



# La nueva cara de los inversionistas

Las repercusiones del fuerte auge de los flujos internacionales de capital en la estabilidad financiera

Un empleado negocia a voces una transacción en la Bolsa Mercantil de Chicago.

*Ceyla Pazarbaşıoğlu, Mangal Goswami y Jack Ree*

**L**A ACUMULACIÓN de activos externos se ha disparado en la última década. Tras un período de fluctuaciones moderadas entre 1980 y 1995, los flujos internacionales brutos se triplicaron durante la última década y ascendieron a US\$6 billones 400.000 millones, o a alrededor del 14,5% del PIB mundial en 2005 (gráfico 1). Este aumento se debe a varias tendencias. La inversión está cada vez más diversificada a escala mundial, los mercados mundiales de capital están más integrados como consecuencia de la liberalización y los avances tecnológicos, y el entorno económico actual ofrece muchas oportunidades de crecimiento en todo el mundo.

Estos factores, junto con el rápido crecimiento de los activos administrados que supera la disponibilidad de activos internos, ha contribuido al aumento de los flujos internacionales. Las bajas primas de riesgo de los activos han animado a los inversionistas a probar otras opciones dentro de la curva de crédito en busca de mejores rendimientos. También han aumentado el apalancamiento y la disposición a asumir riesgos.

El análisis de los cambios en la base de inversiones internacionales y su comportamiento en cuanto a la asignación de activos es fundamental para comprender la acumulación de aspectos positivos y negativos de los mercados financieros internacionales. Las decisiones de



los inversionistas no solo afectan a los precios de los activos financieros, sino también tienen amplias repercusiones en la evolución económica y el bienestar de varios países. La magnitud de estos flujos internacionales y el rápido ritmo de la innovación suscitan inquietud con respecto a la estabilidad financiera, ya que los países recuerdan que a los auges anteriores de la inversión financiera siguieron crisis. Si bien hay que reconocer que es difícil desenredar los complejos vínculos y redes de inversionistas en todo el mundo, en este artículo se examinan los principales cambios en la base mundial de inversionistas y se evalúan las repercusiones para la estabilidad financiera.

### ¿De dónde procede el dinero?

Los países de mercados maduros siguen siendo los principales proveedores de flujos brutos de capital, impulsados por los flujos intraeuropeos, seguidos de Estados Unidos y Japón. La integración de la Unión Europea (UE) ha facilitado la regionalización financiera dentro del continente, aumentando la proporción correspondiente a Europa en los flujos internacionales de capital del 50% en 1996 a alrededor del 70% en 2005. De hecho, debido a que los países miembros de la zona del euro invierten en forma desproporcionada entre ellos frente a otras combinaciones de países, los datos son concluyentes en cuanto a la preferencia por la zona del euro en las carteras de bonos (Lane, 2006). La posición de los países desarrollados de Asia como principal proveedor de flujos brutos de capital se ha reducido ligeramente, y Japón, aunque sigue siendo un proveedor importante, ha perdido terreno en los últimos 10 años. No obstante, la proporción correspondiente a Asia —las economías emergentes, las economías asiáticas recientemente industrializadas (Corea, la provincia china de Taiwán, la RAE de Hong Kong y Singapur), y los países productores de petróleo— en los flujos internacionales de capital ha aumentado considerablemente desde 2000.

Un examen de las tendencias de los flujos netos de capital revela un cambio notable en la composición del balance mundial y pone en el punto de mira los desequilibrios mundiales de pagos. Concretamente, los países de mercados emergentes, en su conjunto, se han convertido en exportadores netos de capital y en una clase importante de inversionistas en los mercados maduros en los últimos cinco años (gráfico 2), y las salidas de flujos de estos países son la contraimagen del déficit de financiamiento externo de Estados Unidos. Sin embargo, este movimiento de capital de los mercados emergentes a los mercados maduros se canaliza principalmente a través de las reservas de los bancos centrales de Asia y los fondos soberanos de inversión, sobre todo de los países exportadores de petróleo (como los administrados por la Autoridad de Inversiones de Abu Dhabi, la Autoridad de Inversiones de Kuwait y otros). No obstante, los flujos de capital privado también circulan de los mercados maduros a los emergentes, ya que los inversionistas institucionales, bancos y empresas están invirtiendo sus crecientes activos financieros en otras economías para diversificar y aumentar los rendimientos ajustados por riesgo.

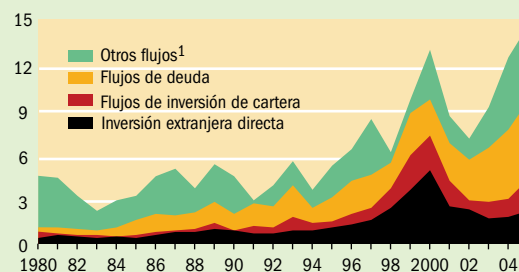
El auge de los flujos institucionales ha incrementado sustancialmente los flujos internacionales de capital en los últimos 10 años. El principal aumento ha correspondido a los flujos de cartera, sobre todo de deuda, y a las transacciones bancarias en otras economías. Estos flujos, sumados a la apreciación de los precios

Gráfico 1

### Nuevos máximos

Los flujos internacionales brutos de capital han aumentado extraordinariamente desde 1995.

(Total flujos internacionales de capital, porcentaje del PIB mundial)



Fuente: FMI, base de datos de *International Financial Statistics*.

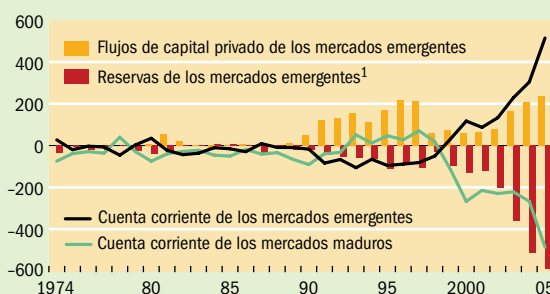
<sup>1</sup>Otros flujos incluye las transacciones de derivados.

Gráfico 2

### Contraimagen

Los flujos de capital privado circulan de los mercados maduros a los emergentes y los de capital oficial en la dirección opuesta.

(Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, base de datos de *International Financial Statistics*.

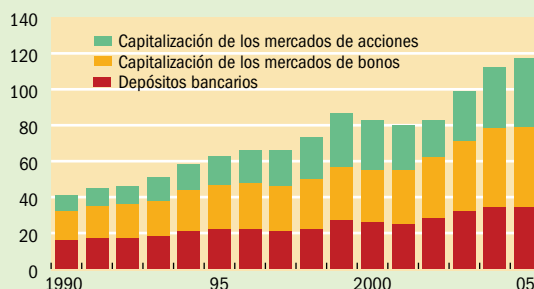
<sup>1</sup>Los valores negativos denotan salidas de capital.

Gráfico 3

### Crecimiento de los mercados

Los mercados mundiales de acciones y bonos han experimentado un crecimiento sin precedentes en los últimos 15 años.

(Billones de dólares)



Fuentes: Estimaciones del personal técnico del FMI basadas en la base de datos S&P/Mercados emergentes de la CFI; Federación Mundial de Bolsas, Datastream; Banco de Pagos Internacionales y Corporación Financiera Internacional.

de los activos y favorecidos por las innovaciones financieras en el mercado de derivados, han contribuido al crecimiento y a la profundización sin precedentes de los mercados financieros. La magnitud de los mercados mundiales de acciones y bonos representa el doble del nivel del PIB mundial y la capitalización de los mercados bursátiles mundiales ascendió a US\$38 billones en 2005, frente a US\$45 billones en los mercados de bonos (gráfico 3).

La inversión extranjera directa (IED) proveniente de los países de mercados maduros también se ha recuperado parcialmente desde el estallido de la burbuja tecnológica. Los flujos de IED hacia los mercados emergentes han aumentado pero aún se concentran en unos pocos países, como China, que ha acaparado alrededor del 50% de estos flujos desde 2002. Entre los mercados emergentes, los países de Asia y el Pacífico y los mercados emergentes de Europa son los principales receptores de IED, mientras que los flujos hacia América Latina, encabezados por Brasil, se han reducido desde 2000.

### Cómo ha cambiado la base de la inversión

Este rápido crecimiento de los flujos internacionales ha estado acompañado por cambios en la base de la inversión impulsados por tres tendencias principales: el crecimiento espectacular de los activos administrados por los inversionistas institucionales, el rápido crecimiento de los fondos de cobertura y la mayor participación de los bancos centrales de los mercados emergentes y los fondos soberanos de inversión en los mercados.

El aumento de los activos administrados de los inversionistas institucionales tradicionales de los mercados maduros (fondos de pensiones, compañías de seguros y fondos mutuos) ha sido enorme. Estos activos se incrementaron de alrededor de US\$21 billones en 1995 a aproximadamente US\$53 billones en 2005, de los cuales casi la mitad corresponde a Estados Unidos y más de una cuarta parte a Europa (gráfico 4). Los fondos de pensiones en Estados Unidos representan una parte importante de esta base de activos, mientras que —salvo en el caso de Irlanda, los Países Bajos y el Reino Unido— la proporción correspondiente a Europa es relativamente pequeña. No obstante, los fondos mu-

tuos y las compañías de seguros constituyen una proporción importante de los activos administrados tanto en Estados Unidos como en Europa.

Otra tendencia notable ha sido el rápido crecimiento de los fondos de cobertura, que se multiplicaron de 530 en 1990 a más de 6.700 en 2005. Los flujos hacia estos fondos han experimentado un fuerte aumento desde 2002, impulsados por la ampliación de la base de inversiones para atraer a los inversionistas institucionales junto con las personas de patrimonio neto alto. Los activos administrados por el sector de los fondos de cobertura, aunque son más pequeños que los de otros inversionistas institucionales, aumentaron de US\$30.000 millones en 1990 a más de US\$1 billón 400.000 millones en 2005. La mayor parte de estos fondos están administrados desde Estados Unidos y el Reino Unido, país al que corresponde la mayor parte de estos fondos en Europa (gráfico 5). Por ejemplo, los fondos de pensiones del Reino Unido incrementaron considerablemente su asignación hacia los fondos de cobertura en 2004 (UBS, 2005).

En los mercados emergentes, los bancos centrales y los fondos soberanos de inversión se han convertido en participantes principales en la asignación de capital en mercados financieros internacionales, principalmente en los de Estados Unidos. El volumen de valores del Tesoro de Estados Unidos en poder de extranjeros se ha triplicado con creces en los últimos 10 años, y la adquisición de este tipo de valores por parte de instituciones oficiales extranjeras ha contribuido considerablemente a esta acumulación. China registró el mayor aumento: sus tenencias se incrementaron en un 50% en los últimos años y se ha convertido en el tercer inversionista más importante. Se estima que a finales de 2005 las tenencias de las instituciones oficiales extranjeras correspondían a más del 50% de todos los valores estadounidenses a largo plazo en poder de no residentes.

### Mirar al exterior

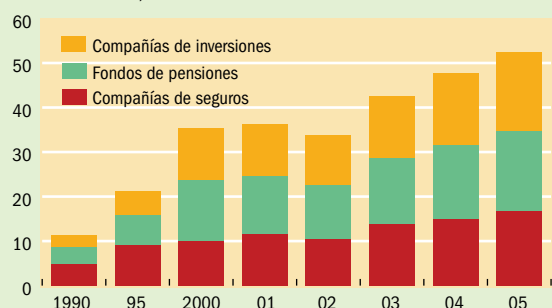
El aumento de los activos administrados por los inversionistas institucionales de mercados maduros ha estado acompañado por un aumento de la asignación de activos externos y la dis-

Gráfico 4

#### Bolsas de dinero

Los activos administrados por los inversionistas institucionales en los países industriales han experimentado un fuerte aumento.

(Activos de los inversionistas institucionales de mercados maduros, billones de dólares)



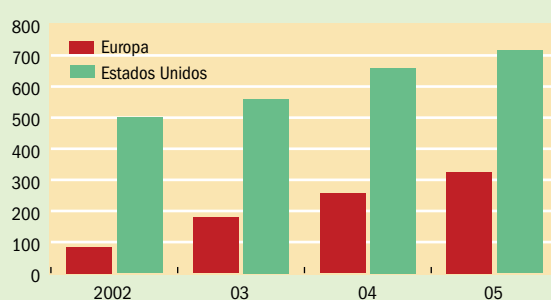
Fuentes: International Financial Services, Londres; OCDE, y estimaciones del personal técnico del FMI.

Gráfico 5

#### Aumento de los activos

Los fondos de cobertura ganan cada vez más popularidad entre una gama más amplia de inversionistas.

(Activos administrados, miles de millones de dólares)



Fuente: Eurohedge, Hennessee Group LLC.



minución tendencial de la *preferencia por valores nacionales*. Esta preferencia se deriva de la observación de que las ponderaciones de las carteras nacionales tienden a tener un sesgo por lo nacional (French y Poterba, 1991; Aurélio, 2006).

Los flujos internacionales de cartera como porcentaje de los activos administrados de los países de mercados maduros han experimentado un fuerte aumento en los últimos cinco años, sobre todo los de tipo institucional. Entre 2001 y 2005 se produjo un aumento acumulativo de los activos externos de cartera de más del 100% y estos activos ascendieron a alrededor de US\$19 billones. Los activos externos de cartera provenientes de Estados Unidos aumentaron de US\$2 billones 300.000 millones a US\$4 billones 600.000 millones durante el mismo período, mientras que los provenientes de Japón aumentaron de US\$600.000 millones a US\$2 billones 100.000 millones al año 2005. En Europa se registró el descenso más significativo de la preferencia por los activos nacionales y el aumento de los activos externos de cartera fue de US\$6 billones 100.000 millones entre 2001 y 2005. Una proporción importante de este descenso se produjo dentro de los países europeos desarrollados, ya que la base de inversiones prefirió invertir dentro de Europa continental y el Reino Unido. Los flujos internacionales de cartera provenientes de los hogares japoneses están aumentando desde 2000, y se canalizan a través de los fondos mutuos. Los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones y los fondos mutuos de los países de mercados maduros, están invirtiendo cada vez más en los mercados emergentes.

La disminución de la preferencia por los activos nacionales obedece a factores estructurales y cíclicos. La diversificación ha sido la razón principal para la mayoría de los inversionistas institucionales. Los cambios regulatorios y contables en relación con los fondos de pensiones también han contribuido a modificar la asignación de activos. Concretamente, debido al aumento de las obligaciones previstas de los fondos de pensiones, estos inversionistas han diversificado sus estrategias de inversión no solo para que coincidan mucho más con sus obligaciones sino también para lograr el mayor rendimiento ajustado por riesgo.

### Repercusiones para la estabilidad mundial

Los flujos internacionales y los cambios en la base de inversionistas repercuten mucho en la estabilidad financiera, para bien y para mal. Es menos probable que una base de inversiones más diversificada y que represente diferentes instituciones y países sufra shocks importantes, simétricos y simultáneos y, por lo tanto, podrá manejar mejor los riesgos y absorber los shocks durante períodos de perturbaciones. Por otra parte, un período de poca volatilidad y bajos diferenciales de crédito podría ocultar nuevos riesgos, como una mayor actividad en activos alternativos menos líquidos, lo que suscitaría preocupación por la estabilidad financiera. También es motivo de inquietud el mayor apalancamiento de los participantes del mercado y la liquidación de estas posiciones en un período de crisis.

El auge de las afluencias de los inversionistas institucionales de mercados maduros ha contribuido a ampliar la base de inversiones de deuda externa soberana de los mercados emergentes, lo que ha generado estabilidad y ha reducido la volatilidad de esta clase de activos en los últimos cinco años, como lo refleja

el índice EMBI para los bonos de los mercados emergentes de JPMorgan Chase. El interés por los activos de mercados emergentes ha experimentado un cambio estructural al alza y los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones de Estados Unidos han incorporado la deuda externa de mercados emergentes a la asignación de la cartera de referencia.

La percepción de los inversionistas sobre la madurez de los activos de los mercados emergentes se debe al mejoramiento de los parámetros del crédito, la flexibilidad cambiaria, la mayor cobertura de las reservas, la reactivación estructural, derivada de la convergencia, de los países europeos emergentes a los niveles de la UE, y la transparencia de la información proveniente de los mercados emergentes (Byun y Oswald, 2006). Estos cambios han incrementado los flujos estratégicos hacia esta clase de activos. De hecho, los activos administrados de los fondos de mercados emergentes basados en los índices EMBI para los bonos de estos mercados aumentaron de US\$27.000 millones a finales de 2000 a alrededor de US\$230.000 millones a mediados de 2006.

La volatilidad de los flujos netos y brutos de capital ha aumentado mucho en los últimos 10 años, tanto en los mercados maduros como en los emergentes, aunque la capacidad de resistencia a los shocks de la mayoría de los países de mercados emergentes ha mejorado considerablemente. De hecho, el aumento de la volatilidad de los flujos internacionales de capital, si se tiene en cuenta el incremento de las reservas de divisas, se redujo notablemente entre 1996 y 2005.

La volatilidad del precio de los activos ha disminuido a largo plazo en todas las clases de activos correspondientes a bonos, valores y divisas. Tanto la volatilidad realizada como la implícita se han moderado considerablemente en una variedad de activos de los mercados maduros. Los activos de los mercados emergentes, como la deuda externa soberana, también han mantenido esta tendencia. Aunque este fenómeno, según el Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos, Ben Bernanke, podría atribuirse a “la gran moderación”, su duración, aún está por probarse en un entorno menos favorable. ■

*Ceyla Pazarbaşıoğlu es Jefa de División, Mangal Goswami es Economista y Jack Ree es Economista Principal en el Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.*

---

*Este artículo se basa principalmente en la próxima edición de Global Financial Stability Report (abril de 2007), que contiene un capítulo en el que se analizan el crecimiento de los flujos internacionales de capital, la ampliación de la base de inversiones y las repercusiones para la estabilidad financiera.*

#### Referencias:

Aurélio, Marcela Meirelles, 2006, “Going Global: The Changing Pattern of U.S. Investment Abroad”, Federal Reserve Bank of Kansas Economic Review, tercer trimestre, págs. 5–32.

Byun, Jennie, y William Oswald, 2006, “Emerging Markets External Debt As An Asset Class” (Nueva York: JPMorgan).

French, Kenneth, y James Poterba, 1991, “Investor Diversification and International Equity Markets”, American Economic Review, vol. 81 (mayo), págs. 222–26.

Lane, Philip, 2006, “Global Bond Portfolios and EMU”, International Journal of Central Banking, vol. 2 (junio), págs. 1–23.

UBS, 2005, Pension Fund Indicators (Nueva York).