	94	69.11
México	22,550	200,671	519	12,314	67.42
Venezuela	1,472	6,587	8	182	3.16
América Latina				36.12	50.78
Indice Nikkei				35.04	78.66
S & P 500 Indice				-3.84	36.49
				11.28	9.76

Fuente: IFC Emerging Market Database.

Nota: Las cifras para 1989 son promedios mensuales.