

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

22

**LA REANUDACIÓN DE LAS CORRIENTES PRIVADAS
DE CAPITAL HACIA AMÉRICA LATINA: EL PAPEL
DE LOS INVERSIONISTAS NORTEAMERICANOS**

Roy Culpeper



NACIONES UNIDAS

PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**LA REANUDACIÓN DE LAS CORRIENTES PRIVADAS
DE CAPITAL HACIA AMÉRICA LATINA: EL PAPEL
DE LOS INVERSIONISTAS NORTEAMERICANOS**

Roy Culpeper



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.853
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por el señor Roy Culpeper del Instituto Norte-Sur de Ottawa, Canadá, 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.

Una versión anterior del presente trabajo se expuso en un seminario realizado en CEPAL en Santiago de Chile los días 6 y 7 de diciembre de 1993. Los participantes en el seminario, entre otros William Gruben, del Banco de la Reserva Federal de Dallas, Vittorio Corbo, Stephany Giffith-Jones y Robert Devlin, aportaron numerosos y útiles comentarios. También se recibieron provechosas sugerencias de Charles Collins, del Fondo Monetario Internacional. El autor además agradece los comentarios de sus colegas Ann Weston y Andrew Clark, y las conversaciones con funcionarios del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos, la Comisión de Bolsa y Valores, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y sociedades de valores con sede en Wall Street. Querría también agradecer a Sarah Matthews por la elaboración del texto final.

INDICE

	<i>Página</i>
Prefacio	5
INTRODUCCION	9
I. AMERICA DEL NORTE EN LOS MERCADOS DE CAPITAL MUNDIALES DESDE EL PUNTO DE VISTA HISTORICO	11
II. ACONTECIMIENTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS A PARTIR DE 1980	17
III. CORRIENTES DE FONDOS RECIENTES HACIA AMERICA LATINA: EL PAPEL DEL MERCADO DE CAPITAL DE LOS ESTADOS UNIDOS	21
1. Emisión de bonos	22
2. Corrientes de capital accionario de cartera	24
3. El clima regulador, la tributación y las corrientes de inversiones de cartera de los Estados Unidos	29
4. Créditos bancarios	32
IV. LAS INVERSIONES DIRECTAS DE LOS ESTADOS UNIDOS EN EL EXTERIOR	33
1. Políticas reguladoras y de otro tipo que afectan a las inversiones extranjeras directas de los Estados Unidos	37
V. CONCLUSIONES	41
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	45
Anexo 1: INVERSION DIRECTA DE LOS ESTADOS UNIDOS EN EL EXTERIOR	49
Anexo 2: CUADROS ESTADISTICOS	53

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

El decenio de 1980 fue la "década perdida" para los pueblos de América Latina porque la deuda externa y la disminución de la actividad económica se combinaron para reducir los niveles de vida y socavar las aspiraciones regionales de un mejor futuro. Si bien ningún país de América Latina repudió oficialmente su deuda, una serie de incumplimientos de hecho, manifestados en crecientes atrasos incluso respecto de obligaciones reprogramadas, tornaron extremadamente cautelosos a los acreedores externos en cuanto a aumentar su volumen de préstamos en la región. Los principales acreedores privados, sobre todo los bancos comerciales, optaron más bien por reducir su riesgo cancelando sus préstamos, rehusando refinanciar las líneas de crédito o negando nuevos préstamos a medida que se amortizaban las deudas antiguas.

La gravedad de la crisis de la deuda, yuxtapuesta a sus antecedentes históricos, dejó a la mayoría de los observadores, al finalizar la década, sumidos en el pesimismo con respecto a las posibilidades de una reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la región. Prevalecía la noción de que las regiones fuertemente endeudadas deben depender, en el futuro previsible, principalmente de corrientes financieras oficiales, por ejemplo, aquellas que ofrecen los bancos multilaterales de desarrollo.

Al finalizar el decenio, no obstante, se habían reanudado las corrientes de capital privado hacia América Latina, lo que sorprendió incluso a los observadores de los países receptores, tanto respecto del volumen total como de su composición.

En el presente trabajo se intenta examinar una de las principales regiones de origen de los flujos de capital, vale decir, América del Norte (sobre todo los Estados Unidos). Se abordan cuestiones como las siguientes: ¿Cuál es la magnitud identificable de las corrientes de fondos entre las regiones? ¿Cuál es la composición de esas corrientes, ya sean emisiones de bonos, compras netas de acciones, inversión extranjera directa o préstamos bancarios? ¿Cómo se explica el repentino cambio de actitud de los inversionistas y acreedores de América del Norte hacia una región que hasta muy recientemente evitaban? ¿Qué papel cumple la estructura tributaria y reguladora en América del Norte en cuanto a inhibir o estimular esas corrientes? Finalmente, ¿cuáles son las perspectivas de corrientes futuras entre América del Norte y América Latina?

El trabajo está organizado de la siguiente forma. En la sección I se examina la historia de América del Norte (Estados Unidos y Canadá) en los mercados de capital mundiales. A continuación, se analizan en la sección II los acontecimientos en los mercados financieros a partir de 1980. En la sección III, se examina el papel de los mercados de capital de los Estados Unidos en la reciente reanudación de las corrientes de cartera hacia América Latina. Por último, en la sección IV se hace un estudio del papel de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos.

I. AMERICA DEL NORTE EN LOS MERCADOS DE CAPITAL MUNDIALES DESDE EL PUNTO DE VISTA HISTÓRICO

Nada hay de nuevo acerca de las corrientes de capital internacionales; de hecho, han sido considerablemente mayores en el pasado en relación con el tamaño de la economía mundial.¹ Según una estimación, las corrientes internacionales, (en términos relativos) durante el período 1880-1914 fueron probablemente tres veces mayores que en el decenio de 1980 (Eichengreen, 1991).

Una conclusión interesante de la investigación histórica es que los prestamistas internacionales parecen sufrir de amnesia. Por ejemplo, en el decenio de 1970 los bancos que otorgaban préstamos a los países de América Latina parecían pasar por alto el hecho de que muchos períodos previos de gran actividad crediticia (como durante el decenio de 1920) terminaron muy mal, con incumplimientos generalizados por los mismos prestatarios en América Latina y en otras partes. Además, hay pocos indicios de que los acreedores impusieran penas a los incumplidores (u otorgasen premios a los que evitaban el incumplimiento) en forma de un menor (o mayor) acceso a los mercados de capital de los acreedores. Hay más bien pruebas de que todos los prestatarios (ya fueran incumplidores o cumplidores como Argentina) sufrieron una merma del acceso a los mercados de capital del sector privado desde el decenio de 1930 hasta fines del de 1960 (Eichengreen, 1991). Ello indica que, en igualdad de circunstancias, tiene más sentido para un prestatario optar por el incumplimiento, o declarar una moratoria conciliadora, durante períodos difíciles, que soportar los apuros adicionales de mantener el pleno servicio de la deuda.

Con el tiempo, la forma y composición de los mercados de capital internacionales así como la orientación de las corrientes de capital han cambiado radicalmente. Algunos prestatarios se convirtieron en prestamistas por derecho propio. América del Norte -que en este contexto se refiere sólo a Canadá y los Estados Unidos- era deudora neta con respecto al resto del mundo antes de 1914. En el caso de los Estados Unidos, representaba en 1914 el 8.0% de la posición acreedora pero el 15.5% de los saldos deudores brutos del mundo.

La situación cambió radicalmente, al menos en el caso de los Estados Unidos, en el período interbélico. En el decenio de 1920, los Estados Unidos se convirtieron en un acreedor neto en gran escala, y Nueva York pasó a ser el centro del financiamiento internacional, antes del colapso de 1929 (Canadá se mantuvo como deudor neto).

Fue en el ambiente de pesimismo resultante de dicha crisis económica que se estableció el orden económico mundial de la posguerra en Bretton Woods, promovido especialmente por los Estados Unidos y el Reino Unido. El nuevo orden se basaba en la premisa de que las corrientes internacionales de capital privado eran no solamente improbables; en volúmenes cuantiosos eran además indeseables, pues tenían como

¹ Véase en Stallings (1987) un excelente análisis de las deudas y los créditos internacionales desde una perspectiva histórica.

consecuencia la inestabilidad y la pérdida de control de las políticas económicas internas (Bryant, 1987).² De ese se diseñó al Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial para que incrementaran la estabilidad, la capacidad de predicción, y el papel del sector público en los mercados internacionales de capital. Tal como lo señala aún el Convenio Constitutivo del FMI, el mundo en 1945 no se oponía a las restricciones a las corrientes internacionales de capital por los estados-naciones.

Con el fin de determinar por qué y cómo se reanudaron las corrientes privadas hacia el resto del mundo durante el decenio de 1960 y después, es necesario apreciar la forma en que evolucionaron los mercados internos de capital dentro de América del Norte y Europa. Los cimientos de los mercados de capital de la posguerra en América del Norte se establecieron durante el período de la Gran Depresión. La generalización de las quiebras en el sistema bancario creó gran confusión financiera al socavar la confianza del ciudadano común en los bancos.

El colapso del sistema bancario, a su vez, contribuyó a la profundidad y larga duración de la contracción de la actividad económica. Los generalizados incumplimientos por los prestatarios internacionales en América Latina y en otros países acrecentaron los trastornos financieros pues dieron lugar a la incertidumbre e infligieron pérdidas a los tenedores de bonos. Esos hechos dieron un fuerte ímpetu a la decisión del gobierno y el congreso de los Estados Unidos de promulgar reformas -parte del "*New Deal*" (nuevo orden económico y social)- para apuntalar al sistema bancario y financiero.

Para comenzar, las leyes federales sobre valores del decenio de 1930 intentaron crear un "cortafuegos" entre la banca y el resto del sector financiero. La legislación sobre valores tenía dos objetivos: en primer lugar, proporcionar una red de seguridad a los bancos para ayudarlos a protegerse contra la insolvencia generalizada durante futuros períodos de contracción económica. Por consiguiente, se crearon para los depositantes planes de seguros respaldados por el Estado; igualmente, se impusieron límites a las tasas de interés que los bancos podían ofrecer a los depositantes (mediante la "regulación Q").

Anteriormente, la ley McFadden (1928) había prohibido las sucursales bancarias interestatales con el fin de proteger a los estados más pequeños y a los bancos con una sola sucursal contra la competencia de los bancos con sede en las grandes ciudades. Esas medidas contribuyeron a incrementar la rentabilidad de los bancos más pequeños. Además, el sistema de la Reserva Federal (que se había creado dos decenios atrás como conglomerado libre de bancos regionales de compensación) se transformó en un verdadero banco central con poderes para controlar las reservas, crear liquidez y actuar como prestamista de última instancia.

Sin embargo, la legislación sobre valores tenía un segundo objetivo, vale decir, ponerle fin a las transacciones basadas en información privilegiada que tanto habían inflado los precios de las acciones en el alza repentina de los precios que condujo a la crisis de 1929. Intentó de esa forma terminar con la manipulación en el mercado de los precios de las acciones y los bonos haciendo que los bancos abandonaran las actividades de garantía, transacción y corretaje de valores empresariales. En 1934 se dictó la ley sobre bolsas de valores que creó la Securities and Exchange Commission, SEC, (Comisión de Bolsa y Valores), organismo federal que fija normas para la divulgación pública de información concerniente a la situación financiera y gestión de las empresas cuyos valores se ofrecen en las bolsas del país. Adicionalmente, la SEC inició la reglamentación del

² Bryant cita un discurso de 1944 por Keynes, en el que dijo lo siguiente: "Nos proponemos proseguir con el control de nuestra tasa interna de interés, de modo que podamos mantenerla tan baja como convenga a nuestros propios fines, sin interferencia del ir y venir de los movimientos internacionales de capital o fugas de capital especulativo..."

comportamiento en materia de transacciones en las bolsas de valores, con facultades ejecutoras para detener a quienes cometan abusos como incompatibilidad de intereses, manipulación de los precios y uso de información privilegiada (Pierce, 1991).

La conformación y estructura del mercado de capitales interno de los Estados Unidos que surgió de la Depresión crearon las circunstancias para una significativa relación entre los Estados Unidos como exportador de capitales y los países en desarrollo importadores de capital durante el período posbélico recién en 1990. En primer lugar, el mercado de bonos estaba en mayor o menor medida cerrado a los prestatarios de los países en desarrollo. Los tenedores de bonos fueron castigados por los incumplimientos ocurridos durante la Depresión, y la liquidación de las demandas pendientes se dilató en algunos casos hasta el decenio de 1960. Además, hasta muy recientemente, los requisitos de inscripción de la SEC, que se instauraron para proteger a los inversionistas contra los bonos de alto riesgo, actuaron como una "barrera al ingreso" de los emisores de bonos de los países en desarrollo.³

La tarea de proporcionar capital privado a los países en desarrollo en los primeros dos decenios del período de la posguerra quedó en su mayor parte en manos de los prestamistas oficiales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, que se estableció en 1959. Los prestamistas e inversionistas privados evitaron los mercados de los países en desarrollo. A la larga, el vacío de las corrientes privadas finalizó primero, mediante la reanudación de la inversión extranjera directa y segundo, por medio de préstamos del sistema bancario. La inversión extranjera directa se analiza posteriormente. La historia de por qué la banca llegó a cumplir un papel tan prominente en las corrientes internacionales de capital es curiosa, y debe relacionársela con la evolución de la banca después de la Depresión.

Las reformas del *New Deal* y un período desusadamente largo de crecimiento y estabilidad económica durante dos décadas después de la segunda guerra mundial crearon la impresión de que los bancos se habían tornado permanentemente seguros e inmunes a las quiebras (Pierce, 1991). Sin embargo, varios acontecimientos ocurrían en los mercados financieros de los Estados Unidos que amenazaron la rentabilidad del sector bancario y lo obligaron a realizar actividades crediticias de alto riesgo (entre ellas los préstamos a los países en desarrollo) que no eran tradicionalmente exclusividad de los bancos comerciales.

Precipitaba esos cambios desde mediados del decenio de 1960 un clima inflacionario causado por la provisión de fondos (con financiamiento mediante déficit presupuestario) para la guerra de Viet Nam. La Reserva Federal en definitiva aumentó las tasas de interés en 1966 con el fin de frenar el exceso de demanda. No obstante, a causa del límite máximo aplicado a las tasas de interés sobre los depósitos, algunos depositantes retiraron fondos para aprovechar las tasas más altas sobre los bonos del Tesoro y otros instrumentos de mercado. Por consiguiente, se les hizo difícil a los bancos satisfacer la demanda de préstamos de sus clientes comerciales, lo que se tradujo en una fuerte restricción del crédito. En parte como resultado de ello, los prestatarios comerciales comenzaron a recurrir al mercado directamente vendiendo pagarés de alta liquidez y a corto plazo que ofrecían tasas de interés competitivas a inversionistas y gobiernos locales. El denominado mercado de "papeles comerciales" creció en 50% en 1966 y en 1969 se

³ Sin embargo, la existencia de reglas de la SEC relativas a las emisiones de bonos en los Estados Unidos sirvió en el decenio de 1960 para estimular la expansión del euromercado, al principio en Londres pero posteriormente en otros mercados financieros extraterritoriales en los que se tomaban en préstamo y se prestaban dólares de los Estados Unidos sin las restricciones reguladoras norteamericanas. Los países de América Latina tuvieron algún acceso a los mercados de eurobonos.

había ampliado en 250% con respecto a los niveles de 1965. Así comenzó la tendencia a la "desintermediación", en que los prestatarios tienen acceso a los ahorrantes directamente sin la intermediación de los bancos que reciben depósitos (Pierce, 1991).

Para detener la pérdida de depósitos los propios bancos recurrieron a fines del decenio de 1960 a los mercados financieros de corto plazo creando los certificados de depósito negociables (CD) en competencia con los papeles comerciales. Sin embargo, los bancos aún estaban restringidos por los límites máximos aplicados a las tasas de interés, de modo que no podían ofrecer tasas competitivas sobre los CD cuando los niveles de mercado sobrepasasen dichos límites. Ese hecho, no obstante, marcó el inicio de la "gestión del pasivo": en lugar de depender tranquilamente de los depósitos para obtener fondos prestables, los bancos comenzaron a buscar activamente los fondos que necesitaban obteniéndolos en préstamo en el mercado.

El "cortafuegos" entre la banca y los mercados financieros de los Estados Unidos había comenzado a derretirse. Los reguladores del país trataron intensamente de mantenerlos separados durante los períodos de límites máximos aplicados a las tasas de interés sobre los depósitos bancarios, en el supuesto de que éstas restringirían los costos bancarios, mantendrían la rentabilidad y obviarían la necesidad de otorgar préstamos de alto riesgo. No obstante, como los depositantes desertaron para optar por instrumentos de mayor rendimiento, ello resultó ser más bien una desventaja que una ventaja; los bancos intentaron eludir los toques máximos.

No se podían imponer toques a las tasas de interés en los mercados "offshore", de modo que para fines del decenio de 1960 los bancos procuraron los fondos que necesitaban ofreciendo CD en los naciotes mercados de eurodólares afincados en Londres. Además, a nivel nacional, los grandes bancos formaron "sociedades de control" (*holdings*), que técnicamente no eran bancos y que podían emitir CD no sujetos a los límites de las tasas de interés. Todos estos acontecimientos fueron acelerados por la computarización en gran escala, que les hizo más fácil a todos los que operaban en los mercados financieros, bancos e instituciones no bancarias por igual estandarizar sus procedimientos de empréstitos y préstamos y rebajar los costos.

Por lo tanto, al producirse la primera crisis de los precios del petróleo (1973-74), los bancos se hallaban en buena situación para absorber el exceso de liquidez internacional en forma de petrodólares que fluían de los países exportadores de petróleo en grandes cantidades hacia los euromercados. En la nueva era de gestión del pasivo, los bancos podían lanzar emisiones de CD en los euromercados, ofreciendo a los ahorrantes inversiones financieras de alta liquidez y seguras. Los bancos usaron el importe para otorgar préstamos a los prestatarios de los países en desarrollo, muchos de los cuales sufrieron fuertes déficit de balanza de pagos a causa de la crisis de los precios del petróleo.

Como bien se sabe ahora, ese comportamiento de los bancos fue estimulado por funcionarios gubernamentales en todo el mundo y por organismos internacionales como el FMI. Parecía urgente remediar los desequilibrios en los pagos causados por las dos crisis de los precios del petróleo del decenio de 1970 reciclando los excedentes de petrodólares hacia los países deficitarios. Los bancos comerciales estuvieron a la altura de las circunstancias. Resultó peculiar, en lo que atañe a la banca, la índole de la mayoría de los préstamos: créditos garantizados por el Estado con fines generales y no garantizados, para apoyo de la balanza de pagos, muy diferentes de los créditos bancarios habituales, vinculados comercialmente y garantizados.

Otro acontecimiento decisivo, que rompió las barreras entre la banca y el resto del sector financiero de los Estados Unidos, fue el advenimiento en el decenio de 1970 de los fondos de inversión del mercado monetario ("money market mutual funds") como

intermediarios de captación de depósitos. Técnicamente, esos instrumentos ofrecen acciones al público en un fondo que invierte en valores de alto rendimiento y bajo riesgo, como los bonos del Tesoro, los CD y los efectos comerciales. En la práctica, las acciones se usan como cuentas corrientes, muy similares a los depósitos a la vista que devengan intereses. La intensa competencia por los depósitos de los fondos de inversión fue lo que a la larga llevó a los bancos a ejercer presión para que se adoptaran las cuentas corrientes con intereses y se terminara efectivamente la Regulación Q en 1982 (Litan, 1991).

No obstante, la competencia por los depósitos simplemente se intensificó a fines del decenio de 1970 y comienzos de los ochenta. Añadido a la intensificación de la gestión del pasivo, el resultado fue un espectacular aumento del activo y la creciente competencia por captar prestatarios. De ese modo, los bancos se vieron enfrentados a la competencia en ambos lados de sus balances generales: tanto con respecto al pasivo (fondos obtenidos en préstamo, incluidos los depósitos) como con respecto al activo (préstamos). La competencia por los clientes se tradujo en una especie de juerga de préstamos domésticos para energía, agricultura (debido al auge de los productos básicos y los precios de la energía) y bienes raíces. En el campo internacional, hubo un nuevo repunte de créditos otorgados a América Latina y otros países en desarrollo después de 1979, asociado con la segunda crisis de los precios del petróleo. Los créditos internacionales fueron considerados por los bancos parte de una estrategia de diversificación de la cartera. Sin embargo, la ausencia de un sistema regulador internacional causó un exceso de préstamos bancarios a algunos países y una insuficiente preocupación por el riesgo. Ambos factores se invertían abruptamente en el decenio de los ochenta, cuando los bancos cesaron súbitamente sus préstamos y se tornaron reacios al riesgo (Devlin, 1989).

II. ACONTECIMIENTOS EN LOS MERCADOS FINANCIEROS A PARTIR DE 1980

Se conoce ya bastante bien lo que sucedió con la consiguiente crisis de la deuda después de 1982, causada por las altas tasas de interés y la recesión en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). La crisis de la deuda, especialmente en sus etapas iniciales, pareció amenazar la solvencia del sistema bancario de los Estados Unidos, si bien no se tradujo en momento alguno en la insolvencia de ningún banco norteamericano en especial.

De hecho, el rápido aumento de la tasa de quiebras de los bancos de los Estados Unidos en el decenio de 1980 se debió más a sus créditos a los prestatarios nacionales en situación de crisis -en la agricultura, la energía y la urbanización- todos víctimas de la deflación de los precios en la última mitad del decenio. Hacia 1989, la parte del activo de los bancos de los Estados Unidos destinada a préstamos para bienes raíces había ascendido al 37% (FMI, 1991). Además, una proporción creciente de las carteras de préstamo de los bancos más grandes se concentró en transacciones internas de riesgo, como las compras de empresas con fondos tomados en préstamo; en 1990, más del 35% de los préstamos comerciales nacionales de los bancos establecidos en las principales plazas financieras apoyaban operaciones de ese tipo (FMI, 1993a). Las pérdidas totales de los bancos en quiebra durante los años siguientes se estiman entre US\$15 000 millones y US\$88 000 millones, y se centran en alrededor de US\$30 000 millones. Esas pérdidas se concentran en los bancos más grandes, que tienden a tener carteras de préstamo de mayor riesgo y que no están tan bien capitalizados como los bancos más pequeños (FMI 1993a: 19).⁴ En contraste con ello, los bancos nunca estuvieron tan vulnerables al incumplimiento por sus prestatarios del tercer mundo como por sus prestatarios dentro del país. Cuando estalló la crisis de la deuda en 1982, el monto de los préstamos de los bancos de los Estados Unidos, desembolsados y pendientes, a los países en desarrollo era de alrededor del 11% del activo total; esa proporción disminuyó continuamente de ahí en adelante, a causa de la liquidación de los préstamos a los países en desarrollo y a una rápida acumulación de préstamos a los sectores nacionales. Los problemas de las carteras de préstamos de los bancos correspondientes a los países en desarrollo surgieron pocos años antes de que sus préstamos a los prestatarios nacionales se toparan con dificultades. Fue de ese modo más fácil para los bancos adoptar medidas correctivas para protegerse a sí mismos (por ejemplo, mediante reservas para pérdidas en préstamos) durante los años de auge de mediados a fines del decenio de 1980, y para

⁴ Deficiencias similares acosaron a las desafortunadas instituciones conocidas como *Savings and Loan Associations (S&L)* (asociaciones de ahorro y préstamo), que invirtieron fuertemente en bienes raíces y quedaron atrapadas en una maraña de riesgo de las tasas de interés, deflación del activo y fraudes ocasionales, todo lo cual fue exacerbado por iniciativas para desreglamentar esa actividad y aumentar la cobertura del seguro otorgado a los depositantes. En 1993, el costo total de proteger a los depositantes asegurados contra pérdidas se estimaron en hasta US\$175 000 millones, vale decir, el 3% del PNB de los Estados Unidos (National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement, julio de 1993, p. 4).

reducir el monto de los préstamos vigentes en el extranjero en favor de los clientes nacionales.

Una serie de cambios rápidos y profundos continuaron conmocionando los mercados financieros de los Estados Unidos durante los años 80. Desapareció, en mayor o menor medida, el orden financiero de la posguerra, creado por las reformas del *New Deal* a partir de la confusión del período de la Depresión. La situación de privilegio de los bancos había sido erosionada por la tecnología y las fuerzas de la competencia. Los trastornos que afectaron a todas las instituciones captadoras de depósitos (los bancos y las asociaciones de ahorro y préstamo, o "cajas de ahorro") ilustran el dilema a que se enfrentaban esos intermediarios, que antiguamente constituían el fundamento sólido del sector financiero. A pesar de la gestión del pasivo, los bancos y las cajas de ahorro todavía están sometidos, en parte, a depender de los depósitos para su financiamiento; sus principales activos, es decir, los préstamos comerciales e hipotecas hechos a la medida, no tienen liquidez. Los préstamos bancarios, por su propia naturaleza, son activos a plazo y, a diferencia de otros activos financieros, generalmente no son comerciables en los mercados secundarios. Ello imbuje a las carteras de activos de los bancos de considerable flexibilidad.

La tecnología y las fuerzas del mercado conspiraron para anular la eficacia de los bancos y cajas de ahorro en su propia actividad mediante la innovación de las operaciones de empréstitos y préstamos, y por medio del proceso de conversión de activos financieros en valores o "titularización" ("securitization"). Como lo sugiere el término, el producto final de dicha innovación financiera es generalmente un activo financiero que puede transarse en los mercados secundarios. Los inversionistas que compran valores comerciables gozan de un grado de liquidez al que los bancos, que invierten en préstamos, no tienen acceso. La "titularización" se originó en los mercados financieros de los Estados Unidos cuando los organismos federales hicieron un fondo común de hipotecas y las vendieron a los inversionistas en forma de certificados garantizados por los préstamos implícitos. Esta práctica fue extendida posteriormente por los acreedores privados, como la General Motors Acceptance Corporation (GMAC) y la G.E. Capital, al crédito a los consumidores. La capacidad de vender dichos activos a los inversionistas permite al acreedor otorgar crédito a un fondo común mucho más amplio de prestatarios, aumentando así considerablemente la capacidad crediticia. En consecuencia, las instituciones de crédito para el consumo como la GMAC tenían más capital propio que cualquier banco de los Estados Unidos excepto el Citicorp. En efecto, en 1990, los activos de la GMAC superaron los de todos los bancos salvo los dos más grandes (Litan, 1991).

Los bancos en definitiva respondieron al desafío de la "titularización" durante la crisis de la deuda del tercer mundo. De hecho, los agentes de valores de inversión organizaron un mercado secundario de préstamos bancarios a países en desarrollo después de alrededor de 1985. Esos agentes encontraron compradores (que con frecuencia eran especuladores o agentes de conversión de la deuda en capital) para los bancos que deseaban deshacerse de sus carteras de deuda del tercer mundo o intercambiar porciones de ellas. Si bien a la larga se publicaron los precios de oferta, se trataba más que nada de un mercado de "necesidad" o de "urgencia" fuertemente influido por grandes transacciones individuales. Inicialmente fue un mercado poco activo y sin liquidez; sin embargo, el hecho de que terceras personas pudiesen comprar y vender préstamos bancarios significó una importante transición hacia la "titularización" de los activos bancarios.

Finalmente, parte de los saldos pendientes de los préstamos bancarios a los países en desarrollo se "titularizaron" por medio de las conversiones de deudas y el plan Brady.

Este último implicaba una conversión negociada de la deuda en bonos, bajo los auspicios de organismos oficiales como el FMI, el Banco Mundial y el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos. A mediados de 1993, ocho países deudores habían alcanzado acuerdos con sus bancos acreedores, lo que tuvo como resultado la conversión de sus deudas bancarias en bonos que redujeron el principal de la deuda o rebajaron los costos por concepto de intereses. Seis de ellos eran países deudores de América Latina: Argentina, Bolivia, Costa Rica, México, Uruguay y Venezuela.

Otras conversiones de la deuda no tuvieron lugar bajo patrocinio oficial; se utilizó más bien el mercado secundario para préstamos bancarios. Participaron compradores de deuda bancaria con descuento que negociaron con los países deudores para transformar sus acreencias en capital de cartera, deuda local o compra de activos reales. La privatización de las empresas estatales se convirtió en un importante vehículo de conversión de la deuda bancaria en derechos sobre activos reales en México, Chile y Argentina. Cuando los compradores eran inversionistas extranjeros (que en gran medida lo eran), esas conversiones de deuda en capital constituían también uno de los cauces principales de inversión extranjera directa. El mercado secundario creció considerablemente, con un volumen de negocios (incluidos los bonos Brady e instrumentos nuevos) estimado en US\$200 000 millones en 1991 y hasta en US\$500 000 millones en 1992 (FMI, 1993b).

No obstante, en definitiva, el plan Brady y la conversión de las acreencias bancarias en otros activos representaron variaciones de opciones mediante las cuales los bancos podían "abandonar" sus posiciones en los países en desarrollo. El significado verdadero de la "titularización" y la conversión de la deuda bancaria es que prepararon el camino de vuelta para los prestatarios de los países en desarrollo hacia los mercados tanto de bonos internacionales como de otro tipo. Los "bonos Brady" les permitieron establecer una presencia en los mercados internacionales sin tener que pasar por el proceso convencional de ofertas públicas. Una vez que se alcanzó esa cabeza de playa financiera, solo les quedó a los prestatarios lograr acceso a los mercados de capital en formas más tradicionales.

Los agudos problemas relacionados con el servicio de la deuda del decenio de 1980 pusieron fin a la voluntad y la capacidad de los bancos de continuar prestando a los países en desarrollo. En 1987, las fuertes reservas para cubrir préstamos no reembolsados eran un reconocimiento formal de la dudosa naturaleza de gran parte del financiamiento destinado al tercer mundo. El desincentivo a otorgar préstamos fue realizado por los acuerdos de Basilea sobre requisitos del capital bancario en 1989, que exigían que los bancos mantuvieran una relación capital-activos de 8% con respecto a sus activos en el tercer mundo, relación mucho más elevada que la que prevalecía en la mayoría de los bancos. Con la retirada de los bancos, que habían sido con mucho las fuente principales de capital externo, se pensaba en forma generalizada a fines del decenio de 1980 (al igual que en el período inicial de la posguerra) que los prestatarios de los países en desarrollo probablemente dependerían en gran medida de los acreedores oficiales, como los bancos multilaterales, durante el futuro previsible (Banco Mundial, 1991).

III. CORRIENTES DE FONDOS RECIENTES HACIA AMÉRICA LATINA: EL PAPEL DEL MERCADO DE CAPITALES DE LOS ESTADOS UNIDOS

Ya se ha hecho referencia al aumento durante el decenio de 1970 de los fondos de inversión del mercado monetario, o fondos mutuos. Durante el decenio siguiente, continuó la tendencia a la institucionalización de la inversión, bajo la administración de fondos mutuos, fondos de pensiones y compañías de seguros de vida. A causa de los cambios demográficos (el envejecimiento de la generación surgida del "auge de los nacimientos", que se ha traducido en una acumulación de fondos de pensiones y de seguros de vida) y debido a las preferencias de los inversionistas por una gestión profesional de sus carteras, una proporción cada vez mayor de activos financieros familiares terminó siendo administrada por esas "instituciones colectivas de inversión" (véase cuadro 1).

Los activos de fondos mutuos por sí solos han tenido un crecimiento espectacular desde 1980. En 1987 había unos 2 000 fondos en los Estados Unidos; la cifra más que se duplicó, a sobre 4 200, en junio de 1993. En ese momento se cotizaban dos veces más fondos que acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York; los activos en fondos mutuos, por un valor de US\$1.8 billones, eran casi tan cuantiosos como los depósitos en los bancos comerciales. Otro importante acontecimiento ocurrió en la estructura de los planes de pensiones. En toda la América del Norte ha habido un notorio alejamiento de los planes de pensiones de "beneficios definidos", que estipulan el nivel de beneficios de pensión que deben pagarse con los activos de pensión acumulativos, y una aproximación a planes de "contribución definida". A estos últimos, que sólo estipulan el valor de las contribuciones acumulativas (que incluyen las ganancias de capital y los ingresos reinvertidos), se les ha concedido la condición de contribuyente tributario privilegiado en los Estados Unidos y Canadá. Puesto que a menudo dan a los beneficiarios la posibilidad de elegir entre vehículos de inversión, han apoyado también el crecimiento de los fondos mutuos y otras inversiones de cartera que ofrecen diversificación. A medida que proliferaban dichos fondos, muchos comenzaron a ofrecer inversiones especializadas, por ejemplo, en valores internacionales. El número de fondos internacionales aumentó en 80% desde 1990 a 1993 (*The Economist*, 14 de agosto de 1993).

Sin embargo, ocurrieron otros sucesos importantes durante el decenio de 1980 que transformaron las perspectivas económicas de muchos prestatarios de América Latina y les permitieron el acceso a los mercados de capital en desarrollo en América del Norte y otras partes. Esos cambios ocurrieron en parte en virtud de las reformas económicas adoptadas por las instituciones multilaterales durante el decenio mencionado, y en parte por medio de negociaciones con los bancos y acreedores oficiales en el Club de París. Las reformas se tradujeron en la venta de empresas productivas por los gobiernos.

Las reformas económicas provocaron un cambio total del clima para la inversión extranjera. En 1990, una nueva clase de inversionistas de cartera de los Estados Unidos, al examinar los riesgos y la rentabilidad inherentes a los mercados de América Latina, los consideraron enormemente atractivos, impresión muy diferente de la de los bancos comerciales unos cuantos años atrás, cuando los principales prestatarios de esos países eran los gobiernos, acosados por problemas con el servicio de la deuda. Además, una

recesión cada vez más profunda y la caída de las tasas de interés en los Estados Unidos y otros países industriales hicieron las inversiones en esos mercados menos atractivas en relación con las oportunidades en los mercados emergentes de América Latina (Culpeper y Griffith-Jones, 1992; Calvo, Leiderman y Reinhardt, 1993).

Desde 1989, el resurgimiento de las corrientes de capital ha adoptado tres formas principales: inversión extranjera directa, que se analiza posteriormente, compras de bonos, y corrientes de capital accionario de cartera, en ese orden (véase cuadro 2). Las corrientes hacia América Latina muestran características similares (véase cuadro 3). Se analizan luego las porciones correspondientes a la cartera (bonos y capital social). (Véase cuadros 1 y 2.)

1. Emisión de bonos

Se produjo una fuerte recuperación de los prestatarios de los países en desarrollo en los mercados de bonos internacionales después de 1989, especialmente en las Américas. México y, en menor grado, Brasil estuvieron a la cabeza de dicha recuperación (véase cuadro 4).

¿Por qué se recuperaron tan espectacularmente los mercados de bonos, y por qué el resurgimiento ha beneficiado en especial a los prestatarios de América Latina? Parte de la razón, y ciertamente en los casos de México y Argentina, fue el plan Brady, que ayudó a preparar el camino para el reingreso de esos dos prestatarios a los mercados de bonos. Sin embargo, ello no explica el reingreso de Brasil a los mercados de bonos, puesto que ese país no había logrado aún en octubre de 1993 un acuerdo de reestructuración de la deuda (un "programa Brady") con sus bancos acreedores.

Se puede tratar de explicar la reactivación de las corrientes de bonos examinando el comportamiento de los inversionistas en bonos. Empero, no es fácil discernir la fuente u origen del financiamiento mediante bonos usando datos correspondientes al "lado de la demanda" (es decir, sobre los países que emiten los bonos y sobre los mercados de emisión). En especial, no es fácil determinar a base de estos datos la participación de inversionistas o residentes de los Estados Unidos en las corrientes de financiamiento mediante bonos. La razón es que resulta difícil desagregar las fuentes de financiamiento, especialmente en los mercados internacionales (o euromercados), que son de mucha mayor cuantía que los mercados nacionales. Desde 1990, esos mercados han absorbido desde tres hasta cinco veces el volumen de las emisiones extranjeras de bonos ofrecidas en los principales mercados internos de los Estados Unidos, Japón, Europa y otras partes (véase cuadro 5). Adicionalmente, la denominación monetaria de las ofertas en el mercado internacional no revela mucho acerca de la nacionalidad del comprador de bonos. La mayoría de los inversionistas que compran eurobonos en dólares de los Estados Unidos no son necesariamente residentes o ciudadanos de este país; es probable más bien que sean inversionistas internacionales que mantienen carteras diversificadas en activos expresados en diversas monedas.

De ese modo, mientras más de una tercera parte de la emisiones de bonos internacionales en los últimos años se han expresado en dólares de los Estados Unidos, ello no corresponde necesariamente a la proporción de inversionistas que son de los Estados Unidos. En efecto, según una fuente sólo el 15% de un eurobono en dólares de los Estados Unidos emitido para prestatarios latinoamericanos es suscrito por inversionistas de los Estados Unidos, en tanto que el 55% es comprado por los europeos,

el 20% por los latinoamericanos y el 10% restante, por los japoneses y otros inversionistas (Fedder y Mukherjee, 1992). Estos cálculos con toda probabilidad subestiman la participación de los inversionistas de los Estados Unidos; no obstante, gran parte de las corrientes de financiamiento mediante bonos hacia América Latina parece originarse en Europa y en el capital fugado de inversionistas latinoamericanos.

A los inversionistas en los mercados de bonos nacionales, por otra parte, se los puede presumir residentes en su mayor parte; de ese modo, son predominantemente los residentes de los Estados Unidos quienes invierten en el mercado de bonos de los Estados Unidos. Se estimó que en 1990 dicho mercado había movilizó hasta US\$150 000 millones para los emisores de bonos. La mayoría de los emisores en el mercado de los Estados Unidos son, a su vez, residentes del país. Las emisiones de bonos extranjeros en ese mercado (conocido como "mercado yanqui") representaron alrededor del 10% del total; los prestatarios de los países en desarrollo han representado tradicionalmente una pequeña fracción, a lo más 10% de las emisiones extranjeras, ó 1% del total, hasta el decenio de 1990 (Fedder y Mukherjee, 1992). Tal como se mencionó anteriormente, los estrictos requisitos de inscripción de la SEC restringieron fuertemente este mercado para los emisores de los países en desarrollo hasta 1989, cuando la SEC adoptó la regla 144a (véase más abajo). Sin embargo, esta última liberalizó el acceso sólo para el segmento de colocación privada del mercado de los Estados Unidos, y no eximió a los emisores de los exigentes requisitos de divulgación financiera para las inscripciones en el mercado cotizado en bolsa, que es de mayor volumen.

Si bien los datos correspondientes al "lado de la demanda" no son útiles para cerciorarse del origen del financiamiento para ofertas de bonos (y la participación de los inversionistas de los Estados Unidos), se observan algunos indicios de las fuentes de financiamiento si se usan datos del "lado de la oferta". Estudios recientes sobre inversiones de cartera en los Estados Unidos indican que una fuente institucional importante de inversiones en bonos en los Estados Unidos fueron las compañías de seguros (los bonos representaron el 60% del activo de esas instituciones en 1992). Se afirmó en 1992 que los bonos extranjeros representaron el 3.7% de sus activos de 1.624 billones. Las compañías de seguros de los Estados Unidos están sujetas por el estado en que residen a restricciones con respecto a la composición de sus carteras de inversión. En el caso del estado de Nueva York, hay un tope de 6% a la proporción de activos extranjeros. Además, hay otras restricciones a las inversiones en valores extranjeros que estén clasificados por debajo de la categoría de inversión por la asociación de compañías de esa actividad (Chuan, 1993). Puesto que a muy pocos emisores de América Latina hasta la fecha se les ha otorgado una clasificación de categoría de inversión, ello limita las inversiones en bonos latinoamericanos a una pequeña proporción de las carteras de las compañías de seguros.

Datos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (véase cuadro 6) proporcionan nuevas pruebas indicadoras de la participación relativa de los inversionistas de los Estados Unidos. Sin embargo, los datos incluyen tanto las emisiones nuevas y las compras en los mercados secundarios como las ventas de valores extranjeros. Además, los datos se refieren a las transacciones en el mercado de los Estados Unidos y no se refieren a la nacionalidad de los agentes. Por ende, los compradores finales de bonos latinoamericanos emitidos en el mercado de los Estados Unidos podrían incluir a inversionistas de América Latina, de Europa y de Japón.

Los datos correspondientes a América Latina y el Caribe resultan aún más asimétricos por la inclusión de las Antillas Holandesas, las Islas Caimán, Bermudas y las Bahamas, centros bancarios extraterritoriales ("offshore") a través de los cuales se

efectúan transacciones de los Estados Unidos e internacionales.⁵ En la medida que esos datos reflejan transacciones emprendidas por inversionistas de los Estados Unidos (y no simplemente por agentes en nombre de residentes y no residentes de los Estados Unidos), indican que los inversionistas de los Estados Unidos cumplen un papel importante, pero no necesariamente preponderante, en el financiamiento de las corrientes de bonos hacia la región. Teniendo en cuenta el hecho de que las corrientes brutas que aparecen en el cuadro 6 incluyen las compras en los mercados secundarios, en tanto que las cifras del cuadro 4 representan nuevas emisiones de bonos, se puede inferir que en 1991-1992 los residentes de los Estados Unidos fueron inversionistas importantes en bonos argentinos y mexicanos, pero no tan importantes en cuanto a los bonos brasileños. En conjunto, los bonos latinoamericanos representaron alrededor del 6% de los bonos extranjeros brutos (incluidos aquellos emitidos en centros bancarios extraterritoriales) comprados por inversionistas de los Estados Unidos.

Las corrientes de bonos hacia México incluyen compras de Cetes, obligaciones del gobierno mexicano expresadas en pesos mexicanos. El FMI estima que los extranjeros compraron Cetes por un valor de US\$5 900 millones en 1991-1992 (FMI 1993b). Se trata de un hecho notable y prácticamente sin precedentes; pocos observadores habrían predecido en 1989 que los inversionistas extranjeros comprarían valores expresados en pesos mexicanos en volúmenes tan cuantiosos. Es una demostración del optimismo de algunos inversionistas con respecto al mercado mexicano en los primeros años del decenio de 1990.

A pesar del hecho de que las compañías de seguros y de pensiones de los Estados Unidos aún actúan con mucha cautela al invertir en bonos de mercados emergentes (Chuan, 1993), el repunte de las inversiones en bonos que ha tenido lugar en 1993 es atribuible en parte a las compañías de seguros de vida, así como a otros inversionistas institucionales como los fondos mutuos y otros con "apetito" de deuda con una baja clasificación (y por lo tanto de alta rentabilidad), como la emitida por los créditos soberanos y las empresas privadas. Este segmento, especialmente el del mercado de bonos "yanqui", ha sido considerablemente ampliado debido a la baja relativa de las tasas de interés en el mercado interno de los Estados Unidos y de la rentabilidad de los bonos (*Financial Times*, 5 de abril de 1993).⁶

2. Corrientes de capital accionario de cartera

Desde 1990, las emisiones de capital accionario, especialmente de los países de América Latina, han aumentado con extremada rapidez, hasta el punto que ahora representan un volumen considerable de la afluencia de capitales (véase cuadro 7). Además de la compra de nuevas emisiones, ha habido corrientes de capital accionario hacia los países en

⁵ En 1992, de los US\$33 700 millones en ventas brutas de bonos a la región, US\$27 500 millones se originaron en los siguientes países: Antillas Holandesas (US\$11 700 millones), Bermudas (US\$7 600 millones), Indias Occidentales Británicas (vale decir, Islas Caimán, US\$4 500 millones) y las Bahamas (US\$2 700 millones).

⁶ Según un estudio reciente sobre esta actividad, 16% de los fondos mutuos examinados ya incluían en sus carteras bonos de los mercados emergentes, y otro 16% planeaba incluirlos en el futuro. Las compañías de seguros ocupaban el segundo lugar a corta distancia: el 14% de ellas los incluía actualmente y otro 3% planeaba participar en el futuro (Greenwich Associalte, 1993).

desarrollo por medio de compras en los mercados secundarios realizadas por inversionistas extranjeros. Estas se estimaron en US\$12 000 millones en 1991 y US\$14 000 millones en 1992, cuando las transacciones de los mercados emergentes, según informes, representaron el 28% de todas las corrientes internacionales de capital destinado a la compra de acciones (FMI, 1993b). Se dispone de datos que señalan que las entradas de capitales a los mercados secundarios, que alcanzaron a casi US\$46 000 millones durante el período 1989-1992, fueron considerablemente mayores que las entradas a los mercados primarios (Howell, 1993).

Se han hecho muchos análisis recientemente del fenomenal aumento de las corrientes internacionales de capital accionario hacia los mercados emergentes desde 1990.⁷ En cuanto a los importadores de capitales de los países en desarrollo, estas publicaciones recientes señalan que los mercados de capital accionario en los países industriales representan una fuente de capitales enormes y en su mayor parte no aprovechados; sólo del 0.1% al 0.2% de los activos de los fondos institucionales se colocan en valores de los mercados emergentes, muy por debajo de la participación de 7% que tienen los mercados emergentes en la capitalización de los mercados de valores mundiales (Agtmael, 1993; Chuan, 1993). En 1991, los activos totales de los fondos de pensiones, las compañías de seguros de vida y contra daños en cinco países industriales importantes (Canadá, Alemania, Japón, Reino Unido y los Estados Unidos) se estimaron en US\$8 300 billones (Banco Mundial, 1993); sólo en los Estados Unidos se calculan en US\$5 600 billones en 1992 (Chuan, 1993). Por consiguiente, se proyectan para el próximo decenio considerables inversiones adicionales anuales en capital accionario en valores de mercados emergentes; algunas estimaciones son de alrededor de US\$15 a 30 000 millones al año. El financiamiento provendrá del aumento de los activos de inversionistas institucionales (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos) alimentados por fondos adicionales de ahorro en los países industriales, y del "reequilibrio" de las carteras para invertir una proporción mayor en los mercados emergentes (Chuan, 1993; Howell, 1993).

Desde el punto de vista de los inversionistas de los países industriales, los valores de los mercados emergentes representan una nueva oportunidad de aumentar los ingresos de cartera. Es probable que los ingresos en los mercados emergentes, a la larga, sean mayores que en los países industriales porque el crecimiento económico será mayor, especialmente una vez que el clima de las políticas económicas sea propicio. A fines del decenio de 1980, se instauraron en muchos países de América Latina reformas económicas en armonía con el mercado. Además, las reformas incluyeron la liberalización del acceso a los mercados de valores locales, que tradicionalmente había estado restringido.

El reciente repunte de las entradas de capital destinado a la compra de acciones en sí ha contribuido a hacer subir marcadamente los precios de las acciones. Según la Corporación Financiera Internacional, los rendimientos totales en los mercados de valores de los Estados Unidos (medidos según Standard & Poor 500) durante el período 1987-1992 fueron de 119%; en contraste con ello, los rendimientos totales de 20 mercados emergentes durante el mismo período fueron de 148%. Los rendimientos en América Latina durante ese período alcanzaron la espectacular cifra de 321% (Banco Mundial, 1993a). Añádase que los rendimientos de las carteras "invertibles" al alcance de los

⁷ En septiembre de 1993 el Banco Mundial llevó a cabo un simposio en Washington, D.C. sobre "Inversiones de cartera en los países en desarrollo", que reunió a muchos analistas importantes, entre ellos a representantes de las principales empresas de valores.

inversionistas extranjeros muestran cuán superior fue el desempeño en América Latina con respecto a los valores de los países desarrollados (véase cuadro 8). Hay, sin embargo, riesgos en cuanto a que si ocurren grandes salidas de capital accionario, los precios de las acciones pueden caer pronunciadamente.

Al mismo tiempo que aumentaban sus ingresos, los inversionistas de los países industriales estaban listos para disminuir sus riesgos (medido según la variabilidad de los ingresos) diversificando sus carteras y convirtiéndolas en valores de mercados emergentes, resultado que es bastante contrario a lo que sería una actitud intuitiva, puesto que un aumento de los rendimientos se obtiene generalmente sólo con un aumento del riesgo. De hecho, un análisis del Banco Mundial indica que si los inversionistas de los Estados Unidos hubiesen tenido 20% de sus carteras en los mercados emergentes (en comparación con tenencias efectivas de alrededor de 0.2%) habrían incrementado sus ingresos en 1% y reducido su riesgo en dos a tres puntos porcentuales. Esta conclusión se basa en las bajas correlaciones anteriores entre los índices de los mercados desarrollados y los de los emergentes: los rendimientos en esos mercados han tendido, en especial hasta muy recientemente, a no desplazarse en la misma dirección al mismo tiempo, lo que indica que cierto nivel de diversificación disminuye la inestabilidad global (y por lo tanto el riesgo) de la cartera. No obstante, el mismo análisis sugiere que aumentar la participación de los mercados emergentes más allá de 20% incrementa el riesgo, aun cuando los ingresos totales seguirían creciendo, es decir, ocurre la relación normal de riesgo - rendimiento (Banco Mundial, 1993a).

La base estadística de esta relación se ha puesto en tela de juicio recientemente. Las correlaciones entre los índices de los mercados desarrollados y los de los emergentes son bajas durante períodos cortos (en observaciones mensuales) pero mucho más altas durante períodos más largos (observaciones anuales). Por lo tanto, en el plazo largo, los beneficios de la diversificación en forma de disminución del riesgo pueden reducirse considerablemente. Implícitas en este debate estadístico hay hipótesis contrapuestas respecto del grado de integración de los mercados de capital del mundo. Los coeficientes de correlación bajos respaldan una hipótesis de baja integración: los mercados responden a fuerzas económicas locales, no mundiales. A la inversa, los coeficientes de correlación altos evidencian un mayor grado de integración mundial de los mercados. La mayoría de los observadores concuerdan en que con el tiempo los coeficientes de correlación aumentarán a medida que los mercados (de bienes) reales también se integran cada vez más a escala mundial (véase Mullin, 1993).

En contraste con la motivación "racional" de diversificación de la cartera mundial, no hay duda de que hay también una "mentalidad de rebaño" entre algunos inversionistas, que no diferencian necesariamente a los países dentro de las regiones. Las dos motivaciones no son forzosamente incompatibles. América Latina podría ser considerada muy atractiva por los inversionistas privados que desean diversificarse y salir, por ejemplo, de Asia Oriental, pero que no diferencian los países de la región. Ello podría explicar por qué Brasil (a pesar de sus problemas macroeconómicos) ha sido beneficiario de la afluencia de valores en cartera, junto con México y Chile (países que han resuelto sus problemas macroeconómicos en mayor medida). Esa falta de diferenciación no es un reflejo tanto de irracionalidad como del hecho de que la información es costosa. Al mismo tiempo, una "estampida" hacia América Latina en conjunto representa una diversificación de la cartera a nivel mundial, puesto que los "mercados emergentes" hasta la fecha estaban concentrados en Asia Oriental y Sudoriental. Desgraciadamente, esos "efectos de amplificación" pueden ser dinámicamente inestables, a medida que las afluencias nuevas hacen subir los precios en un ciclo de autocumplimiento, hasta que alcanzan niveles insostenibles. Ello parece haber sucedido en 1992 y 1993 (véase más abajo).

Al igual que en el caso de los mercados de bonos, se puede preguntar qué porcentaje de corrientes de inversión en capital accionario proviene de inversionistas residentes de los Estados Unidos. Tal como en el caso de las corrientes de bonos, la respuesta es difícil de obtener de los datos correspondientes al "lado de la demanda". Vale la pena hacer notar que las carteras de inversionistas de los Estados Unidos que aportan capital accionario están fuertemente inclinadas hacia valores del país, que representan cerca del 96% de sus inversiones. Si los inversionistas de los Estados Unidos estuvieran internacionalmente diversificados, tendrían una participación mucho más baja en valores de su país, puesto que estos representan apenas alrededor de una tercera parte de la cifra total de capitalización de los mercados mundiales (Tasar y Werner, 1993).

Debe añadirse que aunque los inversionistas de los Estados Unidos son sin duda relativamente importantes, hasta muy recientemente no han sido los principales inversionistas extranjeros en los mercados emergentes. Según Howell (1993), que aporta datos sobre las corrientes recientes, los residentes del Reino Unido fueron los principales aportadores de capital accionario en los mercados secundarios, con compras netas durante el período 1989-1992 de US\$10 400 millones de un total de US\$45 900 millones. Los inversionistas de los Estados Unidos ocupaban el segundo lugar con un total de US\$9 600 millones, es decir, la quinta parte del total. Otras fuentes importantes de inversión fueron Hong Kong, Japón, Suiza y otros países europeos.

Hay que señalar, sin embargo, que la participación de los inversionistas de los Estados Unidos probablemente ha aumentado durante el período 1991-1992. Se dispone de datos del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos sobre las compras para inversión en capital accionario en los Estados Unidos (véase cuadro 9). Como en el caso de las compras de bonos, esas cifras incluyen las ofertas iniciales y las transacciones en los mercados secundarios. También, como en el caso de los datos relativos a los bonos, las cifras reflejan el lugar de la transacción en los Estados Unidos y no se refieren necesariamente a transacciones hechas exclusivamente por inversionistas de los Estados Unidos.

Al comparar los datos del cuadro 9 sobre ventas brutas de capital social por extranjeros (es decir, compras por inversionistas de los Estados Unidos) con los datos del cuadro 7 sobre emisiones de acciones por los países de América Latina, se puede deducir que, en contraste con el financiamiento mediante bonos, los inversionistas de los Estados Unidos aparecen como proveedores de una importante proporción de participación en capital social en México, Brasil y Argentina. Las enormes cifras correspondientes a México reflejan la emisión por valor de US\$2 000 millones de acciones de Telmex en los mercados de los Estados Unidos en 1991-1992, como parte de la privatización de esa entidad de telecomunicaciones. Sobre todo en 1992, las ventas brutas de capital accionario superaron las emisiones de nuevas acciones en un margen considerable, lo que indica un alto nivel de compras en los mercados secundarios (en Brasil las nuevas emisiones fueron relativamente bajas).⁸

El marcado interés de los inversionistas de los Estados Unidos en acciones de América Latina se debe en parte a la existencia de capital fugado latinoamericano en Estados Unidos, así como a los crecientes vínculos comerciales con la región. La Iniciativa para las Américas y la negociación de un Acuerdo de Libre Comercio entre los Países de América del Norte (ALCAN, o NAFTA por su sigla inglesa) con México han acrecentado

⁸ Los centros extraterritoriales son emplazamientos mucho menos importantes de transacciones de acciones que de bonos; por lo tanto, hay un sesgo mucho menor de los datos. Aun así, las Antillas Holandesas, las Indias Occidentales Británicas, Bermudas y las Bahamas registraron ventas de US\$8 000 millones de un total de ventas brutas de acciones por valor de US\$19 700 millones en América Latina y el Caribe en 1992.

el potencial de integración económica en la región. Ello a su vez ha aumentado el grado de interés de los inversionistas de los Estados Unidos por participar en compañías de rápido crecimiento de la región.

De acuerdo con trabajos empíricos realizados recientemente, la baja de las tasas de interés y la desaceleración de la economía en los Estados Unidos justifican alrededor de la mitad de las salidas de capital hacia América Latina (Calvo, Leiderman y Reinhardt, 1993, y Chuan, Claessens y Maming, 1993). Factores a nivel del país o local tales como el desempeño del mercado de valores explican el resto de la variación de las corrientes. Otros autores, sin embargo, han visto una relación mucho menor entre esas variables (Tesar y Werner, 1993).

Esos trabajos empíricos pueden ser importantes para predecir el comportamiento de los inversionistas en acciones si cambiasen las condiciones, por ejemplo, si las tasas de interés aumentasen en los Estados Unidos, o si se recuperase la tasa de crecimiento. Lo que se deduce de los trabajos de quienes hacen hincapié en factores mundiales más bien que nacionales es que las afluencias de capital hacia América Latina en 1989-92 podrían fácilmente ir en otra dirección una vez que mejorasen las condiciones económicas en los países industriales y comenzase un aumento suficiente de las tasas de interés.

Es digno de hacer notar que ocurrió un notable cambio en la última mitad de 1992 y la primera mitad de 1993 a causa de una "corrección" del mercado de valores proveniente de México hacia el resto de América Latina. La sobrevaloración de los precios de las acciones disminuyó en un 25% como promedio desde junio a octubre. La cuantía de la baja varió de un país a otro, de cerca de 20% en el caso de Chile a más de 50% en el de Argentina y Brasil. Dada la magnitud de esa corrección, parece importante el hecho de que los inversionistas extranjeros no hayan abandonado a la región del todo, cuando se frenó bruscamente el mercado bursátil alcista. Hay informes preliminares de la región que indican más bien que las inversiones de cartera siguieron aumentando en 1993, pero el aumento ha sido más que nada en forma de financiamiento por medio de bonos.

Finalmente, la rápida expansión de los mercados de instrumentos financieros "derivados"⁹ puede ser motivo de cierta preocupación. Según algunas estimaciones, el monto nominal de los productos derivados es ahora de alrededor de US\$14 billones (*Wall Street Journal*, 28 de octubre de 1993). En su mayor parte la inquietud expresada hasta la fecha (por ejemplo, por el presidente de la Reserva Federal Alan Greenspan o el miembro del directorio Gerald Corrigan) es con respecto a la posible inestabilidad sistémica que podría ser desencadenada por el fracaso de agentes claves del mercado. Un análisis del Grupo de los Treinta ha instado a que haya mayor transparencia en las operaciones de los agentes de valores (adoptando revaluaciones diarias de los activos en función del mercado), pero de una manera general se sugirió en el informe que las amenazas a la estabilidad sistémica mundial eran de poca importancia y podían contenerse (Global Derivatives Study Group, 1993). En todo caso, aun si los instrumentos derivados constituyesen una amenaza para la estabilidad sistémica, no queda claro cómo los reguladores podrían remediar el problema, puesto que la mayoría de los intercambios ocurren en el mercado no oficial (es decir, tienen lugar en forma privada entre agentes de valores y sus clientes) y no se cotizan en las bolsas de valores. En realidad, por esa razón, es difícil recoger información básica acerca del volumen y la índole de las transacciones.

⁹ Los instrumentos de inversión derivados son instrumentos de cobertura del riesgo e incluyen los *swaps* o intercambios de monedas, las opciones, las operaciones a plazo y los futuros. Se "derivan" del valor de un activo implícito y por lo general protegen contra un aspecto específico el activo, ya sea su tasa de interés, su precio o su denominación monetaria.

Se puede inferir que la mayor parte de las transacciones de instrumentos derivados ocurre entre personas o entidades nacionales del mismo país industrial. Sin embargo, cada vez con mayor frecuencia, la índole de esas transacciones es internacional, por ejemplo, los activos implícitos son frecuentemente extranjeros. Además, los datos al respecto son extremadamente escasos. Por lo menos un observador bien informado (funcionario de los Estados Unidos) sostiene que las transacciones de instrumentos derivados basados en valores mexicanos han aumentado aceleradamente y son sumamente activas; existe la posibilidad de gran inestabilidad en el mercado. El mismo observador afirmó que se sufrieron pérdidas en valores de unos US\$6 000 millones a causa de transacciones de instrumentos derivados en 1992. Las implicaciones de todo lo expuesto son que existe la necesidad de una mayor transparencia e información acerca del volumen y la índole de las transacciones de instrumentos derivados, así como de nuevos análisis de las necesidades para una fiscalización prudencial.

3. El clima regulador, la tributación y las corrientes de inversiones de cartera de los Estados Unidos

¿Hasta qué punto impide la reglamentación que rige las transacciones de los mercados de capital internos en los Estados Unidos el acceso a los emisores de valores de los países en desarrollo que desean ingresar a dichos mercados? Dos tipos de reglamentación son pertinentes: la que rige todas las transacciones del mercado y las que rigen el comportamiento de actores determinados. En la primera categoría se hallan las reglas de la Comisión de Bolsa y Valores (SEC en su sigla inglesa), organismo federal; en la segunda, las leyes o incluso reglas autoimpuestas que afectan la actividad de los inversionistas institucionales, como las compañías de seguro y los fondos de pensiones. Ambas categorías de reglamentación actualmente inhiben el volumen y la índole de los valores emitidos en el mercado de los Estados Unidos.

Con respecto a las reglas en todo el ámbito del mercado, la más importante de las "barreras al ingreso" de las entidades latinoamericanas (especialmente las sociedades anónimas) al mercado público interno (que incluye el mercado "yanqui" de bonos y las cotizaciones públicas de las emisiones de acciones en las bolsas de valores) son los requisitos de inscripción de la SEC para una plena divulgación de información financiera. Dichos requisitos comprenden la adhesión a los principios de contabilidad generalmente aceptados en los Estados Unidos. Muy pocas, si las hay, entidades empresariales que no son de los Estados Unidos han podido hasta la fecha cumplir esa norma. Muchas empresas de América Latina son estatales o con pocos accionistas (por ejemplo, de propiedad privada), administradas por accionistas mayoritarios. En ambos casos la administración es por lo general reacia a ser tan transparente y directa como las empresas privadas cuyas acciones se transan en la bolsa en los países de la OCDE.¹⁰ Por esta razón, el ingreso inicial en el mercado de los Estados Unidos ha comenzado por lo general con la colocación privada de valores, lo que obvia la necesidad de una plena inscripción y divulgación según lo estipula la SEC.

¹⁰ Según se informa, Pemex, la compañía petrolera estatal de México, está adoptando los principios de contabilidad generalmente aceptados en los Estados Unidos con el fin de poder cotizar sus acciones en el mercado de este país (Banco Mundial, 1993a).

No obstante, el ingreso al mercado de colocaciones privadas también estuvo restringido hasta la adopción de la "Regla 144-A" por la SEC en abril de 1990. Las colocaciones privadas están restringidas a los inversionistas que cumplen los requisitos (denominados históricamente "inversionistas sofisticados"). Antes de la adopción de la Regla 144-A, el problema con dichas colocaciones privadas era que los compradores debían mantener los valores por lo menos dos años antes de venderlos a otros inversionistas idóneos, y aun así el proceso suponía un procedimiento engorroso y costoso en el que la SEC tomaba decisiones caso por caso. La resultante pérdida de liquidez del mercado, la incertidumbre administrativa y los costos de transacción inhibían a los emisores de valores y a los inversionistas. La Regla 144-A (y la "Regla S", que clarifica su aplicación) permite a los "compradores institucionales idóneos" (unas 3 300 instituciones y corredores-agentes de valores que cumplen ciertos requisitos mínimos de tamaño o valor neto) comprar y vender valores emitidos en forma privada dentro del período restringido de dos años (Bank of New York 1992). Muchas compañías de América Latina ingresaron al mercado bursátil de los Estados Unidos emitiendo títulos de depósito en el mercado estadounidense -en su forma original, American Depositary Receipts (ADRs)¹¹- en virtud de la Regla 144-A en el mercado privado de colocaciones. La regla 144-A ha reducido el tiempo y el costo de acceder al mercado de valores de los Estados Unidos. Una emisión de ADR según la Regla 144-A por lo general cuesta alrededor de US\$500 000 en cargos de tramitación, la que toma seis semanas, en comparación con varios millones de dólares y 6 a 8 meses en el caso de los ADR cotizados en bolsa (Chuan, 1993).

Otra reglamentación de todo el ámbito del mercado que puede restringir el ingreso en el mercado de capitales de los Estados Unidos es la Regla 17f-5 de la ley de compañías de inversiones de 1940. Esta regla estipula que la custodia de valores extranjeros sólo puede ser proporcionada por instituciones con un mínimo de US\$200 millones en patrimonio neto. La regla afecta a los fondos mutuos más pequeños, que se cuentan entre los inversionistas más dinámicos en los mercados emergentes. La SEC actualmente examina la regla y es posible que reduzca el requisito de \$US200 millones (FMI, 1993b).

Con respecto al comportamiento de los inversionistas institucionales, existen leyes y reglamentación autoimpuestas que limitan el contenido extranjero de las carteras de inversión. El clima regulador se complica por la participación de las autoridades legislativas federales y de los estados. Por ejemplo, la actividad de seguros de vida está regulada por los estados, y las reglas varían de un estado a otro.

En el caso de los seguros de vida hay reglas que rigen el contenido extranjero y la calidad de los activos de las carteras de inversión. Esas reglas caen bajo la autoridad de los gobiernos de los estados. El estado de Nueva York, el más influyente en estas materias, limita las inversiones extranjeras de las compañías de seguros a 6% de los activos, tope que sólo muy recientemente se elevó con respecto al 3% anterior. Puesto que las "inversiones extranjeras" incluyen valores de otros países desarrollados (salvo Canadá, que está exenta) el efecto de dicho tope es limitar las inversiones en los mercados emergentes a una proporción minúscula. Además, hay reglas de los estados que rigen la calidad de las inversiones. Por lo general, restringen los valores cuya calificación es inferior a la categoría de inversión. El sistema de calificación usado es el de la asociación de empresas de seguros, la *National Association of Insurance Commissioners*

¹¹ Los ADR son instrumentos basados en el patrimonio neto y denominados en dólares, con un respaldo de un fideicomiso que contiene acciones de una compañía extranjera. Los ADR se transan en las principales bolsas de valores o en el mercado extrabursátil (FMI, 1993b).

(NAIC) (Asociación nacional de comisionados de seguros); el sistema tiende a diferir de aquellos de los organismos nacionales de calificación, como Standard and Poor's o Moody's. Debido a problemas recientes que han afectado a la actividad, la NAIC ha degradado algunos valores que anteriormente se hallaban en la categoría de inversión (Chuan, 1993). Se desprende de esas reglas que parecerían estar descartados los valores de los países en desarrollo, casi todos los cuales están por debajo de la categoría de inversión. No obstante, un estudio reciente sobre inversiones demostró que las compañías de seguros ocupaban el segundo lugar, después de los fondos mutuos, entre los participantes en los mercados emergentes (Greenwich Associates, 1993).

En contraste con ello, los fondos de pensiones de los Estados Unidos, especialmente los privados, están mucho menos restringidos por la reglamentación interna en cuanto a su desempeño en materia de inversiones extranjeras. Una ley federal (la ley de seguridad de ingresos de jubilación de los empleados, del año 1974) estipula que los administradores de los planes de pensiones deben ejercer prudencia en las inversiones, pero deben también diversificarlas para reducir el riesgo. No hay restricciones cuantitativas a las inversiones extranjeras. En lo que respecta a los fondos públicos de pensiones, estos están reglamentados a nivel de los estados, con grados variables de restricción a las inversiones extranjeras (Banco Mundial, 1993a; Chuan, 1993).

Las normas reguladoras se imponen a los fondos de pensiones y a las compañías de seguros de vida por razones prudenciales: los administradores de los fondos están restringidos por ley con el fin de limitar el riesgo al que pueden estar expuestos los beneficiarios. Sin embargo, el problema es la congruencia de esas normas reguladoras a través de todo el país, y la estandarización entre los grupos de inversionistas (Banco Mundial, 1993).¹²

Es preciso agregar que el clima regulador y la escasez de información en los propios países de América Latina son factores importantes que afectan el comportamiento de los inversionistas de los Estados Unidos. Representantes del sector privado y funcionarios del sector público observaron en entrevistas que la especulación aprovechando información interna ("insider trading") sería corriente en muchos mercados. Además, los mercados son poco activos, y unas cuantas transacciones pueden provocar fuertes variaciones en los precios de las acciones. Finalmente, los inversionistas de los Estados Unidos se beneficiarían si se hiciera una investigación más objetiva de las compañías cuyas acciones están en oferta o se cotizan.

La falta de transparencia y de información sobre las perspectivas de inversión puede ser causa de preocupación. No hay razón para creer que los administradores profesionales de carteras de inversiones, a cargo de fondos mutuos y de las carteras de fondos de pensiones y compañías de seguros, tengan respecto de los riesgos de las inversiones de sus clientes un mejor conocimiento de la información, o un mayor acceso a ella, que lo que habitualmente está al alcance de todos. Por otra parte, esos "inversionistas profesionales" son un grupo diferente de los bancos comerciales, los "acreedores profesionales" de los países en desarrollo en el decenio de 1970, y no han encarado las consecuencias del exceso de préstamos que experimentaron los bancos. De ese modo, los inversionistas profesionales pueden estar "invirtiendo en exceso" sin dar la debida importancia al riesgo, casi lo mismo que les ocurrió a los bancos dos décadas atrás. Las circunstancias son inquietantemente semejantes: baja rentabilidad y exceso de liquidez en los mercados de los países industriales, junto a una convicción de que los

¹² Según Chuan (1993), la NAIC intenta reconciliar las leyes de los estados que rigen las actividades de las compañías de seguros.

ingresos en América Latina y en otros mercados emergentes tendrán que ser necesariamente más altos.

La misma falta de información puede, de hecho, limitar el buen juicio de otros partícipes en la evaluación de los riesgos de inversión, especialmente los organismos de calificación de valores. Se podrían esgrimir argumentos en ambas direcciones: los organismos de calificación son excesivamente conservadores (según lo demuestra su renuencia a otorgar calificaciones que corresponden a la categoría de inversión), o son demasiado liberales (al no tener en cuenta la historia reciente y el margen del riesgo de deterioro de la situación). En el primer caso, la inversión institucional en los Estados Unidos está indebidamente restringida; en el segundo, se le da una falsa sensación de seguridad.

4. Créditos bancarios

Entre 1985 y 1991, las carteras de crédito de los bancos de los Estados Unidos en los países en desarrollo, incluidos los de América Latina, disminuyeron en 50% (véase cuadro 10). En 1992, había indicios de una gradual reanudación de los créditos bancarios, a medida que el volumen de préstamos se recuperaba de sus bajos niveles de 1991. Además, continuó en 1993 la tendencia al aumento de los créditos bancarios a la región, según el Banco de Pagos Internacionales (BPI, 1993).

A pesar de ello, la mayor parte de los nuevos compromisos crediticios bancarios en el decenio de 1990 parece estar dirigida a los países de Asia más bien que a los de América Latina. Los países en desarrollo de Asia atrajeron alrededor de US\$36 000 millones en nuevos compromisos bancarios en el trienio de 1990-1992, en comparación con US\$5 200 millones en el caso de los prestatarios de las Américas. Se han establecido algunos mecanismos de crédito para empresas latinoamericanas en los sectores público y privado de Chile, México, Colombia y Venezuela (FMI, 1993b). Dados los problemas que el sector bancario de los Estados Unidos ha tenido en el país, la reciente experiencia con la crisis de la deuda, y la solución de la crisis por medio de la "titularización" y las conversiones, no parece probable que los bancos constituyan una fuente importante de capital privado para la región en el futuro previsible.

IV. LAS INVERSIONES DIRECTAS DE LOS ESTADOS UNIDOS EN EL EXTERIOR

Las publicaciones sobre inversión extranjera directa han reconocido durante algún tiempo que ese tipo de inversión se comprende mejor a través de las teorías de organización industrial, el ciclo de desarrollo de productos y el comercio internacional, y desde el punto de vista del desempeño de la empresa (especialmente las multinacionales), más bien que desde el punto de vista de las teorías sobre los movimientos del capital de cartera.¹³ Por lo tanto, en el intento de entender las corrientes de inversión extranjera directa desde América del Norte hacia América Latina, es necesario emplear un marco de referencia algo diferente al que se usa para explicar las corrientes de cartera de financiamiento mediante acciones y mediante deuda. Estas últimas se pueden entender mejor en el contexto de los mercados de capital mundiales, en tanto que la inversión extranjera directa debe situarse en el contexto de las relaciones comerciales y el comportamiento en el mercado de las empresas transnacionales. No obstante, ambos tipos de corrientes financieras responden a las oportunidades de rentabilidad y dependen de lo propicio del clima de inversión en los países receptores.

La inversión extranjera directa ha sido una forma de inversión internacional utilizada en mayor medida, quizás, por empresas con sede en los Estados Unidos que por compañías asentadas en otros países desarrollados. Históricamente, ha predominado sobre todas las otras formas de inversión internacional privada de los Estados Unidos, con inclusión de las corrientes de valores en cartera (bonos y acciones) y las acreencias de bancos de los Estados Unidos con prestatarios extranjeros, salvo un corto período en la década de 1920 cuando las acreencias de cartera estuvieron brevemente por sobre la inversión extranjera directa, en la década de 1970 cuando las corrientes financieras bancarias aumentaron con mayor rapidez y, muy recientemente, cuando las corrientes de cartera parecen nuevamente ser las predominantes (Departamento de Comercio de los Estados Unidos, 1988). (Véase cuadro 11.)

Es digno de mención el hecho de que la distribución mundial de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos cambió notoriamente después de la segunda guerra mundial. En 1950, el volumen de inversión directa de los Estados Unidos en el extranjero estaba dividido en forma pareja entre los países en desarrollo y los desarrollados. Una gran proporción (casi el 39%) del volumen de esa inversión estaba en América Latina en 1950, en comparación con 30% en Canadá y menos de 15% en Europa. Ya en 1966, la proporción de América Latina disminuyó a menos de 19%, en tanto que la de Europa se duplicó a 32% y la de Canadá se mantuvo en 30%. Estas tendencias continuaron hasta el decenio de 1980, excepto que la proporción de Canadá también bajó (véase cuadro 12).

Fundamentalmente, antes de la segunda guerra mundial, la inversión directa de los Estados Unidos en el extranjero estaba fuertemente concentrada en los sectores

¹³ Véase en Dunning (1993), capítulo 4, un resumen de las publicaciones teóricas.

primarios (especialmente el petróleo y la minería, pero también la agricultura). La inversión directa en América Latina y otros países en desarrollo procuraba obtener productos primarios y materias primas para el sector manufacturero de los Estados Unidos, que crecía rápidamente.

Después de la guerra, sin embargo, las empresas norteamericanas establecieron fábricas sucursales en Europa y Canadá con mayor frecuencia que en los países en desarrollo. Además, durante las décadas de 1950 y 1960, la mayor parte de esas inversiones se concentraban en el sector manufacturero, para aumentar o establecer la presencia de las empresas de los Estados Unidos en mercados de consumidores de rápido crecimiento en los países desarrollados, por regla general tras barreras arancelarias nacionales o regionales. Entretanto, en las primeras tres décadas del período de las posguerra, los países en desarrollo se tornaron cada vez más cautelosos acerca de la inversión extranjera directa, levantando barreras al ingreso en forma de regulaciones, regímenes tributarios desfavorables, etc. En algunos casos, los gobiernos anfitriones expropiaron o nacionalizaron las instalaciones en sus países de las empresas transnacionales para intentar ejercer mayor control o soberanía sobre los recursos dentro de sus propias fronteras.

En el decenio de 1980, la crisis de la deuda atenuó, y en algunos casos hizo retroceder, las inversiones directas de los Estados Unidos en los países en desarrollo. La deuda pendiente redujo radicalmente los resultados en materia de ingresos de las afiliadas extranjeras, al limitar la disponibilidad de divisas. En forma más general los ingresos disminuyeron debido a la grave

contracción de la actividad económica que prevalecía en los países acosados por la deuda. Así, la inversión directa en los Estados Unidos en el extranjero alcanzó su punto máximo en México en 1981, pero luego disminuyó. Después de 1986, no obstante, fueron importantes las inversiones en operaciones de empresas maquiladoras. De igual forma, la inversión directa en Argentina y Brasil disminuyó después de 1980 pero se recuperó en 1986 y posteriormente (Departamento de Comercio de los Estados Unidos, 1988). Por otra parte, después de 1986, las "microsoluciones" a la crisis de la deuda basadas en el mercado comenzaron a emerger en forma ad hoc, caso por caso. Una de esas soluciones fue la conversión de la deuda en capital, que se convirtió en el vehículo principal en muchos países de América Latina para una reactivación de la inversión extranjera directa.

Durante el decenio de 1980, entonces, el volumen de inversión directa de los Estados Unidos en el extranjero aumentó en América Latina y el Caribe, pero la región no retuvo su proporción de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en todo el mundo, que disminuyó de alrededor de 20% a 17.5% (véase cuadro 13). En 1991, la región de América Latina y el Caribe representó el 11.2% de los activos de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en todo el mundo,¹⁴ 13.6% de los ingresos netos totales, y 19.4% del empleo total (véase el anexo).

En los decenios de 1980 y 1990, la inversión extranjera directa ha fluido cada vez más hacia los sectores de servicios más bien que hacia las industrias primarias o manufactureras. Esas inversiones se destinaron a las telecomunicaciones, el transporte, la banca y los servicios públicos (Naciones Unidas, 1993). Las empresas transnacionales adoptan ahora estrategias de integración "profunda" y "compleja", según las cuales el proceso total de producción se desglosa y distribuye a través de todo el mundo. Los bienes intermedios y los servicios (incluidos los servicios de información, de acelerado crecimiento) son producidos o montados en una variedad de emplazamientos por las

¹⁴ Solamente afiliadas no bancarias de empresas matrices no bancarias de los Estados Unidos.

empresas transnacionales, sus afiliadas o compañías no relacionadas. El lugar de producción intermedia, montaje final y distribución está determinado por los costos relativos, el clima de políticas económicas del país y la configuración de los mercados finales.¹⁵

Si bien los Estados Unidos son aún el principal país de origen de la inversión extranjera directa, su posición en relación con otros países industriales importantes ha descendido desde 1987, cuando representaba alrededor de la tercera parte del volumen de inversión en el exterior; en 1992, esa proporción había disminuido a menos de una cuarta parte (UNCTAD, 1993b: cuadro I.1). La declinación de los Estados Unidos con respecto a los otros países industriales del G-5 se hace evidente en los datos sobre las corrientes de inversión extranjera directa durante el mismo período. Sólo en 1992 los Estados Unidos fueron la fuente más importante de ese tipo de inversión (véase cuadro 14).

Desde el punto de vista de su distribución mundial, no hay duda de que una pequeña parte de la inversión directa de los Estados Unidos en el exterior ha fluído hacia los países en desarrollo. Sin embargo, de esa parte, una proporción importante ha fluído hacia América Latina y el Caribe (véase cuadro 15).

Se hace evidente que, en el decenio de 1990, las empresas transnacionales con sede en los Estados Unidos, Europa y Japón (denominados la "triada") aplican estrategias regionales por medio de las cuales la inversión extranjera directa de uno de esos tres grupos de países inversionistas domina la inversión directa de los otros dos (medido según los flujos recientes de inversión extranjera directa o la propiedad de los volúmenes acumulados). Sin embargo, la división del mundo en tres partes no deja de tener competencia o rivalidades. Por ejemplo, las transnacionales de los Estados Unidos dominan la mayor parte de América Latina, pero no su totalidad; las transnacionales de la Comunidad Europea también participan activamente en ese mercado. Tres países latinoamericanos en los que la inversión extranjera directa de Europa (medida según los volúmenes de corrientes financieras recientes) supera a la de los Estados Unidos son Brasil, Paraguay y Uruguay. Los "coeficientes de intensidad" confirman que América Latina recibe una proporción mayor de las corrientes de inversión extranjera directa de los Estados Unidos en todo el mundo que su proporción de inversión total de ese tipo, aunque, curiosamente, la inversión directa de los Estados Unidos no está tan fuertemente sesgada hacia América Latina como lo está su comercio exterior (UNCTAD, 1993b).

Es interesante observar que la reciente composición sectorial de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en América Latina y el Caribe ha estado firmemente orientada hacia la industria secundaria (es decir, las manufacturas), en comparación con su predisposición hacia actividades terciarias (servicios) en su principal área de destino, Europa Occidental (véase cuadro 16).

A pesar de las tendencias recientes de las corrientes de inversión extranjera directa desde los Estados Unidos, su volumen acumulado en América Latina y el Caribe está fuertemente orientado hacia el sector terciario, en mayor medida que en Europa Occidental o el mundo en conjunto (véase cuadro 17). Ello se debe probablemente a las

¹⁵ Véase en UNCTAD (1993b), parte 2, un análisis de la producción internacional integrada.

fuertes inversiones anteriores de los Estados Unidos en servicios financieros y servicios públicos.¹⁶

Dos conjuntos interrelacionados de factores explican las recientes tendencias de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos hacia la región de América Latina y el Caribe: la estrategia regional de las empresas transnacionales de los Estados Unidos y la evolución del clima de políticas tanto a nivel nacional como internacional. A nivel nacional, las reformas económicas de muchos países de América Latina se han traducido en una depreciación real (especialmente durante el decenio de 1980) y la eliminación de la propensión antiexportadora en el sector manufacturero. Estos acontecimientos estaban apuntalados por la desreglamentación y la mayor facilidad para repatriar las utilidades. Como resultado de ello, la manufactura de bienes comerciables se tornó más competitiva.

Con respecto a la estrategia regional de las empresas transnacionales, está demostrado que incluso antes de la negociación del ALCAN (NAFTA) en 1993, las empresas de los Estados Unidos invertían en el sector de las maquiladoras de México para obtener una fuente de bajo costo de producción intermedia y final para el mercado norteamericano (véase cuadro 15). Gran parte de esa inversión ocurrió en el sector manufacturero, especialmente los automóviles y repuestos. Esta inversión fue inducida por la liberalización de los regímenes comercial y de inversión extranjera en México en la segunda mitad del decenio de 1980, y por la desvalorización del tipo de cambio. El advenimiento del ALCAN sirvió entonces para formalizar las relaciones comerciales y de inversión¹⁷ entre los Estados Unidos, México y Canadá y acelerar el ritmo de inversión extranjera de los Estados Unidos, en previsión del mercado más integrado al que el ALCAN daría origen.

En cuanto al ALCAN propiamente tal, el acuerdo tiene amplias disposiciones (en la parte 5) para la reglamentación de las inversiones, los servicios y asuntos afines); en este sentido (y en otros), va mucho más lejos que su predecesor, el acuerdo de libre comercio entre Canadá y los Estados Unidos. Por ejemplo, aparte de la prohibición de este acuerdo de fijar requisitos de exportación y de aplicar controles al contenido local y la repatriación de los beneficios, hay otras prohibiciones aplicadas a la balanza comercial, los mandatos de productos mundiales/regionales y requisitos de transferencia de tecnología. La importancia de las disposiciones sobre las inversiones son un reflejo de su trascendencia en las relaciones económicas entre los países. Las disposiciones estipulan el "tratamiento nacional" de los inversionistas extranjeros, es decir, no habrá un tratamiento menos favorable que el acordado a los inversionistas nacionales. El acuerdo prohíbe los requisitos de desempeño (por ejemplo, requisitos de exportación, contenido local) que han sido impuestos a veces en el pasado por los países en desarrollo a los inversionistas extranjeros. Otras disposiciones dignas de mencionarse se relacionan con la repatriación de las utilidades, los dividendos, los intereses, los derechos de patente y otros pagos; prescriben reglas que deben aplicarse en el caso de una expropiación, y contienen medidas para el arreglo de diferencias entre los inversionistas y los gobiernos anfitriones (UNCTAD, 1993b). Esas medidas otorgan a los inversionistas extranjeros un

¹⁶ Sin embargo, los datos relativos a la inversión extranjera directa están sesgados puesto que se basan en el costo histórico más bien que en el valor actual. Por consiguiente, el valor real de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en los sectores primarios de América Latina podría estar subestimado en relación con la inversión directa en los sectores secundario y terciario, en la medida en que la mayor parte de la inversión primaria se emprendió muchos años atrás, en tanto que la secundaria y la terciaria podrían ser más recientes.

¹⁷ ALCAN (NAFTA) es una designación errónea puesto que el acuerdo atañe a una diversidad de cuestiones, que incluyen el comportamiento en materia de inversiones, fuera del ámbito de las relaciones "comerciales".

margen considerable de alivio respecto de "las reglas del juego" en comparación con el clima de incertidumbre e impredecibilidad que tradicionalmente ha prevalecido en los países en desarrollo.

Es probable que la puesta en práctica del ALCAN estimule la inversión extranjera directa en toda la región en previsión de una ampliación de la zona económica. Varios otros países de la región (muy principalmente Chile) han expresado su interés en unirse al ALCAN, presagiando así la creación a la larga de una zona económica continental unificada. Es probable que los países más capacitados y dispuestos a unirse a esa zona económica sean aquellos que, como Chile y Argentina, han liberalizado considerablemente sus regímenes comercial y de inversiones. No hay certidumbre acerca de si la dinámica de las inversiones extranjeras seguirá el ejemplo mexicano. De ser así, se puede prever un gran volumen de inversión extranjera directa en los sectores de manufacturas y servicios, a medida que las empresas transnacionales integran su producción de bienes y servicios en todo el continente.

Si los países de las Américas se desplazan colectivamente hacia la integración regional al nivel político, es probable que tendrá lugar la integración "profunda"¹⁸ económicamente por medio de las estrategias de inversión de las empresas transnacionales. Tomando como precedente el desempeño de estas últimas en materia de inversiones en las regiones ya integradas de Europa y América del Norte (Canadá y los Estados Unidos), ello se traducirá en la racionalización de la producción a través de las inversiones en nuevas instalaciones, una mayor especialización y la concentración de la producción con el fin de atender los nuevos mercados de forma más competitiva. Debe añadirse que el crecimiento económico continuo en los países de América Latina, demográficamente más jóvenes, probablemente desplazaría el lugar de las oportunidades de mercado para las transnacionales, desde un crecimiento más lento y poblaciones que envejecen en los Estados Unidos y Canadá hacia esos miembros "meridionales".

1. Políticas reguladoras y de otro tipo que afectan a las inversiones extranjeras directas de los Estados Unidos

a) *Políticas internas básicas*

Prácticamente no hay una reglamentación *per se* que rija la inversión extranjera directa de los Estados Unidos. Sin embargo, las políticas reguladoras que afectan a las inversiones internas pueden influir indirectamente en el volumen o dirección de la

¹⁸ La integración "superficial" ocurre al nivel del comercio, en tanto que la integración "profunda" ocurre en el proceso de producción, es decir, dentro de las empresas transnacionales y entre éstas y las compañías no afiliadas. Los precedentes son la Comunidad Europea y el caso de los Estados Unidos/Canadá (incluso antes del acuerdo de libre comercio entre ambos países). En ambos casos, las empresas transnacionales han racionalizado sus instalaciones de producción entre los países del grupo con el fin de obtener ventajas en materia de costos, ubicación, tecnología y de otro tipo. Por ejemplo, en la Comunidad Europea, Unilever redujo y concentró sus 13 instalaciones de producción de jabón de tocador en cuatro unidades clave, y sus actividades de producción de elementos de limpieza e higiene en una planta en Italia. En el caso de Canadá/Estados Unidos, el pacto automotor creó una zona de libre comercio para las tres grandes empresas fabricantes de automóviles en 1965; posteriormente, racionalizaron la producción de modo que modelos y repuestos determinados se fabricaban en Canadá y otros en los Estados Unidos (NU, 1993b).

inversión directa de empresas del país. En especial, las reglas que rigen las condiciones de salud, seguridad y trabajos y el efecto ambiental de las actividades de las empresas de los Estados Unidos se han tornado todas más estrictas durante el último decenio. Dichas reglas aumentan el costo de las operaciones en el país con respecto a las operaciones en el exterior, en los países donde esas son menos estrictas o inexistentes, como en la mayor parte de América Latina. Por lo tanto las empresas que se proponen hacer nuevas inversiones en los Estados Unidos o en algún lugar de América Latina, lo cual en otras circunstancias les sería indiferente, podrían elegir esto último por las razones mencionadas (Dreyer y otros, 1991).

Hay pruebas de tipo anecdótico que apoyan la hipótesis de la desviación de las inversiones: por ejemplo, según se informa, las empresas canadienses que invierten en el sector de recursos naturales (minería y productos forestales) han optado por emplazamientos chilenos en vez de canadienses debido a que los procedimientos de evaluación ambiental son más prolongados y estrictos en Canadá. Quizás el indicio más importante lo proporcione la negociación realizada por el gobierno de Clinton de los llamados "acuerdos secundarios" con México en el marco del ALCAN, concernientes a las normas laborales y ambientales. Esos acuerdos fueron motivados tanto por la preocupación por la pérdida de empleos originada por el hecho de que las compañías de los Estados Unidos tratarían de invertir en México a causa de su clima regulador de más bajo costo, como por el deseo de mejorar las condiciones de trabajo y el efecto ambiental de la industria mexicana.

Por ello, al integrarse en mayor medida las economías de las Américas, es probable que el clima regulador dentro de los países industriales tendrá cada vez más connotaciones internacionales. Si bien es posible que las reglas en los Estados Unidos y Canadá se relajen con el fin de hacer más competitivas las inversiones en esos países, parece más probable que los grupos de intereses comunes laborales y públicos ejerzan presión para elevar las normas reguladoras en toda la región, para hacerlas más compatibles con las de América del Norte.

b) *Políticas tributarias*

Entre otras políticas que afectan la inversión extranjera directa de los Estados Unidos, la más importante potencialmente es la tributaria.¹⁹ Disposiciones tributarias puestas en práctica antes de 1981, que aceleraron los planes de depreciación y aumentaron los límites de los gastos de capital admisibles, tuvieron el efecto de incrementar la rentabilidad, una vez deducidos los impuestos, prevista de las inversiones en el país en relación con las inversiones en el extranjero. Entre 1981 y 1987, esas disposiciones se eliminaron gradualmente, y el sistema tributario de los Estados Unidos se tornó gradualmente neutro con respecto al lugar de la inversión. No obstante, y de manera paradójica, cuando se instauraron los incentivos para invertir en el país, la inversión

¹⁹ Sin embargo, las políticas monetarias han tenido quizás el efecto más notable en las corrientes de inversión extranjera directa desde los Estados Unidos. Las políticas monetarias restrictivas del decenio de 1980 tuvieron el efecto de aumentar la tasa de rentabilidad del capital en los Estados Unidos. La consecuencia de ese efecto, en relación con otros países, fue atraer una afluencia neta de capitales, incluidas las corrientes de inversión extranjera directa, que durante el decenio de 1980 alcanzaron niveles sin precedentes. A pesar de ello, otros factores relacionados con la propiedad, ubicación y la integración internacional de la producción entre las empresas transnacionales fueron probablemente al menos tan importantes como la tasa de interés.

extranjera directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo creció rápidamente, y cuando se eliminaban los incentivos, siguió bajando la inversión directa de los Estados Unidos (Dreyer y otros, 1991). De ese modo, en tanto que el sistema tributario de los Estados Unidos puede haber tenido repercusiones en la inversión extranjera directa, otros factores fueron claramente más importantes.

Trabajos empíricos más recientes sugieren que las tasas tributarias de los países de origen afectan en gran medida y negativamente a la inversión extranjera directa, y que dichas tasas son más importantes que las del país anfitrión (Jun, 1992). Sin embargo, este análisis se basa en las corrientes de inversión extranjera directa entre los países industriales. Se necesita mayor elaboración para poner a prueba la relación entre los niveles de tributación y las corrientes de inversión extranjera directa entre los países en desarrollo y los desarrollados.

c) *Políticas promocionales*

Finalmente, los Estados Unidos, junto con otros países industriales, apoyan la inversión extranjera directa en los países en desarrollo por medio de ciertas políticas promocionales. Por ejemplo, la Corporación de Inversiones Privadas en el Extranjero (OPIC) se estableció en 1971 para estimular la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo, proporcionando cobertura de seguro contra los riesgos de la inconvertibilidad monetaria, las expropiaciones y la violencia política. En la medida en que este seguro reduzca los riesgos de las inversiones directas en los países en desarrollo, mejorará el cálculo de riesgos-rentabilidad y estimulará mayor inversión extranjera directa en forma marginal. Aun así, se da cobertura de seguro a una proporción muy pequeña de la inversión directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo. Al finalizar 1988, las obligaciones de aseguración de la OPIC eran de US\$3 100 millones, correspondientes a 3.5% del volumen de inversión extranjera directa de los Estados Unidos en los países en desarrollo (Dreyer y otros, 1991).

Además de la OPIC, otros organismos (principalmente la USAID, Agencia para el Desarrollo Internacional de Estados Unidos, a través de su programa de comercio e inversión) apoyan la inversión directa de los Estados Unidos mediante programas de fortalecimiento institucional o perfeccionamiento de las aptitudes en los países en desarrollo, de manera que puedan atraer la inversión extranjera en forma más eficaz. Las actividades apoyadas incluyen asistencia técnica para establecer organismos de promoción de las exportaciones y las inversiones. Además, el programa financia estudios de factibilidad y programas de capacitación relacionados con proyectos importantes. Aunque los fondos deben otorgarse a compañías de los Estados Unidos y deben ayudar a consolidar la posición de las empresas del país para inversiones posteriores, los proyectos son elegidos por el país anfitrión y reflejan sus prioridades de desarrollo. Las misiones de la USAID en los países de América Latina y el Caribe han sido especialmente activas en cuanto a ayudar a dichos organismos, por ejemplo, en Costa Rica, El Salvador, Jamaica y Haití. Se estima que se asignan para esas actividades unos US\$30 a US\$40 millones al año (Bálot y Weigel, 1992; Dreyer y otros, 1991).

d) *Tratados de inversión bilaterales*

Los Estados Unidos establecieron un programa de tratados de inversión bilaterales en 1981 para reducir las barreras a la inversión extranjera directa y protegerla. Dichos tratados por regla general contienen disposiciones para el trato nacional o el trato de nación más favorecida (el que sea más favorable) a los inversionistas extranjeros; indemnización rápida, suficiente y eficaz en los casos de expropiación; transferencias irrestrictas de las utilidades y de otras de tipo financiero relacionadas con una inversión, y procedimientos entre los países y para el arreglo de diferencias internacionales. A enero de 1993, los Estados Unidos habían celebrado 22 tratados, principalmente con países de Europa Oriental, la antigua Unión Soviética y países en desarrollo.

Vale la pena señalar, sin embargo, que Argentina es el único país de América Latina con el cual los Estados Unidos han negociado un tratado (en noviembre de 1991).²⁰ Ello indica que las políticas comerciales de los Estados Unidos hacia la región pueden hallarse en un nivel algo diferente, noción apuntalada por la Iniciativa para las Américas que inició el presidente Bush. Naturalmente, las disposiciones del ALCAN incluyen, entre otras cosas, todos los elementos de un tratado bilateral de inversiones, de modo que un tratado con México sería superfluo. Por ende, los nuevos tratados de inversión con países de América Latina pueden muy bien quedar bajo la égida de una comunidad económica cada vez más amplia, creada mediante la incorporación de nuevos miembros de la región al ALCAN.

²⁰ No obstante, dos países del Caribe, Haití y Granada, han firmado también tratados bilaterales de inversión con los Estados Unidos.

V. CONCLUSIONES

Más bien que recapitular las principales conclusiones, quizás sea más provechoso resumir qué factores parecen estar implícitos en las tendencias principales, y cuáles son las repercusiones, de haberlas, para la formulación de las políticas en los Estados Unidos.

Corrientes de cartera. En primer lugar, es útil señalar que los datos sobre las corrientes de cartera dejan mucho que desear. Es en especial el caso de las transacciones en los mercados secundarios, en oposición a las nuevas emisiones de ofertas públicas o privadas iniciales, datos que a menudo se necesitan para satisfacer las exigencias reguladoras (por ejemplo, las de la SEC). Es el caso, aun en mayor medida, del comercio de derivados, la mayor parte del cual ocurre en los mercados extrabursátiles. Una presentación de informes más completa, consecuente y rápida de las transacciones del mercado secundario y de derivados sería beneficiosa para todos los participantes (países de origen y receptores, ahorrantes, inversionistas y prestatarios por igual). Las autoridades de bolsas y valores en las Américas ya intentan coordinar sus actividades y trabajar en pos de la armonización de las normas (Schapiro, 1993), pero pueden cumplir un papel las organizaciones regionales como CEPAL o el Banco Interamericano de Desarrollo en cuanto a elaborar un sistema estandarizado de presentación de informes e información para la región.

En segundo lugar, el hecho de que los créditos bancarios a la región hayan disminuido y sido reemplazados por las corrientes de valores en cartera es tanto un reflejo de la transformación de los mercados financieros en América del Norte y otros países industriales como una reacción a los problemas de la deuda en el decenio de 1980. Los préstamos internacionales hechos por los bancos comerciales habían sido una anomalía provocada por la expansión del sistema bancario estimulada por la competencia de las instituciones no bancarias y por supuestos acerca de la seguridad "relativa" de los bancos. El alejamiento de los bancos de los créditos internacionales fue acompañado por la desintermediación y la "titularización" en los propios mercados financieros de los países industriales, y a la larga por la "titularización" de gran parte de la deuda bancaria de los países en desarrollo. Una vez que los préstamos bancarios comenzaron a convertirse en bonos, quedó abierto el camino para que los mercados de los países en desarrollo obtuvieran acceso directamente a los mercados de bonos del mundo industrial.

En lo que respecta a las corrientes de capital accionario, se trata de un fenómeno históricamente nuevo, que refleja el aumento secular de las instituciones de inversión colectiva administradas profesionalmente (fondos de pensiones, compañías de seguros de vida y especialmente los fondos mutuos). Esta tendencia se puede atribuir en parte al envejecimiento de las poblaciones de los países industriales, pero también a un cambio de las preferencias y comportamiento de los ahorrantes, que se alejaron de los vehículos de deuda captadores de depósitos y devengadores de intereses para inclinarse por canales de inversión orientados a la valorización del capital y el crecimiento a largo plazo. Es probable que los inversionistas/ahorrantes de los Estados Unidos perciban, marginalmente, que esas oportunidades a largo plazo son cada vez mayores en América Latina y el Caribe

que en su país. Esas percepciones se basan en las poblaciones más jóvenes de la región, pero también en el surgimiento de un clima económico y político más estable. Una mayor integración a través del ALCAN y su extensión hacia el sur, al apuntalar las perspectivas de crecimiento en la región, profundizará la confianza de los inversionistas de valores en cartera en asumir compromisos a largo plazo. Es factible también que la diversificación sea un elemento estratégico cada vez más importante, a medida que los inversionistas internacionalizan sus carteras para incrementar su rentabilidad y cubrir sus riesgos. Dada la cuantía de las carteras de activos de los Estados Unidos y la aún notablemente pequeña proporción de inversiones en cartera de los Estados Unidos asignada a los mercados emergentes, incluso las reasignaciones de poca monta pueden proporcionar a la región una considerable afluencia adicional de capital accionario. Por lo tanto, aun si aumentan las tasas de interés y la rentabilidad financiera en los Estados Unidos y otros países industriales (en forma moderada, en cualquier caso) con respecto a sus bajos niveles actuales, hay razones para prever que los inversionistas de los Estados Unidos buscarán cada vez con mayor frecuencia oportunidades de inversión de cartera en América Latina y el Caribe (*Financial Times*, 7 de febrero de 1994). Sin embargo, la estabilidad de esos flujos no está de ningún modo asegurada. La historia reciente hace reflexionar. La "diversificación" internacional fue también una estrategia aplicada por los bancos comerciales en el decenio de 1970, pero en el de 1980 los préstamos a los países en desarrollo en poder de los bancos parecían mucho menos sólidos. Cuando dejaron de otorgar créditos, los bancos ahondaron la propia crisis de servicio de la deuda que trataban de evitar. Una fuente muy particular de inestabilidad, que requiere mayor investigación, es el papel de los derivados, inversión que crece en forma considerable.

El acceso a los mercados de valores en cartera y los inversionistas de los Estados Unidos, tanto con respecto a la deuda como al capital accionario, probablemente no podría ser más libre. Las principales restricciones a los emisores de acciones o bonos parecen ser ahora la transparencia de la presentación de informes por la empresas o entidades emisoras. La formulación y puesta en práctica a través de toda la región de principios de contabilidad generalmente aceptados ("Generally Accepted Accounting Principles" o GAAP) sería la iniciativa más poderosa para dar a las entidades regionales mayor acceso al mercado de los Estados Unidos. Sería también más fácil asegurar una calificación de "categoría de inversión" si las compañías adoptaran esos principios. Al respecto, puede haber margen para la asistencia técnica prestada por organismos regionales como el Banco Interamericano de Desarrollo. Algunas iniciativas complementarias, que dependen más del sector privado, podrían incluir la profundización de la investigación de mercado sobre la capacidad y las perspectivas de las empresas nacionales para informar de mejor manera a los inversionistas de los Estados Unidos para sus decisiones en materia de cartera de inversiones.

Entretanto, una mayor investigación sobre el comportamiento de los principales agentes del mercado podría aportar útiles elementos de juicio. Dadas las limitaciones de la información, ¿cómo toman decisiones los inversionistas profesionales? ¿En qué información se basan para asignar sus carteras a los mercados emergentes? ¿Son estas decisiones comparables con las decisiones de cartera para inversiones en el mercado nacional, donde la base de información es más sólida? De igual forma, se pueden plantear preguntas respecto de los organismos de calificación. ¿Cómo otorgan sus calificaciones esos organismos a los mercados emergentes en ausencia de una información tan completa como la que existe respecto del riesgo en los países industriales? ¿Deben los propios organismos estar sujetos a las mismas normas de responsabilidad, rendición de cuentas y transparencia, de modo que tanto los prestatarios como los inversionistas estén mejor informados de la fundamentación de sus decisiones de calificación?

Finalmente, quizás la palanca más poderosa de que disponen los Estados Unidos y otros países industriales sea la de sus tasas internas de interés. En vista de las pruebas concluyentes de que el repunte de las corrientes de valores en cartera hacia los mercados emergentes se ha debido en parte a la importante baja de las tasas de interés de los Estados Unidos después de 1990 (Calvo y otros, 1993), se desprendería que un aumento considerable eliminaría el diferencial de rentabilidad de que gozan los inversionistas extranjeros y probablemente desencadenaría un éxodo en gran escala de capital en cartera. Si bien el efecto podría no ser tan "sistémico" como la crisis de la deuda en el decenio de 1980, que amenazó la integridad de los sistemas financiero y bancario, podría de todos modos ser grave para los países en desarrollo enfrentados a la fuga de capitales, y para los inversionistas en valores de cartera. Estos últimos podrían incluir grandes cantidades de inversionistas antiguos que podrían tener que encarar pérdidas de capital y cuyos activos de pensiones e ingresos de jubilación resultarían socavados. Por consiguiente, a medida que el sistema financiero mundial extiende su poder a los mercados de valores en cartera, no deben subestimarse las consecuencias para la estabilidad macroeconómica mundial de las políticas de tasas de interés internas en los Estados Unidos y otros países industriales. Además, la experiencia del decenio de 1980 hace meditar: la crisis de la deuda fue precipitada, en parte, por la extraordinaria escalada de las tasas de interés en 1980-81 en los Estados Unidos y otras partes. Aunque los imperativos internos del país continuarán, sin duda, dominando la formulación de las políticas de tasas de interés en los países industriales, hoy más que nunca hay razones de índole mundial para sugerir que las tasas de interés se mantengan relativamente bajas y estables.

La inversión extranjera directa está sin duda alguna más impulsada por las perspectivas de una mayor integración económica en toda la región. A nivel político, la puesta en práctica del ALCAN es inconfundiblemente un importante paso adelante en esa dirección. El ALCAN proporciona un contexto dentro del cual las empresas transnacionales pueden iniciar inversiones en toda la región y desplazarse hacia estructuras de producción de integración "profunda", al igual que en la Comunidad Europea y en el ámbito de Canadá/Estados Unidos en la actualidad.

Por consiguiente, una extensión hacia el sur del ALCAN probablemente estimularía importantes incrementos de la inversión extranjera directa de los Estados Unidos en la región, muy similar a como ha ocurrido en México en los últimos seis años. Durante los próximos dos decenios, sin embargo, es también probable que la orientación de mercado definitiva de la inversión se dirigirá progresivamente hacia la propia región más bien que hacia los Estados Unidos o Canadá.

Es factible que el marco regulador dentro del cual tiene lugar la integración económica sea un problema político creciente en toda la región. Una anticipación de este debate surgió con los "acuerdos secundarios" entre Estados Unidos y México con respecto al ALCAN; simultáneamente, el nuevo gobierno liberal de Canadá ha expresado su intención de analizar la adopción de un código de subvenciones con los Estados Unidos. Las conversaciones sobre regulación social y ambiental que afecta a las inversiones y el comercio en la región, con miras a la armonización de las normas, reducirá la incertidumbre en los inversionistas así como la oposición política en los Estados Unidos y Canadá.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Agtmael, A. van (1993), "Portfolio investment in emerging markets: the view of a practitioner", documento presentado al World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, septiembre.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (1993), 63rd Annual Report, Basilea, junio.
- Banco Mundial (1993a), Global Economic Prospects and the Developing Countries, Washington, D.C.
- (1993b), "U.S. direct investment abroad: Operations of U.S. parent companies and their foreign affiliates", Washington, D.C., Oficina de Análisis Económicos.
- (1993c), Financial Flows to Developing Countries Quarterly Review, Washington, D.C., julio.
- (1991), Informe sobre el desarrollo mundial, 1991, Nueva York, Oxford University Press.
- Bank of New York (1992), "Rule 144A & Regulation S: Regulatory developments impacting depositary receipts", Bulletin, Nueva York, junio.
- Bélot, T. y D. Weigel (1992), "Programs in industrial countries to promote foreign direct investment in developing countries", Washington, D.C., Corporación Financiera Internacional (CFI).
- Bryant, R.C. (1987), "International financial intermediation", Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital inflows and the real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", IMF Staff Papers, vol. 40, N° 1, marzo.
- Chenery, H. y T.N. Srinivasan (comps.) (1989), Handbook of Development Economics, vol. 2, Amsterdam, Elsevier.
- CFI (Corporación Financiera Internacional) (1993), Emerging Stock Markets Factbook, 1993, Washington, D.C.
- Culpeper, R. y S. Griffith-Jones (1992), "Rapid return of private flows to Latin America. New trends and new policy issues", Santiago de Chile, octubre, inédito.

- Chuan, P. (1993), "Source of portfolio investment in emerging markets", Washington, D.C., Banco Mundial, septiembre, inédito.
- Chuan, P., S. Claessens y N. Mamingi (1993), "Equity and bond flows to Asia and Latin America: the role of global and country factors", Policy Research Working Papers, N° 1160, Washington, D.C., Departamento de Economía Internacional, Banco Mundial, julio.
- Devlin, R. (1989), Debt and crisis in Latin America: the supply side of the story, Princeton, N.J., Princeton University Press.
- De Vries, M.G. (1986), IMF in a changing world, 1945-85, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Dreyer, J.S. y otros (1991), "Industrialized countries' policies affecting foreign direct investment in developing countries", Country Studies, vol. 2, Washington, D.C., Banco Mundial/Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI).
- Dunning, J.H. (1993), Multinational enterprises and the global economy, Wokingham, Addison-Wesley.
- Eichengreen, B. (1991), "Historical research on international lending and debt", The Journal of Economic Perspectives, vol. 2.
- Estados Unidos, Departamento de Comercio (1988), International direct investment: global trends and the U.S. role, Washington, D.C., Government Printing Office, noviembre.
- (1992), Treasury Bulletin, Washington, D.C., junio.
- Fedder, M.J.J. y M. Mukherjee (1992), "The reemergence of developing countries in the international bond markets", Beyond syndicated loans: sources of credit for developing countries, J.D. Shilling (comp.), Washington, D.C.
- Fischer, B. y H. Reisen (1993), "Liberalising capital flows in developing countries", París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Fishlow, A. (1985), "Lessons from the past: capital markets during the 19th century and the interwar period", International Organization, vol. 39, N° 3.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1993a), International capital markets. Part II: systemic issues in international finance, Washington, D.C., agosto.
- (1993b), Private market financing for developing countries, Washington, D.C. diciembre.
- (1991), International capital markets: developments and prospects, Washington, D.C., mayo.
- Global Derivatives Study Group (1993), Institutional fixed-income investors, Greenwich.

- Jun, J. (1992), "The effects of taxation on foreign direct investment: evidence from country specific data", Washington, D.C., Banco Mundial, septiembre.
- Howell, M. (1993), "Institutional investors as a source of portfolio investment in developing countries", documento presentado al World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, septiembre.
- Litan, R.E. (1991), The Revolution in U.S. Finance, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Mullin, J. (1993), "Emerging equity markets in the global economy", Quarterly Review, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Nueva York.
- Naciones Unidas (1993), World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data, Volume III: Developed Countries (ST/CTC/138), Nueva York, Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.9.
- National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement (1993), "Origins and causes of the S&L debacle: a blueprint for reform", A Report to the President and Congress of the United States, Washington, D.C., julio.
- O'Brien, R. (1992), "Global financial integration: the end of geography", Nueva York, Council on Foreign Relations Press. O'Brien, R. y S. Hewin (comps.) (1991), "Finance and the international economy", N° 4, Nueva York, Oxford University Press.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (1993), Financial Market Trends, N° 55, París, junio.
- Pierce, J.L. (1991), "The future of banking", New Haven, Yale University Press.
- Salomon Brothers/Sovereign Assessment Group (1992), "Private capital flows to Latin America: volume triples to US\$40 billion in 1991", Nueva York, febrero.
- Schadler, S. y otros (1993), "Recent experiences with surges in capital inflows", Occasional Paper, N° 108, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.
- Schapiro, M.L. (1993), "Remarks before the Council of Securities Regulators for the Americas", Buenos Aires, Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos (SEC), junio.
- Shilling, J.D. (comp.) (1992), "Beyond syndicated loans: sources of credit for developing countries", World Bank Technical Paper, N° 163, Washington, D.C.
- Stallings, B. (1987), Banker to the Third World, Berkeley, University of California Press.
- Tesar, L. e I. Werner (1993), "U.S. equity investment in emerging stock markets", documento presentado al World Bank Symposium on Portfolio Investment in Developing Countries, septiembre.

The Economist (1993), "Up and up until it popped", 14 de agosto.

UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1993b), World Investment Report, 1992: Transnational Corporations and Integrated International Production (ST/CTC/156), Nueva York, Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.14.

White, L.J. (1992), "Why now? Change and turmoil in U.S. banking", Occasional Paper, N° 38, Washington, D.C., Grupo de los Treinta.

Anexo 1

**INVERSION DIRECTA DE LOS ESTADOS UNIDOS
EN EL EXTERIOR**

Inversión directa de los Estados Unidos en el exterior
Datos básicos, 1991

Estimaciones preliminares de 1991 Afiliadas extranjeras no bancarias de empresas matrices no bancarias de los Estados Unidos				
	Número de afiliados	(millones de US\$)		('000) Número de empleados
		Activos totales	Ingresos netos	
Todos los países	17.877	1.690.161	77.096	6.898.1
Canadá	1.932	203.493	3.171	911.6
Europa	8.707	919.186	44.986	2.973.3
América Latina y el Caribe	2.839	189.490	10.477	1.338.8
Argentina	148	5.809	343	58.5
Brasil	456	31.433	516	394.8
Chile	109	5.118	152	24.6
Venezuela	200	6.060	362	86.7
México	589	28.772	2.958	577.3

Fuente: Estados Unidos, Departamento de Comercio, julio de 1993.

Anexo 2

CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1: Crecimiento de los inversionistas institucionales
(activos financieros colectivos como porcentaje
de los activos familiares)

	1980	1985	1990
Estados Unidos	20.0	26.0	31.2
Japón	15.6	20.2	26.4
Alemania	22.6	29.0	35.1
Francia	10.6	23.6	36.3
Reino Unido	41.5	53.1	58.6
Canadá	20.4	24.9	29.7

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), Financial Market Trends, N° 55, París, junio de 1993, p.

**Cuadro 2: Afluencia de capitales hacia los países
en desarrollo, 1989-1992**
(en millones de US\$)

	1989	1990	1991	1992
Corrientes de inversión extranjera directa	28.644	31.345	38.768	40.000 ^a
Bonos	5.487	6.164	12.527	23.574
Capital accionario de cartera ^b	---	1.262	5.442	9.391
^a Estimación.				
^b Nuevas emisiones solamente; las compras secundarias son adicionales.				

Fuente: IED: Naciones Unidas (1993), World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data. Volume III: Developed Countries (ST/CTC/138), Nueva York. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.9. Bonds and equity: Fondo Monetario Internacional (FMI), Private Market Financing for Developing Countries, Washington, D.C., diciembre de 1993.

Cuadro 3: Afluencia de capitales hacia América Latina, 1989-1992
(en millones de US\$)

	1989	1990	1991	1992
Corrientes de inversión extranjera directa	8.326	9.950	15.235	16.000 ^a
Bonos	833	2.589	6.832	12.272
Capital accionario de cartera ^b	---	98	4.120	4.195
^a Estimación.				
^b Nuevas emisiones solamente.				

Fuente: Como en el cuadro 2 más arriba.

Cuadro 4: Emisiones internacionales de bonos por los países en desarrollo
(en millones de US\$)

	1989	1990	1991	Primera mitad	
	1989	1990	1991	1992	1993
Países en desarrollo	5.487	6.164	12.527	23.574	21.218
Asia	1.601	1.630	3.099	6.014	4.930
Américas	833	2.589	6.832	12.272	11.167
Argentina		21	795	1.570	941
Brasil			1.837	3.655	2.962
Chile			200		333
México	570	2.306	3.373	5.916	5.932

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Private Market Financing for Developing Countries, cuadro 7, Washington, D.C., diciembre de 1993.

**Cuadro 5: Ofertas internacionales y extranjeras
de bonos 1990-1992**
(en miles de millones de US\$)

	1990	1991	1992
Emisiones internacionales (euromercado)	180.1	248.5	276.1
Dólar de los Estados Unidos	70.0	76.9	103.2
Marcos alemanes	18.3	19.9	33.8
Yen	22.8	35.7	33.7
Emisiones extranjeras (en los mercados internos)	49.8	49.1	57.6
Estados Unidos	9.9	12.9	23.2
Suiza	23.2	20.2	18.1
Japón	7.9	5.2	7.4

Fuente: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE),
Financial Market Trends, N° 55, cuadro 1, París, junio de 1993, p.
113.

**Cuadro 6: Ventas de bonos a largo plazo por
extranjeros en los Estados Unidos**
(en millones de US\$)

	1991	1992
Total	340.294	504.129
América Latina y el Caribe^a	19.575	33.716
Argentina	373	791
Brasil	415	412
Chile	58	90
México	1.108	3.522
^a Incluye a las Antillas Holandesas y las Indias Occidentales Británicas.		

Fuente: Estados Unidos, Departamento del Tesoro, Treasury Bulletin, cuadro CM-V-5, Washington, D.C., 1992 y Treasury Bulletin, Washington, D.C., 1993.

**Cuadro 7: Emisiones internacionales de capital accionario
por los países en desarrollo**
(en millones de US\$)

	1990	1991	1992	Primera mitad 1993
Países en desarrollo	1.262	5.442	9.391	4.179
Asia	1.040	1.028	4.732	1.478
Américas	98	4.120	4.195	2.611
Argentina		356	504	2.095
Brasil			133	
Chile	98		129	114
México		3.764	3.058	375

Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI), Private Market Financing for Developing Countries, cuadro 13, Washington, D.C., diciembre de 1993.

**Cuadro 8: Rentabilidad total invertible anualizada,
1988-1992**

(Rentabilidad porcentual, medida en US\$)

Argentina	115.1
Brasil	60.5
Chile	46.9
México	55.2
Venezuela	90.6
Estados Unidos	15.6
EALO ^a	-2.2
^a Europa, Australia y Lejano Oriente (países desarrollados).	

Fuente: Corporación Financiera Internacional (CFI),
Emerging Stock Markets Factbook, 1993,
Washington, D.C., 1993, p. 74.

**Cuadro 9: Ventas de capital accionario de cartera por
extranjeros a residentes de los Estados Unidos**
(en millones de US\$)

	1991	1992
Total	151.190	182.173
América Latina y el Caribe ^a	12.703	19.673
Argentina	149	749
Brasil	626	1.968
Chile	43	171
México	7.031	8.391
^a Incluye las Antillas Holandesas y las Indias Occidentales Británicas.		

Fuente: Estados Unidos, Departamento del Tesoro, Treasury Bulletin, cuadro CM-V-5, Washington, D.C., junio de 1992 y Treasury Bulletin, 1993.

**Cuadro 10: Acreencias de los bancos comerciales de los
Estados Unidos en los países en desarrollo**
(en miles de millones de US\$)

	1985	1987	1989	1990	1991	1992
Todos los países en desarrollo	134.2	110.8	82.2	71.8	67.0	73.0
América Latina y el Caribe	82.4	74.7	53.2	44.3	41.1	45.7
Argentina	8.4	8.8	4.5	3.5	3.8	5.8
Brasil	22.8	22.7	16.3	11.4	6.9	7.4
Chile	6.6	6.0	5.0	3.9	2.7	3.2
México	24.9	22.7	16.1	15.2	16.5	17.3

Fuente: Banco Mundial, Financial Flows to Developing Countries Quarterly Review, cuadro 7a, Washington, D.C., julio de 1993, p. 30.

**Cuadro 11: Posición en materia de inversiones internacionales
de los Estados Unidos**
(en miles de millones de US\$)

	1914	1929	1950	1960	1970	1980
Inversión extranjera directa	2.65	7.52	11.8	31.9	75.5	215
Cartera	0.86	7.84	5.31	9.6	20.9	62.7
Acreencias de los bancos	--	--	--	.3	13.8	204

Fuente: Estados Unidos, Departamento de Comercio, International Direct Investment: Global Trends and the U.S. Role, cuadros 31 y 32, Washington, D.C., Government Printing Office, noviembre de 1988, pp. 129 y 130.

**Cuadro 12: Inversiones directas de los Estados Unidos
en el exterior (acciones), por destinos**

	(miles de millones de US\$)			(% de distribución)		
	1950	1966	1986	1950	1966	1986
Todos los países	11.8	51.8	259.9	100.0	100.0	100.0
Canadá	3.6	15.7	50.2	30.4	30.3	19.3
Europa	1.7	16.4	123.2	14.7	31.6	47.4
America Latina	4.6	9.8	35.0	38.8	18.8	13.5
Argentina	0.4	0.8	3.0	3.0	1.5	1.1
Brasil	0.6	0.9	9.1	5.5	1.7	3.5
Chile	0.5	0.8	0.2	4.6	1.5	0.1
México	0.4	1.3	4.8	3.5	2.6	1.9
Venezuela	1.0	2.1	1.8	8.4	4.1	0.7

Fuente: Estados Unidos, Departamento de Comercio, International Direct Investment: Global Trends and the U.S. Role, cuadros 31 y 32, Washington, D.C., Government Printing Office, noviembre de 1988, p. 100.

**Cuadro 13: Distribución del volumen de inversión extranjera
directa de los Estados Unidos, 1980 y 1990**
(en millones de US\$)

	1980	1990
Europa Occidental	96.065	203.613
Canadá	45.119	68.431
América Latina y el Caribe	43.564	74.156
Argentina	2.540	2.889
Brasil	7.704	15.416
Chile	536	1.341
México	5.986	9.360
Venezuela	1.908	1.581
Mundo	220.178	423.183

Fuente: IED: Naciones Unidas (1993), World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data, Volume III: Developed Countries (ST/CTC/138), Nueva York, 1993, pp. 494-496. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.9.

Cuadro 14: Corrientes de inversión extranjera, 1987-1992
(en miles de millones de US\$)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Francia	9	14	19	35	24	17
Alemania	9	13	18	28	21	17
Japón	20	34	44	48	31	16
Reino Unido	31	37	35	18	18	15
Estados Unidos	26	14	26	29	29	36

Fuente: Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), World Investment Report, 1992: Transnational Corporations and Integrated International Production (ST/CTC/156), cuadro 13, Nueva York, 1993. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.14.

**Cuadro 15: Distribución de las corrientes de inversión
extranjera directa de los Estados Unidos, 1987-1990**
(en millones de US\$)

	1987	1988	1989	1990
Desarrollados	21,269	13,307	21,833	21,318
En desarrollo	6,769	975	6,893	7,639
América Latina y el Caribe	5,115	287	4,578	4,797
Argentina	-125	-82	43	164
Brasil	800	1,676	1,892	1,054
Chile	78	223	368	293
México	328	608	1,455	1,949
Venezuela	-85	-188	-96	39

Fuente: Naciones Unidas, World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data. Volume III: Developed Countries (ST/CTC/138), Nueva York, 1993, pp. 487-489.3. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.9.

**Cuadro 16: Distribución sectorial del promedio de corrientes
de inversión extranjera directa de los Estados Unidos,
1988-1990
(en millones de US\$)**

	Primaria	Secundaria	Terciaria
Europa Occidental	199	3.413	9.701
América Latina y el Caribe	-371	2.530	813

Fuente: Naciones Unidas, World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data. Volume III: Developed Countries (ST/CTC/138), Nueva York, 1993, pp. 490. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.9.

**Cuadro 17: Distribución sectorial del stock de inversión
extranjera directa de los Estados Unidos, 1990
(en millones de US\$)**

	Primaria	Secundaria	Terciaria	Total
Europa Occidental	24.183	83.875	91.730	203.613
América Latina y el Caribe	5.275	23.802	41.162	74.156
Mundo	35.053	187.403	200.727	423.183

Fuente: Naciones Unidas, World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data. Volume III: Developed Countries (ST/CTC/138), Nueva York, 1993, pp. 497. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.9.