



**EL FINANCIAMIENTO DE LAS INFRAESTRUCTURAS Y LAS  
REFORMAS EN LOS MERCADOS EMERGENTE DE LATINO  
AMERICA**

**PRADO LOIC**

Informe de Practica Profesional presentada a la Carrera de Administración de Negocios Internacionales de la Universidad de Valparaíso para optar al grado de Licenciado en Negocios, Título Profesional de Administrador de Negocios Internacionales

Profesor Guía: Dr. Roberto Yokota

Informe entregado el 20 de Junio

## **AGRADECIMIENTO**

Deseo agradecer a todas las personas que me han ayudado a superar las dificultades encontradas en la elaboración de esta tesis. Primero a mi profesor guía que supo escucharme y darme un punto de vista crítico, para orientarme en mis decisiones. A todos mis compañeros de Francés para el apoyo moral. A mi amigo arquitecto Carlos Sanguinetti por el apoyo técnico, el me presto su computadora para redactar esa tesis.

A mis padres, por darme la oportunidad de esta extraordinaria experiencia.

## **ÍNDICE:**

### **INTRODUCCION**

### **CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

#### **1.1. Contexto**

#### **1.2. Formulación del problema**

##### **1.2.1. Pregunta de investigación**

##### **1.2.2. Otras preguntas de investigación**

#### **1.3. Justificaciones**

##### **1.3.1. Elección del tema**

### **CAPÍTULO 2: FUNDAMENTACION TEORICA**

#### **2.1. Objetivo y función Principal: financiamiento y mercado de segunda mano**

#### **2.2. Orientación de los flujos de capitales y transparencia**

#### **2.3. Mecanismo de liquidez**

#### **2.4. Inversionistas y toma de decisión**

### **CAPITULO 3: COMO EL DESARROLLADO DE MERCADOS FINANCIEROS AYUDO AL FINANCIAMIENTO DE LAS INFRAESTRUCTURAS EN LATINO AMERICA**

### **3.1. Presentación de la situación en América Latina**

#### **3.1.1. El concepto de mercado emergente**

#### **3.1.2. El desarrollo de los mercados latinoamericanos en los 90.**

#### **3.1.3. Factores de aparición de los mercados emergentes en la escena mundial**

##### **3.1.3.1. Reducción de la deuda y atracción de los capitales extranjeros**

##### **3.1.3.2. Proceso de desregulación en América Latina**

### **3.2. Papel de los mercados financieros emergente en el financiamiento de las infraestructuras**

#### **3.2.1. Financiamiento de la privatización de las infraestructuras**

##### **3.2.1.1. Dificultad de los Estados y la inversión extranjera en empresas de estado**

##### **3.2.1.2. Importancia del sector de las infraestructuras en las privatizaciones de empresas**

##### **3.2.1.3. Los beneficios de una mayor competencia**

##### **3.2.1.4. Medio de adquisiciones o de participación en las empresas estatales**

##### **3.2.1.5. Movimiento de sinergia**

### **3.3. El financiamiento por obligaciones de las infraestructuras**

### **3.4. Contribución de los inversionistas institucionales**

### **3.4.1. El modelo Chileno**

## **CAPITULO 4: IMPERFECCIONES DE LOS MERCADOS EMERGENTES Y LAS REFORMAS PARA MEJORARLAS**

### **4.1. Las imperfecciones de los mercados financieros emergentes**

#### **4.1.1. Insuficiencia de liquidez**

#### **4.1.2. Imperfección de la información y transparencia**

#### **4.1.3. Fluctuación de los cursos y sensibilidad a los choques exteriores**

### **4.2. Las condiciones de la eficiencia de la financiación de las infraestructuras**

#### **4.2.1. Factores que molestan a las reformas estructurales**

#### **4.2.2. Tamaño crítico**

#### **4.2.3. Papel de los bancos**

#### **4.2.4. Gestión de los flujos financieros**

### **4.3. El crecimiento de las economías Latino americano, un factor determinante**

## **CONCLUSION**

## INTRODUCCION

Las Bolsas de Valores son partes de los mercados financieros. Una de sus funciones principales es proveer financiamiento a las empresas. Cumpliendo esta función, las bolsas de valores permiten el financiamiento de grandes proyectos.

Durante las últimas décadas, las bolsas de valores de los países Latino americanos han probado de abrir sus puertas a inversionistas pequeños sin mucho éxito. Los mecanismos de variación de las bolsas de valores, entre otras variables, muchas veces desconocidas para los agentes económicos, no permiten atraer el ahorro doméstico. Los mercados de la zona son mercados emergentes, con un potencial de desarrollo muy fuerte, que viene acompañada de características propias a ese tipo de mercados.

La particularidad de los mercados financieros es que la teoría y la práctica se mezclan y tienen cada uno, una influencia importante sobre las variaciones de las diferentes bolsas. En efecto, se busca justificación teórica a la variación de los mercados, considerando la hipótesis del agente racional.

A través de un estudio del desarrollo de las bolsas de valor en Latino América, vamos a ver cuál fue el papel de los mercados financieros para el desarrollo de la zona y cuáles son las imperfecciones que hay que mejorar en esos mercados.

Las bolsas de valores Latinoamericanas conocieron sus mayores éxitos en los años 90, y también el mayor desarrollo de sus infraestructuras.

En la actualidad, los mercados bursátiles de la región son sometidos a una competencia tan fuerte, que el monto total de valores manejado en los mercados de América latina es menor que el número de título en 1997. Así, parece interesante entender las razones de este éxito y como ha permitido el desarrollo infraestructural de la zona.

La prestación de servicio de infraestructuras, que corresponde al conjunto de servicios que se consideran necesarios para el funcionamiento de una organización o para el desarrollo de una actividad, representa unos de los numerosos desafíos del desarrollo económico. Estas infraestructuras engloban las obras, el equipamiento, la instalación y servicios de utilidad pública. A esta última definición vamos a referirnos durante el estudio.

La importancia de la red del sector de infraestructura, da una idea del nivel de desarrollo de una zona y genera una condición favorable para la creación de riqueza. La movilización de nuevos recursos por intermedio de los mercados bursátiles en América Latina puede mejorar la financiación de las infraestructuras.

De esta forma podemos decir que la participación privada en la financiación de proyectos de infraestructuras es un tema muy importante para los países en vía desarrollo.

La participación de fondos privados ofreció en los años noventa, la ventaja de reducir la carga impuestas a las instituciones públicas y el financiamiento de las infraestructuras.

Los mercados emergentes, con la ayuda de los intermediarios financieros, tienen que transformar el ahorro privado en inversión a largo plazo y atraer fondos privados. Es cierto que, la movilización de nuevos recursos pasa por transformaciones de los mecanismos de financiamiento como el reforzamiento de las técnicas de financiamiento de

los proyectos, la multiplicación de los fondos de infraestructuras o también por la reforma de los bancos e instituciones especializadas en infraestructuras.

Frente a las dificultades inherentes al existir mercados emergentes varios problemas afectan a estos mercados.

Este estudio va a probar de responder a las siguientes preguntas: ¿Cómo los mercados financieros han ayudado al desarrollo de Latinoamérica? Y ¿Qué reformas hay que realizar a los mercados emergentes para mejorar las imperfecciones de éstos?

A través de esta tesis el objetivo principal es mostrar como los mercados financieros apoyaron el desarrollo de esta zona y las reformas que implican el crecimiento de las bolsas de valores.

La articulación de la tesis sigue el siguiente plan:

1. La primera parte plantea el problema.
2. La segunda parte trata de presentar las funciones y características a las cuales los mercados bursátiles deben responder.
3. La tercera parte analiza como el desarrollo de los mercados bursátiles ha mejorado el financiamiento de las infraestructuras.
4. La cuarta parte aborda las reformas a tomar para mejorar las imperfecciones de los mercados emergentes y dar así la oportunidad a los mercados financieros de aportar una herramienta a la financiación del desarrollo.



# **CAPÍTULO 1: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA**

## **1.1. Contexto**

El contexto corresponde a la situación latinoamericana de los mercados bursátiles desde la década de los noventa como base del análisis en prospectiva.

## **1.2. Formulación del problema**

### **1.2.1. Pregunta de investigación**

- ❖ ¿Como el desarrollo de mercados financieros ayudo al financiamiento de las infraestructuras en Latino América?
- ❖ ¿Qué reformas hay que realizar a los mercados emergentes para mejorar las imperfecciones de mercados emergentes?

### **1.2.2. Otras preguntas de investigación**

- ❖ ¿Qué son los mercados bursátiles?
- ❖ ¿Cuáles son sus características, componentes y función?
- ❖ ¿Cuáles son las características de los mercados emergentes?
- ❖ ¿Cómo la liberalización financiera ha permitido la privatización?

## **1.3. Justificaciones**

### **1.3.1. Elección del tema**

Primero fue por el interés que tengo hacia los mercados financieros, lo que ha influenciado mi elección. El objetivo de una tesis es desarrollar un tema que nos interesa, así que me he dirigido en esa dirección.

Segundo las observaciones efectuadas durante mi viaje a América latina, es que uno de los temas lo más importantes, para un buen desarrollo de esta Región, es el financiamiento de sus infraestructuras. En efecto, muchas veces tuve el sentimiento de que los países tienen muchos recursos (materias primas, pero sobre todo recursos humanos con una juventud numerosa), pero la falta de infraestructuras y de administración, no permiten el desarrollo de la iniciativa empresarial.

Así he empezado a pensar en interrogantes tales como:

**¿Cómo los mercados bursátiles pueden aportar el dinero suficiente para financiar el desarrollo de Latino América?**

Repuestas simples que pueden surgir con respecto a la pregunta: por la fuente de dinero que representa para las empresas. Pero como la pobreza, los pequeños saldos y la orientación general del consumidor al consumismo es una realidad, no permiten el ahorro doméstico y es por esto que el dinero tiene que venir del exterior.

¿Cómo atraer ese dinero? Ofreciendo a mercados perspectiva de ganancia para los inversionistas que buscan mercados con potencial para invertir.

A través de las investigaciones efectuadas, noté que los resultados de los mercados bursátiles de la zona fueron muy buenos durante los años noventa, lo que ha permitido el financiamiento de grandes proyectos de infraestructuras. Pero también estas investigaciones me han mostrado que los mercados bursátiles emergentes presentan imperfecciones propias a este tipo de mercado.

De esta forma tuve el interés de estudiar el período de los años noventa para presentar un aspecto positivo de las bolsas de Valores y desde esa perspectiva, contrastar ese entusiasmo con la realidad que presentan los mercados Latinoamericanos.

Se presentan así las reformas que han permitido a los mercados Latinoamericanos el poder desarrollarse y los aspectos para mejorar la estabilidad de mercados sometidos hoy día a fuertes variaciones.

Estudiando en detalle el período de los noventa, nos permite ver el papel que pueden jugar los mercados financieros y de esta forma dar una base crítica para ver las modificaciones que hay que aportar a ese tipo de mercado emergente.

Así tenemos una tesis que presenta los puntos positivos de la inversión en mercados financieros y las condiciones que hay que desarrollar para alcanzar las mejores condiciones posible de mercados.

## **CAPÍTULO 2: FUNDAMENTACION TEÓRICA**

Esta primera parte tiene como meta clarificar el concepto de mercado bursátil para estudiar este tema sin dudas sobre la teoría planteada.

### **2.1. Objetivo y función Principal: financiamiento y mercado de segunda mano.**

Una bolsa de valor es una organización que provee todas las herramientas necesarias para que todas las transacciones se den con facilidad y seguridad.

Dentro de la bolsa, los precios de las acciones son establecidos por oferta y demanda. Es decir que teóricamente, las fuerzas del mercado son las que mueven los precios de los valores que se cotizan en una bolsa. Pero en la realidad el fenómeno de especulación, desarrollado posteriormente, desempeña un papel importante en la formación de los precios.

Las bolsas de valores son lugares de financiamiento, por eso son parte de los mercados financieros.

Es una fuente de financiamiento para las empresas que buscan a invertir en proyectos.

El sistema de emisión es el siguiente:

- ❖ Se emiten acciones en mercados primarios, mercados donde se lleva a cabo la colocación de valores de primera emisión, representados por títulos transferibles.
- ❖ Los títulos transferibles se intercambian en el mercado secundario, mercado donde se realizan transacciones posteriores de un activo financiero. Cada transacción implica, entre inversionistas, una compra de un lado y una venta de otro lado.

Las bolsas permiten juntar una demanda y una oferta de financiamiento, produciéndose un traspaso de recursos por el medio de instrumentos financieros (acciones, bonos, etc.).

El sistema de emisión tiene como meta el aumentar el capital de una empresa, para el financiamiento de un proyecto. Así el traspaso de las acciones pasa por el mercado secundario.

## **2.2. Orientación de los flujos de capitales y transparencia**

Las bolsas de valores tienen que orientar a las personas hacia las mejores alternativas de inversiones económicas. Asignar los recursos en forma óptima significa que los recursos disponibles sean invertidos en proyectos o empresas que presentan las más altas tasas de rendimiento.

La labor de orientación es desarrollada tanto por las bolsas como por los corredores, los cuales, entre otras funciones deben guiar u orientar permanentemente a inversores, emisores y público en general sobre la situación del mercado de valores.

Esto, para así entregar el máximo de antecedentes que faciliten el proceso de toma de decisiones.

En realidad, la orientación a agentes es el resultado de la transparencia. El buen funcionamiento de este mercado depende de la confianza de los inversionistas. Así los actores deben disponer de toda la información respecto a las transacciones realizadas, a eso se llama transparencia de mercado.

### **2.3. Mecanismo de liquidez**

La existencia de mercados secundarios esta relacionada con la liquidez que debe tener el mercado. En efecto, existen inversionistas que están dispuestos a adquirir ciertos valores bursátiles siempre que se les garantice la liquidez de los títulos.

El mercado secundario ayuda a dar liquidez a los valores bursátiles. La importancia de la liquidez en el mercado bursátil esta relacionada con la reunión de grandes sumas de dinero para financiar proyectos de infraestructura que requieren fuertes niveles de inversión inicial. Por consiguiente, supongamos que se financia una cierta inversión con la emisión de acciones. Inversionistas interesados en la empresa desean participar en ella comprando las acciones en el mercado. Transcurrido un tiempo estos inversionistas, o alguno de ellos si quisieran retirarse deberían vender la participación que tienen en el negocio sin que sufran grandes pérdidas. Si no existieran otras personas dispuestas a entrar al negocio, ellos no podrían vender sus acciones, es decir, sería un mercado que no tiene liquidez y la venta puede tardar un tiempo antes de concretarse. Eso debido a la falta de interés que existe de los inversionistas para con el título de la empresa.

El gran número de inversionistas permite mejorar la transferencia de los títulos.

A través de este ciclo de intercambio, se genera la liquidez del mercado.

## **2.4. Inversionistas y toma de decisión**

La bolsa de valores es un mecanismo catalizador de recursos financieros, es decir, los capitales se reúnen alrededor de esa institución, la cual centraliza en un solo lugar todos los factores que afectan al precio de mercado.

Las bolsas se preocupan de que se entregue toda la información a los ahorrantes e inversionistas en el entorno socio-económico. Así el acceso a la información mejora la toma de decisiones que pueden tomar los diferentes tipos de inversionistas. De esta manera, en las bolsas de valores se pueden distinguir dos tipos de agente económicos:

1. Los primeros son aquellos que compran títulos para participar de las ventajas de poseer valores en el largo plazo (para controlar la empresa, participar de sus directorios, participar en las decisiones empresariales, participar de las expectativas del negocio).
2. Los segundos, son los especuladores, que asumen los riesgos de las fluctuaciones de precios en el corto plazo para obtener ganancias de capital. No sólo se encuentran únicamente agentes económicos que juegan con las variaciones de los valores, sino que también inversionistas a corto plazo. Como por ejemplo, empresas con excedentes temporales, invertido a corto plazo.

Los accionistas venden y compran títulos por interpretación de la fluctuación del mercado. La explicación que fundamenta estos anticipos es debido a que los inversionistas, al estar muy bien informados de lo que ocurre en el mercado, en un período de auge procederán a la compra de valores bursátiles, lo que hará aumentar sus precios. A la inversa, si existe cierto

consenso de que la economía entrará en crisis en un futuro cercano, se procederá a la venta de valores y por ende la bajada de su precio. Entonces, el ciclo que se muestra en los precios bursátiles antecede al ciclo económico.

Además de los mercados bursátiles, la situación general de la economía se manifiesta a través de los ciclos económicos y la eventual anticipación de fenómenos económicos ayuda también a la toma de decisiones y así a la optimización de los mercados.

En las bolsas de un país industrializado se acostumbra considerar que los mercados bursátiles son buenos indicadores de los eventos económicos que podrían ocurrir. El principal propulsor de esa teoría fue Charles Dow, Fundador del diario financiero americano "The Wall Street News Paper". Dow y sus seguidores sostienen que los inversionistas al estar altamente informados de todo lo que ocurre en el país, referente a la situación de industrias, gobiernos, mercados, etc., tienen la habilidad de poder anticipar las épocas de auge y recesión.

El término especulación ha tenido un matiz peyorativo en muchos países, por diversas experiencias negativas. El problema reside en la dificultad de definir cuál es el grado de especulación adecuado que se debe aceptar para dar liquidez al mercado.

El nivel aceptado de especulación debe ser definido de tal forma que no se dañe el mercado, evitando así, que especuladores lleven los precios de los títulos a valores totalmente alejados del valor real (el valor presente de los beneficios que promete el título en el futuro descontado a una tasa de interés) de los mismos. Esto sucede cuando los especuladores, por un juego de compra y venta, influyen los precios. La sobre valoración ocurre especialmente en época de auge económico cuando los especuladores llevan los



precios de los títulos a un nivel superior al valor real de los mismos, en cambio en épocas de crisis llevan los precios a nivel inferior del que debería ser.

Para dar estabilidad a los mercados, éstos deben cumplir la función de regulación del mercado. Esta función se cumple cuando se crean mercados confiables, evitando todos los sucesos que pudiesen entorpecer la libre determinación del precio de cotización de los instrumentos bursátiles.

Con la regulación de mercado se pretende dar confiabilidad al mercado asegurando el principio de justicia que debe primar en las actividades bursátiles.

# **CAPITULO 3: COMO EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS FINANCIEROS AYUDO AL FINANCIAMIENTO DE LAS INFRAESTRUCTURAS EN LATINO AMERICA**

Vamos a estudiar la evolución de los mercados emergentes de esta zona durante los años noventa para entender el papel que han jugado los mercados financieros en el financiamiento de las infraestructuras.

## **3.1. Presentación de la situación en América Latina**

### **3.1.1. El concepto de mercado emergente**

No existe definición universalmente reconocida de los mercados bursátiles emergentes. Pero la expresión *emerging market* debe su origen a los bancos de inversión americanos que buscaban zonas geográficas en fuerte crecimiento con el fin de beneficiarse de rendimientos elevados en mercados financieros destinados a desarrollarse.

El término emergente puede referirse a mercados en proceso de crecimiento y de modernización, volviéndose así atractivos para los inversores. Pero como lo destaca Lelart en 1996, la aparición de estos mercados es un concepto dinámico, con diferencia de nivel, algunos a punto de ser mercados bursátiles desarrollados y otros recién en emergiendo. Así, de esta constatación podemos decir que las economías emergentes constituyen un conjunto heterogéneo, ya que la diversidad geográfica de los países que la componen parece tan grande como sus diferencias económicas o políticas.

El tamaño, las estructuras o también los resultados de los nuevos mercados varían considerablemente de un país al otro.

El mismo Leart piensa que, una economía puede calificarse de emergente por dos razones bien específicas y relacionadas:

1. La primera resulta de la inserción creciente de este país en el comercio mundial, gracias, en particular, al dinamismo de su comercio exterior y sus exportaciones industriales que le permiten conocer elevados índices de crecimiento relativos.
2. El segundo está vinculado al desarrollo de su mercado bursátil y a la liberalización de su cuenta de capital o de una mayor integración financiera internacional.

### **3.1.2. El desarrollo de los mercados latinoamericanos en los noventa.**

Si la gran diversidad de los mercados bursátiles emergentes dificulta la búsqueda de una definición que logre la unanimidad, la mayoría de ellos sin embargo presentan características idénticas.

1. Estas bolsas se distinguen por un desarrollo especialmente rápido, es decir por la fuerte progresión de su capitalización y la subida de sus cursos.

Refiriéndose al índice IFC (sociedad financiera internacional, índice filial del banco mundial), la capitalización bursátil de la región paso de 171 mil millones de dólares en 1985 a 1928 mil millones de dólares en 1994, tomando como base el índice de los precios en dólar de 1994. En otras palabras un valor nominal multiplicado por once, mientras que del otro lado los mercados desarrollados lo han multiplicado por tres durante el mismo

período.

Así la parte de América Latina en la capitalización mundial paso de 3% hasta 13%, de 1985 hasta 1994.

2. Otra particularidad es de ser muy volátiles debida, en particular, a una insuficiencia de liquidez y a una concentración de las operaciones sobre algunos grandes valores.

El dinamismo de los mercados financieros debe conectarse con la transferencia de los capitales extranjeros hacia América Latina, favorecido por la coyuntura mundial (estudiado posteriormente en la parte 3.1.3.1). Este proceso ha sustituido, el financiamiento exterior por créditos externos, por inversiones directas en bolsas, emisiones de obligaciones en los mercados internacionales.

### **3.1.3. Factores de aparición de los mercados emergentes en la escena mundial.**

#### **3.1.3.1. Reducción de la deuda y atracción de los capitales extranjeros**

Hay que relacionar el proceso de integración de los mercados bursátiles Latinoamericanos a su contexto internacional, pero sobre todo relacionarlo dentro de un contexto de reducción de deuda con el plan Brady. Este plan tuvo como consecuencia la emisiones de mil millones de dólares en obligación, emitidas por los países latinoamericanos.

Los bancos en efecto favorecieron la opción de la conversión de sus fondos prestados en obligación. Este proceso tuvo como consecuencia el cambio de la deuda por títulos y el desarrollo de los productos financieros. Esto permitió una mejora del balance de los países

emisores Latinoamericanos en los mercados internacionales, generando de esta forma una atracción a los inversionistas extranjeros en estos mercados.

Entre los factores externos que pueden explicar este fenómeno de integración de las bolsas de valor al ámbito mundial, tenemos:

1. la recesión económica de los países desarrollados puede ayudar a entender el fenómeno de crecimiento de la zona en los años noventa.

En el caso de los Estados Unidos, la disminución del crecimiento económico se acompaña de una bajada de los rendimientos de los mercados financieros, explicado por la bajada del rendimiento de las empresas.

2. La flexibilización de las políticas americanas que ha arrastrado una fuerte bajada de la tasa de interés a corto plazo del dólar y al mismo tiempo la tasa de interés en América latina ha aumentado, consecuencia de las reformas del sistema financiero. Desde luego, los operadores internacionales y los residentes latinoamericanos llevan sus dólares a los mercados emergentes para disfrutar de un rendimiento más elevado.

El proceso de desregulación de los mercados de los Estados Unidos ha permitido a las empresas Latinoamericanas el emitir más fácilmente acciones al extranjero. Estas empresas han usado los *ADRs* (american depository Receipts). Éstos últimos son certificados negociables que les permite a las empresas extranjeras extraer fondos de los mercados norteamericanos sin la obligación de inscribirse en una bolsa de los Estados Unidos. Los

*ADRs* permiten compensar la falta de liquidez de algunos mercados locales. El conjunto de todos estos factores internacionales, en particular con factores propios a los Estados Unidos, tuvo por consecuencia un aumento espectacular de las inversiones en portafolio.

Desde 1990 a 1994, los inversionistas extranjeros han invertido más de 50 mil millones de dólares en la compra de acciones en los países Latinoamericanos, quienes han emitido al mismo tiempo 43 mil millones en obligación. En los dos casos, para los títulos o las obligaciones, los compradores fueron inversionistas institucionales (caja de jubilación, compañía de seguro, sociedad de inversión) y también residentes que repatriaron sus ahorros, invertido al extranjero. La meta fue protegerse de la inflación y de la inestabilidad internacional.

### **3.1.3.2. Proceso de desregulación en América Latina**

Dentro de Latino América, la mejora de la estabilidad política y social en el período estudiado y las reformas económicas e institucionales favoreció los mecanismos de mercados. Esto jugó un papel esencial en las empresas privadas en la repartición de los recursos, lo que causó el crecimiento de los mercados (CEPAL 1995).

Las políticas de inspiración liberales al final de los noventa se enfocaron en la desregulación comercial y financiera de la actividad económica, la apertura hacia los mercados externos, la disminución del peso del estado y la reformulación de sus funciones.

El cambio de papel del Estado se manifestó por grandes programas de privatización en países como México, Chile y Argentina. Estos programas son esenciales para la adquisición

de títulos de participación por inversionistas extranjeros. La llegada de los capitales hacia Sur América es la consecuencia de planes de estabilidad macroeconómica, favoreciendo de esta manera un círculo virtuoso para la economía de la zona con un crecimiento económico fuerte, una reducción de la inflación y con la disminución o eliminación del déficit público.

Este fenómeno fue desarrollado por J.M Keynes, a través del *efecto multiplicador*, conjunto de incrementos que se producen en la renta nacional de un sistema económico a consecuencia de un incremento externo en el consumo, la inversión o el gasto público. Mejorar la disciplina presupuestaria y la atención a la política monetaria fueron los dos pilares del ajuste postulado por el Fondo Monetario Internacional (FMI). La paridad fija o una definición estricta del cambio apoyaron esa dirección con políticas monetarias estrictas.

La liberalización de los intercambios comerciales y los flujos de capitales han mejorado la atracción de la zona para los inversionistas extranjeros. La rebaja de las barreras aduaneras y la firma de trato de libre comercio como el ALENA y el MERCOSUR, dieron otras perspectivas al desarrollo intrazonal. Esto consiste en el fin de la represión financiera empezado en los años ochenta.

La teoría alrededor del papel del estado, desarrollada por McKinnon y Shaw (1973), dice que “las intervenciones del estado en el sector financiero mantienen tasas de interés a nivel artificialmente bajo y no permiten a los bancos de evolucionar hasta una estructura de mercado competitivo”. Esto tiene por consecuencia una disminución del ahorro que no permite el financiamiento del crecimiento económico.

Poner fin a la represión financiera pasa por una liberalización financiera que favorezca el aumento de la intermediación financiera. En efecto, los bancos disfrutaban de la

desregulación financiera para disponer de sus servicios, interviniendo por corredores y otros que ayudan a la mejor orientación del capital. Esto favorece al aumento de la tasa de interés, la confianza de los agentes económicos y así el ahorro, aumentando las disponibilidades de inversión.

Las reformas para la atracción de capitales consisten en dar flexibilidad a las legislaciones sobre las inversiones extranjeras, eliminar las restricciones en el entorno de los préstamos y depósito bancario. Sin embargo, las iniciativas de flexibilización vienen de la liberalización externa que ha modificado las condiciones de funcionamiento de los mercados financieros al nivel mundial. La flexibilización se refiere a tres tipos de transacciones:

1. las operaciones para el financiamiento doméstico
2. las operaciones para el financiamiento de economías extranjeras
3. las relacionadas a las transacciones interiores en divisas

Las iniciativas de liberalización se integran en un movimiento de globalización de las economías, Latino América tenía que tomar esta dirección para su mayor integración al comercio mundial.

### **3.2. Papel de los mercados financieros emergentes en el financiamiento de las infraestructuras**

El estudio del papel de los mercados financieros por la movilización de recursos será examinado sobre tres aspectos: financiamiento de la privatización de las infraestructuras,



financiamiento por obligación de las infraestructuras y aporte de los inversionistas institucionales.

### **3.2.1 Financiamiento de la privatización de las infraestructuras**

#### **3.2.1.1 Dificultad de las instituciones estatales y la inversión extranjera en empresas de estado**

Bajo la influencia de la internacionalización continua de la actividad económica, de la búsqueda de mejor competitividad a escala mundial y del reforzamiento de la integración regional en América latina, se vio en los años noventa un crecimiento rápido de la demanda de infraestructura. Las inversiones que hay que realizar están estimada a mas de 60 mil millones de dólares por año en el período 1991-2000, es decir 4,4% del PIB total latinoamericano en 1993, en dólares nominales de 1995.(Banco Mundial 1995).

Las necesidades son pues potencialmente enormes. Pero bajo las obligaciones de reestructuración macroeconómicas causadas por la crisis de la deuda, los países de América latina fueron obligados a mejorar la manera de repartir sus gastos públicos. En estas condiciones, los gobiernos fueron cada vez más favorables a una mayor participación del sector privado en el financiamiento de las infraestructuras. Estos fondos permiten financiar el mantenimiento de las infraestructuras existentes y mejorar la productividad que no tenía el sector público. Por ejemplo, el sector de la electricidad en América latina, ilustra los problemas de eficiencia que encontró el sector público (Siddique 1995). Por ejemplo, las inversiones masivas que permitieron pasar la tasa de electrificación de 42% a 70% entre

1971 y 1989 en el Continente, que se vieron acompañadas de un aumento no controlado de los costos de producción y de distribución.

La ineficiencia de las prestaciones se veía en la falta de mantenimiento de las instalaciones, las importantes pérdidas en el transporte y distribución y las bajadas de intensidad y el racionamiento.

La participación del sector privado en el financiamiento de las infraestructuras paso por la privatización. El estudio de Sader en 1994 muestra que sobre todas las privatizaciones en los países en vía de desarrollo, Latino América fue particularmente dinámico con la venta de 561 entidades públicas que representa 55,2 millones de dólares, que corresponde a 58% de los ingresos totales de privatización del mundo en desarrollo durante el período.

### **3.2.1.2. Importancia del sector de las infraestructuras en las privatizaciones de empresas**

La repartición sectorial de las privatizaciones en los países en desarrollo muestra que la privatización de las infraestructuras son las principales, como lo muestra las ventas de empresas estatales del sector. Estas ventas representaron un tercio de los recursos totales estatales en el periodo 1988-1993.

(Ver cuadro pagina siguiente)

Repartición sectorial de las privatizaciones (1988-1993)

En millones de dólares (dólar de 1993)

Sector	América Latina
Infraestructuras	22 540
entre los cuales:	
Transporte aéreo	3 055
Ferrocarriles	375
Transporte por carretera	313
puertos	57
Telecomunicaciones	13 533
Energía	5 155
Agua	50
servicio financieros	13 332
sector primario	8 236
Industria	98 732
otro servicios	1 205
Total	55 188

Fuente: Sader

El producto total del sector de las infraestructuras, alcanzo su máximo en América latina con 41% promedio de las recetas de los países latinoamericanos, durante el período estudiado. El sector es dominado por las telecomunicaciones, la energía y los transportes

aéreos. La más grande de las operaciones trataba de la empresa Telmex en México, por un monto de 4,9 mil millones de dólares, por el intermedio de varias ofertas en el público en 1990 y 1991. Esta privatización podría asustar porque Telmex conocía excedente de explotación. En realidad los dirigentes mexicanos preferían dejar al sector privado la carga de inversión que necesitaba el desarrollo de las infraestructuras que no podía dar el sector público: electrificación de los pueblos, transporte de agua y mejorar la red de carretera.

Las ventas de empresas de infraestructura tuvieron una gran importancia en América latina, por la importancia fuerte que tenía el sector público en la zona. Por el contrario, las otras regiones del mundo, han privatizado esencialmente las empresas de confección y sus actividades del sector secundario. La privatización de empresas suministrador de bienes y servicios infraestructurales debe llegar a una mayor eficiencia y también al desarrollo económico.

### **3.2.1.3. Los beneficios de una mayor competencia**

Varios estudios muestran que las empresas sometidas a la concurrencia son más competitivas. La idea es introducir más competencia en un sector sometido al mantenimiento de monopolio con poca eficiencia. Estas especificaciones pueden tratar de costos iniciales demasiado importantes y una amortización demasiado larga, tiempo demasiado largo entre la inversión y su rentabilidad.

El aumento de la competencia en el mercado, se manifestó por la atribución de obras, contrato de franquicias y derecho a acceso a redes públicas.

El éxito de privatizaciones depende de una modificación de las responsabilidades de gestión y del traslado del riesgo potencial a los nuevos propietarios o explotador. Estos autores insisten también en “la necesidad de cambiar la reglamentación para animar la competencia y el ensanchamiento del mercado y una determinación más racional de los precios” (Michalski 1993). Además de la ganancia en eficiencia, “las privatizaciones favorecen la reabsorción del déficit presupuestario gracias a la venta de estas empresas estatales y permiten de cambiar los presupuestos futuros, eliminando los gastos de inversión y las subvenciones para las empresas publicas” (Sader 1994).

#### **3.2.1.4. Herramienta de adquisiciones o de participación en las empresas estatales**

Los nuevos mercados bursátiles han jugado un papel esencial en el financiamiento de las privatizaciones de las infraestructuras. Esto se nota por el medio de adquisición.

Las ofertas públicas de acciones llegan al segundo rango detrás las ventas directas, para el número de operaciones y al primer rango para el monto de las operaciones. El método de oferta pública fue usado varias veces para las grandes privatizaciones, sobre todo en el sector de las telecomunicaciones. Con empresas como Telmex en México, Compañía Teléfonos de Chile (CTC) y Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL) en Argentina. Las ofertas públicas ofrecen la ventaja de atraer inversionistas extranjeros hasta las ventas de grandes empresas públicas para los cuales sería difícil encontrar inversionistas nacionales con el capital requerido.

Sobre ese tema, la privatización de CTC y de Telmex al principio de los años noventa, permitió a la mayoría de los grandes inversionistas extranjeros descubrir las acciones latinoamericanas. La mayoría de estas adquisiciones consistieron a emitir acciones de dos tipos:

- ❖ Emisiones de acciones que se orienta a los nacionales viviendo a fuera del territorio sobre los mercados de títulos de los países desarrollado (caso de CTC)
- ❖ Emisiones de acciones en el mercado bursátil nacional que los inversionistas extranjeros podían adquirir directamente o por el medio del “fondo país” (productos financieros para mejorar las deudas de un país en vía de desarrollo) en el caso de Telmex.

Las ventas de empresas públicas han atraído de manera fuerte a inversionistas extranjeros en portafolio de dos maneras.

De manera directa por la participación en las sociedades privadas e indirectamente con instrumentos como los *ADRs* y los *GDRs*. Los *ADRs* son certificados negociables intercambiados sobre los mercados bursátiles americanos. Los *GDRs* son instrumentos iguales a los *ADRs* pero intercambiado en varios mercados bursátiles en el mundo.

Así, en 1990 el gobierno Chileno vendió CTC por una emisión de *ADRs* en la Bolsa de Nueva York. De la misma manera, Argentina fue el primer país a usar los *GDRs* para la privatización de ENTEL en 1991. Esta operación fue seguida por una nueva emisión de *GDRs* y de *ADRs* para la cesión de 30% de Telecom Argentina.

### **3.2.1.5 Movimiento de sinergia**

Como lo demuestran Bond y Carter en 1994, el movimiento de sinergia se establece entre el financiamiento privado de las infraestructuras, el acceso a los mercados internacionales y el desarrollo de los mercados financieros domésticos. Argentina ofrece un buen ejemplo. El financiamiento de la privatización de las infraestructuras por oferta pública permitió a Argentina de volver a tener de nuevo acceso a los mercados internacionales pero también de dar un nuevo dinamismo a la Bolsa de Buenos Aires.

(Ver cuadro pagina siguiente)

Acceso internacional y domestico a los capitales privados: caso de Argentina (1989-1993)

En mil millones de dólares (dólar de 1993)

	1989	1990	1991	1992	1993
<i>Acceso a los mercados internacionales de capitales:</i>					
Deuda secundaria.....	-	20%	38%	48%	69%
Inversión directa al extranjero.....	1028	1836	2439	4179	4500

Crédito por obligación y bancos.....	-	-	725	1529
5811				
<i>Desarrollo del mercado financiero domestico:</i>				
Capitalización Bursátil.....	4225	3268	18509	18633 43967
Liquidez.....	45%	26%	26%	84% 33%
Parte de la infraestructura en la capitalización.....	0%	0%	24%	49% 51%

Fuentes: Bond, Carter

Hay que destacar que Chile y México siguen la misma evolución.

Esto se explica por una venta importante al público y en casi todos los casos, las acciones fueron distribuidas a los asalariados de las empresas privatizadas, así integrando más los trabajadores a los resultados de la empresa.

El producto elevado de las ventas iniciales de títulos y la apreciación que sigue el curso de las acciones han dado una posición dominante a estas sociedades. Esta afirmación se verifica a través del aumento de las infraestructuras a la época.

Podemos ver que las dos empresas argentinas de teléfonos totalizaban cerca de 40% de la capitalización bursátil total en la bolsa de Buenos Aires y Telmex domina en México con 20% de la capitalización total de la bolsa de México.

El aumento de la capitalización atrae los inversionistas, mejora los rendimientos (sobre todo en los sectores de las telecomunicaciones y del sector de la electricidad), favorece el



aumento de las partes de mercados que tienen las empresas de infraestructuras, lo que da confianza a los operadores. Así se desarrolla un círculo virtuoso. El financiamiento privado de las infraestructuras manifiesta un interés de los inversionistas extranjeros para estos mercados emergentes, lo que va a suscitar a su vez el interés de nuevas inversiones. Así los mercados emergentes se integran en las opciones de inversión a nivel internacional a través de una flexibilización de la regulación de mercado y la creación de productos financieros, permitiendo así, que los mercados financieros domésticos se desarrollen.

Las sociedades privatizadas han disfrutado del éxito de los mercados bursátiles locales para emitir varias veces nuevos títulos.

### **3.3. El financiamiento por obligaciones de las infraestructuras**

Durante los años noventa, el uso del financiamiento por obligaciones para las infraestructuras se genera poco a poco. El desarrollo de los mercados obligatorios ha quedado dependiente de la iniciativa del poder público.

Un largo pasado de fuerte inflación, de ausencia de tamaño crítico que corresponde al tamaño que permite una buena alocución de los recursos y las pocas obligaciones emitidas ha impedido el desarrollo de un mercado secundario de obligaciones.

La oferta de obligaciones privadas fue durante mucho tiempo frenado por la complejidad, el largo proceso de emisión y el carácter a veces discriminatorio del régimen fiscal.

Frente a las insuficiencias del mercado nacional, las empresas privadas buscaron hacia los mercados obligatorios internacionales, que presentan más flexibilidad dado al nivel de desarrollo de esos mercados.

El crecimiento de los mercados obligatorios fue un tema importante, porque puede atraer inversionistas institucionales que buscan remuneraciones estable y a largo plazo. De la misma manera, las grandes empresas de infraestructuras pudieran preferir el financiamiento obligatorio a la emisión de acciones porque permite a los propietarios de conservar una autonomía de gestión más grande.

Varias grandes empresas de infraestructuras han disfrutado de la atracción de los mercados Latinos Americanos para emitir obligaciones sobre los mercados internacionales. En octubre 1993, Telecom Argentina y Telefónica, pusieron la mayoría de sus emisiones a disposición de inversionistas norteamericano y asiático para procurarse los recursos necesarios a su desarrollo.

### **3.4. Contribución de los inversionistas institucionales**

Los proyectos de infraestructuras y el financiamiento de las inversiones de las empresas del sector aumentan la oferta de título a largo plazo en los mercados financieros. Para que los mercados funcionen de manera eficiente, es mejor que la oferta corresponda a la demanda.

Los inversionistas institucionales como las cajas de jubilación, las compañías de seguro, los fondos de inversiones están naturalmente orientados a inversión de largo plazo. Perciben remuneraciones fijas y conocen con anticipación parte de sus ingresos lo que lleva a suscribirse a obligaciones a largo plazo. Estos elementos hacen de los inversionistas institucionales, proveedores perfectos para el financiamiento de los proyectos de infraestructuras (Banco Mundial 1994).

La venta de empresas estatales y el éxito de los mercados bursátiles en América Latina ha llamado la atención de esos inversionistas para los servicios de infraestructuras, en particular en Chile donde la caja de jubilación fue usada para promover la privatización de empresas del sector público como el metro de Santiago, Soquimich (industria química y explotación minera) o también CTC. La participación de las cajas de jubilación detenida en estas empresas representa entre 10 y 35% de sus capitales social. De otro lado, la participación de estas cajas en las acciones de sociedades privadas no excede a 10% de sus portafolios (Banco Mundial 1994).

### **3.4.1 El modelo Chileno**

Chile fue el primer país de la región a emprender una reforma de sus sistemas de jubilación. Las autoridades tenían miedo de conocer el efecto desestabilizador de la llegada masiva de capitales especuladores, lo que tuvo por consecuencia un control estricto de flujos extranjeros. Desde este principio, se limitó el papel del ahorro extranjero en el financiamiento del crecimiento, fue necesario para el aumento del ahorro doméstico. Pero, la baja propensión marginal de ahorro en América Latina obligó al poder público a obligar a los hogares a ahorrar. El régimen instituido en 1981 es un sistema privado por capitalización, por cotizaciones determinadas, reglamentado por el Estado.

Los trabajadores que cotizan ponen una parte fija de sus salarios (10%) en una cuenta personal dirigido por fondos de pensión, las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) que se compiten por las comisiones encajadas (3 hasta 4% de la renta sometida a impuestos). En 1992, existía 13 AFP, tres agrupaban los dos tercios de los asegurados. Entre las más grandes, cuatro estaban controlados por sociedades extranjeras (Gillion, Bonilla

1992). Así, los inversionistas institucionales extranjeros ven la ventaja de invertir a largo plazo en fondo de pensión, para sacar provecho de desarrollo que entrena estas cotizaciones sobre el mercado bursátil.

El estado fija la rentabilidad mínima y regula sus inversiones para minimizar los riesgos. En Septiembre 1993, las cotizaciones estaban realizadas principalmente en forma de títulos públicos y acciones y representaba 39,4% y 26% de sus portafolios (IFRIS 1995).

A parte de la disminución de las tasas de interés real, los rendimientos muy elevados obtenido por los AFP durante la primera década de funcionamiento del nuevo sistema (1981 – 1991) puede explicarse por el programa de privatización y de emisión de títulos del sector público, lo que dio nuevas posibilidades de inversiones. El éxito popular encontrado por la reforma de los fondos de pensión y el dinamismo de los mercados de capitales Chilenos, ha incitado otros países latino americanos a seguir este modelo para cumplir sus necesidades de financiamiento. Argentina, Perú, Colombia, en una primera ola, Uruguay, México y Brasil después, han probado reformas de sus regimenes de jubilación. Esto bajo el modelo Chileno, pero con notables diferencias que se explica por las especificidades propias a cada economías locales.

El estudio de las inversiones en los sectores privados por adquisición de empresas estatales del sector de las infraestructuras muestra el impulso que necesita este sector. Pero la participación extranjera presenta riesgo en el entorno de mercados financieros emergente, creando una dependencia a los capitales de países desarrollados.

## **CAPITULO 4: IMPERFECCIONES DE LOS MERCADOS EMERGENTES Y REFORMAS PARA MEJORARLAS**

Esta parte tiene como meta de plantear los problemas de los mercados emergentes para contrastar con la presentación del periodo noventa, caracterizado por su éxito.

Los resultados mostrados por los mercados financieros Latino americanos durante los años noventa, y el potencial de desarrollo no deben poner al segundo plano un crecimiento saludable para los mercados financieros. Este entorno se podría caracterizar por financiamiento de proyectos por inversiones a largo plazo, pero con un nivel de liquidez

asegurado por la inserción permanente de accionista a corto plazo, modificando los valores bursátiles en función de la información disponible. Reflejando así el valor global de una empresa sin cambiar de manera arbitrada, el valor intrínseco de la subyacente.

Los mercados emergentes se exponen al riesgo de formación de imperfecciones si no muestran una atención particular a etapas indispensable a la estabilidad de las bolsas de valores. No cumplir con reformas adaptadas al volumen de transacciones en el mercado, es como omitir etapas de su crecimiento, lo que desestabiliza las estructuras de mercados.

A través de esta parte, vamos a ver características como estrechez e inestabilidad de mercados, el problema de la información, insuficiencia de la competencia entre los intermediarios de mercados y la falta a veces de reglamentación son dificultades propias a los mercados emergentes. También vamos a emitir hipótesis sobre pistas para resolver esas imperfecciones, y eso para que puedan constituir una vía eficaz para el financiamiento de las infraestructuras, pero sobre todo una herramienta al crecimiento de Latino América.

## **4.1. Las imperfecciones de los mercados financieros emergentes**

### **4.1.1 Insuficiencia de liquidez**

En primero podemos observar una liquidez insuficiente en los mercados emergentes. Recordamos que la liquidez se relaciona con la facilidad de transferir un título a otro inversionista con fluidez. Esta falta se anota por el número de transacciones secundarias, que están por la mayoría realizadas por la voluntad de cada cual sin estudiar las condiciones de mercados. Así un inversionista puede realizar ganancias potencialmente elevadas pero en caso de necesidad inmediata, será confrontado a una incertidumbre sobre las condiciones

en las cuales podrá realizar efectivamente sus operaciones. La falta de liquidez de los mercados viene de:

- ❖ una fuerte concentración, debido a un número reducido de títulos que atraen un volumen de transacción elevado, como lo hemos visto a través de las compañías de telecomunicación del mercado de Argentina. Otro factor de concentración reside en la existencia de una categoría de sociedad cuyo capital pertenece a las familias creadora, que no dejan la disolución del capital y el poder de control que corresponde a esa situación, molestando el flujo de títulos y así la liquidez.
- ❖ un tamaño reducido de los mercados, con pocas empresas registradas al mercado bursátil local, debido a las obligaciones del funcionamiento local, muchas veces apremiante para las empresas de tamaño reducido que no permite un acceso fácil al mercado.

Las privatizaciones y la aumentación de los cursos han permitido el desarrollo de la capitalización. Pero es extraño, aun que los mercados ofrecieron rendimiento elevado, el número de empresas en las bolsas no ha aumentado, y algunas veces ha disminuido por operación de fusión adquisición, presentando características de mercado estrecho por las razones apuntadas.

#### **4.1.2. Imperfección de la información y transparencia**

El problema de la imperfección de la información entrena un problema de eficiencia de mercado. Un mercado eficiente es aquel donde los precios de los títulos negociados reflejan toda la información disponible y se ajustan totalmente y rápidamente a la nueva

información en los precios de los valores. La información será tomada en cuenta por aquellos que tienen acceso a la información, conocimiento y capacidad de procesarla. De este proceso de fluctuación debe salir el valor intrínseco de los títulos en bolsa, y no el valor influido por una minoría de inversionista cuyo acceso a la información cambia el camino aleatorio de los valores, que indica que el movimiento de los precios de los activos financieros es imprevisible. Así, conviene de asegurar mejores información a todos, en mejores condiciones. Las constataciones en el tema de la información se refieren a:

- ❖ las presentaciones de las asambleas generales que presentan el departamento de contabilidad,
- ❖ la cualidad de los indicadores económicos y del tiempo de emitir la información.

Una dificultad proviene del una falta de armonización en las publicaciones a nivel internacional. Lo que puede ser transparencia para los Estados Unidos puede no serlo para Chile. Por ejemplo, los informes contables de las grandes corporaciones norteamericanas entregan informaciones cualitativas y cuantitativas diferentes. Este tratamiento de la información es especialmente difícil definirlo en países con pequeños mercados bursátiles. Porque generalmente existe monopolio de información y no todos pueden disponer de información mínima en calidad ni cantidad. El mismo mecanismo de competencia debe aplicarse en la publicación de información financiera en la zona. Así faltan estudios, relevante para informar a los inversionistas de las oportunidades que presentan los mercados e instituciones especializadas en el control de las transacciones y publicaciones. En muchos países emergentes el tema es muy insuficiente e inferior a las normas internacionales en acción en este sector.



Sobre aspectos técnicos, la falta de concurrencia entre los intermedios de mercados aumenta los costos de transacciones.

#### **4.1.3. Fluctuación de los cursos y sensibilidad a los choques exteriores**

De otro lado, las bolsas latinoamericanas están sometidas a fuerte fluctuaciones de sus cursos de valores. Los comportamientos están todavía impregnados de una búsqueda de ingreso por especulación, la dimensión reducida y el problema de liquidez de los mercados favorecen las reacciones exageradas, manifestado por el efecto de bola de nieve. Muchas veces se observa un paralelismo entre los mercados exteriores y la evolución de los mercados Latino Americanos, debido a una dependencia, en particular, con las bolsas de los Estados Unidos. Factores culturales desempeñados por la idiosincrasia pueden explicar esa dependencia. La fuerte volatilidad de los cursos proviene también de una fuerte sensibilidad de los países emergente a los choques exteriores. Eso se explica por una debilidad de la diversificación del aparato productivo o de un nivel elevado de la deuda exterior. También los mercados financieros están bajo la influencia de factores exteriores como la fluctuación de las materias primas o las variaciones de las tasas de intereses internacionales. La dependencia a los capitales extranjeros, que representan la mayoría de las transacciones, y los factores exteriores a los mercados bursátiles, como políticos pueden explicar esta fuerte inestabilidad de los cursos.

#### **4.2 Las condiciones de la eficiencia de la financiación de las infraestructuras por los mercados bursátiles emergentes.**

#### **4.2.1. Factores que molestan a las reformas estructurales**

Las imperfecciones de mercados cambian mucho de un mercado al otro adentro de la zona de estudio, ya que las bolsas de valores no alcanzaron a la misma fase de desarrollo. Pero, hay que mejorar esos temas de imperfecciones para que los mercados financieros provean una contribución significativa eficiente al financiamiento de las infraestructuras, pero sobre todo para que los mercados financieros repartiesen de manera más eficiente los recursos financieros. Un funcionamiento más eficaz de los nuevos mercados bursátiles pasa en primero por una estabilización macroeconómica y política, con el fin de favorecer condiciones propias al desarrollo del mercado. La inestabilidad económica y política crea incertidumbres financieras que pesan a veces excesivamente sobre el funcionamiento y el resultado de los mercados. Si los países latinoamericanos hicieron verdaderos progresos en materia de ajuste macroeconómico, a través de un fortaleciendo las instituciones de regulación. Los gobiernos deben sin embargo juntar esos esfuerzos a reformas estructurales para a llegar a una estabilidad de largo plazo. El problema de las reformas estructurales que favorecen los mecanismos de mercado, es la aparición de presiones generadas por una demanda más fuerte que la oferta. En efecto, cuando se mejoran los indicadores macroeconómicos, se refuerza la confianza y estimula la demanda global y por ese mecanismo la entrada de capitales, mientras que la oferta reacciona con retraso, es decir que el ajuste a la instauración de un medio ambiente de mercados liberalizados y más competitivos, no se hace directamente. Resulta tensiones inflacionistas debido a que a la dinámica financiera generada por las reformas no corresponde riqueza física en las empresas. Esas tensiones pueden ser controladas por la valoración real de los tipos de cambio y la agravación del déficit corriente. Para evitar perder la confianza de los

inversores durante estas las fases de inestabilidad de los precios, el estado debe intervenir por una reforzando la disciplina presupuestaria, fijando un objetivo de cambio real favoreciendo la reestructuración del aparato productivo y manejando la cantidad de dinero en circulación en la economía.

Así el estado tiene que intervenir para limitar los efectos inflacionistas de una fuerte atracción de capitales.

Parece también indispensable profundizar y ampliar los nuevos mercados bursátiles, con un fortalecimiento de los mecanismos de mercado las imperfecciones de mercado. En ausencia de un mercado organizado y fiable para la reventa de los títulos, parecería bien difícil convencer los inversores de suscribir a las nuevas emisiones.

#### **4.2.2. Tamaño crítico**

Las ofertas públicas y las nuevas emisiones de títulos de sociedades de infraestructura van a lograr su objetivo de desarrollo del continente sólo si los mercados alcanzan un tamaño crítico. La realización de economías de escala importante a través de la capitalización bursátil, requiere de reforzar la integración financiera a nivel regional, armonizando en particular la reglamentación de los mercados y la fiscalidad del ahorro. La mayor integración de los mercados de capitales a escala regional intensifica la competencia, y pues la competitividad de los mercados nacionales los más dinámicos. El ejemplo de la creación del mercado único europeo mostró esta dinámica. Para eso, los mercados domésticas deben anteriormente reforzar su liquidez, porque sin la existencia de un mercado secundario líquido y activo, no hay un desarrollo del mercado primario. Entre las medidas que pueden mejorar la liquidez, se puede citar el aumento de las emisiones de

títulos públicos y el aumento de capitalización bursátil por privatizaciones y por fondos propios. El desarrollo de los inversores institucionales, como las cajas de jubilación, las compañías de seguro y los fondos de inversiones, es benéfico porque:

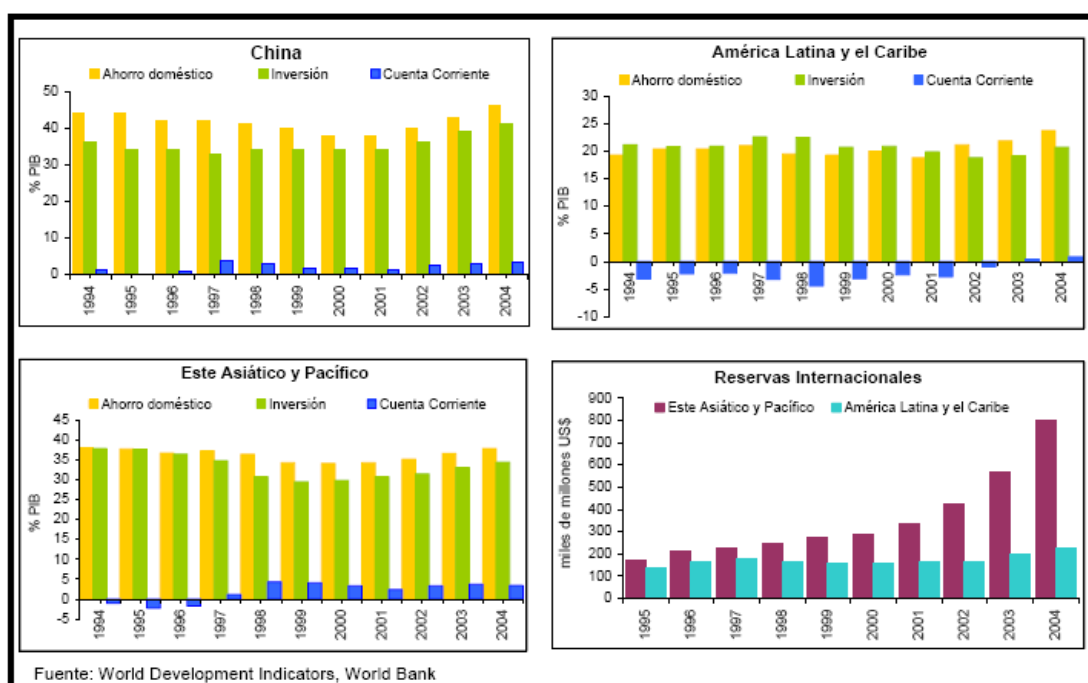
- ❖ producen movimientos de capitales en los mercados secundarios sería también beneficioso puesto que estos últimos podrían animar aún más los mercados secundarios,
- ❖ mejoran la liquidez de las colocaciones y así a la reducción de la volatilidad.

### **4.2.3. Papel de los bancos**

Por otra parte, las autoridades no pueden dejar de lado las reformas de su sistema bancario. El ejemplo de los países desarrollados pone en manifiesto el impacto esencial de los bancos en la mejora de la eficiencia de los mercados financieros. Los bancos se han posicionado como el actor principal en el financiamiento intermediado, manejando los portafolios de cliente en las bolsas. Desempeñan ese papel desde el momento que el marco jurídico, se torna más permisivo. Para regresar al ejemplo del sector de las infraestructuras, las entidades bancarias pueden dar a las empresas que emiten acciones, servicios indispensables antes la operación y también durante esas operaciones. Se trata de manejar los aspectos técnicos, jurídicos y de publicación de una emisión de acción por ejemplo. Aparte de su papel preponderante en la gestión del ahorro financiero, los bancos pueden contribuir a mejorar la liquidez del mercado y a desempeñar un papel estabilizador que reforzará el aspecto atractivo de las nuevas oportunidades de inversiones en mercado emergente. Informes del banco mundial consideran que “sinergia pueden crearse entre los proyectos de las empresas privadas de infraestructura y la intermediación financiera interna de los mercados financieros”. Pero el gran problema es que los mercados financieros

pueden financiar a largo plazo los proyectos de infraestructuras solamente si logran a catalizar el ahorro interno durablemente. Como el nivel del ahorro esta bajo, no se puede financiar la fuerte demanda de infraestructuras. China conoce hoy día un desarrollo importe, pero no presenta las mismas características que América Latina, con una integración al comercio internacional muy fuerte y una tasa de ahorro fuerte como lo muestra el siguiente grafico:

**Gráfico 2**



Su integración al comercio mundial y su tasa de ahorro domésticos dan herramientas para las bolsas de valores.

La agravación de las desigualdades de ingreso, las secuelas de la hiperinflación y la proporción marginal a gastar de los hogares latinos americanos, explican la falta de ahorro interno. Resulta de eso que los programas de infraestructuras deben inscribirse en periodos

largos y acompañarse de estrategias de apertura de las economías. Eso puede dar perspectivas de crecimiento a largo plazo a los agentes económicos y mejorar la confianza.

#### **4.2.4. Gestión de los flujos financieros**

La gestión del ahorro por establecimientos financieros especializados, que proveen productos financieros como los fondos comunes de colocación, entre otros, permite de minimizar y diversificar los riesgos, de reducir el impacto de la asimetría de información entre prestamistas y prestatarios, y de obtener algunas garantía de liquidez de las transacciones por la intermediación del banco. Las innovaciones financieras y tecnológicas deben introducirse poco a poco siguiendo las fases del desarrollo del mercado relacionado. Así pues, parece poco realista de crear mercados derivados (proponiendo productos más específicos como bonos o futuros por ejemplo) en Ecuador o Bolivia, ya que las transacciones en los mercados no alcanzan un nivel suficiente de desarrollo. Del otro lado, el éxito del mercados derivados (futuros, opciones, swapes) de la Bovespa de Sao Paulo se explica por la preferencia de los inversores por los intercambios en el marco de mercados organizados, estandarizados, más líquidos y al mismo tiempo más seguro, es decir, prestándose a una gestión de los riesgos más fácil. El Bovespa es unas Bolsas muy eficientes entre los mercados emergentes, gracias a una información y una seguridad de gran calidad en materia de transacciones.

Existen organismos para los mercados que aún no entraron en un período de extensión, ayudando a su modernización. El SFI (Sociedad financiera internacional) tuvo parte en la creación de una Bolsa electrónica en Venezuela para estimular la competencia, reducir los costes y mejorar la transparencia y la eficacia de las transacciones sobre títulos. El ejemplo del Bovespa muestra que el desarrollo de instituciones de reglamentación bursátil eficaces,

asociado a criterios de divulgación de la información, permite la evaluación de los mercados bursátiles emergentes. Las autoridades no tienen la misma capacidad de intervención, ya que no pueden imponer más prohibiciones estrictas o fuertes incitación, puesto que la liberalización financiera les impone que garantice la integridad de los mercados y que garantice su eficiencia, sin perturbar el funcionamiento de los mecanismos competitivos. En otras palabras, las autoridades públicas deben velar que la reglamentación proteja a los inversores sin frenar el desarrollo del mercado. Las acciones del estado se dirigen así hasta tres direcciones:

- ❖ el mercado de las nuevas emisiones y el respeto de las normas de contabilidad, publicidad financiera e inscripción a la cuota
- ❖ la vigilancia y la disciplina de las operaciones del mercado secundario
- ❖ la reglamentación de la actividad de los participantes, por la inscripción de los operadores autorizados

### **4.3. El crecimiento de las economías Latino americano, un factor determinante**

El desarrollo de los nuevos mercados bursátiles es dependiente de varios factores. El crecimiento económico va a jugar un papel primordial a los ojos de los inversionistas, porque el efecto favorable que tiene sobre la actividad y la rentabilidad de las empresas valoriza los portafolios. Además, la aumentación de los recursos que vienen con el crecimiento económico genera un volumen de fondos que se puede utilizar en los mercados de capitales. Las perspectivas de crecimiento de América latina deben ser relacionadas con su posición en el comercio mundial.

Para Burki y Edwards, la tasa de crecimiento de las economías latino americanas puede mejorarse si algunos progresos son realizado en la competitividad de las exportaciones, en el ahorro interno y la inversión en las infraestructuras. Para mejorar la competitividad de las exportaciones, tendrá que los países aumentan sus productividades gracias a reformas para liberalizar el intercambio comercial y los flujos de capitales. De otra parte estos países tienen que adoptar políticas macroeconómicas prudente y mejorando de manera cuantitativa y cualitativa su educación. La aceleración del crecimiento pasa también por una aumentación de las tasas de inversión de las economías. Si la apertura al exterior favorece la acumulación de capital, el financiamiento de las inversiones depende del ahorro interno y extranjero. De manera general, el ahorro mundial es bajo dado a una propensión marginal elevada al consumo y no al ahorro. Eso es el punto débil que tienen los mercados financieros mundial y sur americano. Entre 1980 y 1994 esa tasa no ha evolucionado con un promedio de 19% del PIB. El crecimiento del la tasa de ahorro es un proceso lento, el medio de aumentar el monto global a corto o medio plazo consiste en el crecimiento del ahorro publico, reduciendo el déficit presupuestario. De 1995 hasta 2000, había que invertir 60 mil millones de dólares por año para responder a las necesidades de financiamiento de infraestructuras.

Las infraestructuras en América latina, necesidades de inversiones anuales 1995-2000



Sector	En precio de 1995 (en mil millones de dólares de 1995)	En % de PIB de la región
Electricidad	24	1,8
Transporte	14	1
Telecomunicación	10	0,7
Agua	12	0,9
Total	60	4,4

Fuente: Banco Mundial

Los mercados bursátiles Latino americanos han conocido un mismo modelo de crecimiento, encontrando muchas veces los mismos problemas de inflación que entrenan grandes variaciones. Después, de un periodo de fuerte crecimiento, los títulos de las empresas tienen un valor sobre los mercados bursátiles, que no corresponde a la riqueza interna de la empresa. Cuando los inversionistas se dan cuenta de esa diferencia, ellos venden sus participaciones por falta de confianza o anticipación de una próxima bajada de los cursos. Es cierto que los criterios de selección de mercados serán mas selectivos, con criterios de cómo tamaño de mercados y estabilidad de las tasas de cambio con el dólar. Pero de manera general, el crecimiento de los mercados emergentes va a mejorar las posibilidades de diversificación de opción de inversión, ofreciendo una herramienta más estable y confiable.

## CONCLUSIONES

A la vista del estudio del periodo de los noventa, el mercado bursátil ha ayudado al financiamiento de grandes proyectos en el sector de las infraestructuras. Pero ha aumentado la dependencia de la zona a los capitales extranjeros.

La situación en América Latina presentaba condiciones favorable a la llegada de los capitales extranjeros. Un interés común apareció, por un lado inversionistas que encuentran una nueva fuente de ingreso, con alta tasa de rendimiento y del otro lado mercados emergentes con necesidades importantes de financiamiento. Esas inversiones vienen responder a la demanda de infraestructuras. La integración de los mercados bursátiles al flujo internacional de capitales, permitió la reducción del déficit presupuestario, por movimiento de privatización, acompañándose de una flexibilización de los mecanismos de mercado. Las privatizaciones han mejorado la eficiencia de los servicios de infraestructuras, aumentando el rendimiento por el juego de la competencia.

La modernización de los medios de financiamiento, resultados de la flexibilización financiera, abre nuevas alternativas a las empresas, como los ADRs u oferta publica por ejemplo, para su inserción en los mercados bursátiles. El sector de las infraestructuras tuvo por lo siguiente una importancia consecuente para el financiamiento del déficit presupuestario y para el crecimiento de la zona. La exposición de este sector a la competencia tuvo una influencia positiva introduciendo nuevos conceptos de gestión para el crecimiento de su eficiencia y el volumen de flujo intercambiado en las bolsas.

Los mercados bursátiles permiten de financiar las infraestructuras. El financiamiento por privatización y llegada masiva de capitales extranjero es bueno para dar el impulso para iniciar un desarrollo saludable. Cuando los mercados responden a características de mercado bursátil, en el cual se ejerza la competencia, las autoridades, a la imagen de Chile, deben limitar la llegada de fondos extranjeros. Pero si se reduce la llegada de capitales extranjeros, hay que compensarlo por el ahorro domestico, lo que consiste en un proceso largo, fruto del proceso de estabilización de todos los sectores de la economía.

Las imperfecciones de mercados son la resultante de un conjunto de desequilibrio, que se pueden resolver por reformas institucionales, que deben llegar a condiciones de mercados equilibrados.

Los mercados financieros, por el interés que suscita por los inversionistas ayudan a una mayor integración al comercio internacional. Invertir en una empresa al extranjero, es creer en sus capacidades a generar buenos rendimientos, pero también a su desarrollo económico futuro. Las inversiones tienen que traer una ventaja a los países latinoamericanos y no una mayor dependencia. Un desafío para las economías de Latinoamérica es atraer inversiones cualitativas, que llegan a largo plazo con la meta de desarrollar sectores retrasado como las tecnologías.

La grande heterogeneidad de las economías de la zona, tiene por consecuencia niveles de desarrollo diferente que molestan a la adaptación de un modelo de crecimiento económico que se adapta a todos los países Latino Americanos. Los países de la zona Europa han desarrollado mercados bursátiles comunes, mejorando así la liquidez, la regulación y la información en los mercados. Así la creación de una bolsa de valor común entre los países

latino americanos podría mejorar las condiciones de mercados en los mercados bursátiles emergente. Pero la cooperación entre los países es muy difícil debido a condiciones diplomáticas difíciles y diferentes económicos intrazonal.

## BIBLIOGRAFIA

- ❖ Banco Mundial (1994), informe Sobre el desarrollo en el mundo
- ❖ [http://diccionarios.elmundo.es/diccionarios/cgi/lee\\_diccionario.html?busca=infraestructura&submit=+Buscar+&diccionario=1](http://diccionarios.elmundo.es/diccionarios/cgi/lee_diccionario.html?busca=infraestructura&submit=+Buscar+&diccionario=1) (Introducción)
- ❖ Rigoberto Parada Daza , “Inversión en Mercados bursátiles” (Capítulo 2)
- ❖ [http://www.terra.cl/finanzas/index.cfm?pag=ahorro&id\\_reg=393825](http://www.terra.cl/finanzas/index.cfm?pag=ahorro&id_reg=393825) (Capítulo 2 - 2.1.)
- ❖ <http://www.eumed.net/cursecon/economistas/Dow.htm> (Capítulo 2 - 2.4)
- ❖ <http://www.bcentral.cl/estudios/documentos-trabajo/pdf/dtbc269.pdf> (Capítulo 3)
- ❖ Revue économique, Vol. 48 n°2 (Capítulo 3)
- ❖ Lelart M. (1996), “les pays émergents et la finance internationale, document de recherche, n°4-96, institut de recherche orleanais de finance (Capítulo 3 – 3.1.1)
- ❖ <http://www.ifc.org/spanish> (Capítulo 3 - 3.1.2)
- ❖ <http://www.monografias.com/trabajos6/brady/brady.shtml> (Capítulo 3 - 3.1.3.1)
- ❖ CALVO G., LEIDERMAN L, REINHART C. (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factor” (Capítulo 3 – 3.1.3.1)

- ❖ ROLLINAT R. (1993), « Les marchés financiers latino-américains: boom éphémère ou levier du retour à la croissance » (Capítulo 3 – 3.1.3.1)
- ❖ CEPAL (1995), “la inversión extranjera y las empresas transnacionales en América Latina: 1995”, Nota sobre la economía y el desarrollo (Capítulo 3 – 3.1.3.2.)
- ❖ [http://es.wikipedia.org/wiki/Efecto\\_multiplicador](http://es.wikipedia.org/wiki/Efecto_multiplicador) (Capítulo 3 - 3.1.3.2.)
- ❖ Mc Kinnon R (1973) Money and capital in economic development, the Brookings Institution (Capítulo 3 – 3.1.3.2.)
- ❖ GILLION C., BONILLAA. (1992), « Analyse d'un régime national de retraite privé : le cas du Chili », Revue internationale du travail. (Capítulo 3 – 3.4.1.)
- ❖ IFRI (INSTITUT FRANÇAIS DE RELATIONS INTERNATIONALES) (1995), Ramses 96, Synthèse annuelle de l'actualité mondiale (Capítulo 3 – 3.4.1)
- ❖ [www.fmi.org](http://www.fmi.org) (Capítulo 4)
- ❖ BURKI S., EDWARDS S. (1995), « Consolider les réformes économiques en Amérique latine et aux Caraïbes » (Capítulo 4 - 4.3.)

