

Nuevos flujos de capitales europeos hacia América Latina*

Stephany Griffith-Jones y Jacques Cailloux*****

1. Flujos de capitales globales hacia América Latina

Para entender a fondo los flujos europeos hacia América Latina, es necesario ponerlos en el contexto de los flujos globales de capital, ya que los mercados financieros están cada vez más globalizados e integrados. De hecho, muchas de las tendencias que se perciben a escala global son reflejadas en niveles regionales. Un ejemplo importantísimo es el de la *securitización* de los flujos, es decir, la creciente importancia de flujos de portafolio.

No es fácil producir un cuadro sistemático de cambios en los flujos globales totales, ya que la mayoría de las estadísticas disponibles y los análisis se centran ya sea en flujos entre países industriales o en flujos que van desde la totalidad de los países industriales hacia países en desarrollo. Como consecuencia, es poco común encontrar cuadros que presenten datos consistentes para todos los países. Como el Fondo Monetario recopila datos comparables, en sus Anuarios Estadísticos de la Balanza de Pagos, hemos usado su base de datos para elaborar los cuadros 1.2 y 1.3.

Estos datos son los que mejor se ajustan a este objetivo. Sin embargo, cabe destacar que, como reconoce el FMI (por ejemplo, FMI 1996), hay importantes discrepancias en las estadísticas, ya que los ingresos globales de capitales exceden los egresos totales correspondientes, en un promedio de \$150 mil

* El presente artículo es parte de un informe realizado para la Unión Europea. Se agradece el apoyo financiero de DG-I de la Comisión Europea; se agradece en particular el apoyo y valiosos comentarios de José Miguel Anacoreta e Inés García Pinto Balbás al proyecto. Los autores agradecen también la valiosa asistencia de Miriam Soria al preparar el material para este trabajo; a Robert Wood que nos apoyó sustancialmente no sólo con datos sino también con su análisis; a Patricio Rosas de la CEPAL; a Karsten von Kleist del Banco de Pagos Internacionales; a Kathy Wright del FMI, y a Peter West y Tina Bixon, del Merchant West Bank.

** Institute of Development Studies. University of Sussex. Inglaterra.

*** Institute of Development Studies. University of Sussex. Inglaterra.

millones anuales en la década de los noventa (siendo que por definición egresos e ingresos de capitales globales deberían ser iguales). El FMI atribuye esta diferencia principalmente al hecho de que los países que reciben ingresos de capitales están en mejor posición para medir los flujos que aquellos países donde residen inversionistas y acreedores, pudiendo por tanto registrarlos en forma más precisa. Cabe destacar que estas discrepancias están principalmente relacionadas con flujos de portafolio o con aquellos no relacionados con la inversión extranjera directa. En este estudio, se utilizan los datos de ingresos de capitales, datos que son los más precisos, según el FMI.

El FMI e instituciones como el Banco de Pagos Internacionales de Basilea están colaborando hace ya varios años entre ellos y con las autoridades norteamericanas para intentar mejorar dichas estadísticas (para mayores detalles, véase FMI, 1992 y FMI, 1996). Además, las cifras basadas en Anuarios Estadísticos de la Balanza de Pagos del FMI incluyen en varios casos la emisión de bonos Brady en los flujos de portafolio, lo cual abulta significativamente las cifras. Si bien dichos bonos son instrumentos de portafolio, no representan flujos netos nuevos de capitales, ya que reemplazan deuda de bancos comerciales. Por ello no deben ser incluidos en nuestras estimaciones, dado el objetivo de nuestro estudio. Después de detalladas consultas telefónicas con los encargados de la materia en el FMI en Washington hemos limpiado los datos, particularmente para el caso de Brasil y Argentina. Como resultado de dichas consultas, funcionarios del FMI han proporcionado cifras que ellos utilizan internamente, y que no son publicadas. Dichas cifras son presentadas en el cuadro 1.1. Además, funcionarios del FMI plantearon la posibilidad de revisar algunas de las cifras publicadas en el próximo Anuario de Balanzas de Pago. Como destacamos arriba, a pesar de las limitaciones, éstas son las mejores cifras globales disponibles.

CUADRO 1.1

Flujos de capitales hacia América Latina y el Caribe (AL y C) Mercosur
(en miles de millones de dólares)

	Inversión extranjera directa		Flujos de portafolio		Otras inversiones	
	AL y CI	Mercosur	AL y C	Mercosur	AL y C	Mercosur
1988	8,7	5,1	-2,5	-1,1	2,8	7,0
1989	7,2	2,7	0,9	2,3	-1,0	-3,3
1990	6,6	2,3	17,4	-0,4	-4,6	5,0
1991	11,2	2,9	11,4	1,2	0,2	-6,3
1992	13,0	5,9	18,0	1,8	21,6	14,1
1993	13,5	6,6	55,7	32,0	-6,4	-12,6
1994	20,9	3,7	17,1	12,3	9,4	14,3
1995	19,3	6,2	4,5	18,4	35,4	13,1

Fuente: World Economic Outlook database, octubre 1996.

Como podemos ver en el cuadro 1.2, tanto los flujos de inversión extranjera directa, como los de portafolio (ambos a escala global) han aumentado en forma impresionante desde fines de la década de los ochenta hasta 1994 (último año para el cual tenemos estadísticas). Sin embargo, cabe destacar que —especialmente entre 1988-1989 y 1993— fue particularmente dramático el aumento de los flujos globales de portafolio, que subieron desde \$299 mil millones promedio anual en 1988-1989, hasta \$374 mil millones en 1993. Ello significa un aumento de 145% en ese breve período. En el mismo lapso los flujos globales de inversión extranjera directa aumentaron mucho menos, 14%. Es interesante destacar que en 1994 cambió la tendencia en los flujos de portafolio, y éstos cayeron a \$337 mil millones, guarismo que si bien es claramente inferior al de 1993, es aún 29% más alto que el promedio anual para 1988-1989. La caída en los flujos de portafolio en 1994 se debió principalmente a turbulencia en el mercado de bonos. Además, cifras proporcionadas por otras instituciones (por ejemplo, la OCDE) indican que los flujos de portafolio en el ámbito global se han recuperado en 1995. Tenemos pues una clara tendencia global de aumento rápido de los flujos de portafolio.

En relación con los flujos de capital hacia América Latina, la inversión extranjera directa neta aumentó sistemáticamente desde un promedio anual en 1988-1989 de \$8,7 mil millones hasta \$17,6 mil millones en 1994 (lo que significa un aumento de 102%), si bien cayó algo (15%) en 1995. Cifras preliminares de la CEPAL para 1996 muestran un aumento importante para la inversión extranjera directa (IED) en ese año, (con un incremento de 35% en relación con los niveles de 1995) con una suba particularmente importante para Brasil. Así, según estimaciones de la CEPAL, la inversión extranjera directa neta en Brasil subió desde \$3,5 mil millones en 1995 hasta \$8 mil millones en 1996, lo que significa un aumento de 130%.

La IED dirigida hacia América Latina no sólo se ha caracterizado durante los noventa por un importante aumento, (particularmente grande en 1996 hacia Brasil) sino también porque dicho incremento fue bastante generalizado a través de la región. Como consecuencia, en 1995-1996 la IED alcanzó montos significativos en diez países. Este proceso tuvo como marco el desarrollo del programa de capitalización de empresas públicas en Bolivia, la flexibilización de normas en el proceso de inversión en Argentina, Colombia, Chile y Venezuela, en tanto que en Brasil y Nicaragua —y especialmente en Perú— varias privatizaciones importantes estimularon la IED.

También es de destacar que la participación de América Latina en el total global de ingresos de inversión extranjera directa *subió desde 5% en 1988-1989 hasta 8,3% en 1994*. (Véase el cuadro 1.2) Cabe subrayar que dicho aumento de la participación de la inversión extranjera directa en América Latina dentro del total global se debe principalmente al aumento de la participación de la inversión extranjera directa en México; los flujos de IED hacia los países del Mercosur (que a los efectos de este trabajo incluye Chile) subieron en valores absolutos (pero no mucho en participación porcentual, como se aprecia en el cuadro 1.2. Incluso, como se aprecia en el cuadro 1.3, la participación de los flujos IED hacia los países del Mercosur, como

CUADRO 1.2

Flujos de capitales hacia países en vías de desarrollo por tipo de flujo y región
(en miles de millones de dólares y como porcentaje de los flujos mundiales)

	1988-1989		1990-1991		1992		1993		1994		1995
	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$
Inversión extranjera directa (neta)	175,7	100,0	177,6	100,0	162,1	100,0	200,7	100,0	212,5	100,0	nd
Países industriales	149,1	84,9	141,2	79,5	113,2	69,8	127,6	63,6	128,3	60,4	193,2
Países en desarrollo	26,6	15,1	36,4	20,5	48,9	30,2	73,0	36,4	84,2	39,6	nd
Asia	13,4	7,6	19,5	11,0	25,6	15,8	44,8	22,3	50,2	23,6	nd
África	2,1	1,2	1,7	0,9	2,2	1,4	2,3	1,2	3,2	1,5	nd
América Latina	8,7	5,0	9,7	5,4	13,8	8,5	14,1	7,0	17,6	8,3	14,9
Mercosur	4,2	2,4	3,8	2,1	6,9	4,3	8,6	4,3	5,2	2,5	7,9
Argentina	1,1	0,6	2,1	1,2	4,2	2,6	6,3	3,1	nd	nd	1,3
Brasil	2,0	1,1	1,0	0,6	2,1	1,3	1,3	0,6	3,1	1,4	4,9
Chile	1,1	0,6	0,6	0,3	0,7	0,4	0,8	0,4	1,8	0,8	1,7
Paraguay	ns	ns	0,1	ns	ns	ns	0,1	0,1	0,2	0,1	nd
Uruguay	ns	ns	nd	nd	nd	nd	0,1	0,1	0,2	0,1	nd
México	3,0	1,7	3,7	2,1	4,4	2,7	4,4	2,2	8,0	3,8	7,0

CUADRO 1.2 (Cont.)

	1988-1989*		1990-1991*		1992		1993		1994		1995
	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$
Flujos de portafolio (neto)	299,0	100,0	356,6	100,0	454,5	100,0	733,6	100,0	337,4	100,0	nd
Organizaciones internacionales	7,2	2,4	15,9	4,4	14,0	3,1	16,5	2,3	7,0	2,1	nd
Países industriales	283,6	94,9	313,6	88,0	397,7	87,5	621,7	84,7	277,3	82,2	472,5
Países en desarrollo	8,1	2,7	27,1	7,6	42,8	9,4	95,4	13,0	53,2	15,8	nd
Asia	1,2	0,4	2,0	0,6	7,1	1,6	25,1	3,4	18,8	5,6	nd
África	ns	ns	-0,1	0,0	3,4	0,8	0,3	ns	1,5	0,4	nd
América Latina	3,1	1,0	23,6	6,6	28,3	6,2	56,0	7,6	18,2	5,4	16,7
Mercosur	1,2	0,4	6,4	1,8	9,4	2,1	26,3	3,6	8,8	2,6	13,5
Argentina	1,0	0,3	3,8	1,1	7,1	1,6	18,7	2,5	nd	nd	3,2
Brasil	ns	ns	2,2	0,6	1,7	0,4	6,8	0,9	7,3	2,2	10,2
Chile	ns	ns	0,3	0,1	0,5	0,1	0,8	0,1	1,4	0,4	ns
Paraguay	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Uruguay	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	ns	ns	0,2	0,0	nd
México	2,0	0,7	8,1	2,3	18,0	4,0	28,9	3,9	8,2	2,4	-10,1

* Promedio anual;

ns: no significativo;

nd: no disponible.

Fuente: FMI, Balance of Payments Statistics Yearbook 1995 (Part 2).

CUADRO 1.3

Flujos de capitales hacia países en desarrollo por tipo de flujo y región
(en miles de millones de dólares y como porcentaje de flujos totales hacia países en desarrollo)

	1988-1989*		1990-1991*		1992		1993		1994		1995	
	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	
Inversión extranjera directa (neta)												
hacia:												nd
Países en desarrollo	26,6	100,0	36,4	100,0	48,9	100,0	73,0	100,0	84,2	100,0		nd
Asia	13,4	50,3	19,5	53,6	25,6	52,4	44,8	61,4	50,2	59,6		nd
África	2,1	7,8	1,7	4,6	2,2	4,5	2,3	3,2	3,2	3,8		nd
América Latina	8,7	32,7	9,7	26,5	13,8	28,3	14,1	19,3	17,6	20,8		14,9
Mercosur	4,2	15,8	3,8	10,5	6,9	14,2	8,6	11,8	5,2	6,2		7,9
Argentina	1,1	4,1	2,1	5,9	4,2	8,5	6,3	8,6	nd	nd		1,3
Brasil	2,0	7,4	1,0	2,9	2,1	4,2	1,3	1,8	3,1	3,6		4,9
Chile	1,1	4,2	0,6	1,5	0,7	1,4	0,8	1,2	1,8	2,1		1,7
Paraguay	ns	ns	0,1	0,2	ns	ns	0,1	0,2	0,2	0,2		nd
Uruguay	0,0	0,2	nd	nd	nd	nd	0,1	0,1	0,2	0,2		nd
México	3,0	11,4	3,7	10,2	4,4	9,0	4,4	6,0	8,0	9,5		7,0

CUADRO 1.3 (Cont.)

	1988-1989 *		1990-1991*		1992		1993		1994		1995	
	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	%	mm\$	
Flujos de portafolio (neto) hacia												
Países en desarrollo	8,1	100,0	27,1	100,0	42,8	100,0	95,4	100,0	53,2	100,0		nd
Asia	1,2	14,5	2,0	7,5	7,1	16,6	25,1	26,3	18,8	35,3		nd
África	ns	ns	-0,1	-0,5	3,4	8,0	0,3	0,3	1,5	2,8		nd
América Latina	3,1	38,1	23,6	87,2	28,3	66,1	56,0	58,7	18,2	34,2		16,7
Mercosur	1,0	12,1	6,4	23,6	9,4	21,9	26,3	27,6	8,8	16,6		13,5
Argentina	-0,1	-1,3	3,8	14,1	7,1	16,6	18,7	19,6	nd	nd		3,2
Brasil	ns	ns	2,2	8,1	1,7	4,0	6,8	7,1	7,3	13,7		10,2
Chile	ns	ns	0,3	1,1	0,5	1,1	0,8	0,9	1,4	2,6		ns
Paraguay	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd		nd
Uruguay	0,2	2,2	0,1	0,3	0,1	0,2	ns	ns	0,2	0,3		nd
México	2,0	24,1	8,1	29,8	18,0	42,2	28,9	30,3	8,2	15,4		-10,1

*Promedio anual;

ns: no significativo;

nd: no disponible.

Fuente: FMI, Balance of Payments Statistics Yearbook 1995 (Part. 2).

proporción de los flujos de IED hacia los países en desarrollo, cae bastante significativamente entre 1988-1989 y 1994. También cae durante el mismo período la participación de IED que va hacia América Latina, como proporción del total IED que va hacia los países en desarrollo (desde 33% en 1988-1989 a 18% en 1994), en tanto sube la participación de IED que va a los países asiáticos, en particular aquel que va a China, que subió considerablemente, llegando a \$36 mil millones en 1995.

Como se puede observar en el cuadro 1.2 las tendencias son bastantes diferentes para los flujos netos de portafolio hacia América Latina. Subieron espectacularmente desde \$3 mil millones (promedio anual) en 1988-1989 hasta \$56 mil millones en 1993; ello representó un aumento de 1700% en ese período, si bien cayeron en 1994. Los flujos de portafolio hacia América Latina no sólo siguieron las tendencias globales de securitización de los flujos de capitales, sino que la excedieron dramáticamente. Así, la participación de flujos de portafolio hacia América Latina en el total global aumentó desde 1% (promedio anual) en 1988-1989 hasta 7,6% en 1993, cayendo en 1994 a 5,4% pero manteniéndose aún muy elevados. Los aumentos de flujos de portafolio fueron importantes para los países del Mercosur, donde subieron desde \$1,2 mil millones en 1988-1989, hasta \$26 mil millones en 1993, lo cual significa un aumento porcentual de 2.000%. Dichos flujos de portafolio también aumentaron muchísimo (aunque a un ritmo levemente inferior) en México, ya que subieron desde \$2 mil millones hasta \$28,9 mil millones en 1993, lo que significó un incremento de 1.300%. Tanto para México como para el Mercosur dichos flujos cayeron bastante significativamente en 1994. También es importante destacar como la participación de flujos de portafolio hacia América Latina, como total de los flujos hacia países en desarrollo, ha sido sumamente alta; 38% del total en 1988-1989, 87% del total en 1990-1991, 66% en 1992, 59% en 1993, y 34% en 1994 (véase Cuadro 1.3). La participación de los países asiáticos ha sido mucho menor en esta categoría de flujos más volátiles.

En relación a los stocks de inversión extranjera directa en el Mercosur podemos apreciar su distribución sectorial en el cuadro 1.4, para el período 1985-1995. Cabe destacar que aumentó significativamente la importancia del sector primario y terciario en el *stock* de IED en el Mercosur; los sub-sectores que más han aumentado su participación son minería, petróleo y otros servicios. El sector secundario ha visto bajar su participación en forma bastante rápida, si bien el valor absoluto de la IED en el sector secundario ha aumentado bastante significativamente entre 1985 y 1995. Es importante destacar que entre los países del Mercosur, el origen de la IED varía sustancialmente. Datos aún no publicados de la CEPAL hasta 1995 nos indican que, para el *stock* de IED acumulada, la participación europea en Chile era del 24,7% del total (y la de los EE.UU., el 40%), mientras que para el caso de Brasil la participación europea significaba el 44% del total (y la de los EE.UU., el 36,7%). Para el caso de países relativamente pequeños, como Paraguay, hay una mayor participación de países latinoamericanos en los flujos de IED (de 46%).

CUADRO 1.4

Stock de la IED en el Mercosur por sector económico, 1985-1995
(en millones de dólares y como porcentaje)

	1985	%	1990	%	1995*	%
Sector primario	2967	8,6	5.890	11,3	11.385	14,8
Agricultura	453	1,3	704	1,3	1.282	1,7
Minería, canteras, petróleo	2.513	7,3	5.187	9,9	10.102	13,1
Sector secundario	24.445	70,7	31.789	60,9	37.720	48,9
Sector terciario	7.810	22,6	14.830	28,4	28.017	36,3
Comercio de distribución	1.345	3,9	2.000	3,8	2.005	2,6
Transporte y comunicaciones	107	0,3	418	0,8	499	0,6
Finanzas y seguros	2.313	6,7	4.651	8,9	5.975	7,7
Otros servicios	4.045	11,7	7.491	14,3	19.539	25,3
Total	34.591	100	52.239	100	77.121	100

Los datos cubren Argentina, Brasil y Chile.

*Las fechas de las estadísticas utilizadas para los países varían: Argentina (1992), Brasil (1993) y Chile (9/1995).

Fuentes: Directorio sobre la Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe, CEPAL (1993); Statistics on International Direct Investment of Dynamic non-member Economies in Asia and Latin America (1994); Banco Central de Brasil; Comité de Inversiones Extranjeras en Chile.

2. Flujos europeos hacia América Latina

No es fácil obtener datos para flujos de capital, desde una región particular hacia otra región particular. Instituciones como el FMI, la OCDE y otras no publican datos cruzados de esa forma.

A. Inversión extranjera directa

Una categoría de flujos donde es posible obtener información desglosada de esta forma es para la inversión extranjera directa, que se presenta en los cuadros 2.1 y 2.2. El único problema metodológico es que los flujos hacia América Latina incluyen como categoría importante, aquellos que van hacia los "off shore centres" (o paraísos fiscales), donde es imposible juzgar cuál es el destino final de dichos flujos (si bien se puede presumir que la mayoría tiene como destino final América Latina). Dichos flujos a los paraísos fiscales no son el tema principal de esta investigación, sin embargo, cabe destacar que éstos eran tan importantes como el total de la IED en la región en 1980-1984; entre 1985 y 1989, los flujos a los paraísos fiscales de la región se

duplicaron, y excedieron la IED dirigida al resto de la región. Sin embargo, desde 1990 los flujos a los paraísos fiscales prácticamente dejaron de crecer, lo cual, combinado con el alza de IED al resto de la región, significó que los mismos cayeran a alrededor de un 50% (Véanse cuadros 2.1 y 2.2).

CUADRO 2.1

Inversión extranjera directa a AL y el Caribe
(incluyendo los paraísos fiscales "off shore centres")
(en miles de millones de dólares y como porcentaje total)

Promedio anual	1980-1984	%	1985-1989	%	1990-1994	%
Europa	2,2	37	3,7	44	5,5	35
EE.UU.	2,7	46	2,9	34	9,6	61
Japón	1,0	17	1,8	22	0,7	4
Total	5,9	100	8,4	100	15,9	100

Fuente: OCDE y bancos centrales.

CUADRO 2.2

Inversión extranjera directa a AL y el Caribe
(excluye los paraísos fiscales "off shore centres")
(en miles de millones de dólares y como porcentaje total)

Promedio anual	1980-1984	%	1985-1989	%	1990-1994	%
Europa	1,2	41	1,3	54	2,1	23
EE.UU.	1,3	44	0,9	40	6,7	73
Japón	0,4	15	0,1	6	0,4	4
Total	2,9	100	2,4	100	9,2	100

Fuente: OCDE y bancos centrales.

Como podemos ver en los cuadros 2.1 y 2.2, los flujos de IED a América Latina han aumentado significativamente desde comienzos de la década de los ochenta, y en particular durante los noventa.

Los flujos de IED desde Europa hacia América Latina han crecido también en forma significativa. Es importante destacar que incluso en los años más duros de la crisis de la deuda latinoamericana (1983-1989), la IED europea hacia América Latina (excluyendo los paraísos fiscales) siguió aumentando (véase el cuadro 2.2 para 1985-1989) mientras que la IED norteamericana a América Latina disminuyó algo, y la IED japonesa cayó significativamente. Por tanto, se puede concluir que *los flujos europeos fueron más estables frente a la adversidad*, lo cual era clave, ya que en esos años la restricción de capitales externos era particularmente dañina para América Latina y para

su crecimiento económico. Ésta es una virtud de los flujos europeos que vale la pena destacar. Cabe señalar también que la inversión extranjera europea ha sido particularmente activa en el sector manufacturero, en contraste con la de Estados Unidos y Japón, que han sido particularmente activas en los sectores primarios (Beetz y Van Ryckeghem, 1993).

Cabe señalar, sin embargo, que durante los noventa, ha aumentado muy significativamente la IED estadounidense hacia América Latina. Si bien la IED europea ha aumentado también en forma importante (véase nuevamente cuadros 2.1 y 2.2), su participación en la IED total en la región ha caído. Así para la IED total hacia América Latina (incluyendo los paraísos fiscales), la IED europea cayó desde 44% en 1985-1989 hasta 35% en 1990-1994. La caída es bastante mayor si excluimos los paraísos fiscales.

Es importante destacar la importancia de América Latina y el Caribe como destino de las IED europeas, ya que América Latina y el Caribe son el principal destino de las inversiones europeas fuera de la OCDE, representando en 1992-1993 un 28% de los flujos europeos fuera de la OCDE mientras el Sudeste Asiático recibía 26% y los países en transición un 20%. Según datos del Survey of Current Business del U.S. Department of Commerce, también para los EE.UU. en ese período, América Latina ha sido el principal destino de IED fuera de la OCDE.

Con respecto a los flujos de IED hacia los países del Mercosur, podemos apreciar en el cuadro 2.3, que los provenientes de Europa han aumentado sistemáticamente desde 1980-1984 hasta 1990-1994. Sin embargo, nuevamente el aumento de los flujos estadounidenses al Mercosur ha sido más rápido, particularmente para el período de los noventa. Como consecuencia, la participación europea en IED al Mercosur cayó desde 47% en 1980-1984 a 44% en 1985-1989 y a sólo 26% en 1990-1994.

CUADRO 2.3

Inversión extranjera directa a Mercosur
(en miles de millones de dólares y como porcentaje total)

Promedio anual	1980-1984	%	1985-1989	%	1990-1994	%
Europa	0,9	47	1,0	44	1,2	26
EE.UU.	0,7	40	1,0	47	3,4	71
Japón	0,2	13	0,2	9	0,2	3
Total	1,9	100	2,2	100	4,7	100

Fuente: OCDE y bancos centrales.

Como consecuencia, la participación europea en el *stock* de la IED en el Mercosur ha caído algo en el período 1985-1995, como se puede apreciar en el cuadro 2.4 si bien su nivel en 1995 (38% del total) es aún muy elevado. Es en 1995 cuando los EE.UU. superan a Europa en *stock* de IED en Mer-

cosur. Cabe destacar que prácticamente no hubo caída en la participación europea en el *stock* de la IED en Brasil entre 1985 y 1992, mientras que la participación europea cayó en el caso de Argentina, y algo más en el de Chile (a pesar de que incluso en este último país el *stock* europeo de IED subió significativamente desde 694 millones de dólares a 3,17 miles de millones entre 1985 y 1992).

CUADRO 2.4

Stock de la IED en el Mercosur según el país de origen, 1980-1985
(en miles de millones de dólares y como % del total)

	1985	%	1990	%	1995+	%
Unión Europea*	14,705	42,5	23,008	43,9	32,693	37,7
EE.UU y Canadá	13,550	39,2	19,754	37,7	35,098	40,5
Japón	2,498	7,2	4,034	7,7	4,851	5,6
Mercosur	232	0,7	381	0,7	2,484	2,9
Otros**	3,606	10,4	5,177	9,9	11,515	13,3
Total	34,591	100	52,354	100	86,641	100

* Incluye Suiza.

** Incluye paraísos fiscales.

+ Las fechas de las estadísticas varían: Argentina (1992), Brasil (1993) y Chile (9/1995).

Fuentes: Directorio sobre la Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe, CEPAL (1993); Statistics on International Direct Investment of Dynamic non-member Economies in Asia and Latin America (1994), OCDE; Banco Central de Brasil, Comité de Inversiones Extranjeras en Chile.

Datos elaborados por los autores.

Privatizaciones

Cabe destacar que la IED europea ha desempeñado un importante papel en las privatizaciones en América Latina, así como en las inversiones posteriores ligadas a la privatización.

Desde 1987 los países de América Latina han vivido una ola grande de privatizaciones. Los países que han impulsado estos procesos son Chile y Argentina. En los años noventa se privatizó una gran cantidad de empresas paraestatales y públicas principalmente en los sectores de servicios: finanzas, energía, transporte y telecomunicaciones. En razón de restricciones constitucionales sobre la propiedad extranjera, algunos países latinoamericanos (como Brasil) no han abierto algunos sectores a la participación extranjera.

La empresa Telefónica de España se destaca claramente por su participación en las privatizaciones en Argentina, Perú, Venezuela, Puerto Rico y en la compra de acciones de CTC de Chile. Recientemente ha invertido en Brasil. También estuvieron muy activas las empresas France-Telecom y Stet de Italia. Las empresas telefónicas europeas han ganado en general la

competencia con las empresas de los EE.UU. que participaron en la licitación de empresas privatizadas. A veces, empresas de ambas regiones se aliaron en consorcios como fue el caso entre France-Telecom y Southwestern Bell en la compra de TELMEX.

En el sector de transporte aéreo, la empresa estatal española Iberia adquirió el 49% de Aerolíneas Argentinas, invirtiendo 330 millones de dólares (CEPAL, 1995).

Brasil se destaca por su falta de privatizaciones hasta la fecha; sin embargo, existen planes para privatizar varias empresas importantes en el futuro. En julio 1996, el gobierno de Brasil anunció un programa amplio de privatizaciones que se llevaría a cabo a partir de 1997. La venta de compañías estatales incluye 11 unidades de plantas de energía y sistemas de transmisión de la red Eletrobrás (por un monto de entre 2,5 miles de millones y 3 mil millones); 31 puertos y la Companhia Vale do Rio Dolce, una empresa minera (por un monto de alrededor de 5,5 miles de millones). La privatización de ésta estaba planificada para 1997 pero el descubrimiento reciente de nuevas reservas mineras ha obstaculizado el proceso de venta.

Con la nueva ley de telecomunicaciones promulgada en 1996 se espera alentar la IED en este sector. En diciembre de 1996, un consorcio dirigido por Telefónica de España compró el 35% de CRT, empresa telefónica del estado de Rio Grande do Sul, por un monto de 656 millones de dólares. Este consorcio, que incluía empresas de Brasil, Estados Unidos y Chile, superó al consorcio rival de Stet de Italia. Chile había privatizado la mayor parte de sus empresas en períodos anteriores.

Como consecuencia, el país del Mercosur con mayores privatizaciones recientes ha sido la Argentina.

El cuadro 2.5 muestra que la participación europea en las privatizaciones en América Latina (en cuanto a número de empresas) fue más alta que la de los Estados Unidos. En algunos sectores, como transporte aéreo, sólo hubo participación europea (y no otra participación extranjera).

En el caso de la Argentina, (véase cuadro 2.6) país para el cual disponemos de cifras por origen de privatización, la participación europea representó el 52% de la participación extranjera (siendo mucho más alta que la estadounidense) y el 31% del financiamiento total.

El vínculo entre privatizaciones y los flujos de la IED

Las privatizaciones han servido como punto de partida en el fomento de flujos adicionales de IED. Esto se da, en parte, a raíz de los compromisos adquiridos en las licitaciones, y se ha manifestado sobre todo en las telecomunicaciones, donde la IED ha significado un mejoramiento en el servicio brindado (ampliación de la red, digitalización, reducción de tiempo de conexión, etcétera). Entre 1988 y 1994 CTC ha invertido \$400 millones anuales en la red chilena; en Argentina se ha invertido 5 mil millones de dólares desde la privatización; en México 10 mil millones; en Perú mil millones; etcétera. En total, la suma de inversión excede 20 mil millones (IRELA, 1996, pp. 54-55).

CUADRO 2.5

Participación europea en empresas privatizadas en América Latina por sector (1986-1992)

	Total en en millones de dólares	No. de empresas privatizadas	Participación europea*	Participación de EE.UU.*	Participación extranjera restante*
Minería	865	3	-	-	2
Petróleo	1.846	1	1	1	1
Energía	2.380	1	1	1	-
Electricidad	1.797	3	1	1	1
Siderurgia	3.260	8	1	-	2
Petroquímica	919	3	1	-	-
Química	672	3	-	-	1
Finanzas	11.961	20	-	-	-
Transporte aéreo y terrestre	1.185	7	3	-	-
Telecomunicaciones	6.036	7	5	4	1
Total	30.921	56	13	7	8

* Las cifras indican en cuantas compras participaron empresas del país o zona mencionada.

Fuente: Directorio sobre la Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe, CEPAL (1993).

CUADRO 2.6

Argentina. Origen de la IED en empresas privatizadas, 1990-1993

País	Monto en millones de dólares	%
Argentina	3.109	39
Extranjera	4.724	61
EE.UU.	1.255	27
Europa	2.458	52
AL y C	711	15
Otra	300	6
Total	7.833	100

Fuente: Agosín (1995).

La inversión que sigue después de las privatizaciones ha sido mucho mayor que el valor de compra de las mismas empresas. Como la tecnología sigue desarrollándose últimamente a un ritmo fenomenal en este sector las empresas necesitan hacer fuertes inversiones anuales para actualizarse constantemente y de esta manera ser competitivas internacionalmente. Aunado a esto, hay que tomar en cuenta el rezago del sector antes de las privatizaciones. La protección y la falta de competencia inicial ha alentado a las nuevas empresas a hacer inversión adicional, puesto que gozan de cierta libertad para imponer tarifas altas en un mercado cerrado a corto plazo. Este tiempo les permite actualizar y modernizar la red antes de que se abra el mercado a la competencia de otros actores. El sector de las telecomunicaciones demuestra claramente que la entrada de capital extranjero puede ampliar la infraestructura en países latinoamericanos, dotando a grandes sectores de la población de servicios a los que antes no tenían acceso, y beneficiando al desarrollo económico de la zona.

Por otro lado y al margen de las privatizaciones, desde 1992 han habido importantes flujos de IED en el sector manufacturero hacia Argentina, Brasil y México, donde los inversionistas buscan aprovechar el gran tamaño de los mercados que les presenta el Mercosur y el TLC. En Brasil y México se destaca la IED en el sector automotor. En el caso del Mercosur las principales compañías automotrices de Asia (Hyundai, Toyota), Europa (Volkswagen, Mercedes-Benz, Fiat, Scania, Peugeot y Renault) y las de EE.UU. (General Motors, Chrysler, Ford) han anunciado planes para invertir más de \$13 mil millones entre 1995 y 2000.

Como se puede apreciar en el cuadro 2.7 un área de importancia creciente para la inversión privada en América Latina es la de infraestructura, con una inversión total en la región de \$61 mil millones en el período 1990-1995 con la mayor magnitud de proyectos privados en infraestructuras en la Argentina. También han comenzado a cobrar importancia los proyectos de infra-estructura regionales, por ejemplo la Hidrovía Paraná-Paraguay. Aquí se abre un campo muy importante para la IED. Concesiones para construir, operar y

administrar puertos, carreteras, ferrocarriles —así como generar y distribuir electricidad— ofrecen oportunidades importantes a empresas extranjeras. De hecho, un número creciente de compañías extranjeras están comenzando a aprovechar dichas oportunidades. Estimaciones preliminares indican que empresas de tres países europeos (italianas, británicas y francesas) son las más importantes en la construcción en América Latina, ya que representan el 39% del total de dichas inversiones, mientras que las empresas norteamericanas sólo representan el 32%. Las empresas españolas también comienzan a desempeñar un papel importante en América Latina, región donde tienen el 62% de sus actividades internacionales.

CUADRO 2.7
Proyectos privados de infraestructura en AL y C (1990-1995)

País	Total de proyectos*	Costo (millones)
Al y C total	235 (170)	61.453
<i>Mercosur</i> **	96 (73)	28.954
Argentina	70 (61)	26.485
Brasil	4 (2)	509
Chile	22 (11)	1.960
Colombia	11 (6)	591
México	80 (63)	24.438
Perú	4 (4)	2.915

* Se precisa entre paréntesis el número de proyectos cuyos costos se conocen.

** No incluye Paraguay y Uruguay.

Fuente: banco de datos World Bank PPI.

B. Préstamos bancarios

Para el caso de los préstamos bancarios, hemos elaborado datos novedosos que reflejan en detalle las fuentes por regiones (y aun por países de la Unión Europea hacia América Latina y el Mercosur). Ello ha sido posible debido a la disponibilidad de información primaria, en una publicación del Banco de Pagos Internacionales, *BIS, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lendings*. Como la presentación de dicha publicación ha cambiado recientemente para incluir estadísticas por país receptor hemos obtenido especialmente datos no publicados del Banco de Pagos Internacionales para años anteriores (con categorías levemente distintas, ya que se refieren a préstamos europeos y norteamericanos, que incluyen EE.UU. y Canadá).

Es importante destacar que los bancos de los países de la Unión Europea con 101 mil millones de dólares, representaban el 49% del total de los préstamos bancarios a América Latina en junio de 1995. Dicho volumen de préstamos es casi doble de los de origen estadounidense que con 55 mil millones, representaban el 27% del total de préstamos bancarios; es además muy

superior al *stock* de créditos japoneses, que, con 14 mil millones representaba el 7% del total (véase cuadro 2.8). Es interesante destacar que en el caso de Asia, también el *stock* de préstamos bancarios europeos es el mayor pero supera sólo marginalmente el de préstamos bancarios estadounidenses a Asia.

Como se aprecia en el cuadro 2.9 los bancos europeos han tenido un *stock* de préstamos bancarios hacia América Latina más elevado que los bancos norteamericanos, durante todo el período desde 1988, y la magnitud de la diferencia ha crecido muy significativamente, entre 1988 y 1996, desde el 3% del total en 1988, hasta el 23% en 1996.

CUADRO 2.8

Stock de créditos bancarios internacionales por país de origen hacia países en desarrollo (en miles de millones de dólares y como porcentaje de créditos bancarios totales europeos) Fin junio 1995

	U.E. *	%	Japón	%	EE.UU.	%	Total **
Países en desarrollo	275,4	47,9	129,3	22,5	83,0	14,4	574,6
Asia	108,5	38,7	108,0	38,5	22,2	7,9	280,3
África	29,1	78,2	2,3	6,1	1,6	4,3	37,3
América Latina	101,0	49,5	14,5	7,1	55,2	27,0	204,1
Mercosur	52,6	49,3	7,7	7,2	27,0	25,2	106,7
Argentina	20,4	54,3	1,9	4,9	10,8	28,6	37,6
Brasil	24,8	47,3	4,8	9,0	11,2	21,2	52,5
Chile	4,6	39,4	1,0	8,9	3,8	32,0	11,7
Paraguay	0,5	45,2	nd	nd	0,1	12,5	1,0
Uruguay	2,2	57,9	0	0,8	1,2	30,1	3,9
México	26,2	44,2	4,4	7,4	19,6	33,0	59,2

* Excluye Portugal y Grecia; ** UE, Canadá, EE.UU., Japón, Noruega.

CUADRO 2.9

Stock de créditos bancarios internacionales por país de origen hacia países en desarrollo (en miles de millones de dólares y como porcentaje de créditos bancarios totales europeos) Fin diciembre 1994

	U.E. *	%	Japón	%	EE.UU.	%	Total **
Países en desarrollo	244,3	46,6	114,3	21,8	83,0	15,8	523,9
Asia	87,6	36,8	93,3	39,2	19,8	8,3	238,1
África	28,4	77,5	2,2	5,9	1,6	4,4	36,7
América Latina	92,7	46,9	13,6	6,9	57,4	29,1	197,6
Mercosur	47,3	48,0	7,1	7,2	26,1	26,5	98,4
Argentina	18,6	54,2	1,7	4,9	9,9	28,7	34,3
Brasil	20,6	43,2	4,5	9,4	11,4	23,9	47,6
Chile	6,0	49,0	1,0	7,8	3,7	30,1	12,2
Paraguay	0,4	52,1	nd	nd	0	4,1	0,7
Uruguay	1,7	48,1	0	0,9	1,1	31,5	3,5
México	25,0	40,5	4,0	6,5	22,2	35,9	61,7

* Excluye Portugal y Grecia; ** UE, Canadá, EE.UU., Japón, Noruega.

Fuentes: Banco de Pagos Internacionales de Basilea *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, varias ediciones.

Para los países del Mercosur vemos un papel igualmente importante de los bancos de la Unión Europea, que representan el 49% del total de préstamos a dicha región en junio de 1995 (véase cuadro 2.8). Para la Argentina, los bancos de la Unión Europea son aún más importantes ya que representan el 54% del total de préstamos. Es de destacar también que los préstamos bancarios europeos son más importantes en los países de Mercosur que en México, si bien también en este último país son los bancos de la UE la fuente principal de créditos.

En forma paralela a lo sucedido en América Latina, los bancos europeos han tenido un *stock* de préstamos bancarios más elevados hacia el Mercosur que los bancos norteamericanos durante el período 1988-1996; la diferencia a favor de Europa ha crecido muy significativamente, desde un 5% en 1988 hasta el 24% en 1996. Tanto para el Mercosur, como para el total de América Latina, a mediados de la década de los ochenta —en 1985—, el volumen de préstamos norteamericanos había sido mayor que el de préstamos europeos (véase cuadro 2.10).

Podemos concluir que entre 1985 y 1996, la banca europea ha tenido un aumento bastante importante en su volumen de préstamos bancarios al Mercosur, desde 38,8 miles de millones de dólares en 1985 hasta 66,1 miles de millones en 1996, mientras el de préstamos norteamericanos cayó durante el período desde 43,7 miles de millones en 1985 hasta 36,8 en 1996. Tendencias parecidas pueden apreciarse para América Latina en su conjunto (véase cuadro 2.10)

Es además importante destacar que la participación de bancos de la Unión Europea en el volumen de préstamos bancarios a América Latina y al Mercosur aumentó bastante significativamente entre diciembre de 1994 y junio de 1995, es decir, durante los meses de la crisis del peso mexicano (cfr. cuadros 2.8 y 2.9). Ello significa que los bancos europeos fueron “buenos amigos en malos tiempos”, en forma similar a como los inversionistas directos europeos fueron “buenos amigos en malos tiempos”, en los peores años de la crisis de la deuda latinoamericana en los ochenta. En lenguaje más técnico, en ambos casos, los flujos europeos tuvieron un comportamiento contracíclico, ya que aumentaron durante períodos en que caían otros flujos, y por tanto, cuando era más esencial para los países latinoamericanos contar con ellos. Ésta es una característica muy positiva.

De hecho, como se puede apreciar en el cuadro 2.11 los nuevos créditos netos de los bancos de la Unión Europea a América Latina y al Mercosur fueron durante los primeros seis meses de 1995 mayores que durante todo 1994. Los créditos netos norteamericanos fueron negativos (en 2,2 miles de millones) en los primeros meses de 1995, mientras que los créditos de bancos japoneses fueron insignificantes. Ello nuevamente ilustra el papel contracíclico que desempeñaron los bancos europeos en la primera mitad de 1995. Parece de interés mencionar que fueron principalmente bancos franceses (y en menor grado, alemanes) los que prestaron a América Latina (y al Mercosur) en la primera mitad de 1995.

CUADRO 2.10

Monto de créditos bancarios en América Latina y Mercosur (en miles de millones de dólares)

	Europa				EE.UU.				Total	
	Europa en A.L.		Europa en Mercosur		EE.UU. en A. L.		EE.UU. en Mercosur		A.L.	Mercosur
	A.L.	%	Mercosur	%	A.L.	%	Mercosur	%		
1985	78,6	33	38,8	34	94,2	40	43,7	39	236,5	113,3
1988	80,7	37	42,3	38	74,6	34	36,9	33	220,6	110,2
1990	81,2	44	44,7	48	52,6	28	22,8	24	184,8	93,7
1992	86,9	46	47,8	50	52,5	28	20,9	22	187,0	94,7
1995	111,9	53	60,2	53	66,5	31	35,1	31	212,2	114,2
1996	119,4	54	66,1	54	67,8	31	36,8	30	221,1	121,5

Fuentes: BIS, datos calculados especialmente para este estudio.

CUADRO 2.11

Flujos netos de créditos bancarios hacia países en desarrollo durante los primeros seis meses de 1995
(en miles de millones de dólares)

	Primeros seis meses de 1995				1994			
	U.E.*	Japón	EE.UU.	Total**	U.E.*	Japón	EE.UU.	Total**
Países en desarrollo	31,1	15,0	0	50,7	36,6	14,3	6,1	67,0
Asia	20,9	14,6	2,4	42,3	24,6	20,6	2,7	54,6
África	0,8	0,1	0	0,6	-0,3	0	-0,4	0,1
América Latina	8,3	0,8	-2,2	6,6	6,5	-5,1	4,8	7,8
Mercosur	5,3	0,6	0,9	8,4	3,1	-5,2	2,5	0,1
Argentina	1,8	0,2	0,9	3,3	3,7	-0,6	0,2	4,0
Brasil	4,3	0,3	-0,2	4,9	-2,7	-4,7	2,0	-6,6
Chile	-1,4	0,1	0,1	-0,5	1,7	0	0,4	2,2
Paraguay	0,1	nd	0,1	0,3	0,2	nd	0	0,3
Uruguay	0,6	0	0,1	0,4	0,2	0	-0,1	0,2
México	1,2	0,4	-2,6	-2,5	1,2	0,4	2,9	6,5

* Excluye Portugal y Grecia; ** UE, Canadá, EE.UU., Japón, Noruega.

Fuentes: Cifras calculadas de BIS, *The Maturity, Sectoral...*

Podemos apreciar la distribución intra-Unión Europea del *stock* de créditos bancarios hacia América Latina en el cuadro 2.12. Allí podemos ver que son los bancos alemanes los más importantes (con el 27% de los préstamos de bancos de la UE), seguidos por bancos ingleses (con el 21%), bancos franceses (19%), bancos italianos (12%), holandeses (11%) y españoles (9%).

C. Flujos de portafolio

Como se destacó en la sección 1, los flujos de portafolio han cobrado una gran importancia en los flujos de capital hacia América Latina en la década de los noventa. Los flujos de portafolio adoptan principalmente dos modalidades; emisiones internacionales de bonos y emisiones internacionales de acciones.

1) Emisiones internacionales de bonos

De particular importancia en los flujos de capitales hacia América Latina, dado su gran tamaño, han sido las emisiones internacionales de bonos. Como se puede apreciar en el cuadro 2.13, la emisión internacional de bonos latinoamericanos partió de niveles bajos en 1990 (de 3 mil millones de dólares), para llegar a un máximo de 29 mil millones en 1993, caer algo en

1994, recuperarse en 1995, cuando dicha emisión alcanzó \$23 mil millones. Cabe destacar que en los primeros diez meses de 1996, la altísima emisión de bonos latinoamericanos, 41 mil millones de dólares, fue muy superior al monto total anual de emisiones de bonos en los años anteriores.

CUADRO 2.12

Monto de créditos bancarios internacionales por país de origen hacia países en desarrollo
(en miles de millones de dólares y como porcentaje de créditos totales europeos)
(junio 1995)

	Francia	%	Alemania	%	Italia	%	Países Bajos	%	España	%	Reino Unido	%	U.E*	%
Países en desarrollo	65,9	24	69,8	25	19,5	7	21,1	8	12,9	5	63,3	23	275,4	100
Asia	28,6	26	26,0	24	3,5	3	7,9	7	1,2	1	28,9	27	108,5	100
África	11,9	41	3,5	12	4,2	14	1,1	4	2,1	7	2,6	9	29,1	100
América Lat.	18,8	19	27,2	27	9,3	9	11,1	11	9,4	9	21,3	21	101,0	100
Mercosur	9,9	19	15,7	30	6,2	12	5,9	11	4,6	9	9,1	17	52,6	100
Argentina	3,2	16	6,5	32	3,9	19	1,6	8	2,0	10	2,8	14	20,4	100
Brasil	5,9	24	7,5	30	1,6	6	3,0	12	1,0	4	5,2	21	24,8	100
Chile	0,6	13	1,2	27	0,3	6	0,7	14	0,9	19	0,7	15	4,6	100
Paraguay	0,1	11	0,2	36	0,1	30	nd	nd	0,0	0,1	15	0,5	100	
Uruguay	0,2	7	0,3	12	0,3	13	0,6	28	0,6	26	0,3	14	2,2	100
México	5,7	22	4,5	17	1,5	6	2,6	10	2,5	9	8,5	32	26,2	100

* Excluye Portugal y Grecia; nd: no disponible.

Fuentes: Cifras calculadas de BIS, *The Maturity, Sectoral...*

CUADRO 2.13

Emisiones internacionales de bonos (en miles de millones de dólares)*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996**
América Latina y Caribe	2,8	7,2	12,6	28,8	18,2	23,4	41,0
Mercosur	0	2,8	5,4	13,2	9,7	13,9	21,9
Argentina	0	0,8	1,6	6,3	5,3	6,4	11,3
Brasil	-	1,8	3,6	6,5	4,0	7,0	9,5
Chile	-	0,2	0,1	0,3	0,2	0,3	1,0
Uruguay	-	-	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
México	2,5	3,8	6,1	11,3	6,9	7,6	16,9

* Financiero bruto.

** Enero a octubre.

Fuentes: FMI, *International Capital Markets & Private Market Financing for Development Countries*, varias ediciones (Datos proporcionados por el FMI para 1996).

Cabe destacar que, según señala la CEPAL en su *Informe Preliminar de la Economía Latinoamericana 1996*, una característica importante de las emisiones de bonos ha sido el alargamiento de sus plazos promedios en forma bastante significativa, desde los cuatro años en 1995 a siete años en 1996; además comienzan a observarse con mayor frecuencia emisiones de diez y más años.

Claramente ésta es una tendencia muy positiva, ya que al aumentar los plazos disminuye la potencial volatilidad de los flujos de bonos y sus posibles efectos negativos sobre las economías latinoamericanas; ello es particularmente importante dado el elevado nivel de emisión de bonos latinoamericanos, y su alta participación en los flujos totales. Sin embargo, una tendencia a la vez interesante y preocupante es que una proporción bastante más elevada de bonos latinoamericanos en 1996 tuvo mayores opciones en relación con el período 1992-1993 (véase el cuadro 2.14).

CUADRO 2.14

Proporción de bonos emitidos, con opciones (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
América Latina	24,6	22,2	8,1	4,8	5,7	5,6	10,8
Argentina	0	39,2	14,1	3,5	0,0	3,1	2,1
Brasil	0	35,4	7,0	16,2	19,9	13,9	35,8
Chile	0	0	0	0	0	0	0
Paraguay	0	0	0	0	0	0	0
Uruguay	0	0	0	0	0	0	0
México	29,1	10,5	8,8	1,7	2,9	4,0	13,3

Fuentes: Cálculos propios basados en datos de Capital Market Bondware.

Dicha tendencia al aumento de tales opciones fue particularmente abrupta para el caso del Brasil, principalmente para evadir medidas tanto regulatorias como tributarias, que tratan de incentivar emisión de papel de más largo plazo. De hecho, la existencia de las opciones permiten (pero no obligan) al prestamista a liquidar su préstamo a un plazo más corto (habitualmente de dos o tres años) que el plazo total formal del préstamo. Como consecuencia, no sólo le permiten al prestamista evadir ciertas disposiciones regulatorias o tributarias, sino también, mantener mayor flexibilidad para retirarse de un país en un plazo relativamente breve. Desde la perspectiva del país, y del prestatario, la existencia de dichas opciones significa una mayor volatilidad potencial, que puede ser más difícil de manejar porque la existencia de tales opciones no siempre está disponible en las estadísticas.

Es difícil obtener información exacta de las fuentes de capital para bonos internacionales, ya que dichos bonos son transados globalmente, y no existen datos sobre la nacionalidad de los compradores. Sin embargo, se pueden seguir pistas muy significativas con la información disponible.

Una indicación muy importante del origen de los compradores de bonos se relaciona con la moneda en que han sido emitidos. Como se puede apreciar en el cuadro síntesis 2.15, *una proporción relativamente pequeña, pero muy rápidamente creciente, de bonos latinoamericanos ha sido colocada en monedas europeas*; podemos ver que las monedas europeas (y principalmente, el marco alemán) representaban sólo el 9% del total de la emisión en 1993, pero que dicho porcentaje aumentó significativamente a 22 en 1995; para los primeros tres meses de 1996, la participación de bonos emitidos en monedas europeas volvió a incrementarse significativamente, llegando al 40%. Este cambio importante en la composición de monedas con una mayor participación europea (y japonesa) se debe en parte a una retirada parcial de inversionistas estadounidenses de los mercados de bonos de los países en desarrollo (retirada que fue particularmente acentuada para el caso latinoamericano). También se debe a la posibilidad que se abrió a los prestamistas latinoamericanos en 1995 y 1996 de obtener condiciones más favorables de costo (debido tanto a tasas de interés como a márgenes más bajos) y de plazo, al emitir bonos en monedas europeas o en yenes.

Finalmente, cabe destacar que prácticamente todos los bonos internacionales latinoamericanos (incluyendo aquellos denominados en dólares) son negociados en Londres y listados en Luxemburgo, es decir, que el lugar donde se efectúan las transacciones es Europa.

En este contexto, puede ser valioso evaluar la conveniencia de mejorar la información sobre inversionistas en bonos, de acuerdo, por ejemplo, con su nacionalidad y/u otras características; dado que la gran mayoría de dichos bonos se transan en Europa. Tal iniciativa podría surgir ya sea del país donde se transan (Gran Bretaña) o, tal vez, en el ámbito comunitario.

CUADRO 2.15

Flujos de capitales hacia América Latina por tipo y origen
(en miles de millones de dólares y como porcentaje del total)

	IED	%	Bonos	%	Acciones	%	Créditos bancarios	%
Europa								
1995	nd	nd	5,2*	22	nd	nd	8,3****	121
1994	4,6	27	1,5*	8	5,3	49	6,5	105
1993	1,4	14	2,6*	9	4,3	30	nd	nd
1992	1,4	19	nd	nd	2,2	23	nd	nd
EE.UU.								
1995	nd	nd	13,1**	56	nd	nd	-2,2****	-33
1994	11,6	69	16,0**	88	5,0	46	4,8	78
1993	8,3	84	25,5**	88	9,3	64	nd	nd
1992	5,6	77	nd	nd	7,0	76	nd	nd
Japón								
1995	nd	nd	5,2***	22	nd	nd	0,8****	12
1994	0,6	3	0,7***	4	0,5	5	-5,1	-83
1993	0,1	1	0,8***	3	0,8	6	nd	nd
1992	0,3	4	nd	nd	0,1	1	nd	nd
Total								
1995	nd	nd	23,4	100	nd	nd	6,9****	100
1994	16,8	100	18,3	100	10,8	100	6,2	100
1993	9,9	100	28,8	100	14,4	100	nd	nd
1992	7,2	100	nd	nd	9,2	100	nd	nd

* Eurobonos emitidos en marcos alemanes y otras monedas europeas.

** Eurobonos emitidos en dólares.

*** Eurobonos emitidos en yenes.

**** Primera mitad de 1995.

nd: no disponible

Fuente: FMI, *International Capital Markets...* 1996, IRELA (1996), BIS.

2) Emisión internacional de acciones

Como se puede apreciar en el cuadro 2.16, también la emisión internacional de acciones fue una fuente importante de capitales para América Latina en la primera parte de los noventa (si bien bastante inferior que la de los bonos). Cabe destacar además que a diferencia de los bonos, la emisión de acciones cayó dramáticamente después de la crisis del peso mexicano y se ha recuperado lentamente en 1996 pero a niveles bastante inferiores que los alcanzados en los años 1990-1994. En relación con la participación europea en las compras internacionales de acciones, cabe destacar (según se ve en el cuadro 2.15) que dicha participación ha sido claramente creciente en los últimos años, subiendo desde el 23% del total en 1992 al 30% del total en 1993 y al 49% en 1994. Ello ha coincidido con una participación decreciente de los inversionistas estadounidenses. Como consecuencia, en 1994 (pero no en los dos años previos) la participación europea en las emisiones latinoamericanas de acciones (49%) fue mayor que la estadounidense (46%).

CUADRO 2.16

Emisiones internacionales de acciones (en miles de millones de dólares)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996*
América Latina	6,0	4,1	4,1	6,0	4,7	1,0	2,2
Mercosur	3,0	0,4	0,6	3,0	2,5	0,5	0,6
Argentina	2,7	0,4	0,4	2,7	0,7	-	0,2
Brasil	-	-	0,1	-	1,0	0,3	0,1
Chile	0,3	-	0,1	0,3	0,8	0,2	0,3
Uruguay	-	-	-	-	-	-	-
México	2,9	3,8	3,1	2,9	1,7	-	0,6

* Enero a octubre.

Fuente: FMI: *International Capital Markets & Private...* (datos proporcionados por el FMI para 1996).

D. Breve conclusión

Al examinar nuevamente el cuadro 2.15, podemos ver que en años recientes los flujos europeos son totalmente dominantes en créditos bancarios y representan más del 100% (ya que en 1994 hubo flujos netos negativos japoneses, y en 1995 flujos netos negativos estadounidenses): *para 1994 los flujos europeos fueron la principal fuente regional para acciones.* En inversión extranjera directa, los inversionistas europeos desempeñan un papel menor en años recientes (ya que domina la inversión estadounidense); sin embargo,

fueron amigos leales en tiempos difíciles durante los ochenta. En el mercado de bonos la participación europea parece ser bastante menor que la estadounidense, si bien la información disponible no nos da una estimación totalmente precisa de las fuentes regionales (por ejemplo, los inversionistas latinoamericanos, que retornan capitales en los noventa, probablemente tienden a hacerlo principalmente en dólares, lo cual distorsiona el cuadro).

También cabe destacar que en cada una de las categorías de flujos (IED, bonos, acciones y préstamos), *la participación europea en el período 1992-1995 ha sido creciente. Ello parece un hecho positivo importante.* Sin embargo, su significación no debe ser exagerada ya que el período es corto, y en parte dichas tendencias pueden obedecer a factores coyunturales (como son tasas de interés europeas más bajas que las estadounidenses, lo que explica en parte el aumento de emisiones de bonos en monedas europeas).

3. *Características y criterios de inversión de diferentes agentes financieros: regulaciones que afectan a dichas instituciones*

Características y criterios de diferentes agentes financieros

La fuente última de flujos de capital (tanto global como hacia América Latina) se origina en la riqueza de individuos e instituciones. Un desarrollo reciente clave de los mercados financieros internacionales es que los inversionistas individuales han delegado cada vez más el manejo de sus activos a *fund managers* profesionales. Esta institucionalización de los ahorros es clave para explicar el proceso de diversificación internacional de portafolios, que ha aumentado la influencia de un número relativamente pequeño de grandes inversionistas institucionales internacionales sobre la evolución de los mercados de bonos y acciones en países como los latinoamericanos.

Como se puede apreciar en el cuadro 3.1, la propiedad total de activos del mundo industrializado llegaba a una suma de 42,6 miles de millones de dólares. La principal fuente de estos activos son los individuos privados, que se estima tienen activos de alrededor de 28,9 miles de millones. La mayor parte de sus activos son manejados internamente (es decir, por ellos mismos); sin embargo, cabe destacar que 3,7 miles de millones son manejados por *fund managers*, y que estos fondos son su principal fuente de dinero. La segunda fuente de fondos para los *fund managers* son los activos de los fondos de pensiones privados.

Tal vez lo más importante desde nuestra perspectiva es destacar que la principal fuente de fondos para la compra de bonos y acciones extranjeras proviene de individuos privados, que son la fuente última de quinientos millones de dólares en bonos extranjeros y de mil millones en acciones extranjeras. Dado que, como discutiremos más abajo, hay alguna evidencia que los individuos se comportan en forma más volátil (aun cuando sus fondos

sean canalizados a través de instituciones como fondos mutuos), el hecho que los individuos son la principal fuente tanto para bonos como para acciones, parecería significar que dicho comportamiento más volátil puede ser muy influyente, especialmente en mercados más pequeños, como son los latinoamericanos. El hecho que una proporción aparentemente más elevada de los activos de las personas es manejada por *fund managers* en Estados Unidos que en Europa podría contribuir a explicar por qué los flujos estadounidenses parecen ser más volátiles que los europeos (véase próxima sección).

CUADRO 3.1
Propiedad de activos de inversión mundiales. 1993
(en miles de millones de dólares)

Mundo*	Individuos privados	Fondos de pensiones públicos	Fondos de pensiones privados	Organismos de caridad	Compañías de seguros	Total
Total activos*	28,9	2,2	4,3	0,4	6,8	42,6
Cantidad manejada internamente	25,2	1,3	1,0	0,2	6,5	34,2
Cantidad manejada externamente	3,7	0,9	3,3	0,2	0,3	8,4
De Activos totales, Cantidad invertida en:						
Cuentas bancarias	12,7	0,400	0,2	-	0,5	13,8
Bonos domésticos	3,6	0,9	1,0	0,1	2,6	8,1
Acciones domésticas	4,8	0,6	1,7	0,14	1,3	8,5
Bonos extranjeros	0,5	0,02	0,140	0,004	0,2	0,8
Acciones extranjeras	1,0	0,088	0,431	0,011	0,2	1,8
Otros activos	6,3	0,3	0,9	0,1	2,0	9,5

* Incluye todos los países de la OCDE más Hong Kong.

Fuente: Basado en datos proporcionados por Inter-Sec, Londres.

Antes de examinar con más detalle potenciales diferencias de volatilidad de diferentes inversionistas institucionales, es útil definir sus principales características.

Los fondos mutuos (o como se denominan en Europa, los esquemas de inversión colectivos) representan una modalidad de intermediación relativamente pura, en la cual los ahorradores compran acciones y los fondos hacen inversiones. Los compradores de estas acciones tienen el derecho de comprar o redimir las acciones diariamente, al valor activo neto del día.

Las compañías de seguros son intermediarias financieras relativamente más complejas, que asumen riesgo en el principal al invertir activos de las compañías de seguros para producir suficiente ingreso que pueda financiar los beneficios prometidos a los asegurados. Las pólizas de seguros son vendidas a través de agentes.

Los fondos de pensiones son los intermediarios más complejos, que invierten contribuciones exentas de impuestos para financiar el pago de ingresos a partir del momento de la jubilación. Es útil distinguir planes de contribución definida y planes de beneficio definido. En los primeros —de contribución definida— los pagos son limitados a los retornos obtenidos por las inversiones hechas con las contribuciones del empleado. En consecuencia, todo el riesgo es asumido por el empleado. En contraste, en los planes de beneficio definido los pagos están basados en un monto predeterminado, definido de acuerdo con una fórmula predeterminada vinculada a años de trabajo y nivel de sueldo. Ello implica que los empleados entregan sus ingresos corrientes para obtener pensiones vinculadas al rendimiento promedio en el largo plazo de los mercados de capitales, mientras que los empleadores asumen el riesgo de inversión estando obligados a pagar aun cuando los fondos disponibles sean insuficientes. Como consecuencia, los esquemas de beneficio definido tienen una elevada proporción de acciones que tienen mayores retornos promedios, así como mayores riesgos.

Una distinción importante estriba en si el origen de los fondos es de inversionistas individuales o institucionales. Los individuos privados, si desean invertir internacionalmente pueden hacerlo a través de instituciones como fondos mutuos o —especialmente si son individuos con mucha riqueza— a través de departamentos especializados en los bancos. Hay una hipótesis en parte de la literatura —por ejemplo, Gooptu (1993) y Reisen y Williamson (1994)— que argumenta que hay un “ranking de volatilidad” de instituciones; dicha hipótesis es compartida por varios de los entrevistados para este estudio, si bien no existen aún pruebas definitivas. Claramente, es un área donde se requiere más investigación. Según esta hipótesis, aquellos que manejan fondos de individuos tendrían criterios de mucho más corto plazo que aquellos que manejan fondos de inversionistas institucionales, ya que los primeros siguen tendencias más de corto plazo, modas o rumores. De hecho, la principal razón por la cual los que manejan fondos de inversionistas individuales parecieran comportarse en formas potencialmente más volátiles es porque temen que los inversionistas individuales retiren sus fondos muy rápidamente (tienen derecho a hacerlo en el día mismo) si el valor de los fondos cae.

En contraste, según esta hipótesis, las instituciones como fondos de pensiones y compañías de seguros tienen pasivos de más largo plazo, y sus decisiones de inversión estarían menos condicionadas por demandas de fondos de corto plazo. En consecuencia, sería particularmente valioso para países como los latinoamericanos atraer fondos a más largo plazo y más estables como aquellos que provienen de instituciones como fondos de pensiones y compañías de seguro; ellos serían particularmente valiosos, por

ejemplo, para financiar proyectos de infraestructura, que frecuentemente requieren plazos muy largos.

Sin embargo, la distinción entre inversionistas individuales e institucionales parece estar haciéndose más borrosa recientemente. Ello está ligado, por ejemplo, al hecho de que hay "evaluaciones de performance" cada vez más frecuentes, que comparan a cada *fund manager* con el promedio del mercado por parte de aquellos que manejan fondos de pensiones. Estas evaluaciones tienen lugar por ejemplo, cada mes en Estados Unidos y cada tres meses en el Reino Unido. Ello crea un incentivo para el "comportamiento de rebaño", ya que ningún administrador de fondos quiere tener una actuación peor que el promedio.

Existen además otras importantes diferencias en estos aspectos, siendo la nacionalidad del *fund manager* una de ellas. Por ejemplo, en el Reino Unido los *managers* externos tienen mandatos para un período promedio de tres años; el monitoreo se hace generalmente cada tres meses. En los Estados Unidos, los plazos son más breves, con monitoreo muy frecuente y posibles cambios de mandato cada uno o dos años.

Vale la pena observar que los mismos fondos de pensiones imponen criterios diferentes a sus *fund managers*, de acuerdo con su nacionalidad. Así, según información obtenida en entrevistas en el Reino Unido, la tendencia es que los directorios de los fondos de pensiones pidan a los *fund managers* un rendimiento por lo menos tan bueno como el promedio. Como consecuencia, si el rendimiento está debajo del promedio en el mercado, el *manager* es castigado (pudiendo incluso perder su negocio), mientras que un rendimiento sobre el promedio no es premiado. En los Estados Unidos, los mandatos dados por los fondos de pensiones a sus *fund managers* tienden a ser más específicos (por ejemplo, invertir en acciones latinoamericanas); además piden que trate de superar un índice particular, como es el Morgan Stanley o el IFC. En Japón, los fondos de pensiones normalmente le piden a sus *fund managers* que obtengan un rendimiento mínimo.

En general, cabe destacar que el proceso de toma de decisiones para asignar activos de fondos de pensiones es complejo. Así, empresas consultoras especializadas desempeñan un papel cada vez mayor en determinar cómo los fondos de pensiones asignan sus activos. Estas empresas proveen sugerencias para las decisiones estratégicas, como la división entre bonos y acciones, la división entre nacional e internacional, y la distribución entre bloques regionales. Los consultores dan consejos diferentes, de acuerdo con la naturaleza de los pasivos de los fondos de pensiones. Para un fondo de pensiones más maduro (con una elevada proporción de contribuyentes próximos a jubilarse) es más importante la liquidez de los activos, y debe ser mayor la aversión al riesgo. Lo contrario es válido para fondos de pensiones más jóvenes, que también pueden tolerar más pérdidas a corto plazo, si las perspectivas a mediano plazo en esos mercados son buenas.

Los instrumentos elegidos varían significativamente por país. Así, por ejemplo, la proporción de activos invertidos por fondos de pensiones en

acciones es mucho más alta en el Reino Unido, seguido de los EE.UU., alcanzando proporciones mucho más bajas en los países continentales europeos, como Alemania y Holanda (véase cuadro 3.2)

Volviendo a las diferencias entre fondos mutuos y fondos de pensiones, se debe destacar que los primeros han tenido en años recientes un crecimiento mucho más rápido de sus activos totales que los segundos.¹ Además, los primeros han invertido una proporción más elevada de sus activos en los llamados mercados emergentes, incluyendo aquellos de países latinoamericanos. En relación con los fondos de pensiones, varía mucho su preferencia al hacer inversiones internacionales, como se puede apreciar en el cuadro 3.2.

CUADRO 3.2
Porcentaje de inversiones internacionales de fondos
de pensiones de diferentes países

	1989	1994	1999*
Alemania	4,5	3,6	5,3
Bélgica	33,0	36,0	38,0
Estados Unidos	3,7	8,0	12,2
Francia	2,0	6,0	8,0
Holanda	11,5	18,7	22,8
Irlanda	25,0	37,5	37,5
Japón	8,4	7,6	14,4
Reino Unido	22,7	28,0	28,0
Suecia	-	1,1	6,0
Suiza	4,3	12,3	15,3
Total	7,0	11,2	15,1

* Proyecciones de Intersec, basadas en encuestas.

Fuente: Inter-Sec.

Así, entre los países de economías relativamente más grandes, claramente es en el Reino Unido donde los fondos de pensiones han tenido mayor diversificación internacional, mientras Francia y Alemania —en Europa— y Estados Unidos y Japón han tenido una diversificación más pequeña. Los países europeos con mayor diversificación internacional son Irlanda y Bélgica, en parte por el tamaño más pequeño de su economía. Otra tendencia interesante que se puede apreciar en el mismo cuadro es que —en la gran mayoría de los países— hay una clara tendencia creciente hacia la diversificación internacional de los fondos de pensiones.

Es importante destacar que los fondos de pensiones dedican aún una

1. Material de entrevista. Información confidencial proporcionada por Citibank.

proporción relativamente pequeña de sus activos a inversiones en mercados emergentes. Disponemos de información particularmente detallada para los fondos de pensiones británicos. Una proporción muy elevada de sus inversiones en mercados emergentes va a países asiáticos; dicha proporción es mucho más elevada que aquella que va a los países latinoamericanos. Dentro de América Latina el principal receptor en junio de 1995 de inversiones de fondos de pensiones británicos en términos absolutos fue Chile (a pesar del tamaño relativamente pequeño de su economía), que recibe aproximadamente dos veces más que Brasil y Argentina juntos.² Si esta tendencia es general, indicaría que los fondos de pensiones invierten más en países (como los asiáticos y Chile) con altas tasas de crecimiento económico, con ahorro interno y con bajas tasas de inflación.

La tendencia arriba señalada hacia una creciente diversificación internacional de los activos de fondos de pensiones (véase cuadro 3.2) ha sido verificada a través de varios estudios, que muestran que a largo plazo, los inversionistas que tienen libertad para diversificar internacionalmente sus activos pueden obtener mayores rendimientos y menores riesgos que si restringen sus activos a un solo país (Davis, 1995). También se ha argumentado que la diversificación hacia los llamados mercados emergentes es particularmente interesante en la medida en que hay baja correlación entre sus rendimientos y los de los países industriales.

B. Regulaciones de fondos de pensiones

Una de las razones por las cuales los fondos de pensiones —particularmente en varios países europeos— tienen una proporción relativamente baja de sus activos en activos internacionales son las regulaciones que restringen la inversión extranjera de dichos fondos de pensiones. Como se puede ver en el cuadro 3.3 hay importantes diferencias en dichos regímenes regulatorios. Por un lado, países como el Reino Unido, Holanda, España, Irlanda (en Europa) y Estados Unidos no tienen límites regulatorios para inversiones en el exterior. Por otro lado, países como Alemania y los países escandinavos tienen límites bastante estrictos de diversificación internacional. Si bien la tendencia parece ser hacia una mayor liberalización de regulaciones sobre fondos de pensiones, su progreso parece algo lento. En este sentido, parecería valioso incluir los fondos de pensiones (así como las compañías de seguros) en la disciplina de los Códigos de Liberalización de la OCDE. Ello traería beneficios para los países industriales, ya que podría permitir mejores retornos para el mismo nivel de riesgo, lo cual reduciría las presiones de financiar pensiones en esos países. También sería beneficioso para países como los latinoamericanos ya que aumentaría el acceso a fuentes de capitales adicionales y, sobre todo, aparentemente más estables.

2. Material de entrevista. Datos proporcionados por W. M. Company de Edimburgo.

CUADRO 3.3
Restricciones regulatorias en inversión extranjera de
fondos de pensiones en los principales países de la OCDE*

Nivel de restricciones	País	Tope	Requerimientos de <i>matching</i>
1. Muy reflejado	España	Ninguno	Ninguno
	Estados Unidos** y ***	<i>Id.</i>	<i>Id.</i>
	Holanda**	<i>Id.</i>	<i>Id.</i>
	Irlanda	<i>Id.</i>	<i>Id.</i>
	Luxemburgo	<i>Id.</i>	<i>Id.</i>
	Reino Unido	<i>Id.</i>	<i>Id.</i>
2. Mediano	Canadá	20%	Ninguno
	Japón	30%	80%
	Portugal	40% (solo UE)	Ninguno
	Suiza	30% (global)	Ninguno
		25% (acciones)	
	30% (deuda)		
	5% (propiedades)		
	20% (moneda extranjera)		
3. Estricto	Alemania	“Pequeña proporción”	100%
		Mínimo 60% en deuda doméstica	
	Dinamarca	5% (moneda extranjera)	80%
	Finlandia	5-10%	Ninguno
Suecia	0	Ninguno	
Noruega		No aplicable	

* Francia e Italia no están incluidos, ya que sus fondos privados de pensiones son casi nulos.

** Sólo referido a los fondos de pensiones privados.

*** Regulado por una ley federal especial. Permite inversiones sujetas a la regla de “experto prudente”, que requiere tomar en consideración diversificación y liquidez. No tiene restricciones explícitas para activos extranjeros.

Fuente: OCDE; OECD Development Centre, B. Fisher y H. Reissen (1994). “Pension fund investment from ageing to emerging markets”, *Policy Brief 9* y FMI (1995), *International Capital...*

C. Breves conclusiones

Cabe destacar que aparentemente hay diferencias importantes entre distintas instituciones, como son fondos mutuos y fondos de pensiones en cuanto a la volatilidad potencial de sus inversiones en países como los latinoamericanos. Sin embargo, las pruebas acumuladas son débiles y parece recomendable profundizar el análisis empírico para poder sacar consecuencias e implicaciones sobre políticas más definitivas.

Existen importantes diferencias entre fondos de pensiones y *fund managers* de acuerdo con su país de origen. En particular, es importante señalar que los fondos de pensiones de algunos países de la Unión Europea tienen una proporción bastante baja de sus activos invertidos internacionalmente. Ello en parte se debe a restricciones regulatorias que parece positivo liberalizar. Ello tendría una doble ventaja, ya que, en primer lugar, permitiría mayores rendimientos para dichos activos (lo cual beneficiaría a los contribuyentes europeos) y en segundo lugar, facilitaría el acceso de países latinoamericanos a fuentes mayores y, aparentemente, más a largo plazo y más estables.

4. Jerarquías de volatilidad

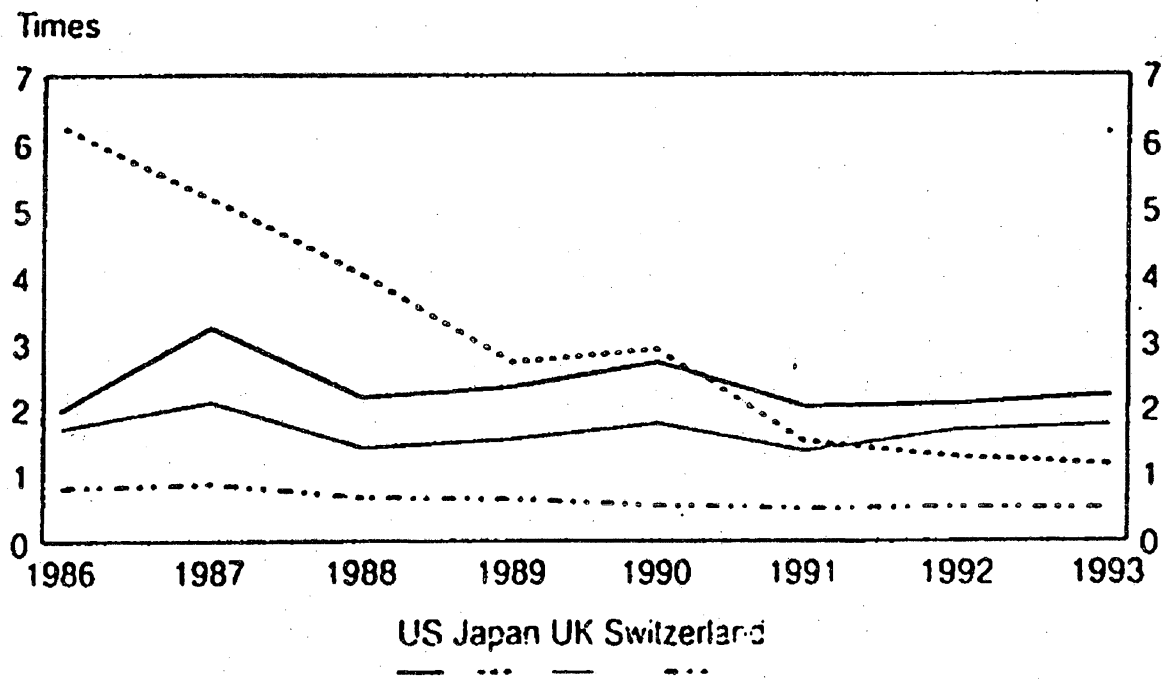
Un tema clave para aquellos que diseñan políticas de manejo de capitales es si se pueden establecer jerarquías de volatilidad, es decir, si ciertos tipos de flujos son más volátiles que otros. Esta preocupación que se origina en el gran economista británico Keynes y que fue desarrollada más tarde por el ganador del Premio Nobel James Meade, ha adquirido mucho más relevancia recientemente, debido a la mucho mayor escala de los flujos de capitales internacionales y su gran impacto sobre las economías nacionales.

A. Inversionistas de distintos países

Una primera pregunta es si inversionistas de distintos países se comportan en forma diferente. Un indicador valioso es examinar la velocidad de "turnover" (definido como el volumen total de transacciones de acciones efectuadas por inversionistas extranjeros dividido por el *stock* de acciones en posesión de inversionistas de esos países extranjeros). Como se puede apreciar en el gráfico 1, el *turnover* en acciones extranjeras es más alto para inversionistas norteamericanos (quienes en 1993 "daban vuelta" sus portafolios extranjeros de acciones más de dos veces por año) que para los inversionistas británicos y que para los suizos, quienes "daban vuelta" su portafolio extranjero de acciones en promedio sólo 0,5 veces al año. Es interesante destacar que tanto para los inversionistas británicos como particularmente para los suizos, el ritmo de *turnover* ha permanecido constante o casi constante desde 1986; en contraste con el de los inversionistas japoneses

cuyo ritmo de *turnover* ha caído significativamente a partir de mediados de los ochenta.

GRAFICO 1
Turnover of Foreign Equity Portfolios, 1986-1993



Fuente: Baring Securities, Cross Border Analysis.

En un artículo reciente, Tesar y Werner (1995) muestran que para acciones y bonos estadounidenses, el ritmo de *turnover* es menor para inversionistas de la Unión Europea que para inversionistas japoneses y canadienses. Ello parece confirmar elementos más arriba presentados, acerca de que los inversionistas europeos presentan un comportamiento más estable que aquellos provenientes de otros países.

Para analizar diferencias de *turnover* de distintos países inversores en países latinoamericanos, sería necesario obtener información adicional en los países receptores.

B. Diferentes tipos de flujos

Como se señalaba más arriba, el concepto de volatilidad (y sus diferenciales según flujos diferentes) ha sido importante durante varias décadas en la teoría económica. Sin embargo, esta discusión ha adquirido mayor importancia en años recientes, dado el gran crecimiento de los flujos de capitales a partir del comienzo de los ochenta. Dicho crecimiento ha sido impulsado por un importante proceso de desregulación y liberalización financiera, en casi todos los sectores y regiones del mundo. También ha sido incentivado por desarrollos tecnológicos que facilitan el movimiento sumamente rápido de fondos entre países y sectores (para mayores detalles, véase por ejemplo, Griffith-Jones, 1994).

Como hemos descrito en la sección 1, ha habido un aumento importante de flujos privados hacia América Latina, con una proporción muy elevada de flujos de portafolio dentro del total. Ello planteó preocupaciones sobre su sustentabilidad.

La crisis del peso mexicano ilustró dramáticamente la gran magnitud de posibles salidas rápidas de capitales, y su efecto negativo sobre la economía del país (Griffith-Jones, 1996). Ello generó mayor interés por entender si hay una "jerarquía de volatilidad" en los distintos tipos de flujos de capital, que implicaría que por ejemplo la IED es más estable que los flujos de portafolio a corto plazo. El debate que había estado más limitado a análisis académicos, se ha extendido no sólo a los organismos internacionales, sino también a la banca privada internacional.

La visión predominante —y que aparece como intuitivamente correcta— es aquella que establece una jerarquía de volatilidad, y que asume que la IED y los préstamos de largo plazo son más estables. Según esta visión, la IED es particularmente estable, ya que los *stocks* no pueden salir del país porque una parte importante son activos fijos. En el caso de flujos de portafolio, la distinción entre instrumentos de largo y corto plazo es algo más borrosa, ya que existen mecanismos como opciones y mercados secundarios que pueden hacer más líquidas incluso las inversiones a más largo plazo.

Un primer estudio empírico sobre el tema (Turner, 1991) tomó un largo período para los países industriales (véase cuadro 3.4) y confirmó la visión predominante, de que existe una jerarquía de volatilidad. Basándose en un

análisis econométrico relativamente simple, de coeficientes de variación (cuadro 3.5), concluyo que se puede establecer un *ranking* de estabilidad en el siguiente orden: 1) préstamos bancarios de largo plazo, 2) inversión extranjera directa, 3) inversión en bonos, 4) inversión en acciones y 5) créditos de corto plazo. Ello confirmaba la sabiduría convencional.

CUADRO 3.4

Principales características de los estudios sobre volatilidad de flujos

	Datos usados	Período	Tipos de flujos	Países
Turner (1991)	anual	1975-1989	créditos bancarios de largo plazo, inversión directa, flujos de portafolio, créditos bancarios de corto plazo	EE.UU., Japón, Alemania, Canadá, Reino Unido
Claessens <i>et al.</i> (1995)	trimestral	1976-1992	IED, acciones, flujos oficiales y privados de largo plazo, flujos de corto plazo	Francia, Alemania, Japón, Reino Unido, EE.UU., Argentina, Brasil, Indonesia, Corea, México.
Chuhan <i>et al.</i> (1996)	trimestral	1985-1994	Inversión directa, inversión de portafolio, inversión de corto plazo, inversión de largo plazo	G7, Grecia, Portugal, Indonesia, Corea, Pakistán, Argentina, Brasil y México

Un resultado algo sorprendente fue aquel obtenido por Claessens *et al.* (1995) quienes analizaron un largo período de flujos hacia algunos países desarrollados y en desarrollo (véase cuadro 3.4) y concluyeron que los distintos flujos de capital no parecen arrojar diferencias sistemáticas de volatilidad, y que por tanto no se puede distinguir la “temperatura” (caliente versus frío) de los flujos según su nombre. Sin embargo, Claessens, *et al.* basan su análisis sólo en flujos netos, y no brutos; por ello no detectan el riesgo de que los flujos se reviertan, que es la principal preocupación de las autoridades económicas de los países. Desde el punto de vista metodológico, los tests econométricos que usaron Claessens *et al.* eran relativamente sofisticados —co-eficiente de variación, persistencia y predecibilidad según se aprecia en el cuadro 3.5— pero estaban seriamente limitados por ser sólo tests univariados.

Un análisis mucho más sofisticado, y sobre todo completo, es el trabajo reciente de Chuhan *et al.* (1996). Éste provee fuertes indicios para apoyar

la visión predominante de que los flujos a corto plazo son más “calientes” que la inversión extranjera directa extranjera que es más fría o estable. El análisis econométrico de Chuhan *et al.* comienza con un análisis univariado, con el cual obtienen resultados semejantes a los de Claessens *et al.* Sin embargo, como bien señalan los autores, el análisis univariado entrega sólo una versión parcial, ya que resultados univariados semejantes para series diferentes pueden esconder importantes diferencias entre ellas. Por ello, Chuhan *et al.* usaron análisis multivariados, para tomar en consideración interacciones entre flujos y entre flujos a diferentes países (utilizando tanto tests de Granger como tests de autorregresión de vectores). Una de las conclusiones empíricas más importantes de este trabajo es que confirma que “el efecto tequila” de la crisis del peso mexicano fue transmitido vía cambios en flujos a corto plazo, pero que hubo poco efecto de variaciones de la IED a México sobre la IED a otros países latinoamericanos.

CUADRO 3.5
Resumen de los resultados

Indicadores	Tests	Resultados
Coefficiente de variación	No hay test	+ Turner - Claessens
Persistencia	Estacionalidad	- Chuhan
	Análisis univariado:	
	Univariado AR(4) G7 no G7	- Chuhan + Chuhan - Claessens
Predecibilidad	Univariado AR(4)MSRE	- Claessens
Interactividad	Análisis multivariado:	
	Granger	+ Chuhan
	Vector de autorregresión	+ Chuhan

Nota: un “+” en la columna “resultados” confirma la sabiduría convencional y un “-” la rechaza.

Otro trabajo relevante es el de Frankel y Rose (1996). Éste provee pruebas econométricas para un vínculo importante ya que muestra que mientras *mayor* sea la proporción de la IED en los flujos capitales totales, *menor* es la probabilidad de que el país receptor sufra una crisis de balanza de pagos, como la del peso mexicano. Este trabajo apoya una vez más la visión predominante de que la temperatura de los flujos varía según categorías de flujos, y la vincula directamente con el desempeño económico de los países.

Los datos recién publicados por el FMI nos dan una clara imagen de la situación de la volatilidad de la IED (mucho menor) en comparación con la

GRÁFICO 2
Inversión extranjera directa (millones de dólares)

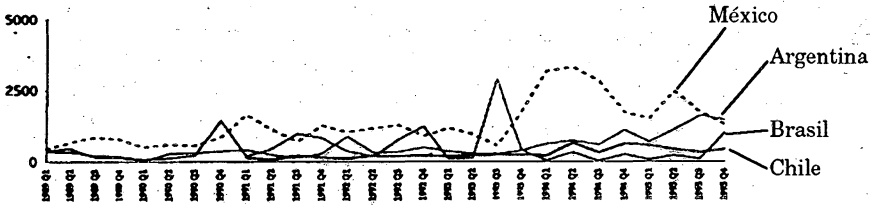
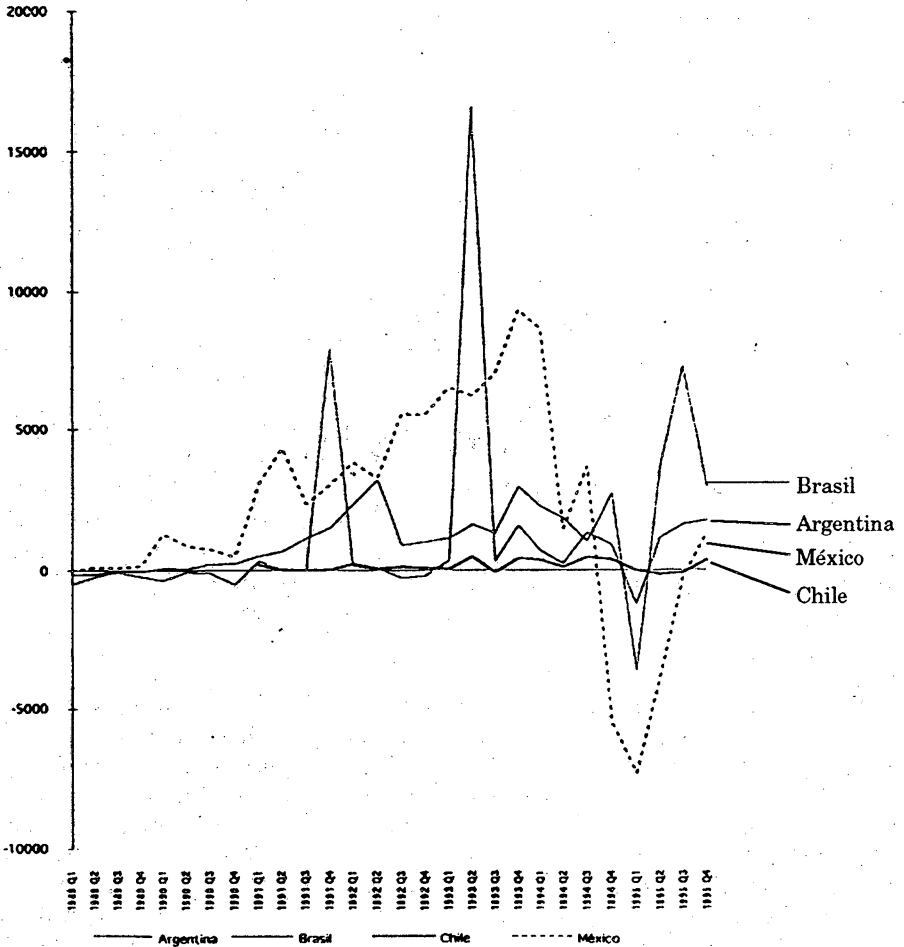


GRÁFICO 3
Flujos de Portafolio



de los flujos de portafolio (mucho mayor) hacia los principales países de América Latina. Esto se aprecia en los dos gráficos a la vista. Cabe mencionar que los datos han sido modificados para tomar en cuenta posibles discrepancias en los cálculos originales.

C. Breves conclusiones

Se puede concluir que en relación con los flujos de capital, indicios y pruebas acumuladas parecen básicamente confirmar la visión predominante, que es también intuitivamente lógica, de que los flujos a largo plazo (y en particular la inversión extranjera directa) son más estables que los otros flujos. Ello permitiría que el cambio aparente en la estructura de flujos de capital hacia América Latina en 1996 (mayor proporción de IED y de préstamos de largo plazo) sería bastante positivo (si bien toda evaluación es todavía prematura). Sin embargo, esta conclusión debe ser matizada con algo de cautela, tanto por los resultados del análisis empírico univariado (de Claessens *et al.* y también el de Chuhan *et al.*), así como por la sofisticación creciente de los instrumentos financieros, que hacen más difícil hacer distinciones claras entre tipos de flujos. La conclusión de política económica es que los países deben particularmente incentivar y tratar de atraer flujos a largo plazo (y en particular IED), pero que también deben evitar financiar déficit en cuenta corriente muy elevados con flujos de capitales, cualquiera que sea su carácter.

Cabe señalar que los datos disponibles no permiten ser concluyentes, por tanto sería valioso hacer investigación adicional sobre categorías de flujos. Tal investigación requiere como primer paso, tener datos más confiables, ya que, como se ha discutido en la sección 1 de este trabajo, los datos proveídos en las estadísticas de balanzas de pagos del Fondo Monetario Internacional (y que son usados por estudios como los de Claessens *et al.*, y Chuhan *et al.*) necesitan ser limpiados para arrojar resultados más precisos. También sería valioso efectuar el análisis con flujos brutos para dar una idea más precisa de los movimientos de capitales. Finalmente, sería valioso vincular la volatilidad diferencial de los flujos de capitales con los resultados macroeconómicos de los países receptores.

Tal vez de mayor urgencia e interés, particularmente porque hay mucho menos análisis empírico (y aún menos econométrico) sea examinar posibles diferenciales de volatilidad entre flujos provenientes de distintas regiones (por ejemplo, Europa versus Estados Unidos). También sería de interés examinar diferenciales de volatilidad de acuerdo con diferentes fuentes institucionales (como son fondos de pensiones y fondos mutuos). El vínculo entre ambos también es de importancia ya que parecería que en Estados Unidos la importancia relativa de los fondos mutuos es bastante mayor que en Europa.

Bibliografía

- Beetz, C. y Van Ryckeghem, "Trade and investment between Europe and Latin America and the Caribbean", *mimeo*, BID, documento presentado en el seminario sobre la posición competitiva de América Latina en el mercado extendido europeo, Hamburgo, marzo 1993.
- BIS, *The maturity, sectoral and nationality distribution of international bank lendings*, varias ediciones.
- CEPAL, *Informe preliminar de la economía latinoamericana*, Santiago de Chile, 1996.
- CEPAL, *Informe sobre la inversión extranjera en América Latina*, Santiago de Chile, 1995.
- Chuhan, P., Pérez-Quirós, G. y Popper, H. "International capital flows, do short term investment and direct investment differ?", *Policy Research Working Paper*, nº1669, Banco Mundial, octubre 1996.
- Claessens, S., Dooley, M.P., y Warner, A., "Portfolio capital flows: hot or cold?", *The World Bank Economic Review*, vol. 9, nº 1, pp. 153-174, enero 1995.
- Davis, E., P., *Pension Funds*, Oxford University Press, 1995.
- FMI, *International Capital Markets*, Washington, 1996.
- FMI, *International Capital Markets*, Washington, 1992.
- Frankel, J., Rose, "Currency Crashes in Emerging Markets: an empirical treatment", Board of Governors of the Federal Reserve, *International Financial Discussion, Paper 534*, enero 1996.
- Gooptu, *Institutional Investors in Emerging Markets*, mimeo, Banco Mundial, 1993.
- Griffith-Jones, S., "The Mexican Peso Crisis", *IDS, Discussion Paper 354*, julio 1996.
- Griffith-Jones, S., "European private flows to Latin America" en R. French-Davis and S. Griffith-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: The return of finance to Latin America*, Lynne Rienner, Boulder, 1994.
- Griffith-Jones, S., "Globalisation of Financial Markets and Impact on Flows to LDC's: new challenges for regulation", en J. J. Teunissen (ed.) *The Pursuit of Reform*, The Hague, Fondad, 1993.
- IRELA, *Foreign Direct Investment in Latin America in the 1990s*, Madrid, 1996.
- Reisen, H., y Williamson, J., "Pension funds, capital controls and macro-economic stability", *Technical Paper*, nº 98, OECD Development Centre, París, 1994.
- Tesar, L. L. y Werner, I. M., "U.S. equity investment in emerging stock markets", *The World Bank Economic Review*, vol. 9, nº 1, pp. 109-129, enero 1995.
- Turner, P., "Capital flows in the 1980's: a survey of major trends", *BIS Economic Papers*, nº 30, abril 1991.

RESUMEN

Los mercados financieros están cada vez más globalizados e integrados, es por eso que el análisis de los flujos europeos a América Latina se realiza en ese contexto.

La mayoría de las estadísticas disponibles y los análisis se centran en los flujos entre países industrializados o desde la totalidad de éstos hacia los países en

desarrollo. No es fácil obtener datos para flujos de capital, desde una región particular hacia otra región particular. Instituciones como el FMI, la OCDE y otras no publican datos cruzados de esa forma.

No obstante, la importancia de América Latina y el Caribe como destino de los flujos de capitales europeos está siendo cada vez mayor. Incluso, en los años de la crisis de la deuda los flujos europeos se mantuvieron estables mientras caían los flujos de capitales norteamericanos y japoneses.

El artículo analiza a fondo el destino de esos flujos de capitales, países y sectores a los cuales se dirigen esas inversiones.

ABSTRACT

Financial markets are becoming increasingly globalized and integrated, which is why the analysis of European flows to Latin America is made in this context.

The majority of the available statistics and analyses focus on the flows between the industrialized countries or from these as a whole towards the developing countries. It is not easy to obtain data for capital flows from one particular region to another. Institutions such as the IMF, the OECD and others do not publish such cross-referenced data.

Nevertheless, the importance of Latin America and the Caribbean as destinations for European capital flows is increasing. In fact during the years of the debt crisis, the European flows remained stable while North American and Japanese capital flows declined.

The article makes a thorough analysis of the destination of these capital flows, the countries and sectors to which these investments are directed.