
Cambios en la estructura financiera en América Latina: Brasil, México y Argentina

198

Este trabajo analiza las etapas de las reformas estructurales emprendidas en América Latina, conocidas como las reformas del Consenso de Washington, y el comportamiento de los flujos de inversión directa extranjera durante el mismo periodo. Se estudian los resultados de las reformas financieras de «tercera generación» y los cambios en la estructura de los mercados financieros en los países de la región, en particular en los casos de Argentina, Brasil y México, países que concentran la mayor parte de la inversión extranjera directa y de inversión de cartera, de la deuda pública de la región y de la inversión de los inversores institucionales. El objetivo es entender los cambios estructurales en los sistemas financieros a partir de la expansión de los inversores institucionales como nuevos agentes determinantes en el curso tomado por las reformas financieras y en la dinámica de los mercados en los últimos años.

Lan honetan Latinoamerikan hasi diren egitura-erreformaren etapak (Washingtongo Kontseiluaren erreformak izenez ezagutzen direnak) eta aldi horretan atzerriko zuzeneko inbertsio-fluxuek izan duten portaera aztertu dira. Halaber, eskualdeko herrialdeetan «hirugarren belaunaldiko» finantza-erreformak izandako emaitzak eta finantza-merkatuaren egitura-aldaketak aztertu dira, batez ere Argentina, Brasil eta Mexikoren kasuetan. Izan ere, horietatik atzerriko zuzeneko inbertsio handiena eta balore-zoroko inbertsio handiena, eskualdeko zor publiko handiena eta erakunde-inbertitzaileen inbertsio handiena dituzten herrialdeak. Helburua da finantza-sistemetan egondako egitura-aldaketak ulertzea, finantza-erreformek hartutako bidean agente erabakigarri berriak diren erakunde-inbertitzaileek izan duten hedapena oinarri hartuta. Izan ere, azken urteetan, erakunde-inbertitzaileak funtsezko osagaiak izaten ari dira merkatuen dinamikan.

This article analyzes the structural reform stages in Latin American countries, the so call Washington Consensus agenda and the behaviour of the foreign investment flows. It was studied the results of the third generation reforms and the changes in the structure of the financial markets, in particular the cases of Argentine, Brazil and Mexico, that concentrated main part of the foreign direct investment flows, as well portfolio investment, public debt securities, and they are the main regional market for the institutional investors. The propose is to understand the structural changes in the financial systems in front the expansion of the foreign institutional investors as new agents in less development capital markets. The business of the institutional investors has been determinant in the path of the last financial reforms and they are still one of the main powers in the financial markets in the last years.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Flujos internacionales de capital y transferencias netas de recursos
 3. Reformas financieras del Consenso de Washington e inversores institucionales
 4. Inversión extranjera directa
 5. Inversiones de cartera e inversores institucionales
 6. Tendencias en las estructuras financieras: Argentina, Brasil y México
 7. Conclusiones
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: inversión extranjera, Consenso de Washington, reformas financieras estructurales, inversores institucionales, sistemas financieros de América Latina.

Keywords: foreign investment, Washington Consensus, structural financial reforms, institutional investors, financial systems of Latin American countries.

N.º de clasificación JEL: E22, F32, F33, N26.

1. INTRODUCCIÓN

En general, el estudio de los inversores institucionales en el mundo ha subrayado la creciente importancia en la administración de los fondos, rendimientos, composición de cartera, estrategias, etc. También se ha estudiado el nuevo perfil del ahorrador (familias y empresas que ahorran/prestan y piden prestado/invierten) y la dinámica financiera que la titulización está impulsando. Se exa-

mina igualmente el papel de los inversores institucionales actuales en los mercados financieros y con ello se analizan los cambios en la estructura financiera regional y su efecto en la financiación de la inversión (Davis, 1996; Blommestein, 1996; Arestis, 2004 y 2005). En América Latina las reformas financieras de los últimos años en las mayores economías han promovido un cambio hacia el modelo financiero basado en el mercado, modelo conocido como anglosajón: desarrollo de los mercados bursátiles y de los inversores institucionales. (BIS, 2007). Dichas reformas tienen como referencia el modelo de financiación anglosajón en el que los inversores institucionales son sus principales actores. Sin embargo, el modelo bancario tradicional es predominante en la región y

* Una primera versión de este trabajo se presentó en la III Conferencia «Development in Economic Theory and Policy», organizada por Department of Applied Economics V University of the Basque Country (Spain) y Cambridge Centre for Economic and Public Policy of the University of Cambridge (United Kingdom). Bilbao, 6 y 7 de julio, 2006. Los autores agradecen el apoyo de la Dgapa-Unam para la realización de este trabajo.

las principales condiciones estructurales que han obstaculizado históricamente el aumento del ahorro interno perviven (Kregel, 2004; Correa, 2004; Stallings y Studart, 2006).

Las reformas financieras efectuadas no pueden modificar el modelo de financiación prevaleciente, ni tampoco cambiar a corto plazo la condición de subsidiarias que tienen las economías de la región. Las condiciones básicas de operación de los inversores institucionales como son la innovación y profundización financieras, y el cambio del marco jurídico de los mercados bursátiles y en el gobierno corporativo (Blommestein, 1996; Plihon, 2003) han avanzado en Brasil y México, los grandes países de la región; pero también han encontrado rápidamente su límite en unos mercados relativamente pequeños y en unas sociedades con amplios sectores de población depauperados. Las reformas de los inversores institucionales, que han promovido la profundización financiera, si bien a corto plazo establecen en los mercados financieros una mayor resistencia y flexibilidad frente a choques diversos, no contribuyen globalmente a la ampliación de la financiación. Por el contrario, al elevar constantemente los requerimientos de financiación externa¹ de determinados sectores económicos estratégicos, cuando se producen determinados fenómenos de contracción financiera externa, la estructura financiera global se debilita gravemente.

Este trabajo expone las etapas de las reformas estructurales impulsadas en América Latina, conocidas como las reformas del Consenso de Washington (CW), el compor-

¹ Las características de las transformaciones financieras de la región, se estudian en un gran número de trabajos, entre ellos Stallings, y Studart (2006); BID (2004 y 2006); Stiglitz (2005); Williamson, (1990 y 2003); Correa (1992 y 1998).

tamiento de los flujos de inversión externa y el desarrollo de los inversores institucionales en la región, principalmente en las tres mayores economías en tanto concentran la inversión extranjera y a los propios inversores institucionales². En el segundo apartado se presentan algunos datos sobre la relación de América Latina con la economía internacional considerando el comportamiento de los flujos de capital que entran y salen de la región. Es un tema tratado desde hace decenios en estudios que pueden enmarcarse en la teoría latinoamericana del subdesarrollo, o también, la teoría del desarrollo elaborada desde América Latina³. Como se analiza en el texto, el comportamiento de los flujos de capital en los años de 1990 a 2006, periodo que se corresponde con la ejecución de las reformas financieras, permite sostener que la transferencia neta de recursos al exterior es una situación que se produce en la región, aun cuando existan entradas de inversión extranjera.

En el tercer apartado del texto se presentan las diversas etapas de las reformas financieras llevadas a cabo en América Latina, y se destacan algunos cambios habidos en los mercados financieros, como el incremento de la deuda pública interna y la

² Desde finales de la década de los ochenta, ha tenido lugar lo que se ha llamado el «proceso de desintermediación financiera», esto es, el desplazamiento de la intermediación bancaria tradicional por la financiación que tiene lugar a través de los mercados de valores, de forma directa o indirecta, mediante inversores institucionales. El papel desempeñado por estos (fondos de inversión, fondos de pensiones y otras fórmulas de inversión colectiva) frente a la financiación bancaria tradicional ha sido fundamental (N. del E.).

³ Nos referimos a los estudios sobre América Latina que se inician con los trabajos de Furtado, Prebisch y Pinto, entre otros. Una exposición sistemática de estos estudios se encuentra en Rodríguez, (1980). El mismo autor realiza una nueva revisión y puesta al día de los contenidos principales de esta corriente en el texto «El estructuralismo latinoamericano» (Rodríguez, 2006).

participación de extranjeros en su adquisición. Las reformas financieras acompañan el incremento de la inversión extranjera directa (IED) en la región, cuya evolución se analiza en el cuarto apartado del texto. Por otra parte, en el quinto apartado se exponen algunos elementos del comportamiento de la inversión de cartera. Se analizan las entradas y algunos cambios en los mercados para el caso de las tres mayores economías de la región que, tanto en materia de inversión de cartera, como en el caso de la IED concentran la mayor parte de los ingresos. Por último, en el apartado sexto se estudian los primeros resultados de las reformas financieras de tercera generación y los cambios en la estructura de los mercados financieros en los casos de Brasil y México, países en los que más se han desarrollado los inversores institucionales. También se dan algunos elementos sobre la situación en Argentina, la tercera economía de la región pero sin un desarrollo semejante.

El objetivo es plantear uno de los múltiples aspectos del problema de la financiación del desarrollo y entender la ampliación de los inversores institucionales como nuevos agentes en expansión en mercados de valores poco maduros. La presencia de los inversores institucionales ha sido determinante en la evolución de las reformas financieras y está siendo un componente fundamental en la dinámica de los mercados en los últimos años. Sin embargo, esta nueva dinámica continúa siendo un obstáculo para financiar el desarrollo. Las grandes economías de la región no logran conformar sistemas financieros que impulsen adecuadamente el crecimiento, aún considerando la acción de nuevos agentes, como los inversores institucionales.

2. FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL Y TRANSFERENCIAS NETAS DE RECURSOS

La insuficiencia de ahorro interno en la región ha sido la explicación fundamental para argumentar la necesidad del endeudamiento externo público y privado y de la inversión extranjera en sus diversas modalidades (Solow, 1979; Krugman, y Obstfeld, 2001). Sin embargo, incluso un análisis superficial de los datos de flujos de capital en los países de América Latina permite establecer que la región ha sido una exportadora neta de recursos financieros durante el periodo que se están ejecutando las reformas refinancieras, desde 1990 hasta la fecha. Es decir, el conjunto de las economías latinoamericanas ha mantenido transferencias netas negativas, como caracterizan al fenómeno del subdesarrollo las distintas vertientes de la teoría del subdesarrollo latinoamericana; es un aspecto de la transformación que la acción de las empresas transnacionales tiene en la región (Fajnzylber, 1974; Furtado, 1974; Furtado, 1971; Fajnzylber y Martínez-Tarragó, 1976).

En conjunto, en el periodo de 1990 a 2007 la región ha sido una importante exportadora de capitales, bajo la modalidad de pago de intereses de la deuda externa pública y privada que se añade a los recursos remitidos al extranjero por concepto de utilidades, dividendos, uso de patentes y marcas y otros pagos por la inversión extranjera directa y de cartera.

Estos capitales exportados son ganancias e intereses que no contribuyen al incremento del ahorro, ingreso, inversión y consumo en el mercado interno de los países de la región. Al ser enviados a los países sede de los inversores y acreedores, incrementa en esos mercados el nivel de

ahorro, inversión y consumo, causando exactamente el efecto opuesto para América Latina. De manera que el impacto sobre el crecimiento de las economías receptoras de crédito externo e inversión extranjera, va siendo rápidamente anulado por los costos financieros de dichos flujos.

En el periodo que se aplican las reformas financieras, desde 1990 en adelante, la transferencia neta de recursos desde el exterior va disminuyendo hasta que se transforman en salidas netas de capital. Como

se observa en el cuadro n.º 1, desde el año 2001 hasta 2006 hay transferencia de recursos financieros al exterior. La suma de las salidas de capital en el periodo de 2001 a 2006 es 319.000 millones de dólares, superior en 146.000 millones de dólares a los ingresos netos alcanzados en el periodo 1991-2000. En conjunto, en el periodo 1991 a 2006, los ingresos netos de capital del exterior son inferiores a los pagos que esos capitales demandan, por lo que hay transferencia netas negativas.

Cuadro n.º 1

América Latina y el Caribe: ingreso neto de capitales, pagos netos de utilidades e intereses y transferencia neta de recursos. 1990-2006
(miles de millones de dólares)

	Ingreso neto de capitales totales	Pagos netos de utilidades e intereses	Transferencia neta de recursos
1990	16,1	-34,2	-18,1
1991	35,1	-31,4	3,7
1992	56,0	-30,0	26,1
1993	66,6	-34,5	32,1
1994	47,1	-35,9	11,2
1995	60,9	-40,7	20,2
1996	64,7	-42,7	22,1
1997	80,1	-47,6	32,5
1998	77,7	-50,3	27,3
1999	48,5	-51,2	-2,7
2000	54,1	-53,7	0,4
2001	51,2	-54,4	-3,1
2002	10,8	-52,6	-41,7
2003	20,4	-57,8	-37,3
2004	0,0	-67,1	-67,1
2005	0,1	-79,0	-79,0
2006	0,5	-91,5	-91,1

Fuente: CEPAL (2006) Balance Preliminar de las Economías de América Latina 2006, Santiago de Chile, Cuadro A-13. Los datos de 2006 estimados en Balance Preliminar de Cepal de 2006 se han tomado de los cuadros A-6 y A-10 de CEPAL (2007a) Balance Preliminar de las Economías de América Latina del año 2007, Santiago de Chile.

La salida de capitales o transferencias netas negativas deben estar denominadas en moneda extranjera y su funcionamiento no resulta del comportamiento de la cuenta corriente de la balanza de pagos del conjunto de países de la región. En el periodo de 1990 a 2001, con datos de CEPAL, América Latina tiene un déficit en su comercio exterior de 44.600 millones de dólares⁴. En los años siguientes de 2002 a 2006 se modifica la situación, logrando un superávit de comercio exterior de 287.000 millones de dólares, en particular debido a los resultados de los años 2005 y 2006.⁵ Alcanzar y mantener esta situación ha sido excepcional en la historia de América Latina. La CEPAL desde su creación y publicación del primer estudio conocido como Informe del 49, cuya redacción corrió a cargo de Raúl Prebisch (1949), ha venido estudiando este drenaje de recursos.

En el periodo 1990-2006 merece destacarse que el superávit de comercio exterior registrado en el subperiodo 2002-2006 experimenta una merma significativa debido a los resultados negativos de otros componentes de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Para el periodo el resultado es negativo. En conjunto, en los años de 1990 a 2006 la cuenta corriente de la balanza de pagos de América Latina registra un déficit de 443.900 millones de dólares. Dado que los bancos centrales no pueden generar medios de liquidez denominados en mone-

da extranjera, la financiación de este déficit requiere entrada de capitales externos en forma de inversión directa y de cartera (Aglietta, 1999; Byé y Destanne De Bernis, 1987).

Este círculo de requerimientos de moneda extranjera para exportar ganancias de capital de las empresas multinacionales, de los inversores y bancos e intermediarios financieros extranjeros, se denomina «insuficiencia de ahorro», pero es resultado de las asimetrías monetaria, comercial y financiera que han sido explicadas en diferentes términos por la teoría del desarrollo dependiente (Furtado, 1965; Sunkel y Paz, 1970; Prebisch, 1963). Es una condición general del ingreso del capital extranjero a los países de la región que explica casi todo el impacto de la inversión extranjera. Esto no implica análisis alguno sobre su impacto en materia de difusión de tecnologías; pero también es un elemento concluyente sobre su aportación al proceso de financiación de la inversión, al considerar todas las modalidades de ingresos a la región, incluida la participación de los inversores institucionales en los mercados financieros y en el capital de las empresas en América Latina.

3. REFORMAS FINANCIERAS DEL CONSENSO DE WASHINGTON E INVERSORES INSTITUCIONALES

Las reformas estructurales conocidas como el Consenso de Washington (CW) en realidad se iniciaron en América Latina mucho antes, en concreto en los años ochenta como políticas para afrontar la crisis de deuda y restaurar la capacidad de pago externo a los países más endeudados de la región. Así, fueron aplicándose las políticas desde aquellos años, aún antes de que

⁴ Los datos sobre la balanza de cuenta corriente de la balanza de pagos de América Latina que se utilizan en el texto proceden de CEPAL, 1997, 2003a y 2007b.

⁵ En los años 2005 y 2006 el superávit comercial de la región fue de 77.500 y 92.700 millones de dólares, cuya suma es equivalente al 70% del superávit comercial que como saldo alcanza la región durante el periodo de 1990 a 2006, con una mayoría de años en déficit comercial.

fueran formuladas, sistematizadas y difundidas por John Williamson al inicio de los noventa⁶. Durante casi tres décadas estas políticas han llevado a cabo profundas transformaciones económicas y sociales en toda la región.

Teniendo en cuenta esta perspectiva histórica, se puede establecer tres generaciones de políticas de reforma. La primera se ejecutó durante gran parte de la década de los años ochenta al unísono con las sucesivas renegociaciones de la deuda externa y de la administración de las crisis financieras que se suscitaron en aquellos años por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). Fue el momento en que se cambió de las políticas de estabilización, que era la tarea original del FMI, a las políticas de ajuste, como lo advirtió Lichtensztein (1984). Desde entonces se fueron dando los primeros pasos para la liberalización comercial y la apertura financiera. Además, comenzó a erigirse a la política fiscal de ajuste como la política económica por antonomasia. Se considera esencial tener unas finanzas públicas en equilibrio y se constituye en lo que puede definirse como severa política de austeridad tal y como la caracteriza Parguez (1992), en la que destaca el objetivo esencial de equilibrio fiscal o con un superávit en las cuentas primarias; es decir, sin considerar los pagos de los intereses por parte del sector público (el llamado saldo presupuestario primario).

La segunda generación de reformas transcurre en los años noventa y fue una

⁶ Williamson (1990, 1) sostiene este punto de vista en la introducción del texto en que se evalúa lo realizado por el ajuste económico en América Latina al afirmar que la agenda de reformas es sostenida entre otros por el FMI, el Banco Mundial, el poder ejecutivo de Estados Unidos, miembros del Congreso de Estados Unidos, los *lobbies* que realizan cabildeo en Washington.

fuerza fundamental para impulsar la privatización de empresas y servicios públicos en muchos sectores, como energía, telecomunicaciones y transporte; y se realizaron importantes cambios institucionales, contables, regulatorios y de supervisión en los mercados financieros. Fue la etapa en que se empezó a percibir la presencia de los inversores institucionales, especialmente debido a la desregulación del mercado norteamericano que permitió el *boom* de los bancos de inversión, de los fondos de inversión y de titulización y su creciente atención hacia los valores de los mercados emergentes. Además, en la segunda mitad de los noventa, en muchos países se privatizaron los fondos de pensiones de los trabajadores.

La tercera generación de reformas se inicia en la década actual después de la crisis financiera de las empresas *punto com*, con la implantación de conglomerados financieros globales que operan especialmente en el mercado bursátil con «instrumentos derivados», y cambiando las regulaciones del gobierno corporativo para proteger los intereses de grandes inversores que con pequeñas participaciones de cartera mantienen el control.

En América Latina, esta tercera generación de reformas se ha realizado principalmente en Brasil y México, dado que son las economías con un tamaño relativo más grande lo que permite un mercado bursátil con cierto desarrollo. En Argentina estas reformas quedaron, al menos en parte, contenidas por la crisis financiera y por las medidas aplicadas por los gobiernos para combatirla.

Como se destacó antes, desde la primera generación de reformas estructurales, la inicial y más importante política recomendada por el CW ha sido la reducción del déficit fis-

cal. Muy pronto, esta exigencia de equilibrio de las cuentas públicas se convirtió en la fijación de objetivos de superávit fiscal primario. Los resultados en materia de «consolidación fiscal» han sido importantes. Durante los años noventa los gastos corrientes no financieros del sector público son inferiores sistemáticamente al total de los ingresos corrientes (superávit primario), produciéndose un pequeño déficit como resultado de los pagos de intereses y otros gastos financieros y de capital del sector público. De 1991 a 1997 el déficit global del sector público oscila entre 0,5% y 1,6% con relación al PIB. De 1998 hasta el año 2003 el déficit global tiene un ligero incremento, pero las cuentas primarias arrojan resultados cercanos al equilibrio. De 2004 a 2006 hay un superávit primario y una disminución del déficit global (véase cuadro n.º 2).

Con respecto a las tres mayores economías de la región, destaca el superávit primario de las finanzas públicas desde el año 1996 (véase cuadro n.º 2). Como en otras economías de la región se aprobaron leyes en materia fiscal que establecieron el objetivo del superávit primario como un elemento fundamental de la política económica. Los gobiernos de Argentina, Brasil y México, así como otros de la región, aprobaron severas leyes de responsabilidad fiscal para impedir incurrir en déficit fiscal (CEPAL, 2000: capítulo 2). Otros países que establecen leyes semejantes son Ecuador y Perú.

En principio se impulsó el equilibrio fiscal con el objetivo de aumentar la capacidad de pago de la deuda externa y frenar la inflación. Esto condujo en los años ochenta a una rápida modificación en la distribución interna del ingreso, descen-

Cuadro n.º 2

América Latina: sector público no financiero o gobierno central
(superávit/déficit público sobre el PIB)

	América Latina		Argentina		Brasil		México	
	Primario	Global	Primario	Global	Primario	Global	Primario	Global
1996			-1,2	-3,2	0,4	-2,6	3,6	0,0
1997			0,8	-1,5	-0,2	-2,6	2,1	-0,7
1998	0,0	-2,0	0,2	-2,4	0,6	-5,4	1,4	-1,2
1999	-0,5	-2,8	-0,2	-3,1	2,0	-2,5	1,8	-1,0
2000	-0,2	-2,6	1,3	-2,1	1,8	-1,8	1,3	-1,0
2001	-0,8	-3,2	0,0	-4,0	1,7	-2,1	1,7	-0,7
2002	-0,5	-2,9	1,5	-0,6	2,2	-1,2	0,9	-1,1
2003	-0,2	-3,0	2,1	0,2	2,3	-4,3	1,6	-0,6
2004	0,5	-1,9	3,2	2,0	2,6	-1,9	1,7	-0,2
2005	1,3	-1,2	2,3	0,4	2,5	-3,6	1,9	-0,1
2006	2,1	-0,2	2,7	1,0	2,1	-2,9	2,1	-0,1

Fuente: CEPAL, 2008b y 2005a.

diendo las ganancias de las empresas locales y los salarios de los trabajadores e incrementando las transferencias externas. Todo ello disminuyó el dinamismo económico y generó lo que se conoce como la «década perdida para el desarrollo», expresión con la que se califica el estancamiento de las economías de América Latina en esos años en los más diversos estudios realizados, incluidos los del FMI y del Banco Mundial. Esto último, disminuyó la capacidad competitiva de las empresas locales que se vieron además sometidas a una fuerte competencia debida a una paulatina y creciente apertura comercial, así como a la pérdida del motor impulsor que

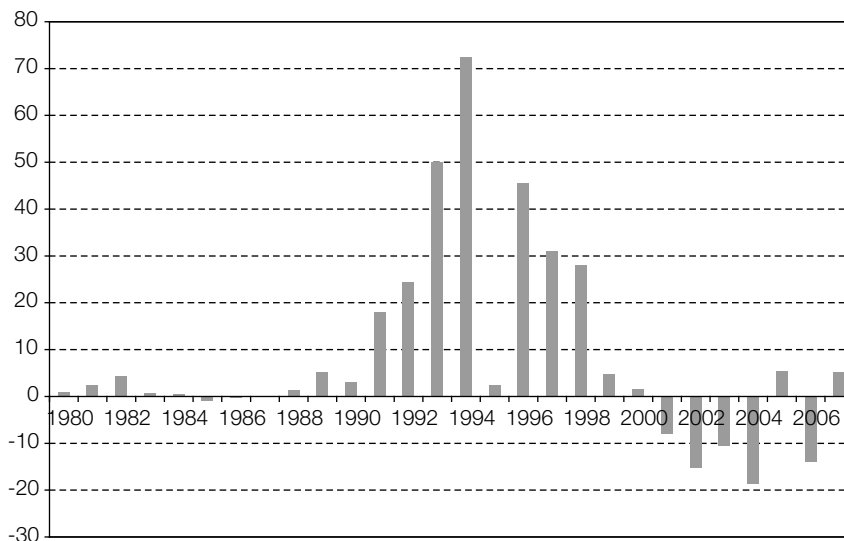
había significado el gasto público para muchos sectores económicos.

En los años noventa, la situación del mercado financiero internacional se transformó rápidamente, especialmente debido a la profunda desregulación del sistema financiero estadounidense. Así, fondos de inversores institucionales empezaron a fluir hacia América Latina, principalmente a Argentina, Brasil y México, incluso a pesar de que Brasil aún tardó varios años en estabilizar sus precios. De manera que puede constatarse una gran ola de flujos de inversión de cartera, que alcanzaron un primer límite con la crisis financiera mexicana de 1995 (véase gráfico n.º 1), pero continuaron

Gráfico n.º 1

América Latina: flujos de capital de cartera (neta). 1980-2007

(en miles de millones de dólares)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook.
<http://www.econstats.com/weo/V049.htm>.

siendo importantes durante varios meses más, especialmente para Brasil y Argentina.

Al final de los noventa sucesivas desregulaciones en los mercados financieros internos y la exacerbada competencia financiera internacional abrieron los mercados nacionales a la privatización de los fondos de pensiones, que ya había sido llevada a cabo *manu militari* en Chile tras el golpe militar de Pinochet, y dejaron expuestos al sector bancario (concretamente algunos de los mayores bancos) a ser comprados por bancos extranjeros, principalmente en México, pero también en Argentina y en menor medida en Brasil (Goirigolzarri, 2003; Moreira y Silva Bichara, 2004; Cardim de Carvalho, 2000; Sampaio-Rocha, 2002; Ferreiro y Rodríguez, 2004; Moguillansky, Studart y Vergara, 2004; Rodríguez de Paula, 2003; Correa, 2004; Penido de Freidas y Magalhaes Prates, 2000).

Las reformas financieras efectuadas en Brasil y México a lo largo de los primeros años de esta década, están cambiando profundamente los mercados bursátiles de cada uno de estos países, abriéndose a la participación de los grandes inversores, aumentando su volumen y liquidez a través de los inversores institucionales y de la innovación financiera.

La apertura comercial y la liberalización financiera, la privatización de empresas públicas y la consiguiente colocación en la bolsa de acciones de estas empresas, así como de otras grandes empresas que hasta ese momento eran propiedad de familias, así como la anulación de las regulaciones que protegían a algunos sectores de la expansión de la inversión extranjera fueron otros de los puntos fundamentales de las reformas del CW. Con ello, ha mejorado rápidamente la posición de las empresas extranje-

ras, principalmente por medio de la compra de empresas en funcionamiento. Este desplazamiento ha generado, a su vez, mayores necesidades de divisas para sostener la salida de capitales por concepto de repatriación de dividendos, desinversiones, etc. (Studart, 2005; Stallings y Studart, 2006).

El balance de casi treinta años de políticas de reforma financiera es desolador: elevadas transferencias de capital con una creciente dependencia de la entrada de flujos de capital a fin de financiar la salida de otros flujos; una dinámica de privatización y desplazamiento de la empresa local en el mercado nacional; y el cambio en las estructuras financieras (de propiedad y de función), con la venta de bancos locales a bancos globales, que ahora están crecientemente volcados hacia las operaciones financieras con valores, en lugar de actividades crediticias tradicionales.

La tercera generación de reformas que está en curso principalmente en Brasil y México, se concentra en reformas fiscales que atañen al ingreso y el gasto público, insistiendo en la necesidad de sostener un superávit fiscal suficiente para el pago del componente no inflacionario de los intereses, es decir, pagar la tasa de interés real y permitir la capitalización del resto de los intereses (Edwards, 2002; Díaz e Izquierdo, 2004). Así, aunque la deuda externa en los últimos años desciende para el conjunto de países de la región, la deuda interna crece aceleradamente, especialmente en los dos países tratados.

En 1990, según información de CEPAL (2008a), la deuda pública de América Latina era de 235.000 millones de dólares, de ella el 27% es deuda interna. Cinco años después, la deuda es mucho mayor debido principalmente al aumento de la deuda in-

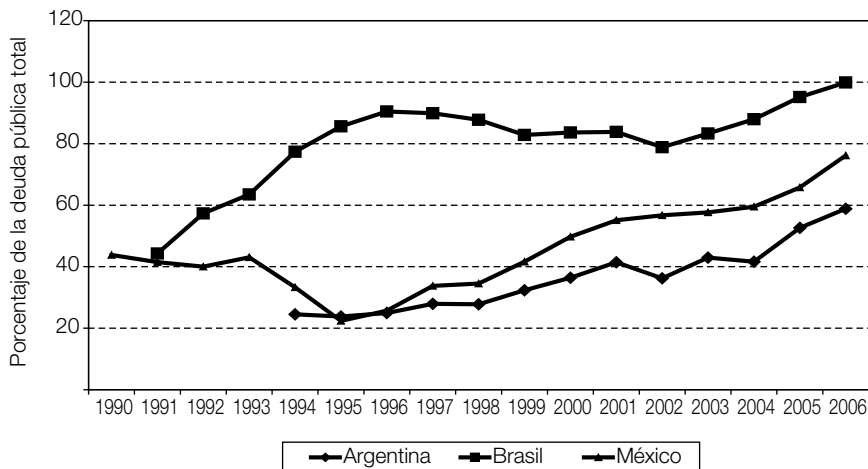
terna. De una deuda total de 625.000 millones de dólares, el 50% es interna. En el año 2000 ambas cifras son superiores y en los siguientes años la deuda interna continúa creciendo. En 2006 de una deuda pública total de 1,3 billones de dólares, el 81% es interna. Como se observa en el gráfico n.º 2 el crecimiento de la deuda interna en las tres mayores economías de América Latina, que en conjunto suman el 86% de toda la deuda pública de los países de la región, es muy importante.

La deuda pública interna que rinde tasas de interés reales positivas elevadas en un periodo con tipos de cambio estables se ha convertido en un componente fundamental del mercado financiero. El pago de los intereses de la deuda pública consume entre el

14 y el 20% del gasto público en las mayores economías de la región. Sin embargo, esta cifra no tiene en cuenta o no incluye el pago de la totalidad de los intereses, debido a que una parte creciente de estos intereses se refinancia aumentando con ello el monto total de la deuda. Como se concluye de los datos señalados y del gráfico n.º 2 la deuda interna aumenta rápidamente. El crecimiento de la deuda pública asume entre otras la forma de pasivos contingentes y otras obligaciones fuera del presupuesto, aumentando como destaca la OECD (2006) en unos cuantos años entre 8 y 20 puntos porcentuales del PIB en el monto total de la deuda pública, dependiendo de cada país.

En resumen, la deuda pública, en relación a la deuda interna y como proporción

Gráfico n.º 2
Deuda pública interna: Argentina, Brasil y México
 (en % sobre deuda total)



Fuente: Elaboración propia con información de CEPAL, Base de Datos, BADECON, edición Internet, www.cepal.org

del PIB, crece fuertemente. Pero es la creciente deuda pública adquirida por diversos inversores institucionales del extranjero, ya sea directamente o por medio de fondos establecidos en los países de la región lo que preocupa. Así, los intereses devengados y en su caso la repatriación de capitales por venta o amortización debe ser cubierta con divisas en cantidades que no se generan a partir del comercio exterior y menos aún por otros medios.

Como se ha dicho, los títulos de deuda pública son un componente importante de las carteras de los inversores institucionales extranjeros, pero también de los bancos locales y extranjeros y algunas grandes tesorerías. El desarrollo del mercado de bonos privados y la mayor diversificación de las carteras no ha desplazado a los bonos públicos en la preferencia y afección de los inversores.

Son especiales los casos de Brasil y México, puesto que en los últimos años las estrategias de los inversores institucionales se orientan a la adquisición de paquetes de control de empresas locales de esos países. Esto, que es una tendencia presente en los mercados financieros de los países desarrollados desde los años noventa, está cobrando celeridad en las mayores economías de la región a partir de los últimos años (Studart, 2005; García, 2005).

Así, la ejecución de la agenda del CW se ha orientado y concretado más hacia reformas en los mercados de valores, buscando modificar e implantar nuevas regulaciones en materia de gobierno corporativo, innovación financiera e institucional y seguridad legal. Todo ello debido a que, como se ha señalado, el mercado de valores es el «espacio» fundamental para la

expansión de los inversores institucionales. Las adquisiciones de cartera de estos inversores dependen en gran medida de la calificación otorgada a los valores por las agencias calificadoras. Estas calificaciones pueden modificar la percepción del riesgo de los inversores e incluso la composición de su cartera por países, pues están sometidos globalmente a la calificación crediticia. De ahí, la creciente importancia que las autoridades financieras locales dan a mantener estables ciertos indicadores, especialmente el índice de precios y el superávit fiscal, y también el interés que ponen en proseguir las «reformas de mercado» necesarias para alcanzar mejores niveles de calificación de riesgo (García, 2005; Correa y Vidal, 2006).

Asimismo, estas reformas han estado creando mercado a través de las privatizaciones y de la colocación de diversos títulos de deuda y acciones de empresas privadas con escasa o nula presencia bursátil previa. Esta internacionalización del mercado de valores, tendrá amplias consecuencias sobre la disponibilidad de divisas y el comportamiento de las monedas locales.

4. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA

Los cambios en las estructuras financieras y el incremento de las entradas de capital a los países de América Latina por inversores institucionales forman parte de un proceso más amplio, que es el aumento notable de los flujos de IED en la región y en el mundo. El mayor aumento se registró de 1995 a 2001, cuando el importe acumulado pasó de 2,9 billones a 6,6 billones de dólares. Para 2005, el total acumulado de IED que había salido de los países fue de 10,67

billones de dólares.⁷ En el año 2006 los flujos de salida suman 1.022 millones de dólares, cerca del nivel máximo alcanzado en 2000, con 1.236 millones de dólares. Como destaca UNCTAD, es un proceso en el que nuevamente hay un incremento generalizado de IED. Su aumento anual, superior al 14%, fue aún mayor que el 10% alcanzado por el comercio mundial. Este crecimiento también puede compararse con el comportamiento de la formación de capital. Por ejemplo, a escala mundial al inicio de los ochenta los flujos mundiales de IED representaban el 2,3% de la formación bruta de capital y para 2003 estos son equivalentes al 7,4%, en 2005 corresponden al 8,3 y en 2006 alcanza el 10,5% de la formación de capital.

Las empresas con matriz en América Latina no tienen una participación significativa en los flujos de IED, en cambio la región ha sido receptora importante de capitales. En el periodo 1995-2001, los flujos de IED hacia la región fueron excepcionalmente elevados, en 1995 fue receptora del 7,2% del total de flujos y en 2004 del 8,2%. En 2005 los flujos acumulados de IED que han ingresado a América Latina son el 9,2% y en 2006 el 6,4% del total mundial, lo que suma 1.022.700 millones de dólares. En cambio, la IED acumulada que ha salido de los diversos países de América Latina hasta 2006 es de 394.000 millones de dólares que equivale a 3,6% del total mundial. En suma, en un periodo de incremento en los flujos internacionales de IED, en las economías de América Latina los ingresos no se acompañan de salidas importantes por cuenta de empresas con matriz en la región.

En la evaluación del papel de la IED en la región se insiste en el impacto positivo en la formación de capital. Como se destaca líneas adelante, para los propósitos de este texto es más importante analizar la composición de la inversión y su participación en los procesos de fusiones y adquisiciones. Sin embargo, los datos sobre el peso de la inversión extranjera en el PIB no indican una creciente importancia. En otro estudio (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007) se destaca que en el periodo de 1990 a 2005 las entradas netas de capital como proporción del PIB sólo en algunos años son superiores al 9%. En 1990 la cifra es superior a 9% y en 1991 al 11%. En los años siguientes únicamente en 1997 se alcanza una cifra ligeramente mayor al 10% y después disminuye, con cifras cada vez menores, cercanas al 1% en 2004 y 2005 (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007: gráfico 1).

Los autores citados estudian la evolución de las entradas netas de capital sin observar alzas importantes en la tasa de inversión en la mayor parte de las economías de la región. Hay variaciones en 14 de las 19 economías de la región, destacando que las economías de Argentina y Brasil están entre las que registran disminuciones⁸. México tiene un alza menor, la media para el periodo 1991 a 2003 es de 20,8%, mientras en los años 1980-90 fue de 18,6% (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007:284). En años previos al periodo que se inicia en 1990, el coeficiente de inversión en México es superior a 20%.

⁷ Los datos sobre inversión extranjera directa, incluidos los relativos a su comparación con relación a la formación de capital, proceden de la base de datos que sobre la materia tiene elaborada la UNCTAD. Puede consultarse en UNCTAD, Statistics, FDI database, en www.unctad.org.

⁸ En Argentina la media del coeficiente de inversión en el periodo de 1991-2003 es de 17,26%, que es menor a la media de 20,07 alcanzada en el periodo de 1980 a 1990. En Brasil las cifras para los mismos periodos son 19,65 y 22,98% respectivamente (Ferreiro, Gómez, Rodríguez y Correa, 2007:284).

En resumen, la entrada neta de capitales en los años en que se ejecutan las reformas del CW y que en las mayores economías de la región se promueven cambios hacia el modelo financiero basado en el mercado, no se observa un incremento en el coeficiente de inversión. El capital extranjero produce un cierto efecto desplazamiento; es decir, su incremento se acompaña de una reducción de la inversión interna. Ello tiene que ver en parte con el destino de la IED.

En el periodo de 1990 a 2006 hay años en que se registra un incremento de la IED en el total de la formación de capital en la región. Entre 1992-1997 la IED era el equivalente al 14% de la formación de capital, en 2004 es el 15,9% y en 2005 llegó al 16,8%. Aunque, claramente los fondos aportados en cada país continúan siendo la principal fuente de financiación de la inversión, la mayor cuantía de la IED no puede ignorarse. No obstante, la revisión del contenido de la IED relativiza este papel.

En 2001 los flujos de entrada de IED alcanzan la mayor proporción comparados con el total de la formación de capital. Sin embargo, fue también el año en el que las adquisiciones de empresas locales por empresas extranjeras incluyeron varias operaciones relevantes. Los flujos de entrada de IED fueron más del 20% de la formación de capital, pero únicamente la compra de Banamex (el mayor banco mexicano en el momento en que se realiza la transacción) por parte de Citigroup, por 12.500 millones de dólares, representa el 45% de toda la IED que entra en México en ese año. En otros países hay hechos semejantes.

En el periodo 1991-2001 tuvieron especial relevancia para las cifras totales, la inversión realizada por empresas transnacio-

nales que se concreta como parte de la IED dedicada a comprar compañías telefónicas en diversos países, bancos y empresas del sector financiero, empresas de energía eléctrica y de otros servicios públicos que estaban siendo privatizados (Vidal, 2001 y Vidal, 2004). Por ejemplo, en 1998 la venta de la compañía telefónica brasileña Telebras, en gran parte adquirida por diversas empresas extranjeras, supuso más de 18.000 millones de dólares, cifra que equivale al 62% del flujo total de entrada de IED en ese año a Brasil. Después, varias empresas han sido nuevamente vendidas destacando en estas adquisiciones la participación de empresas extranjeras y en algunos casos la participación de diversos inversores institucionales.

Así, gran parte de los flujos de IED que van a Latinoamérica durante la segunda mitad de los noventa y principios de la década actual se explica principalmente por la adquisición de empresas. Considerando las mayores economías de la región, en el periodo de 1995 a 2003, Brasil tuvo una entrada de IED de 173.500 millones de dólares, un 58% estuvo destinado en gran parte a la adquisición de empresas telefónicas, de producción y comercialización de energía eléctrica y algunas líneas de ferrocarril. En México, más del 33% fue utilizado para comprar empresas, principalmente del sector financiero; en Argentina las compras fueron principalmente en el sector de petróleo y gas, teniendo en cuenta que más del 80% de los 67.000 millones de dólares de flujos de IED fueron empleados en la adquisición de activos.

La ola de IED de los noventa se explica por el proceso de disputa por los mercados en algunos sectores productivos conglomerados, como telecomunicaciones, energía y banca y servicios financieros. Esta

expansión, por sí misma, no implica una ampliación de la capacidad de producción o del mercado interno de los países receptores. La proporción de estos flujos sobre la formación de capital denota que ésta posee una fuerza importante en algunos sectores económicos. Sin embargo, en las cifras agregadas la principal fuente de fondos para la inversión, continúa siendo de origen interno.

La entrada de IED a América Latina en las cantidades y la composición alcanzada desde finales de los años ochenta hasta hoy, es posible en parte por la cantidad de modificaciones legales realizadas en los diversos países de la región. Por destacar un ejemplo: la participación de capitales privados en la telefonía implicó la privatización de las empresas y un gran número de cambios legales para que empresas extranjeras pudieran invertir e incluso tener la mayoría y totalidad del capital de las compañías que se creaban (Vidal, G., 2004).

En general se puede sostener que los gobiernos de la región están empeñados en generar mejores condiciones para los capitales extranjeros. Los cambios jurídicos e institucionales efectuados para atraer capitales del exterior se documentan por la secretaría ejecutiva que estaba encargada de las negociaciones del proyecto del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA, 1999).

Los tratados internacionales de inversión firmados bilateralmente, especialmente con Estados Unidos, y más recientemente la proliferación de acuerdos de libre comercio, por ejemplo el TLCAN, cuentan con amplios capítulos sobre inversiones. Estos acuerdos están firmados a partir de directrices que consideran los intereses de las empresas de Estados Unidos como rele-

vantes en los términos que define la oficina del Departamento de Estado de ese país creada para ese fin (*U.S. Department of State*, 2005). En estos tratados de inversión y acuerdos comerciales bilaterales se incluyen la totalidad de los países de la región. Las políticas adoptadas en esta materia por los gobiernos, se basan parcialmente en el aporte necesario de capital extranjero para complementar el proceso de inversiones en la región. Se esgrimen otras razones, como la transferencia de tecnología, pero se insiste en la carencia de suficiente capital en los países de la región como una razón para permitir la entrada de inversión extranjera, en particular en la modalidad de inversión directa.

Los recursos utilizados por empresas extranjeras para adquirir compañías en funcionamiento, como las inversiones realizadas por fondos privados en acciones y otros fondos colectivos de inversión en las economías de América Latina demandan, como corresponde a toda inversión extranjera, pagos por concepto de dividendos, uso de tecnologías y marcas que deben liquidarse en divisas. Las entradas de IED desde principios de la década de los años noventa no han llevado consigo un proceso de crecimiento importante del coeficiente de inversión en la región y una parte de esos recursos —los utilizados en comprar activos en operación— no necesariamente incrementan directamente la capacidad de producción, pero exigen el uso de divisas.

Las nuevas entradas de IED aumentan el acumulado de esta inversión que en el momento de pagar las ganancias, en tanto son remitidas al extranjero, implican una masa mayor de divisas, con lo cual la balanza de pagos queda bajo presión y depende de nuevos flujos de entrada. Este

proceso significa que la contribución neta de capital externo a la formación de capital se revierte parcialmente.

De acuerdo con las cifras de la CEPAL, los dividendos y otros beneficios pagados por la operación de la IED en la región en el periodo 1990-1996 fueron de 75.900 millones de dólares, lo que equivale a más del 50% del total de flujos del mismo lapso. Como se observa en el cuadro n.º 3, Chile pagó el equivalente al 66,5%; pero también los importes pagados por Argentina, México y Brasil fueron importantes. En el periodo 1997-2005, y aunque las entradas de IED superan ampliamente las entradas de periodos anteriores, este ratio continúa siendo importante. Los pagos de dividendos y de otros beneficios durante este periodo alcanzaron la cifra de 205.000 millones de dólares, que equivale al 35,7% del total de flujos de IED que entró en la región, destacando lo pagado por Chile y México.

Durante los últimos años la depreciación del dólar frente al euro también supo-

ne una presión para las empresas de origen europeo para aumentar sus ingresos locales y lograr mantener el nivel de rentabilidad de sus operaciones. El resultado es que no disminuyen los pagos por concepto de patentes, uso de marcas, utilidades, aún cuando no ingresen capitales en igual cuantía. A todo esto, hay que agregar las desinversiones efectuadas por algunas empresas, como es el caso de France Telecom, Bell, WorldCom, Verizon en telefonía y de Carrefour en hipermercados. Todo lo cual está exigiendo un importe alto de divisas.

En síntesis, la IED que entra en la región desde mediados de los años noventa aumentó de manera importante y gran parte de ella se destina a la adquisición de empresas y no a proyectos nuevos. Al mismo tiempo, esta inversión sumada al resto de la inversión extranjera ha sido acompañada por importantes pagos de dividendos y utilidades, lo cual mantiene una activa demanda de divisas a pesar de que los nuevos flujos declinan.

Cuadro n.º 3
América Latina: pago de beneficios y dividendos como parte de los flujos anuales de IED
(en %)

	1990-1996	1997-2005
América Latina	51,1	35,7
Argentina	38,7	29,7
Brasil	60,4	25,4
México	49,6	31,8
Chile	66,5	49,8

Fuente: Elaboración propia con información de CEPAL, Estadísticas de Balanza de Pagos, Estadística e Indicadores económicos, Balanza de Pagos, <http://websie.eclac.cl/sisgeBADEPAG>, edición internet, www.eclac.cl/bdatos/BADEPAG.asp, mayo 2006. CEPALSTAT.

El ciclo de expansión-contracción de los flujos de IED no se corresponde con la dinámica del volumen de pagos de ganancias que son crecientes. Así, en los años de 2000 a 2003, aún cuando no existió un importante crecimiento de los flujos de IED, los pagos que esta inversión exigía no descendieron y mantuvieron la presión sobre la disponibilidad de divisas en la región (UNCTAD, 2003). El incremento 2004-2005 y la caída en 2006, tampoco se reflejó en un comportamiento cíclico de las utilidades pagadas que continuaron aumentando a un ritmo superior al crecimiento económico regional y muy por encima del aumento de la inversión y de las exportaciones.

Este comportamiento de los flujos de rentabilidad de la IED genera un problema en las cuentas de la región con el exterior. Varias economías necesitan de más recursos del exterior para hacer frente a los pagos que demanda la inversión extranjera acumulada en el país y no necesariamente para usar esos recursos en aumentos en el coeficiente de inversión. Las salidas de divisas por pagos a la inversión extranjera no se comportan de manera cíclica, y por tanto no disminuyen cuando son menores los flujos externos de capital, comprometiendo la propia fuerza dinámica de dicha inversión. Como se destacó desde el primer apartado del artículo, este hecho explica en parte la característica de la región latinoamericana que realiza transferencias netas de recursos al exterior. Entre los aspectos que hacen aumentar esta situación se encuentran la creciente participación de los inversores institucionales que demandan pagos crecientes de beneficios y la expansión de los mercados de derivados en la zona como parte de su expansión.

5. **INVERSIONES DE CARTERA E INVERSORES INSTITUCIONALES**

Los factores globales han estado determinando los ciclos de expansión de las colocaciones de cartera en los países en desarrollo (IMF, 2004; World Bank, 2007). La primera ola de expansión durante la década de los noventa fue resultado de la titulación de los créditos sindicados hasta ese momento presentes en el balance de los bancos, que habían estado reestructurándose constantemente en los años ochenta, elevando su exposición y requiriéndoles formación de reservas. De manera que el mercado de bonos de deuda permitió a los bancos disminuir su exposición y transferir el riesgo a otros participantes en el mercado, los inversores institucionales. Los bonos de deuda de prestatarios públicos o privados fueron incorporándose a las carteras de los inversores institucionales a partir de importantes desregulaciones en el mercado financiero, especialmente estadounidense.

La diversificación de los inversores y las calificaciones de riesgo contribuyeron a disminuir la exposición de los bancos acreedores, mientras que los fondos ampliaban y diversificaban sus carteras con valores de menor calidad y más rendimiento, esto es, los valores de los mercados emergentes. Fueron también los años en los que las empresas privadas procedentes de varias economías desarrolladas ampliaron su acceso a los mercados financieros a través de la colocación de bonos y acciones.

En el caso de las mayores economías de América Latina, como sucede en general con otros mercados, esta ola tuvo un corto freno en la crisis mexicana de 1994-1995 (véase el gráfico n.º 1), puesto que implicó pérdidas para algunos inversores en los

mercados de acciones, aunque en México los inversores con papel gubernamental habían sido previamente protegidos a través de canjes de sus posiciones por valores con cobertura cambiaria.

La tendencia expansiva se mantuvo unos años más y estas colocaciones globalmente se frenaron a partir de 1998. Entre 1999 y 2003 con la crisis asiática, la posterior crisis bursátil de las *punto com* a principios de la década actual y las crisis brasileña y argentina, los flujos de inversión de cartera disminuyeron dramáticamente, como se destaca en el gráfico n.º 1. Como en el caso de la IED el comportamiento de la región es el resultado de lo sucedido en Brasil, México y Argentina. En el periodo de 2001 a 2004 los flujos netos de cartera que entran en la región son negativos, recuperándose posteriormente.

Una de las más importantes lecciones de la crisis mexicana de 1994-1995 fue la necesidad de enfrentarse a los riesgos de una amplia salida de colocaciones de cartera de un mercado emergente, ya que el llamado efecto de seguimiento (comportamiento *herd*) provoca pérdidas masivas a los inversores de cartera. Por ello, desde aquellos años, se instrumentaron reformas en el sentido de lograr una mayor profundidad en los mercados financieros locales, a través de inversores institucionales nacionales que tuviesen otra evaluación del riesgo cambiario y pudieran eventualmente dar flexibilidad y estabilidad a las colocaciones de inversores externos. De ahí las sucesivas reformas de los sistemas de seguridad social en la región a partir de esos años que permiten establecer fondos de inversión privados en esta materia (Kucynsky, 2003).

Los nuevos fondos colocan gran parte de sus recursos en títulos de deuda interna y en algunos países participan en los merca-

dos bursátiles. Es notorio que gran parte de las instituciones financieras creadas pertenece o cuenta con una alta participación en su capital por parte de algunas instituciones financieras extranjeras.

En el periodo 2004-2007 se da una nueva ola de rápido crecimiento de las colocaciones de cartera, especialmente impulsada por:

- a) nuevas desregulaciones en el mercado estadounidense y amplio crecimiento de la liquidez internacional;
- b) una señalada mejoría de las calificaciones de los títulos de los mercados emergentes en general;
- c) unas mayores y aceleradas reformas en los mercados bursátiles y en el gobierno corporativo en los mercados de la región, especialmente en Brasil y México;
- d) el mantenimiento de un importante diferencial de rendimientos entre los mercados de bonos, a pesar de la acumulación de reservas, y la disminución del riesgo cambiario y crediticio (World Bank, 2007).

Como se destacó en el segundo apartado, en las mayores economías de la región, principalmente Brasil y México, se ha dado un proceso de disminución relativa de la deuda pública externa (denominada en moneda extranjera y cuyos tenedores son no residentes) que es sustituida por deuda interna (denominada en moneda nacional, con tenedores residentes y no residentes) desde mediados de los años noventa. En especial para estas dos mayores economías de la región la participación de los fondos extranjeros en bonos soberanos es de creciente importancia. En México las posiciones de estos fondos representan más del 10% de la deu-

da pública interna y en Brasil más del 5%⁹. Los rendimientos en estos títulos han estado en los últimos años entre 3 y 6 puntos, e incluso más, por encima de los bonos soberanos de las economías desarrolladas.

Después de la conmoción bursátil de inicio de siglo, hubo un notable crecimiento de las colocaciones de los inversores institucionales en acciones y bonos en las economías emergentes, principalmente en las de China, India y Tailandia, pero destaca también Brasil y en menor medida México. Nuevas emisiones, privatizaciones y crecimiento del comercio explican el sostenido interés de los *private equity funds* en esas economías.

Así, el Banco Mundial señala la aparición de una nueva generación de productos crediticios y de acciones. Según dicha fuente, desde 2002, 422 empresas de mercados emergentes accedieron al menos una vez al mercado internacional de bonos, 537 contrataron créditos bancarios sindicados, y 360 empresas colocaron acciones en alguno de los mayores mercados bursátiles del mundo. El capital financiado de esta manera ascendió a 1,4 billones de dólares, sustancialmente superior a los 800.000 millones obtenidos en los tres años anteriores. En esta última etapa los mayores deudores son algunas de las compañías de Europa del Este en los sectores de energía y banca (World Bank, 2007, 63-64).

Durante esos años, 2002-2007, fue de singular importancia la colocación de productos derivados en Brasil y México especialmente a partir de la introducción de los productos estructurados por los inversores extranjeros, reduciendo el riesgo de tasa de

interés de los intermediarios financieros locales. Los inversores extranjeros han sido activos colocadores de productos derivados en las instituciones brasileñas con instrumentos de cobertura sobre tasas de interés (World Bank, 2007, 63-64).

Toda la expansión en los mercados de valores locales llevada a cabo con la intermediación financiera de instituciones nacionales y extranjeras no se ha realizado completamente en los mercados de los propios países o atendiendo al comportamiento que prevalece en esos sitios. En gran medida estos mercados se van adaptando para funcionar como mercados complementarios en la dinámica del establecimiento de precios, creación del fondo e intercambio. En ese orden, van siendo mercados cuya expansión depende totalmente del devenir de los mercados financieros internacionales.

Prebisch (1981) destaca que América Latina tuvo en el pasado, en plena etapa de sustitución de importaciones, serios problemas debidos al estrangulamiento externo; es decir, por la incapacidad de mantener la financiación del crecimiento debido a la carencia de divisas dada la modalidad de relación con la economía internacional. En la actualidad, la forma en que se relaciona la región con la economía internacional, con los mercados financieros y las dificultades para mantener la financiación son mayores y diferentes que en etapas previas. Actualmente hay problemas notables con el tipo de cambio y la disponibilidad de divisas.

6. TENDENCIAS EN LAS ESTRUCTURAS FINANCIERAS: ARGENTINA, BRASIL Y MÉXICO

Las reformas del CW y las sucesivas crisis bancarias abrieron la puerta a la cre-

⁹ Aunque estas cifras solamente incluyen posiciones directas, y no incluyen las posiciones en fondos de inversión domésticos.

ciente institucionalización del ahorro y la intermediación financiera. Un primer episodio fueron los cambios realizados en algunos países en los sistemas de pensiones desde los sistemas de reparto hacia unos regímenes de capitalización con cuentas individuales, a lo que se agregan las reformas para la titulación de activos, colocación pública de acciones de empresas que per-

tenecían antes exclusivamente a familiares o eran estatales, expansión de la innovación financiera (mercado de productos derivados creciente) y en general una modernización de los mercados de valores. En América Latina, el proceso avanzó sin problemas hasta la crisis de 1994, originada en México. Los inversores institucionales extranjeros regresan años después, cuando

Cuadro n.º 4
Cambios en la estructura financiera
(en %)

	80s	90s	2000s(8)
Argentina			
Activos de otras instituciones financieras/activos financieros totales (1)	1,73	1,27	1,2
Activos de otras instituciones financieras/PIB (2)	0,2	0,3	0,48
Crédito privado otorgado por otras instituciones financieras/PIB	0,2	0,3	0,4
Crédito privado otorgado por bancos de depósito/PIB (3)	12,3	17,7	14,8
Capitalización del mercado bursátil/PIB (4)	1,9	13,3	54,5
Capitalización en el mercado de bonos privados/PIB	n.d.	2,2	7,9
Brasil			
Activos de otras instituciones financieras/activos financieros totales (1)	27,3	19,4	29,7
Activos de otras instituciones financieras/PIB (5)	n.d.	8,9	27,7
Crédito privado otorgado por otras instituciones financieras/PIB (5)	n.d.	5,5	7,9
Crédito privado otorgado por los bancos de depósito/PIB (5)	n.d.	26,8	27,2
Capitalización del mercado bursátil/PIB	8,8	20,8	41,1
Capitalización del mercado de bonos privados/PIB (5)	n.d.	8,9	10,1
México			
Activos de otras instituciones financieras/activos financieros totales (1) (6)	n.d.	6,1	20,5
Activos de otras instituciones financieras/PIB (7)	n.d.	3	7,9
Crédito privado otorgado por otras instituciones financieras/PIB (6)	n.d.	0,9	2,05
Crédito privado otorgado por los bancos de depósito/PIB	12	23	15,5
Capitalización del mercado bursátil/PIB	4,1	30,3	25,75
Capitalización del mercado de bonos privados/PIB	n.d.	2,1	13,3

Fuente: Elaboración propia a partir de la base de datos: Financial Structure Dataset, World Bank.

Notas: (1) Activos financieros de bancos de depósito y otras instituciones financieras menos el banco central; (2) Los 80s consideran 1984-1989; (3) Consideran 1988-1989; (4) Consideran 1982-1989; (5) consideran 1992-1999; (6) consideran 1997-1999; (7) considera 1998-1999. (8) Para México y Argentina 2000's considera 2000-2007 y para Brasil es 2000-2005.

Cuadro n.º 5

Depósitos en el sistema financiero

(en % sobre PIB)

	Argentina	Brasil	México
1998	23,0	24,1	28,8
1999	26,1	24,2	28,3
2000	27,2	22,3	24,6
2001	26,6	22,0	23,9
2002	23,3	22,7	24,4
2003	21,1	23,0	23,6
2004	21,4	22,2	23,0
2005	21,6	24,3	23,5

Fuente: Financial Structure Dataset, World Bank.

continúan las privatizaciones de los sistemas de pensiones y se realizan nuevos cambios legales en los mercados bursátiles. En 1998 sus activos en la región se estimaban en un 15% del PIB. Desde entonces sus carteras han crecido notablemente, en parte por el crecimiento mismo de la liquidez internacional, que empuja a muchos inversores a la búsqueda de nuevas colocaciones con mayores rendimientos; pero también, debido a cambios que se producen en la región. Estos cambios se pueden resumir en:

- las mejores calificaciones de riesgo otorgadas por las agencias calificadoras a los títulos de los países latinoamericanos, especialmente Brasil y México;
- los atractivos rendimientos de los títulos de deuda pública en instrumentos denominados en moneda local; y
- en los últimos años, el creciente atractivo de la apertura de mercados en títulos con soporte inmobiliario.

Brasil y México están cambiando rápidamente sus mercados de valores, a diferencia de Argentina, como se puede ver en el cuadro n.º 4. Destaca en particular el crecimiento de los activos de otras instituciones financieras distintas a los bancos comerciales como porcentaje de los activos financieros totales (29,7% en Brasil, 20,5% en México y 1,2% en Argentina). Sin embargo, el mayor dinamismo de las instituciones financieras no bancarias en Brasil y México no ha detenido el proceso de desintermediación financiera al interior de cada uno de los países (como puede verse en el cuadro n.º 5) que implica una disminución en el porcentaje de depósitos en el sistema financiero sobre el PIB. La desintermediación financiera es un proceso que ocurre también en Argentina, como se observa en el cuadro n.º 5. En los tres países el mantenimiento de la desintermediación financiera se corresponde con el aumento de los depósitos y las operaciones financieras de residentes del país en el exterior, especialmente aquellos fondos in-

Cuadro n.º 6

Capitalización del mercado de valores públicos
(en % sobre PIB)

	Argentina	Brasil	México
1997	7,4	29,9	6,4
1998	8,1	35,0	7,6
1999	9,6	49,8	8,4
2000	10,9	40,7	10,5
2001	10,8	50,7	15,1
2002	21,2	47,2	18,0
2003	20,1	41,4	19,7
2004	22,8	45,1	21,1
2005	21,3	44,6	22,1

Fuente: Financial Structure Dataset, World Bank.

termediados por instituciones financieras extranjeras.

La creciente posición en los países de América Latina de los inversores institucionales se materializa principalmente mediante títulos de deuda pública, que tienen un elevado crecimiento, profundidad de mercado y atractivos rendimientos, como puede verse en el cuadro n.º 6, y constata el aumento de la deuda pública interna en los mercados financieros, en cada una de las tres mayores economías de la región. Los principales inversores institucionales en Brasil y México son parte de los conglomerados financieros, que desarrollan operaciones de banca comercial, banca de inversión, corretaje, seguros, administradores de fondos de pensiones y fondos de inversión. Sin embargo, las mayores empresas latinoamericanas aunque están participadas por inversores institucionales, especialmente estadounidenses, continúan estando controladas por grupos de accionistas empresariales o familiares, o

en algunos casos, resultado de privatizaciones y fueron adquiridas por empresas extranjeras.

El cambio en la estructura financiera en las mayores economías de la región en los últimos años está perfilando dos patrones distintos: por un lado Brasil y México, donde los mercados financieros están cambiando hacia mercados con predominio del comercio de títulos y productos derivados, con bajo perfil del crédito directo y creciente intermediación en el mercado externo; y por otro el modelo de Argentina, que tras la crisis financiera está rearticulando el sector de los bancos públicos y donde el crédito directo en moneda local está recuperando lentamente el mercado.

7. CONCLUSIONES

En América Latina los flujos de fondos que deben destinarse al pago de capitales externos, tanto los que proceden del crédi-

to como de la inversión directa, son un límite en el proceso de acumulación de capital. El saldo neto producido por la entrada de capitales en la región en el plazo de 1990 a 2006 es negativo.

Los cambios debidos a las reformas financieras no han modificado esta situación. Ello implica que las nuevas formas de la financiación internacional, como los mercados de derivados y la acción de los inversores institucionales no dan por resultado incrementos netos en la financiación de la actividad económica producto del ingreso de capitales a la región.

Aún, en las mayores economías de países como Brasil y México, la institucionalización del ahorro y los cambios en las estructuras financieras no han tenido un impacto positivo importante en la elevación del coeficiente de inversión. En México se da un ligero incremento y en Brasil una reducción. En Argentina, sin duda relacionado con la crisis de principios de la década actual la estructura financiera funciona bajo otras condiciones, pero aún no se manifiesta en incrementos en el coeficiente de inversión.

A pesar de ser la tendencia dominante en los mercados de las economías desarrolladas, en Brasil y México los inversores institucionales aún no han logrado una posición de control en las más importantes empresas de estos países y el principal soporte de sus inversiones son los títulos de deuda gubernamental. Ha habido una creciente titulización de activos en algunos sectores específicos como telecomunicaciones, minería, energía, servicios financieros y más recientemente en bienes raíces que ha producido el crecimiento en los últimos años del mercado.

Los cambios jurídicos e institucionales acaecidos podrán seguir alimentando un creciente mercado de títulos, por lo menos en algunos países de la región que por diversos motivos (fuentes energéticas, de materias primas, de elevado consumo interno, destino turístico y de inversión inmobiliaria, entre otros) continúen siendo atractivos para la inversión extranjera. También puede seguir creciendo la colocación de títulos de la deuda pública interna. Sin embargo, ello demandará cantidades crecientes de divisas para el pago de intereses y de dividendos al extranjero, mermando las capacidades de financiación de las economías de la región.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (1999): *La globalisation financière*, La Découverte, Paris.
- ARESTIS, P. (2005): «Washington consensus and financial liberalization», *Journal of Post Keynesian Economics*/Winter 2004-5, Vol. 27, n.º 2, M. E. Sharpe, New York.
- ARESTIS, P. et al. (2004): «Does financial structure matter?» Money Macro and Finance (MMF) Research Group Conference.
- BID (2004): *Unlocking Credit: The quest for Deep and Stable Bank Lending*. Inter-American Development Bank, Washington, www.idb.org
- 2006: *Living with Debt. How to Limit the Risks of Sovereign Finance*, Inter-American Development Bank, Washington, www.idb.org
- BIS (2007): *Institutional Investors, global savings and asset allocation*. CGFS Papers No. 27, Bank for International Settlements, Basel.
- BLOMMESTEIN, H.J. (1996): «Structural Changes in Financial Markets: Overview of Trends and Prospects», en BLOMMESTEIN, H.J. y BILTOFT, K. (eds.), *The New Financial Landscape: Forces Shaping the Revolution in Banking*, Risk Management and Capital Markets, OECD, Paris.
- BYE, M. y DESTANNE DE BERNIS, G. (1987, 5. ed.): *Relations économiques internationales*. Ed. Dalloz, Paris.
- CARDIM DE CARVALHO, F. (2000): *New Competitive Strategies of Foreign Banks in Large Emerging Economies: the case of Brazil*. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, v. LII, n.213
- CEPAL (1997): Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1996-1997, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2000: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 1999-2000, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2003: La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2002, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2003a: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2002-2003, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2005a: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2004-2005, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2005b: La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2004, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2006: Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe, 2006, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2007a: Balance preliminar de la economías de América Latina y el Caribe 2007, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2007b: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2006-2007, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 2008a: Base de Datos, BADECON, edición en Internet, www.cepal.org.
- 2008b: Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2007-2008, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- CORREA, E. (1992): *Crisis y Mercados Financieros en América Latina*, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.
- 1998: *Crisis y Desregulación Financiera*. Ed. Siglo XXI, México
- 2004: «Cambios en el sistema bancario en América Latina: características y resultados» en *Claves de la Economía Mundial*, Universidad Complutense de Madrid.
- CORREA, E. y VIDAL, G. (2006): «Reform and Structural Change in Latin America: Financial Systems and Instability», in ROCHON, L.P. and ROSSI, S., *Monetary and Exchange Rate Systems. A Global View of Financial Crises*, Edward Elgar, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA.
- DAVIS, E. P. (1996): «The role of institutional investors in the evolution of financial structure and behavior», *FMG Special Papers* sp. 89 Financial markets group.
- DIAZ, C. e IZQUIERDO, A. (2004): «Fiscal sustainability in emerging countries, with an application to Ecuador», *Working Paper* 521, Banco Interamericano de Desarrollo in <http://idbdocs.iadb.org/wsdocs/getdocument.aspx?docnum=788329>
- EDWARD, S. (2002): «Debt Relief and Fiscal Sustainability», in <http://www.nber.org/papers/w8939.pdf>
- FAJNZYLBER, F. (1974): «La empresa internacional en la industrialización de América Latina» en SERRA, J. (ed.), *Desarrollo Latinoamericano. Ensayos críticos*, Fondo de Cultura Económica, México.
- FAJNZYLBER, F. y MARTÍNEZ-TARRAGO, T. (1976): *Las empresas Transnacionales. Expansión a nivel mundial y proyección en la industria mexicana*, Fondo de Cultura Económica, México.

- FERREIRO, J., VEGA, C., RODRÍGUEZ, C. y CORREA, E. (2007): «Liberalización financiera en América Latina: Efectos sobre los mercados locales» en *Ekonoziaz*, num. 66, País Vasco, España.
- FERREIRO, J. y RODRÍGUEZ, C. (2004): «Sistema Financiero Español y su expansión hacia América Latina», en CORREA, E. y GIRÓN, A (eds.), *Economía Financiera Contemporánea*. Miguel Ángel Porrúa Editor, México.
- FURTADO, C. (1965): *Desarrollo y Subdesarrollo*, Editorial Universitaria de Buenos Aires, Buenos Aires.
- 1971: *La Hegemonía de los USA y América Latina*, Cuadernos para el Diálogo, Madrid.
- 1974: *O Mito do Desenvolvimento Econômico*, Paz e Terra, Rio de Janeiro.
- GARCÍA, F. (2005): «Gobernansa Corporativa». Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil.
- GOIRIGOLZARRI, I. (2003): «El sector financiero brasileño», en *Revista ICF*, octubre –noviembre, núm. 810. Brasil
- IMF (2004): «Institutional Investors in Emerging Markets» in *Global Financial Stability Report*, International Monetary Fund, Washington, April.
- KREGEL, J. (2004): «Using Minsky to Analyze the Impact of International Development Finance on International Financial Stability». CFEPS, *Working Paper*, 33.
- KRUGMAN, P. y OBSTFELD, M. (2001): *Economía internacional: Teoría y Política*, Pearson, quinta edición, Madrid.
- KUCYNSKY, P. (2003): «The financial system», en KUCYNSKY, P. y WILLIAMSON, J. (eds.), *An agenda for restarting Growth and Reform*, in www.iie.org
- LICHTENSZTEJN, S. (1984): «De las políticas de estabilización a las políticas de ajuste», en *Economía de América Latina* núm. 11, Centro de Investigación y Docencia Económica y Centro de Economía Transnacional, México, primer semestre.
- MOGUILLANSKY, G., STUDART, R. y VÉRGARA, S. (2004): «Comportamiento paradójico de la banca extranjera en América Latina», en *Revista de la CEPAL*, núm. 82, abril.
- MOREIRA, A. y SILVA BICHARA, J. (2004): «El sistema financiero brasileño: transformaciones recientes y desafíos», en *Centro de Estudios Brasileños Ortega y Gasset Boletín Brasil* Vol. 1, núm.3.
- OECD (2006): *Challenges of fiscal adjustment in Latin America*, OECD, Paris.
- PARGUEZ, A. (1992): «La era de la austeridad», en *Investigación Económica*, núm. 201, Facultad de Economía, UNAM, México, julio-septiembre.
- PENIDO DE FREIDAS, M. C. y MAGALHAES PRATES, D. (2000): «La experiencia de apertura financiera de Argentina, Brasil y México», en *Revista de la CEPAL*, núm. 80, Santiago de Chile, abril.
- PLIHON, D. (2003): «La economía de fondos propios: un nuevo régimen de acumulación financiera», en *Las trampas de las finanzas mundiales*, Akal, Madrid.
- PREBISH, R. (1949): *El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas*, Comisión Económica para América Latina, Santiago de Chile.
- 1963: «El falso dilema entre desarrollo económico y estabilidad monetaria», en *Hacia una dinámica del desarrollo latinoamericano*, Fondo de Cultura Económica, México.
- 1981: *Capitalismo periférico: crisis y transformación*, Fondo de Cultura Económica, México.
- RODRÍGUEZ, O. (1980): *La Teoría del subdesarrollo de la CEPAL*, Siglo XXI, México.
- 2006: *El estructuralismo latinoamericano*, Siglo XXI, México.
- RODRÍGUEZ DE PAULA, L. F. (2003): «Los determinantes del reciente ingreso de bancos extranjeros a Brasil», en *Revista de la CEPAL* núm. 79, abril.
- SAMPAIO, R. F. (2002): «Desnacionalização Bancária no Brasil (1997-2000)», Universidade de Campinas, São Paulo, Brasil.
- SOLOW, R. (1979): «El cambio tecnológico y la función de la producción agregada», en *Lecturas de macroeconomía*, CECSA, México.
- STALLINGS, B. y STUDART, R. (2006): *Financiamiento para el desarrollo. América Latina desde una perspectiva comparada*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Stiglitz, J. (2005): «Finance for development» in AYOGU, M. and ROSS, D. (eds.), *Development dilemmas: The methods and political ethics of Growth Policy*, Routledge, Grant Bretagne.
- STUDART, R. (2005): «El estado, los mercados y el financiamiento del desarrollo», en *Revista de la CEPAL*, núm. 85, CEPAL, Santiago de Chile, abril.
- SUNKEL, O. y PAZ, P.(1970): *El subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*, Ed. Siglo XXI, México.
- UNCTAD (2003): *World Investment Report 2003*, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2004: *World Investment Report 2004*. United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2006: *World Investment Report 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*, United Nations Con-

- ference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2007: *World Investment Report 2007 Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva.
- 2009: Statistics, FDI database, en www.unctad.org.
- U.S. DEPARTMENT OF STATE (2005): *U.S. Bilateral Investment Treaty Program*, in: <http://www.state.gov/e/eb/rls/fs/22422.htm>
- VIDAL, G. (2001) *Privatizaciones, fusiones y adquisiciones las grandes empresas en América Latina*, Anthropos Editorial, Barcelona.
- 2004: «Las privatizaciones de servicios básicos en América Latina: Procedimientos y resultados» en *Claves de la Economía Mundial 04*, Instituto Complutense de Estudios Internacionales e Instituto Español de Comercio Exterior, Madrid.
- WILLIAMSON, J. (Ed.) (1990): *Latin American Adjustment. How much has happened?*. Institute for International Economics, Washington.
- 2003: *An agenda for restarting Growth and Reform*, Washington, Institute for International Economics, in www.iiie.org
- WORLD BANK (2006): *World Development Indicators*. World Bank, Washington, in www.worldbank.org
- 2007: *Global Development Finance*, World Bank, Washington in www.worldbank.org