



**Conferencia de las  
Naciones Unidas sobre  
Comercio y Desarrollo**

Distr.  
GENERAL

TD/B/COM.2/EM.6/2  
15 de abril de 1999

ESPAÑOL  
Original: INGLÉS

---

JUNTA DE COMERCIO Y DESARROLLO  
Comisión de la Inversión, la Tecnología  
y las Cuestiones Financieras Conexas  
Reunión de expertos en los flujos de  
inversiones de cartera e inversiones  
extranjeras directas  
Ginebra, 28 a 30 de junio de 1999  
Tema 3 del programa provisional

INVERSIONES EXTRANJERAS DE CARTERA E INVERSIONES EXTRANJERAS  
DIRECTAS: CARACTERÍSTICAS, SEMEJANZAS, COMPLEMENTARIEDADES  
Y DIFERENCIAS, INTERACCIÓN, CONSECUENCIAS POLÍTICAS E  
INFLUENCIAS EN EL DESARROLLO

Cuestiones que deben examinarse

Nota de la secretaría de la UNCTAD

Resumen para la acción

Los debates en curso en varios foros se están centrando en la preparación de las políticas y reglamentaciones adecuadas que deberían adoptarse en el plano nacional e internacional para reducir la inestabilidad de las corrientes de capital. Se consideró en este contexto que una mejor comprensión de los atributos específicos de diferentes tipos de corrientes, en especial las de las inversiones extranjeras directa y las de las inversiones extranjeras de cartera, podrían contribuir a evaluar las consecuencias de estas corrientes en las economías receptoras y definir enfoques políticos sobre las corrientes de inversiones. Pueden señalarse algunas características comparativas destacadas de las inversiones extranjeras directas y de las inversiones extranjeras de cartera: las inversiones extranjeras directas son específicas de determinados sectores y empresas y las inversiones extranjeras de cartera no lo son; las inversiones extranjeras directas pueden transferir tecnología y mejorar el acceso al mercado mientras que las inversiones extranjeras de cartera pueden contribuir a fortalecer el proceso de desarrollo interno del mercado de capitales; las inversiones extranjeras de cartera son más inestables que las

inversiones extranjeras directas; las corrientes de inversiones extranjeras directas parecen que son sostenibles, mientras que las inversiones extranjeras de cartera es probable que se reduzcan a consecuencia de la reciente crisis financiera; sólo un puñado de países reciben grandes volúmenes de inversiones extranjeras directas y de inversiones extranjeras de cartera.

Las diferencias y complementariedades entre las inversiones extranjeras directas y las inversiones extranjeras de cartera sugieren que los regímenes de las políticas relativas a estas dos inversiones son diferentes. Los países deberían también liberalizar las inversiones extranjeras de cartera al mismo tiempo que liberalizan las inversiones extranjeras directas. Sin embargo las políticas tendientes a atraer las inversiones extranjeras de cartera deberían proceder de un modo más prudente, puesto que la inestabilidad de las corrientes de las inversiones extranjeras de cartera puede tener un efecto negativo en las economías receptoras. Debería permitirse a los países adoptar medidas (distintas de las medidas fiscales y monetarias) tendientes a ajustar de modo preciso las entradas y salidas y capital a fin de evitar los ciclos de auge y depresión de las corrientes de capital, especialmente de las inversiones de cartera. Además un sistema financiero con reglamentaciones y actividades de vigilancia interna vigorosas es un elemento esencial para garantizar una liberalización adecuada. También debería examinarse el diseño de medidas de apoyo para mejorar el acceso de los mercados emergentes a algunos tipos de inversiones de cartera que pueden suministrar fuentes de financiación relativamente estables.

ÍNDICE

	<u>Párrafos</u>	<u>Página</u>
INTRODUCCIÓN . . . . .	1 - 3	4
I. DEFINICIÓN Y PROBLEMAS ESTADÍSTICOS . . . . .	4 - 12	5
II. CONTRIBUCIÓN AL DESARROLLO . . . . .	13 - 26	7
A. Carácter de los contratos de inversión . . . . .	13	7
B. Entradas de ahorros extranjeros . . . . .	14 - 19	9
C. Entorno empresarial . . . . .	20 - 23	11
D. Complementariedades y diferencias . . . . .	24 - 26	12
III. DETERMINANTES E INESTABILIDAD COMPARATIVA . . . . .	27 - 38	13
A. Determinantes de la inversión extranjera directa . . . . .	28 - 29	13
B. Determinantes de las inversiones extranjeras de cartera . . . . .	30 - 33	14
C. Inestabilidad comparativa . . . . .	34 - 38	15
IV. IMPLICACIONES POLÍTICAS . . . . .	39 - 40	17

Inversiones extranjeras de cartera e inversiones extranjeras directas:  
características, semejanzas, complementariedades y diferencias,  
consecuencias políticas e influencia en el desarrollo

## INTRODUCCIÓN

1. El estallido de la crisis financiera de Asia oriental ha planteado algunas cuestiones importantes sobre los beneficios de las corrientes de capital para las economías emergentes de mercado. Los debates actuales en varios foros se están centrado en el diseño de políticas y reglamentaciones adecuadas que se deberán adoptar en el plano nacional e internacional para reducir la inestabilidad de las corrientes de capital. En este contexto se considera que una mejor comprensión de los atributos específicos de los diferentes tipos de corriente podría contribuir a evaluar los efectos en las economías receptoras y definir los enfoques encaminados a atraerlas y controlarlas. Esta cuestión ha asumido una importancia adicional, habida cuenta de los debates relativos en especial a la definición y alcance de las inversiones que deben figurar en todo acuerdo bilateral, regional o multilateral sobre inversión. También está relacionada con debates sobre la liberalización de las corrientes comerciales: ¿qué tipos de corrientes deben liberalizarse primero y cómo pueden atraerse corrientes de inversiones más estables? Se ha señalado que las corrientes privadas de capital están asumiendo una función cada vez más importante como fuente de financiación de los mercados emergentes <sup>1</sup>. La composición de estas corrientes ha cambiado de modo espectacular, siendo la inversión extranjera directa y las inversiones extranjeras de cartera las que contribuyen más a los flujos totales netos de recursos a los países en desarrollo. En 1985 los bancos internacionales prestatarios contribuyeron con más del 50% a las corrientes totales privadas de inversiones a países en desarrollo, las inversiones extranjeras directas contribuyeron con el 22% y la inversión extranjera en cartera con el 18%; en 1997 las participaciones respectivas eran de 8, 43 y 48% (siendo el resto donaciones de organizaciones no gubernamentales).

3. Esta pauta cambiante de las corrientes de capitales es el resultado del proceso de mundialización de la producción mediante la internalización de las transacciones dentro de las empresas transnacionales (lo que induce a más actividades de inversiones extranjeras directas) y la creciente titulización de las transacciones financieras (lo que induce a más inversiones extranjeras de cartera transfronterizas en acciones y bonos) <sup>2</sup>. Los dos tipos de corrientes tienen características diferentes y podrían tener implicaciones diferentes para las estrategias de desarrollo de los países receptores. Las siguientes secciones del presente documento analizarán algunas de las cuestiones relacionadas con las diferencias, semejanzas o complementariedades de las inversiones extranjeras de cartera y de las inversiones extranjeras directas y las implicaciones políticas que se derivan de ello <sup>3</sup>.

## I. DEFINICIÓN Y PROBLEMAS ESTADÍSTICOS

4. La definición de las inversiones extranjeras, basada en transacciones de balanza de pagos entre residentes y no residentes, se refiere a inversiones realizadas por individuos o empresas que tienen su centro de interés económico en una economía distinta de la economía en la que invierten <sup>4</sup>. Según la definición y clasificación de las cuentas internacionales del manual sobre balanza de pagos del Fondo Monetario Internacional (FMI) las inversiones extranjeras se clasifican en los siguientes componentes:  
a) inversiones directas; b) inversiones de cartera; c) otras inversiones.

5. Las inversiones extranjeras directas constituyen la categoría de inversiones internacionales en las que una entidad residente en una economía obtiene un interés duradero en una empresa residente en otra economía. Un interés duradero supone la existencia de una relación a largo plazo entre el inversionista directo y la empresa, y un grado importante de influencia del inversionista en la marcha de la empresa. El criterio utilizado es que una inversión directa queda establecida cuando un residente en una economía es propietario del 10% o más de las acciones ordinarias o de los votos de una empresa constituida en sociedad o el equivalente de una empresa no constituida en sociedad. Todas las transacciones consiguientes entre las empresas afiliadas, tanto si están constituidas en sociedad como si no lo están, son transacciones de inversiones directas. Las inversiones directas comprenden capital en acciones, beneficios reinvertidos y otro capital (o transacciones de deudas entre empresas). Las empresas de inversiones directas comprenden las filiales (en las que el inversor no residente es propietario de más del 50% del capital), las empresas asociadas (en las que el inversor no residente es propietario del 50% o menos) y las sucursales (empresas no constituidas en sociedad de propiedad total o conjunta).

6. Las inversiones extranjeras de cartera comprenden todo el conjunto de instrumentos que se negocian o son negociables en mercados organizados y otros mercados financieros: bonos, valores e instrumentos del mercado monetario. El FMI incluye incluso los instrumentos derivados o secundarios, como opciones, en la categoría de inversiones extranjeras de cartera. Los canales de las inversiones transfronterizas también han variado: los títulos son adquiridos y vendidos por inversionistas al por menor, bancos comerciales, fondos de inversión (fondos mutuos, fondos nacionales y regionales, fondos de pensiones y fondos de cobertura). La falta de transparencia de las transacciones realizadas por algunos inversionistas dificulta todavía obtener estimaciones precisas del volumen de las inversiones extranjeras de cartera realizadas en mercados emergentes.

7. Hay diferentes fuentes de datos sobre las inversiones extranjeras de cartera: el FMI, el Banco Mundial, el Instituto de Finanzas Internacionales, países de origen (como el Tesoro de los Estados Unidos) y algunas empresas comerciales que estudian los fondos de inversiones (como Micropal de Sandard and Poor's). No hay que decir que los datos procedentes de fuentes diferentes varían mucho. El FMI ha publicado una Survey Guide a fin de ayudar a los países a preparar informes para el estudio coordinado de inversiones de cartera del FMI <sup>5</sup>. No todos los países han comunicado

estadísticas pormenorizadas sobre inversiones extranjeras de cartera. El sistema del Banco Mundial de presentación de informes sobre la deuda también contiene estimaciones de las inversiones extranjeras de cartera, pero sólo en países en desarrollo. Los datos del FMI y del Banco Mundial relativos a un país dado pueden divergir mucho <sup>6</sup>.

8. Algunos países de origen, sobre todo los Estados Unidos y el Japón, reúnen datos sobre transacciones de cartera entre residentes y no residentes. El Banco del Japón ha publicado recientemente estadísticas sobre las inversiones de cartera japonesas en el extranjero, pero estas estadísticas no pasan de un nivel bastante agregado. Los datos del Tesoro de los Estados Unidos representan la fuente más amplia desglosada por país de origen de que puede disponerse en todo el mundo, porque informan mensualmente sobre las compras y ventas de cartera brutas, hechas por residentes en los Estados Unidos, de acciones extranjeras (que no son de los Estados Unidos) y de bonos extranjeros a largo plazo (que no son de los Estados Unidos y cuyo vencimiento original es superior a un año). Estos datos se reúnen de bancos, corredores de acciones, inversores y "otras entidades" que se ocupan directamente de las transacciones con títulos extranjeros de residentes extranjeros. Sin embargo la interpretación de estos datos como indicaciones estrictas de las corrientes de inversiones de cartera entre residentes en los Estados Unidos y no residentes en los Estados Unidos tropieza con limitaciones <sup>7</sup>:

- a) Los datos relativos a países se refieren al país donde la contraparte extranjera de la transacción está situada físicamente, lo que no se corresponde necesariamente con el país de residencia del emisor del título extranjero. Además, un corredor de títulos residente en los Estados Unidos puede realizar estas transacciones en nombre de un residente de un país extranjero.
- b) También parece que los datos están deformados por el gran volumen de transacciones que tienen lugar a través de centros financieros internacionales donde pueden emitirse y negociarse títulos en nombre de residentes de terceros países.
- c) De modo semejante podrían considerarse títulos de los Estados Unidos la emisión y transacción de recibos de depósito emitidos por empresas que no son residentes en los Estados Unidos.

9. Debe señalarse que estas observaciones se aplican igualmente a los datos de cartera comunicados por las cuentas sobre balanza de pagos del FMI, que se basan en transacciones entre residentes y no residentes. En los países que actúan como centros financieros internacionales es difícil determinar el país de origen de las empresas cuyos títulos se negocian en estos centros.

10. Por último las fuentes comerciales, como Micropal, recopilan datos sobre fondos de acciones y bonos de mercados emergentes, cerrados y no cerrados, y preparan informes sobre su volumen (en función del valor neto de los activos) y sobre sus resultados (los rendimientos para los accionistas). Los fondos se clasifican en fondos mundiales, regionales y nacionales. Algunos

observadores han utilizado los cambios de los valores netos de los activos de estos fondos, ajustados para tener en cuenta los cambios de los índices de los precios de los mercados nacionales o regionales, para reflejar los cambios de las inversiones de cartera de los países receptores<sup>8</sup>. Puede demostrarse que esta metodología es engañosa por varios motivos<sup>9</sup>. En primer lugar el índice de precios del mercado no refleja necesariamente los precios de los activos en los que se han invertido los fondos. En segundo lugar los precios de los fondos cerrados varían con independencia de los precios de los activos de base. En tercer lugar algunos fondos no están invertidos de modo completo en los mercados emergentes y a veces pueden invertir una cierta cantidad en metálico.

11. En definitiva, no existe una fuente única de datos sobre inversiones extranjeras de cartera y es difícil tener una indicación precisa de las corrientes de cartera transfronterizas. Parece que el FMI dispone de las cifras más fiables, suministradas por los países receptores, si bien la cobertura de los países deja mucho que desear y es difícil identificar exactamente la nacionalidad del comprador, del vendedor, o del emisor de los títulos.

12. Además del problema de la precisión de las estimaciones sobre inversiones extranjeras de cartera, existe también el problema de los casos límite en los que es difícil clasificar una inversión de inversión extranjera directa o de inversión extranjera de cartera. En los países donde la inversión extranjera de cartera está liberalizada un inversor de cartera puede comprar más del 10% de las acciones de empresas sin tener un "interés duradero" en ellas ni desear el control de las empresas. Sin embargo la inversión de esta entidad puede clasificarse como inversión extranjera de cartera. En otros casos las filiales extranjeras pueden emitir bonos que compran en su mayor parte las empresas matrices; estas transacciones, que de hecho son inversiones extranjeras directas, pueden registrarse como inversiones extranjeras de cartera. Si se aplica como criterio de clasificación el interés en controlar hay circunstancias en las que las inversiones extranjeras directas pueden convertirse en inversiones extranjeras de cartera mediante la dilución de la propiedad y la pérdida de control. Y a la inversa, las inversiones extranjeras de cartera pueden transformarse en inversiones extranjeras directas si el inversor decide tener un interés en la administración de las empresas cuyos activos ha comprado en forma de inversiones extranjeras de cartera.

## II. CONTRIBUCIÓN AL DESARROLLO

### A. Carácter de los contratos de inversión

13. Antes de analizar la contribución específica que pueden aportar las inversiones extranjeras directas y las inversiones extranjeras de cartera al desarrollo de las economías de los mercados emergentes así como a sus complementariedades (o diferencias) es importante comprender el carácter de los contratos que vinculan diferentes tipos de inversores y las entidades o países donde invierten. Existen diferencias entre las tres formas de

inversión -las inversiones extranjeras directas, las inversiones extranjeras de cartera y los préstamos bancarios-, en función de la propiedad, la participación en el riesgo y la forma de los beneficios.

- a) La inversión extranjera de cartera es una corriente internalizada de inversiones (dentro de las mismas empresas transnacionales) que comprende activos de capital así como activos intangibles. El inversor mantiene el control de la filial que ha establecido y obtiene beneficios de sus inversiones (con lo que aumenta los beneficios generales del grupo de empresas transnacionales en su conjunto) mediante los siguientes resultados:

- aumento de las ventas (en los mercados locales o por exportaciones a terceros mercados);
- reducción de los costos de la producción;
- aumento de la eficiencia productiva del grupo en su conjunto.

El inversionista extranjero asume los riesgos operacionales de su empresa.

- b) La inversión extranjera de cartera es una compra de títulos (valores o bonos) emitidos por una empresa o una entidad estatal de un país extranjero. La inversión extranjera de cartera está mediada por los mercados financieros y por lo tanto exige la existencia de mercados de capital bastante líquidos, nacionales o internacionales. Desde el punto de vista del país receptor la inversión extranjera de cartera no tiene por consecuencia la pérdida de control de la propiedad de las empresas emisoras (que pueden ser empresas de propiedad enteramente local o empresas mixtas o filiales de empresas transnacionales). La inversión de cartera es "puramente" financiera y no va acompañada por una transferencia de activos intangibles ni de conocimientos empresariales. Las motivaciones básicas de los inversores de cartera son la búsqueda del rendimiento y la reducción de riesgos mediante la diversificación de sus carteras.

El inversionista espera compartir los beneficios conseguidos por la empresa o entidad al recibir los dividendos o réditos o los beneficios de capital, pero el inversionista también comparte el riesgo: si los beneficios son elevados el rendimiento de los activos también es alto; si hay pérdidas el inversionista también tendrá pérdidas al disminuir los precios de los activos. En el caso de bonos la inversión tiene en principio una duración determinada. Sin embargo los inversionistas pueden vender bonos antes de su vencimiento. La prima o descuento del precio de los bonos dependerá del riesgo que representen para el prestatario pero también de la evolución de los tipos de interés en los mercados financieros. En el caso de valores la inversión no tiene una duración determinada pero puede venderse en cualquier momento. Los índices de riesgo y de interés también influyen en los precios de los valores.



Si los títulos se negocian en los mercados locales de capital, entradas o salidas masivas de inversiones extranjeras pueden crear ondas de choque en los mercados locales y pueden inducir o exacerbar fluctuaciones de los tipos de cambio; en este caso los inversionistas extranjeros asumen los riesgos del tipo de cambio. Si los títulos se negocian en los mercados internacionales de capitales (como los recibos de depósito estadounidense, los bonos y acciones emitidas internacionalmente), las economías receptoras se pueden proteger de los efectos de los cambios en los precios de los activos; en este caso los emisores de los mercados emergentes asumen los riesgos del tipo de cambio.

- c) Un préstamo bancario es un contrato de duración determinada (el vencimiento del préstamo) entre el prestamista y el prestatario. El prestamista conservará el contrato hasta su vencimiento y recibirá intereses y la amortización del principal según el calendario estipulado en el contrato. La corriente esperada de pagos hasta el vencimiento está determinada por el contrato y no varía aunque cambie la capacidad de pago del prestatario: por consiguiente no se comparten riesgos.

#### B. Entradas de ahorros extranjeros

14. Los datos de balanzas de pago correspondientes al período 1990-97 de una muestra de 30 países en desarrollo y países en transición <sup>10</sup> indican que en dos tercios de la muestra las inversiones extranjeras directas como porcentaje de las corrientes de capital fueron en promedio superiores a las inversiones extranjeras de cartera. Los nueve países <sup>11</sup> en los que las inversiones extranjeras de cartera superaron las inversiones extranjeras directas son en general países de ingresos superiores a la media (excepto la India); todos tienen mercados de capitales bien desarrollados (la proporción entre capitalización en los mercados de capitales y el PIB superó el promedio de los países de ingresos medios). Vale la pena también señalar que algunos países como la Argentina, el Brasil, México y la República de Corea atrajeron más inversores de bonos que de acciones.

15. Las corrientes de entrada de inversiones extranjeras directas como parte de la formación bruta de capital fijo de los países en desarrollo en 1996 fueron del 8,7% <sup>12</sup>. Esta proporción ha aumentado a lo largo de los años (en 1992 era de 4,2%). Las fusiones y adquisiciones transfronterizas absorbieron la mayor parte de las corrientes de inversiones extranjeras directas; su valor en relación con las entradas de inversiones extranjeras directas (en los países desarrollados y en desarrollo) aumentó del 49% en 1996 al 58% en 1997 <sup>13</sup>. Entre los países en desarrollo el Asia meridional, oriental y sudoriental absorbió la mayoría de las ventas correspondientes a fusiones y adquisiciones, en especial después de la crisis financiera de 1997. Se registraron también en 1997 aumentos importantes de las ventas correspondientes a fusiones y adquisiciones en América Latina y Europa central y oriental, principalmente a causa de la privatización.

16. Para obtener las transferencias netas, las remesas de beneficios deberían deducirse de las entradas de inversiones extranjeras directas a fin de mostrar el importe real de los recursos adicionales de inversión. Las sociedades filiales a medida que maduran recurren cada vez más a los fondos internos para financiar su expansión, conseguir mayores beneficios y generar mayores pagos de regalías. Además, a veces pueden ser importantes las corrientes inversas mediante la práctica menos transparente de los precios de transferencias dentro de las empresas, especialmente cuando las empresas transnacionales recurren a ella para evitar impuestos o para protegerse contra los riesgos de los tipos de cambio. Y por último, las filiales aprovechan más el endeudamiento local para la expansión, especialmente si hay riesgos elevados de tipos de cambio.

17. En cambio, las inversiones extranjeras de cartera aumentan el volumen de capital de riesgo disponible para las empresas en los mercados emergentes. Se estima que los valores internacionales y los títulos de deuda emitidos por los países en desarrollo y por las economías en transición equivalieron a cerca del 17% de la cantidad total obtenida por todos los países en los mercados internacionales de capitales en 1996 y 1997 <sup>14</sup>. Sin embargo, la crisis financiera ha reducido a menos de la mitad la cantidad de dinero conseguido por estos países en 1998, al pasar su participación al 7% del total. Además los inversionistas de cartera también compran títulos emitidos en los mercados locales, lo que añade mucha liquidez a estos mercados. La crisis ha inducido algunas ventas impulsadas por el pánico de inversionistas extranjeros.

18. El aumento del acceso a las inversiones extranjeras de cartera, especialmente durante los períodos de bonanza de 1993-94 y 1996-principios de 1997, estuvo acompañada por una reducción del costo del capital. Se informó de que el diferencial medio de las nuevas emisiones internacionales de bonos de los países en desarrollo (comparadas con bonos del Tesoro de los Estados Unidos de vencimiento final y cupones comparables) bajó de 355 puntos en 1994 a 258 puntos en los primeros 8 meses de 1997 <sup>15</sup>. Los tipos de interés de los mercados financieros internacionales eran muy inferiores a los intereses internos de casi todos los mercados emergentes, y aunque se sumaran los diferenciales el costo del capital para las empresas prestatarias de mercados emergentes era muy reducido. De modo semejante durante los años de grandes entradas de valores extranjeros (1993, 1996 y 1997), los índices locales de los precios de las acciones de los mayores mercados emergentes que atrajeron la mayor parte de estas corrientes aumentaron extraordinariamente <sup>16</sup>, lo que permitió a las empresas un acceso más barato a la financiación de los valores.

19. Como en el caso de las inversiones extranjeras de cartera, si se descuentan los pagos de cupones y dividendos, queda reducida la transferencia neta debida a las aportaciones de cartera. Sin embargo, debe señalarse que los dividendos dependen de la rentabilidad de las empresas, por lo que las inversiones en valores tienen una función de participación en los riesgos. Habida cuenta de la naturaleza negociable de las inversiones de cartera, las entradas o salidas masivas de capital pueden desestabilizar los mercados locales de capitales de poca entidad.

### C. Entorno empresarial

20. Se afirma a menudo que las inversiones extranjeras de cartera aportan transferencias de tecnología y conocimientos empresariales, además de un mejoramiento del acceso a los mercados extranjeros. Las empresas transnacionales de los países desarrollados llevan a cabo una proporción importante de las actividades mundiales de investigación y desarrollo, poseen o controlan una proporción importante de las nuevas tecnologías y generan una parte importante de nuevos productos. Por consiguiente, pueden actuar como un canal significativo de transferencia de tecnología a los países de acogida. Pero la cuestión de la transferencia de tecnología es compleja. ¿En qué medida las empresas transnacionales llevan a cabo actividades de generación tecnológica (investigación y desarrollo e innovaciones) en sus filiales o lo hacen estableciendo acuerdos con empresas de países en desarrollo que no se reflejan en los valores (como las licencias)? ¿Estimulan las filiales extranjeras la modernización tecnológica de las empresas nacionales mediante vinculaciones regresivas y progresivas, imitación, competencia y cambios de personal?

21. Por otra parte las inversiones extranjeras de cartera pueden contribuir a mejorar el entorno empresarial en que trabajan las empresas. Ya se ha dicho antes que las inversiones de cartera (internas y extranjeras) exigen la existencia de mercados financieros de buen funcionamiento. Un mercado financiero eficiente debería desarrollar las tres funciones siguientes <sup>17</sup>:

- movilización suficiente del ahorro (incluido el ahorro extranjero);
- intermediación eficaz entre inversionistas y prestatarios;
- asignación eficaz de recursos a los usos más productivos.

22. Estas funciones se realizarían de la manera más eficaz posible si hubiese muchos tipos diferentes de instituciones e instrumentos financieros que respondieran a las distintas preferencias de los inversionistas en materia de rendimiento en función del riesgo y de tiempo y al diferente comportamiento de los usuarios de los fondos desde el punto de vista de la evaluación del costo y de la aceptación del riesgo. El sistema financiero debería proporcionar los instrumentos básicos de deuda a corto plazo (tipo depósito o mercado monetario) y a largo plazo (bonos), así como el capital riesgo (acciones e instrumentos afines) suficiente para las diferentes necesidades financieras de la economía. De hecho una de las causas de la reciente crisis financiera en los países de Asia fue la debilidad de los sistemas financieros de estos países que confiaban excesivamente en la intermediación financiera de los bancos. La gran discrepancia entre los vencimientos de las carteras de los bancos provocó una crisis aguda de liquidez después de una interrupción repentina de las entradas de capital extranjero. Estos países reconocen ahora los beneficios de la creación de mercados internos de bonos que hagan imposible dispersar los riesgos y ampliar el vencimiento de los pagos puesto que los inversionistas estarían más dispuestos a prestar a un plazo más largo porque podrían negociar los bonos antes del vencimiento. Además la existencia de

mercados de capital que funcionen bien es necesaria para la profundización financiera y el mejoramiento de la competencia con los bancos con fines de intermediación financiera, lo que contribuiría a reducir el costo del capital para los prestatarios.

23. Se espera que las inversiones extranjeras de cartera ayuden a desarrollar más los mercados de capitales <sup>18</sup>, puesto que aportan liquidez a los mercados locales. Al aumentar la liquidez aumenta también la cifra de negocios y puede reducirse la inestabilidad de los precios, lo que alienta a los inversionistas y a las empresas a aprovechar los mercados de capitales para invertir y conseguir fondos mediante la emisión de instrumentos financieros. Además los inversores extranjeros podrían mejorar las normas de los mercados locales de capitales, puesto que serían más exigentes en cuanto a la calidad de la información y a la declaración financiera, además de la protección de minorías, y también precisarían de reglamentaciones adecuadas de los mercados y las operaciones. Las inversiones extranjeras podrían también alentar la creación de nuevas instituciones y servicios como los servicios de gestión de inversiones y asesoramiento financiero, contabilidad y auditoría, servicios de información sobre mercados y servicios de calificación crediticia. Esto contribuiría también a aumentar la transparencia de las transacciones financieras y a mejorar la administración de las empresas.

#### D. Complementariedades y diferencias

24. Podría haber muchas complementariedades entre los dos tipos de inversiones. Para empezar, las inversiones extranjeras directas corren a cargo de empresas transnacionales y son específicas de determinadas empresas o sectores. Es decir que los países receptores no pueden decidir el destino de estas inversiones. En cambio las inversiones extranjeras de cartera pueden financiar tanto empresas nacionales como filiales extranjeras, no son específicas de determinados sectores y por lo tanto son más fungibles. Las inversiones extranjeras de cartera al proporcionar financiación y reducir los costos del capital de empresas nacionales pueden aumentar la competitividad de estas empresas. Si bien los inversionistas de cartera invertirán primero en empresas con valores de primera clase, también aprovecharán las "anomalías de precios" para invertir en empresas con posibilidades de potencial que al parecer están subvaloradas.

25. Podrían imaginarse distintas vinculaciones entre los dos tipos de inversiones. Por ejemplo, las inversiones directas mediante vinculaciones regresivas y progresivas pueden alentar la creación de empresas nacionales que a su vez recurrirán a las inversiones extranjeras de cartera para financiar su expansión. Por otra parte, como ya se ha visto, las inversiones extranjeras de cartera pueden alentar el desarrollo de mercados nacionales de capitales que luego ayudarán a atraer las inversiones extranjeras directas. Las inversiones extranjeras de cartera pueden contribuir a fortalecer la infraestructura financiera local, lo que puede facilitar la actuación de las empresas transnacionales, muy especialmente cuando las inversiones extranjeras directas se llevan a cabo mediante fusiones y adquisiciones.

26. Las inversiones extranjeras de cartera son una inversión financiera y por lo tanto, responde más a los cambios de los factores financieros. En principio, al no estar vinculadas con determinadas empresas o sectores desempeñarían una función neutral en la asignación de recursos, canalizando la financiación a inversiones con perspectivas de altos rendimientos. Sin embargo, las inversiones extranjeras de cartera pueden también exacerbar las crisis financieras y de cambios porque una expectativa de devaluación puede precipitar la salida de las inversiones extranjeras de cartera. En este sentido las repercusiones macroeconómicas de las inversiones extranjeras de cartera son superiores a las de las inversiones extranjeras directas. Una entrada masiva de capital mediante inversiones extranjeras directas puede también tener repercusiones en el tipo real de cambio, pero suele considerarse que las entradas de inversiones extranjeras directas están compensadas por las importaciones de equipo y componentes de capital necesarias para la producción de las filiales, lo que reduce sus efectos en los tipos de cambio. Pero las salidas de capital en forma de remesas de los beneficios (y fijación de precios de transferencia) pueden ejercer una gran presión en la balanza de pagos. Además, operaciones masivas de préstamo local por las filiales de las empresas transnacionales plantean el riesgo de que acaparen los mercados locales de capitales y excluyan de ellos a las empresas locales. Por otra parte, las inversiones extranjeras directas pueden tener repercusiones importantes en el nivel microeconómico influyendo en la estructura productiva del país receptor.

### III. DETERMINANTES E INESTABILIDAD COMPARATIVA

27. Existe una concentración igual de inversiones extranjeras directas e inversiones extranjeras de cartera en unos cuantos países receptores <sup>19</sup>, que son en general países de ingresos superiores a los ingresos medios con estructuras económicas y financieras diversificadas.

#### A. Determinantes de la inversión extranjera directa

28. Se han realizado investigaciones extensas sobre los determinantes de las inversiones extranjeras directas, y a continuación se resumen los resultados de estas investigaciones. Se puede considerar que las inversiones extranjeras directas tienen lugar cuando se dan simultáneamente tres conjuntos de factores determinantes (denominados a menudo paradigma ecléctico PLI <sup>20</sup>: P ventajas específicas de propiedad, L variables específicas de localización e I ventajas de internalización):

- ventajas competitivas específicas de la propiedad (por ejemplo tecnología patentada o ventajas derivadas de una administración común);
- ventajas de localización en un país de acogida (por ejemplo mercados grandes o costos menores de los recursos o infraestructura mejor);
- mayores beneficios en una relación entre inversionista y receptor interior a la empresa, en lugar de una relación externa.

Las condiciones primera y tercera son determinantes de las inversiones extranjeras directas y específicas de las empresas, pero el segundo determinante tiene una influencia esencial en las entradas de inversiones extranjeras directas en un país. Si sólo se cumple la primera condición las empresas recurrirán a las exportaciones, las licencias y la venta de patentes para servir los mercados extranjeros. Si se añade la tercera condición a la primera, las inversiones extranjeras directas se convertirán en el modo preferido de servicio en los mercados extranjeros, pero solamente si hay ventajas específicas de localización.

29. Las variables específicas de localización pueden relacionarse con determinantes económicos y políticos <sup>21</sup>. Los principales determinantes económicos son: el volumen del mercado interno, la distribución espacial de los recursos naturales y creados; los precios de los insumos, la calidad y productividad de la mano de obra; los costos de los transportes y las comunicaciones internacionales.

#### B. Determinantes de las inversiones extranjeras de cartera

30. Las inversiones extranjeras de cartera están impulsadas principalmente por motivaciones relacionadas con la búsqueda de la rentabilidad y la reducción de los costos mediante la diversificación de las carteras. El aumento repentino de las corrientes de inversiones extranjeras de cartera en 1993 se explicó por una coincidencia de varios factores, entre ellos los siguientes:

- mundialización y liberalización de los mercados financieros, con lo que los capitales financieros pueden desplazarse más libremente y a un costo menor entre los países;
- mejoramientos de los factores económicos fundamentales de muchos mercados emergentes, lo que tuvo por consecuencia tasas de crecimiento muy superiores a las de los países de la OCDE;
- condiciones macroeconómicas mundiales favorables caracterizadas por bajos tipos de interés y una gran liquidez de los mercados financieros internacionales;
- institucionalización de los ahorros y proliferación de la gestión profesional de los activos (fondos mutuos, fondos de cobertura y otras empresas de inversiones) lo que reduce los gastos de las transacciones financieras (en comparación con los de los bancos comerciales);
- un progreso decisivo de las comunicaciones y de la tecnología de la información que permite tratar grandes masas de información sobre países y empresas.

31. Estos elementos forman la base de una estrategia de diversificación de las carteras por los inversionistas de cartera. La ampliación del modelo de fijación de precios de los activos de capital a una clase de activos transfronterizos llevó a la conclusión de que incluir los activos de los mercados emergentes en una cartera de inversiones daría un rendimiento

superior ajustado al riesgo, puesto que estos mercados presentaban un elevado crecimiento y una baja correlación con los mercados maduros y desarrollados.

32. La crisis financiera que empezó en Asia oriental y se extendió a casi todos los mercados emergentes ha obligado a evaluar de nuevo los beneficios derivados de la diversificación de carteras en los mercados financieros. No solamente los rendimientos de las inversiones en los mercados emergentes fueron inferiores a los de los mercados de la OCDE (especialmente el mercado de los Estados Unidos donde los precios de los valores siguieron aumentando mucho) sino que los riesgos y la inestabilidad eran altos. Se comprobó que el índice compuesto de la Corporación Financiera Internacional (CFI), el principal indicador de los mercados emergentes había quedado en un 43,1% por debajo del índice mundial de Standard and Poor (S&P) (en dólares) durante el decenio de 1990 <sup>22</sup>. Además, la integración de los mercados financieros aumentó la correlación entre los mercados emergentes y los mercados maduros. El coeficiente de correlación entre el S&P 500 y el índice compuesto de la CFI aumentó de 0,27 entre 1995-1997 a 0,41 entre 1990-1995.

33. Estos resultados quedan confirmados por las respuestas a un cuestionario que envió la secretaría de la UNCTAD <sup>23</sup> a algunos directores de fondos. Los directores de fondos han informado de que el motivo básico para invertir en los mercados emergentes es mejorar los beneficios de cartera. Sin embargo, en los últimos ocho años las inversiones en los mercados emergentes han reducido en general los rendimientos de las carteras mundiales, especialmente desde la crisis de Asia y han aumentado su inestabilidad. Sin embargo a pesar de estos resultados mediocres los directores de fondos continúan creyendo en los beneficios de diversificarse entrando en mercados emergentes y no tienen previsto suspender las inversiones en estos mercados a plazo corto, mediano o largo o reducir sus inversiones en mercados emergentes. De hecho en el futuro los inversionistas estudiarán más cuidadosamente las políticas macroeconómicas y microeconómicas <sup>24</sup>, muy especialmente los siguientes factores: una tasa elevada de crecimiento económico, el grado de estabilidad del tipo de cambio, el nivel de las reservas de divisas, la estabilidad macroeconómica general, la salud del sistema bancario nacional, la calidad del marco de reglamentación de las bolsas, la calidad de las normas internas de contabilidad y declaración y el grado de protección de los derechos de los inversionistas.

#### C. Inestabilidad comparativa

34. Los informes sobre las corrientes de capital después de la crisis financiera asiática <sup>25</sup> demuestran que las corrientes de inversiones extranjeras directas son más resistentes si se comparan con las inversiones de cartera y los créditos bancarios. En el nivel de los países las inversiones de cartera son en general más inestables que las inversiones extranjeras directas (si se miden con coeficientes más elevados de variación). Esto no es sorprendente puesto que las inversiones extranjeras directas se realizan con un interés duradero en el país receptor. Además, será difícil que las empresas transnacionales desinviertan y vendan a sus filiales extranjeras, especialmente si están entrelazadas en redes internacionales de producción o si los costos de las inversiones hechas son grandes.

35. Por otra parte las inversiones de cartera están mediadas por mercados financieros y son muy sensibles a cambios en el entorno inversionista que pueden proceder de factores internos o externos de las economías receptoras. Un rasgo notable de los mercados financieros internacionales en el decenio de 1990 es el acortamiento de los plazos de las transacciones financieras. Por ejemplo, la participación de los créditos bancarios inferiores a un año aumentó del 45% de los créditos totales concedidos por los bancos en 1990 al 52,4% en 1998. Ha habido un desplazamiento hacia las transacciones con títulos, y el proceso de innovación financiera consistente en la creación de varios tipos de derivados que responden a riesgos diferentes relacionados con transacciones financieras ha fortalecido la titulación de las corrientes de capital. Las técnicas modernas de gestión del riesgo de los gestores de carteras como las estrategias comerciales computadorizadas de seguros y programas de cartera, los modelos de valores en riesgo y de mercado a mercado, pueden exacerbar los movimientos de los precios de los activos y aumentar los riesgos de contagio. Además las inversiones apalancadas y la búsqueda de ganancias a corto plazo (que aportan niveles elevados de beneficios a los gestores de las carteras) son factores que provocan una mayor inestabilidad de los mercados financieros.

36. La inestabilidad inherente de los mercados financieros probablemente no frenaría el proceso de titulación de las transacciones financieras, porque los inversores y especialmente los inversionistas institucionales consiguen rendimientos superiores en inversiones en títulos, al mismo tiempo que se reducen sus gastos de transacción, en lugar de utilizar el sistema bancario como medio de intermediación financiera.

37. Para los mercados emergentes los problemas de información asimétrica aumentan la posibilidad de que los inversores fijen incorrectamente el precio del riesgo de realizar una inversión. Esto podría amplificar las fluctuaciones de precios de estos mercados al reaccionar exageradamente los inversionistas extranjeros ante cambios ocurridos en sus mercados. La asimetría de la información puede contribuir también a un comportamiento desbocado que provoque ciclos de auge y de depresión de las inversiones y reacciones contagiosas en épocas de crisis <sup>26</sup>.

38. Existe por consiguiente la tendencia a que las inversiones de cartera sean inestables. ¿Pueden presentar también las inversiones extranjeras directas cierta inestabilidad en respuesta a los riesgos de los tipos de cambio? Los riesgos de los tipos de cambio pueden inducir determinadas conductas de empresas transnacionales, que pueden reducir las corrientes de capital a países receptores o exacerbar sus problemas de balanza de pagos <sup>27</sup>. Se ofrecen a continuación algunos ejemplos de este comportamiento:

- ha habido el recurso, inducido por el riesgo, a la financiación en monedas locales por empresas transnacionales;
- una depreciación real permanente de su moneda convierte al país receptor en un lugar más atractivo como para la producción destinada a los mercados mundiales (como país de origen), pero también en un lugar



menos atractivo para montar productos que se venderán en el mercado receptor si contienen componentes importantes del país de origen;

- los compromisos a corto plazo pueden alterarse dentro de períodos en los que las empresas transnacionales pueden protegerse contra movimientos de los tipos de cambio (o incluso preverlos); a este respecto las empresas transnacionales pueden actuar con ventaja si poseen información que les ayude a adoptar medidas expeditivas en los mercados de divisas;
- las empresas transnacionales tienen una ventaja clara al canalizar internacionalmente las transacciones si deciden acelerar los pagos debidos en la divisa cuya apreciación se espera y retrasar los pagos en una divisa cuyo valor se espera que baje;
- las empresas transnacionales pueden conseguir préstamos en una divisa cuya depreciación se espera y prestar dinero en una divisa cuya apreciación se espera; de modo semejante puede cambiar la divisa que sirve de unidad para sus cuentas acreedoras o deudoras;
- también puede cubrir posiciones largas o cortas en una divisa vendiendo o comprando en el mercado de divisas a término o mediante permutas negociadas.

#### IV. IMPLICACIONES POLÍTICAS

39. Pueden señalarse algunas características destacadas de las inversiones extranjeras directas (IED) y de las inversiones extranjeras de cartera (IEC) a la luz de las secciones precedentes:

- complementariedades: la IED es propiedad de una empresa transnacional extranjera y es específica de determinados sectores y empresas, mientras que la IEC en general procede de empresas locales o de gobiernos y no es específica de un determinado sector;
- otros efectos en el desarrollo: la IED puede transferir tecnología y mejorar el acceso a los mercados, mientras que la IEC puede contribuir a fortalecer el proceso de desarrollo de los mercados de capitales internos;
- inestabilidad: la IEC es más volátil que la IED, si bien el comportamiento de protección de las filiales de las empresas transnacionales puede también exacerbar las crisis de las balanzas de pagos;
- sostenibilidad: las corrientes de IED parece que son sostenibles, mientras que es probable que se reduzcan las de IEC al actuar los inversionistas de cartera más selectivamente en relación con el lugar donde invertir;

- accesibilidad: sólo un puñado de (idénticos países) reciben grandes cantidades de IED e IEC.

40. ¿Qué tipo de implicaciones políticas pueden obtenerse de estas observaciones <sup>28</sup>?

- a) En primer lugar, la complementariedad entre las inversiones extranjeras directas y las inversiones extranjeras de cartera indicaría que se ocupan de necesidades financieras diferentes. En el caso de las inversiones extranjeras directas las empresas transnacionales asumen los riesgos operacionales de sus filiales, mientras que en el caso de las inversiones extranjeras de cartera, como ya se ha visto, hay un cierto grado de participación en el riesgo entre inversionistas y emisores locales. Si un país liberaliza únicamente las inversiones extranjeras directas y controla las inversiones extranjeras de cartera esto será desventajoso para las empresas locales porque les impedirá acceder a fuentes de financiación exterior distintas de los créditos bancarios (que no aportan una participación en los riesgos).
- b) En segundo lugar, la gran inestabilidad de las inversiones extranjeras de cartera exige que las políticas encaminadas a atraer las corrientes de estas inversiones se apliquen con mayor cautela. Se considera, especialmente entre los países de mercados emergentes que al ser los mercados financieros internacionales inherentemente inestables y mientras no existan medidas aprobadas internacionalmente para resolver esta volatibilidad, los países deben disponer de un cierto margen de maniobra para proteger a sus economías de los efectos negativos de la inestabilidad de las corrientes de capital. Por consiguiente debería permitirse a los países adoptar medidas (distintas de las fiscales y monetarias) para ajustar con precisión las entradas y salidas de capital a fin de evitar los ciclos de auge y depresión en las corrientes de capital, especialmente las inversiones de cartera. Sistemas financieros, reglamentaciones y vigilancia interna fuerte son elementos esenciales para garantizar una adecuada liberalización.
- i) En relación con la cuestión de la liberalización adecuada de los capitales debería prestarse gran atención a dos cuestiones políticas. El primer conjunto de cuestiones se refiere a la definición y alcance de las inversiones en los acuerdos sobre inversiones bilaterales, regionales o multilaterales. Se ha prestado una atención considerable a la cuestión de decidir si un acuerdo sobre inversiones debería abarcar o no las inversiones extranjeras de cartera. Hasta ahora si bien muchos acuerdos sobre inversiones bilaterales y regionales han abarcado las inversiones extranjeras de cartera ha habido pocos o ningún estudio teórico o empírico sobre las razones o implicaciones de incluir las inversiones de cartera en los tratados sobre inversiones o excluirlos de ellos.

Los argumentos en favor de la inclusión de las inversiones extranjeras de cartera en estos tratados son los siguientes:

- las inversiones extranjeras de cartera deberían protegerse igual que las inversiones extranjeras directas, especialmente contra las pérdidas de posibles expropiaciones;
- es difícil establecer una distinción clara entre los dos tipos de inversiones;
- una liberalización adicional de los regímenes de inversiones se correspondería con la tendencia hacia la liberalización y la mundialización, lo que promovería una asignación eficiente de los ahorros, disminuiría los costos de los servicios financieros y mejoraría su calidad.

Los argumentos contra la inclusión de las inversiones extranjeras de cartera son los siguientes:

- limitarían la flexibilidad de la formulación de políticas por los gobiernos de los países receptores, especialmente en cuanto a la liberalización de las cuentas de capital;
- al ser débiles los sectores financieros de la mayoría de países en desarrollo se necesitaría tiempo para fortalecer la infraestructura financiera y las normas de vigilancia y reglamentación, así como la base de inversores nacionales, antes de liberalizar completamente las inversiones de cartera.

- ii) El segundo conjunto de cuestiones se refiere a las prácticas óptimas para controlar la inestabilidad de las corrientes de cartera. El Banco de Pagos Internacionales ha adoptado medidas en el plano internacional para estudiar la concesión de créditos a fondos de inversiones muy apalancados y el Grupo de los 7 (G-7) ha decidido establecer un Foro sobre Estabilidad Financiera con miras a determinar las medidas necesarias para resolver cuestiones relacionadas con la estabilidad financiera y los riesgos sistémicos.

En el plano nacional, además de las iniciativas encaminadas a fortalecer los elementos económicos esenciales internos varios países han aplicado distintas medidas: impuestos sobre los beneficios de capital diferenciados según la duración de las inversiones; persistencia mínima de la inversión; condiciones de reserva sobre entradas de capital a corto plazo; control de las prácticas de ventas al descubierto; segmentación de las bolsas; límites máximos de las inversiones extranjeras, etc. La cuestión de las políticas impositivas nacionales merecen un análisis más cuidadoso entre otras cosas porque los movimientos de capital pueden ser influidos por diferentes regímenes fiscales <sup>29</sup>.

- c) Por último ¿qué tipo de medidas o de apoyo podría adoptarse para mejorar el acceso de los mercados emergentes a unos tipos de inversiones de cartera que puedan suministrar fuentes de financiación relativamente estables como los bonos a plazo largo y mediano (emitidos internacionalmente o en el país), emisiones de valores primarios, recibos de depósito, fondos de capital de riesgo, fondos de países? Los organismos de calificación del crédito han desempeñado una función esencial para decidir el acceso a los mercados de capitales. Por consiguiente es esencial que la calificación del riesgo soberano se someta a parámetros estrictos y objetivos que sean conocidos públicamente. Instituciones financieras multilaterales han concedido recientemente garantías para que algunos prestatarios de países asiáticos puedan restaurar el acceso a los mercados internacionales de bonos. ¿Pueden generalizar las instituciones multilaterales esta política de garantías a un gran número de países, habida cuenta de que esto puede ser costoso puesto que las garantías se registran como obligaciones de un importe equivalente a los préstamos? ¿Qué otras políticas pueden aplicarse para aumentar el acceso de un número mayor de países en desarrollo a fuentes estables de inversión?

-----

---

1/ La información sobre las corrientes netas totales de recursos a los países en desarrollo según cifras del Comité de Asistencia al Desarrollo de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) demuestran que en 1985 la financiación oficial del desarrollo constituía todavía el 56% de las corrientes totales netas de recursos a los países en desarrollo mientras que en 1997 sólo era el 23% del total.

2/ La titulización de las corrientes de capital reflejan cambios estructurales fundamentales en los mercados financieros internacionales y la creciente participación de los inversionistas institucionales en los países de la OCDE. Véase: UNCTAD: El crecimiento de los mercados nacionales de capital, sobre todo en los países en desarrollo, y su relación con las inversiones de cartera extranjera, TD/B/COM.2/EM.4/2, 19 de marzo de 1998.

3/ El análisis se basa en un estudio amplio de las relaciones mutuas entre las inversiones extranjeras directas y las inversiones extranjeras de cartera realizado por la secretaría de la UNCTAD para la Comisión de la Inversión, la Tecnología y las Cuestiones Financieras Conexas; véase: Comprehensive study of the interrelationship between foreign direct investment and foreign portfolio investment, estudio de la secretaría de la UNCTAD (UNCTAD/GDS/GFSB/5), de próxima publicación.

4/ Véase IMF: Balance-of-Payments Manual, quinta edición.

5/ En total, 37 países dijeron que estaban dispuestos a participar en el estudio coordinado, que según se espera estará disponible a fines de 1999.

6/ A veces los datos sobre corrientes de capital comunicados por bancos centrales nacionales son distintos de los comunicados por el FMI. La secretaría de la UNCTAD ha descubierto falta de coherencia entre estas dos fuentes de datos, en relación con algunos países.

7/ Véase una explicación pormenorizada de estas limitaciones en UNCTAD: Comprehensive study of the interrelationship between FDI and FPI.

8/ Véase: John Rea: "United States emerging market funds: Hot money or stable source of investment capital?", Perspective, Investment Company Institute, diciembre de 1996.

9/ Véase una crítica de esta metodología en UNCTAD: Comprehensive study...

10/ Estos 30 países son los países que transmitieron datos sobre las inversiones extranjeras de cartera correspondientes al período 1990-97. África: Egipto, Marruecos, Nigeria, Senegal, Sudáfrica, Túnez; Asia: Arabia Saudita, Bangladesh, China, Filipinas, India, Indonesia, Kuwait, Malasia, República de Corea, Singapur, Tailandia; Europa oriental: Eslovenia, Federación de Rusia, Hungría, Polonia, República Checa; América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay, Venezuela. Puede consultarse un análisis más pormenorizado de las corrientes de inversiones extranjeras directas e inversiones extranjeras de cartera a estos países en UNCTAD: Comprehensive study.

11/ Estos nueve países son: África: Sudáfrica; Asia: Filipinas, República de Corea, Tailandia; América Latina: Argentina, Brasil, México, Uruguay.

12/ Esta participación difiere según las regiones: 7,3% en África, 12,8% en América Latina y el Caribe, 8,3% en Asia meridional oriental y sudoriental, 7,5% en Europa central y oriental. Véase: World Investment Report 1998, anexo cuadro B.5.

13/ Véase: UNCTAD: World Investment Report 1998, capítulo 1, sección 3: Fusiones y adquisiciones, págs. 19 a 23.

14/ Los datos sobre emisiones internacionales de valores y títulos de deuda figuran en la publicación del Banco de Pagos Internacionales Quarterly Review on International Banking and Financial Market Developments. Los países en desarrollo y los países en transición emitieron valores internacionales por un importe de 15.000 millones de dólares en 1996, 29.300 millones de dólares en 1997 y 11.200 millones de dólares en 1998; estos países emitieron títulos internacionales de deuda por un importe de 88.100 millones de dólares en 1996, 89.200 millones de dólares en 1997 y 37.100 millones de dólares en 1998.

15/ Véase: Banco Mundial: Global Development Finance, 1998, pág. 13.

16/ Véase: Corporación Financiera Internacional: Emerging Stock Markets, Fact Book 1998.

17/ Para tener informaciones más pormenorizadas sobre las funciones de un sistema financiero eficiente y la función de las bolsas, véase UNCTAD: Las inversiones accionariales de cartera extranjera en países en desarrollo: cuestiones y perspectivas actuales (TD/B/WG.1/11, 26 de octubre de 1993).

18/ La contribución de las inversiones extranjeras de cartera al desarrollo de los mercados locales de capitales se analiza también en: UNCTAD: El crecimiento de los mercados nacionales de capital, sobre todo en los países en desarrollo, y su relación con las inversiones de cartera extranjera.

19/ Los diez países receptores con los mayores fondos de inversión son Brasil, Chile, China, Federación de Rusia, India, México, República de Corea, Sudáfrica, Tailandia y Taiwán provincia de China. Son también los países que acogen los mayores volúmenes de inversiones extranjeras directas.

20/ Véase Dunning, J. H. Multinational Enterprises and the Global Economy (Wokingham: Addison-Wesley, 1993).

21/ Véase UNCTAD: World Investment Report 1998, cap. IV, Determinantes de los países receptores de las inversiones extranjeras directas, donde figura un análisis específico de los determinantes de las inversiones extranjeras directas.

22/ Véase: Financial Times: "High risk, low returns", 21/22 de marzo de 1998 (Comments and analysis).

23/ Las respuestas al cuestionario de la UNCTAD figurarán con mayores pormenores en un próximo informe de la UNCTAD: Comprehensive study. Han respondido al cuestionario directores de 11 fondos de mercados emergentes y de 10 fondos de mercados mundiales.

24/ Es también interesante señalar que los fondos mundiales en general adoptan una estrategia inversionista de arriba a abajo (es decir que primero estudian el entorno macroeconómico), mientras que los fondos especializados en mercados emergentes adoptan una estrategia de abajo a arriba (primero estudian la empresa).

25/ El Instituto de Finanzas Internacionales ha preparado estimaciones de las corrientes de capital a mercados emergentes: los valores de las inversiones extranjeras directas fueron de 111.000 millones de dólares en 1998 y 103.900 millones de dólares en 1999; los valores de las inversiones extranjeras de cartera fueron de 118.300 millones de dólares en 1997, 50.700 millones de dólares en 1998 y 44.300 millones de dólares en 1999; y los créditos bancarios fueron equivalentes a 121.000 millones de dólares en 1996, 24.800 millones de dólares en 1997, -9.700 millones de dólares en 1998 y -8.200 millones de dólares en 1999. Debe señalarse que estas estimaciones son muy aproximadas. Véase Instituto de Finanzas Internacionales: "Capital Flows to Emerging Market Economies", 27 de enero de 1999.

26/ Véase UNCTAD: "Foreign portfolio investment: implications for the growth of emerging capital markets" (UNCTAD/GDS/GFSB/3), 22 de mayo de 1998, y UNCTAD: "The growth of domestic capital markets, particularly in developing countries, and its relationship with foreign portfolio investment".

27/ El comportamiento de las empresas transnacionales y de las corrientes financieras se examina en la obra de Richard E. Caves: "Multinational Enterprises and Economic Analysis", segunda edición (Cambridge University Press, 1996), capítulo 6, págs. 133 y 161.

28/ Para un debate y análisis más detallado de las implicaciones políticas, véase UNCTAD: "Comprehensive study".

29/ Véase Valpy Fitzgerald: "Global Capital Market Volatility and the Developing Countries", IDS Bulletin Vol. 30, N° 1, 199 (Institute of Development Studies, Sussex, 1999).