

Las recomendaciones de inversión en América Latina*



Los mercados emergentes han iniciado el siglo XXI en auge. La búsqueda de grandes ganancias en todo el mundo ha motivado una liquidez máxima en los mercados de valores de países emergentes, en particular en 2005 y 2006.

Basado en un conjunto de datos nuevo, este trabajo analiza los efectos de las recomendaciones elaboradas por las principales corredurías del mundo respecto a las economías emergentes de América Latina. En otras palabras, busca definir si estas recomendaciones son importantes o útiles en la explicación de los flujos de capital a las economías emergentes. Para ello se construyó una base de datos del periodo 1997-2006 con todas las recomendaciones referentes a bonos soberanos de los principales países de América Latina, hechas por las más importantes corredurías de Wall Street, las cuales dominan el mercado de valores en las economías emergentes y en particular las de América Latina, la región más dinámica en este tipo de productos.

* Resumen elaborado por Alfredo Salomón del trabajo de Sebastián Nieto Parra y Javier Santiso, *The Usual Suspects: A Primer on Investment Banks' Recommendations and Emerging Markets*, Working Paper, núm. 258, OECD Development Centre, enero de 2007.



La frenética búsqueda de ganancias explica mucho de este auge. También han contribuido las bajas tasas de interés en los países desarrollados, una elevada liquidez mundial y la mejoría en el plano macroeconómico. Este entorno ha sido en particular favorable a la banca de inversión, que ha contado con enormes cantidades de dinero para invertir en valores, para crecientemente honorarios e importantes proyectos. Los organismos financieros multilaterales oficiales han sido los más afectados y temen que sus instituciones sean relegadas.

Este auge no es nuevo. Durante los últimos años del siglo XIX, algunos países de América Latina experimentaron una entrada de capitales similar. La mayor parte de los flujos entró en forma de deuda soberana, con bonos comerciados en centros financieros de Europa. En los inicios del siglo XX, el valor del mercado emergente de deuda comerciado en Londres equivalía a 12% del producto bruto mundial; 100 años después representa casi lo mismo.¹ Por consiguiente, aun si en términos nomi-

nales somos testigos de una explosión de bonos en los mercados emergentes, ésta palidece si se compara, en términos proporcionales, con la etapa previa a la mundialización. De acuerdo con cálculos de Mauro, Sussman y Yaffeh, en 1905 el valor de los bonos de los mercados emergentes en Londres representó 25% de todos los bonos gubernamentales vendidos en la City.² A pesar de este relativamente alto flujo financiero, destaca el escaso conocimiento de los inversionistas respecto a los países en desarrollo: un intermediario aventurero, escocés, Gregor McGregor, inventó un país, de nombre Poyais, con el cual comerció de modo exitoso.³ Poyais, siendo un país ficticio, fue prestario en Londres a mediados del siglo XIX en los mismos términos que Chile, Perú y México.

En la actualidad es imposible que suceda algo así por la gran cantidad de información y por la calidad de los jugadores. Sin embargo, en algunas circunstancias, la información proporcionada por algunos bancos puede ser sesgada, dependiendo de sus objetivos, que en ocasiones pueden diferir de los del inversor.⁴ En otras palabras, los bancos se enfrentan a un dilema en sus recomendaciones. Por un lado, sus consultoras deben construir una reputación en el largo plazo mediante la oferta a sus clientes de información sólida y lo más precisa posible. Por el otro, sus recomendaciones deben generar beneficios. De manera adicional, las inversiones bancarias deben motivar la compra de activos en los que el banco participa como asegurador en una oferta pública inicial (*initial public offering*, IPO).

Muchos estudios tienen como principal preocupación el sesgo, y en consecuencia la plena autonomía y neutralidad de la investigación financiera que sustenta las recomendaciones emitidas por las corredurías en los mercados de valores de las economías desarrolladas. La duda es mayor en el caso de los mercados emergentes, en los que la información empírica es

1. En 1999, el valor total de la deuda del mercado emergente fue de 2.7% del producto mundial. La reciente atracción de mercados emergentes ascendió a 5 500 millones de dólares en 2005 (alrededor de 12% del producto mundial bruto, lo cual simplemente está restaurando la situación de hace 100 años).

2. Área de Londres donde se concentran las actividades financieras.

3. M. Tomz, *How Do Reputations Form? New and Seasoned Borrowers in International Capital Markets*, Stanford University, Department of Political Science, 2001, disponible en <www.stanford.edu/~tomz/>; M. Flandreau, C.L. Holtfrerich y H. James (eds.), *International Financial History in the Twentieth Century, System and Anarchy*, Cambridge University Press, Cambridge, Mass., 2003; J. Flores, *A Microeconomic Analysis of the Baring Crisis, 1880-1890*, Working Paper in Economics History por publicarse, Universidad Carlos III de Madrid.

4. J.J. Laffont y D. Martimort, *The Theory of Incentives*, Princeton University Press, 2002.

menor. En estos países hay algunos estudios referentes a los mercados de acciones y casi ninguno acerca del mercado de bonos. El presente trabajo es un intento por llenar este vacío, en particular en lo que concierne a la utilidad de las recomendaciones de los intermediarios en los mercados emergentes y en cuanto a los efectos de éstas en los flujos de capital y la compraventa de activos. El estudio se conforma de la manera siguiente: la primera parte es una revisión de los trabajos acerca del tema; en la segunda se describe la base de datos utilizada; en la tercera se analiza la relación entre las recomendaciones de la banca de inversión y algunos aspectos relacionados con los negocios de estos bancos; la sección cuatro analiza el efecto de las recomendaciones de los intermediarios respecto a los flujos de capital privados de los mercados emergentes, relacionando la referida base de datos con otra base de flujos de cartera; la sección cinco, a manera de conclusión, recoge las principales consideraciones de los cuatro segmentos.

¿Recomendaciones imparciales?

La mayor preocupación durante el decaimiento de los noventa fue la independencia de los analistas. Los analistas pertenecen a instituciones como, por ejemplo, los bancos de inversión. Cada institución tiene divisiones y departamentos que persiguen ciertos objetivos con estrategias que están ligadas con la empresa, pero que pueden entrar en conflicto. Los bancos de inversión tienen identificadas al menos tres fuentes de ingreso: 1) las actividades financieras corporativas y la expedición de valores; 2) la asesoría en adquisiciones y fusiones, y 3) el comercio de bonos, opciones o productos básicos con dinero propio. Estas fuentes de ingresos pueden crear conflictos de interés dentro de la empresa, entre divisiones y departamentos, pero también fuera de ella, con sus clientes. Un conflicto de interés frecuente se da entre las actividades de banca de inversión y las de corretaje: por un lado, la división corporativa de un banco es responsable de

la emisión de una oferta pública inicial, de una fusión o adquisición para un cliente; por el otro, la corredora de bolsa, mediante su departamento de valores y renta fija, es responsable de la distribución oportuna, imparcial y con alta calidad de recomendaciones a los inversionistas potenciales. Los objetivos de la división corporativa pueden estar en conflicto con el departamento de valores y renta fija.

En este caso, los analistas deben esforzarse por proveer información de la más alta calidad e independiente. Para ello se usa un amplio rango de términos que expresan sus recomendaciones: comprar con fuerza (*strong buy*), comprar (*buy*), mantener (*hold*), vender (*sell*) y vender con fuerza (*strong sell*). Aun más, estas recomendaciones están relacionadas con un índice de renta fija que señala un rendimiento promedio y alrededor del cual hay un espectro de posibilidades bien definidas: por encima del desempeño (*overweight* u *overperform*), neutral y por debajo del desempeño (*underweight* o *underperform*).

Una de las paradojas destacadas por la US Securities Exchange Commission es que son raras las recomendaciones de vender. En 2000, de todas las recomendaciones de los corredores de Wall Street, menos de 1% fueron *vender* o *vender con fuerza*. Todos los analistas en bancos de inversión se arriesgan a un potencial conflicto de intereses. Por un lado, los inversionistas, sus clientes, quieren intermediarios que den opiniones honestas y exitosas; por el otro, un analista objetivo e independiente puede afrontar fuertes conflictos de interés entre lo que puede sugerir la investigación, el interés de la banca de inversión o incluso el suyo.

De acuerdo con la US Securities Exchange Commission, diferentes factores pueden configurar la recomendación de inversión: la correduría puede colocar la oferta de una empresa sobre la cual también realiza recomendaciones solicitadas por terceros; esta empresa preferirá informes positivos, pues los negativos pueden obstruir sus esfuerzos por construir una larga y lu-

crativa relación con los inversionistas; la compensación de los analistas y los bonos pueden estar ligados al número de contratos firmados, y por último, pero no menos importante, el intermediario, el analista que argumenta la recomendación, puede tener un interés personal en la empresa recomendada. En 2001, la US Securities Exchange Commission examinó nueve empresas de Wall Street y encontró que siete declararon que la banca de inversión dio bonos a los analistas para que escondieran información. Aunque no hay supervisión formal de los analistas de inversiones bancarias, es sabido que tienen prohibido expresar recomendaciones negativas respecto a los clientes de banca de inversión. En 308 de un total de 317 ofertas públicas iniciales, la firma que hizo la colocación también suministró la investigación y una cuarta parte de los analistas inspeccionó la seguridad en empresas que ellos cubrieron. Preocupados por estos sesgos, los organismos reguladores estadounidenses encargados de vigilar los conflictos de interés urgieron a las empresas a atender el problema.

La asociación de aseguradoras de Estados Unidos, por ejemplo, publicó en 2001 un manual sobre mejores prácticas, con el objetivo de consolidar la integridad de los análisis, señalando que las investigaciones no deberían informarse a la banca de inversión y que los analistas no deberían estar ligados de manera directa a transacciones de banca de inversión específicas. Al mismo tiempo, las empresas empezaron a revisar sus procedimientos internos para manejar conflictos, en respuesta a la creciente presión de sus exclientes. Muchos de ellos, incluidos el Credit Suisse First Boston y Merrill Lynch, prohibieron a sus analistas que adquirieran acciones en compañías que ellos asesorasen.

Los analistas no sólo se enfrentan a conflictos de interés. Más preocupante es su obligación de predecir resultados. Los departamentos de investigación de las corredurías son muy costosos y tienen escasa experiencia en investigación y análisis. El sector financiero ha experimentado

un cambio drástico durante el decenio de los noventa. Con el auge de las inversiones bancarias, los analistas dejaron de escribir recomendaciones independientes para buscar atraer con ellas a los clientes grandes. Esto explica por qué las recomendaciones *vender y vender con fuerza* casi han desaparecido.

En el caso de los mercados emergentes, como en los países desarrollados, los analistas tienen un papel central en el mercado financiero. Junto a los administradores de fondos, los analistas son los protagonistas del juego de la confianza. Sus recomendaciones influyen en el precio de las acciones de las empresas y de los bonos soberanos. Viven observando el futuro del mundo, donde la anticipación y predicción (de alzas y bajas) son clave para lograr el éxito financiero, que va acompañado por gratificaciones y primas.

Los analistas estudian a las empresas emisoras de bonos y emiten recomendaciones. Por lo regular se especializan en una industria o sector en mercados emergentes por país o regiones. Para una empresa es crucial ser objeto de estudio y conocimiento por parte de los analistas de las corredurías, pues sin ellos es como si no existieran. Los análisis y las opiniones acerca de una empresa o país son valiosas señales para los inversionistas, quienes reaccionan a ganancias, pronósticos, recomendaciones y precios.

Se ha escrito poco acerca de las recomendaciones de los analistas relativas a los mercados emergentes. Algunos de estos documentos subrayan, con sólida evidencia, que los análisis del exterior superan a los locales, pues sus pronósticos son más oportunos y precisos.⁵ Seasholes investigó las asimetrías de información en los mercados emergentes y determinó que los



analistas locales tenían mejor información que los extranjeros y demostró que los inversionistas foráneos pueden superar a los del lugar en operaciones específicas.⁶ Por el contrario, Bae, Stulz y Tan, con información de 32 países en el periodo 2001-2003, entre ellos algunos con economías emergentes, encontraron que los análisis elaborados en el interior eran mejores y que los inversionistas, en particular los estadounidenses, tienden a invertir menos en los países en los que los inversionistas locales tienen ventaja. Es el caso de países donde hay poca información pública y ésta es revelada por las empresas de manera sesgada y a menudo no está disponible para analistas foráneos.⁷

Entre 1993 y 2000, con un auge en el mercado de valores de países emergentes, los acervos calificados aumentaron de 150 a cerca de 500.⁸ El número de corredores que cubría los mercados de acciones emergentes se incrementó en el mismo periodo de 66 a 170, en tanto que el número de analistas pasó de 260 a 1 650. El promedio de analistas empleados de las corredurías extranjeras subió a ocho, en tanto que el de las corredurías nacionales

a 5.5. El número de analistas por país varía mucho: mientras Sudáfrica tiene tres corredurías y 126 analistas, Brasil tiene 23 corredurías y sólo 28 analistas, 11 de ellos extranjeros. Por otro lado, mientras los analistas locales cambian sus pronósticos respecto a las empresas en promedio 1.5 veces al año, los extranjeros lo hacen 1.2 veces al año.

Hay pocos estudios acerca de mercados emergentes y se concentran en el mercado de acciones. Ninguno ha analizado, por ejemplo, la confianza en el mercado emergente de bonos. También son raros los estudios referentes a la estructura de los mercados de bonos soberanos, y hay los que se concentran en la entrada de países emergentes en el mercado internacional de bonos.⁹

Además de ser de los primeros en centrar la atención en los mercados emergentes, lo importante e innovador de este estudio es la construcción de una base de datos que contiene las recomendaciones de los mayores bancos de inversión de los mercados de bonos en América Latina. Ésta es la primera publicación que estudia el efecto, mediante un simple análisis estadístico, que las recomendaciones de los bancos de inversión tienen en los mercados de capitales emergentes.

5. J.F. Bacmann y G. Bolliger, *Who Are the Best? Local versus Foreign Analysts on the Latin American Stock Markets*, inédito; M. Seasholes, *Smart Foreign Traders in Emerging Markets*, Harvard Business School, 2000, disponible en <<http://faculty.haasberkeley.edu/mss/>>.

6. M. Seasholes, "Re-examining Information Asymmetries in Emerging Stock Markets", inédito.

7. K.H. Bae, R. Stulz y H. Tan, *Do Local Analysts Know More? A Cross-country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, núm. 11697, octubre de 2005, disponible en <http://www.darden.virginia.edu/em/PDFs/Stulz_Rene.pdf>.

8. J.F. Bacmann y G. Bolliger, *op. cit.*

9. G. Gelos, R. Sahay y G. Sandleris, *Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access*, IMF Working Paper, núm. 04/221, noviembre de 2004; D. Grigorian, *On the Determinants of First-time Sovereign Bond Issues*, IMF Working Paper, núm. 03/184, septiembre de 2003.

La importancia de las recomendaciones

La base de datos contiene 3 440 recomendaciones emitidas en las principales publicaciones producidas por los mayores bancos de inversión respecto a los mercados emergentes. Son documentos mensuales o quincenales que dan a conocer recomendaciones para cada uno de los mercados emergentes: manejo de carteras, fondos comunes, fondos compensatorios, fondos de pensiones. Son publicaciones exclusivas para clientes, por lo que no están disponibles para todo el público. Las revistas son un vínculo directo entre intermediarios financieros e inversionistas. Se considera a los 10 principales jugadores en escala mundial, como se observa en el cuadro 1: ABN AMRO (68 recomendaciones, 2% del total de la muestra), Barclays Capital (118, 3.4%), Citibank (701, 20.3%), Credit Suisse First Boston (605, 17.6%), Deutsche Bank (399, 11.6%), Goldman Sachs (242, 7%), JP Morgan (644, 18.7%), Lehman Brothers (171, 5%), Merrill Lynch (281, 8.2%) y Morgan Stanley (211, 6.1%).

El periodo de las recomendaciones va de julio de 1997 a julio de 2006, es decir, 10 años. Los países considerados, y sus respectivas recomendaciones, son: Argentina (345), Brasil (366), Chile (266), Colombia (375), la República Dominicana (99), Ecuador (361), México (373), Panamá (324), Perú (358), Uruguay (199) y Venezuela (374). El subtotal de estos países representa 95% del producto interno bruto (PIB) de la región. Asimismo, los bancos de inversión objeto de las recomendaciones concentran 80% de las ofertas públicas iniciales soberanas de América Latina.

Para la comparación se clasificaron las recomendaciones en tres clases: mayor posición de un portafolio (*overweight*, con valor 1), *neutral*, con valor 0, y menor posición de un portafolio (*underweight*, con valor -1), que corresponden a los casos de comprar, mantener y vender respecto a un índice, por ejemplo, el EMBI+ calculado por JP Morgan.

La fuente de información es Bloomberg, la cual incluye, entre otras cosas, a los líderes de la emisión, saldos, fecha y vencimiento de cada emisión. La razón para

elegir a Bloomberg como fuente es que su base de datos es reconocida como la más importante y el punto de referencia de los especialistas. Esta base de datos se recopila desde 1999 y se ha convertido en la guía más importante para los inversionistas, emisores y demás actores acerca de la reputación de los bancos de inversión. Las características de estas emisiones, de acuerdo con Bloomberg, son las siguientes: de un total de 415 líderes emisores entre 1999 y 2006, 102 (24.6%) correspondieron a Brasil, 78 (18.8%) a Argentina, 66 (15.9%) a Colombia, 57 (13.7%) a México, 32 (7.7%) a Venezuela y 29 (7%) a Uruguay; estos países representaron 90% del total de emisiones de bonos soberanos. El índice sólo contiene emisiones de bonos mayores a 500 millones de dólares y una madurez de 2.5 años.

Los bonos se han convertido en el principal mecanismo de financiamiento en los mercados emergentes, desplazando a los préstamos bancarios y a otras formas de allegarse recursos. Este cambio ha sido importante en América Latina, donde la proporción de bonos de deuda respecto al crédito internacional total ha sido dominante desde 1995.

C U A D R O

RECOMENDACIONES DE BANCA DE INVERSIÓN POR PAÍS, JULIO DE 1997-JULIO DE 2006

	ABN AMRO	Barclays Capital	Citibank	Credit Suisse First Boston	Deutsche Bank	Goldman Sachs	JP Morgan	Lehman Brothers	Merrill Lynch	Morgan Stanley	Total
Argentina	11	4	69	59	50	24	62	19	21	26	345
Brasil	11	14	73	61	50	25	59	19	29	25	366
Chile	11	14	78	61	-	25	58	19	-	-	266
Colombia	11	15	77	63	50	25	62	19	28	25	375
República Dominicana	-	-	9	0	0	2	44	-	29	15	99
Ecuador	1	15	76	61	50	25	61	19	29	24	361
México	11	15	78	61	50	25	61	19	29	24	373
Panamá	-	14	61	61	49	25	61	-	29	24	324
Perú	1	14	78	57	50	25	61	19	29	24	358
Uruguay	-	-	21	60	-	16	54	19	29	-	199
Venezuela	11	13	81	61	50	25	61	19	29	24	374
Total	68	118	701	605	399	242	644	171	281	211	3 440
Porcentaje de participación	2.4	2.0	12.2	7.1	10.0	9.8	22.2	0.0	5.5	12.5	83.6

Fuente: elaboración de los autores con información de publicaciones de bancos y "The Bloomberg 20. The World's Best-paid Investment Banks", Bloomberg Markets, abril de 2006.

Un primer acercamiento

Desde la perspectiva de los agentes colocadores, 90% (144 de 160) de las recomendaciones son de comprar o mantener en su portafolio los bonos emitidos por los países donde están actuando como líderes de la emisión. En virtud de que sólo 10% de las recomendaciones son negativas, es claro que los emisores ven un panorama positivo. Con excepción de Argentina y Panamá, el resto de los países tiene un alto porcentaje de recomendaciones optimistas.

El mercado de bonos argentino es en particular interesante. Antes de la crisis de la deuda externa, el mercado de valores de Argentina representaba 20% del total del mercado de bonos de los países emergentes, similar al de Brasil en el mismo momento y superior al de México; en 2006 representó 2%. Todas las emisiones incluidas fueron anteriores a la crisis argentina de 2001 y algunas se efectuaron sólo unos meses antes de la crisis. Cabe destacar que no hubo recomendaciones de mayor posición (*overweight*), que 67% fueron neutrales y el resto de mantener. Es evidente que las recomendaciones emitidas meses antes de la crisis argentina de la deuda fueron, en el mejor de los casos, lejanas a la realidad de la situación macroeconómica.

En países como Brasil, México y Colombia, los colocadores tienen, en su mayoría, una perspectiva positiva (por encima del índice y neutral): de 100% en Colombia y Brasil y de 84% en México. Un análisis detallado de las recomendaciones encontraría que Brasil y Colombia nunca han tenido una perspectiva pesimista. En México, menos de dos de cada 10 recomendaciones fueron pesimistas. De esta manera se puede decir que, de acuerdo con evidencia empírica de los últimos años, las recomendaciones de los bancos han sido favorables a los países donde se desempeñan como colocadores.

¿Qué motiva a los analistas a dar recomendaciones favorables? Primero, una reco-

mendación positiva puede favorecer el éxito del proceso de recepción de ofertas (*book building*), en el cual los agentes son designados por los gobiernos para colocar los bonos entre inversionistas institucionales. Si la recomendación es positiva, o al menos neutral, su posibilidad de continuar se incrementará. Esta hipótesis sería refutada si los bancos de inversión que recomiendan vender bonos soberanos continúan teniendo colocaciones. Segundo, una de las funciones de los colocadores es participar en el mercado secundario para estabilizar los precios y evitar la volatilidad de las nuevas emisiones. Al dar recomendaciones favorables respecto a las emisiones de deuda externa, los colocadores envían señales positivas del país, evitando así que disminuyan sus precios.

Mayor evidencia: datos de panel

Hasta ahora no se puede rechazar la hipótesis de que las recomendaciones de la banca de inversión dependen de las operaciones de estos bancos en las economías emergentes. Por consiguiente, es crucial analizar el posible efecto de estas recomendaciones en los flujos de cartera de las economías emergentes y la conducta de los inversionistas.

Para conocer el efecto de las opiniones de la banca de inversión respecto a los flujos y fondos, se analizan las economías más importantes de América Latina: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela. Con información mensual se promedian las recomendaciones a los bancos de inversión de cada país de América Latina y el porcentaje de asignación o cuota de fondos en estos países respecto al monto total invertido en las economías emergentes. Se opta por flujos ponderados en lugar de flujos nominales o netos, con la intención de estudiar el papel discriminatorio de los inversionistas entre los países. Se construye una serie de tiempo transversal que compila, además de las recomendaciones de banca de inversión (que pueden ser consideradas variables microeconómi-

cas), algunas variables macroeconómicas que se dividen en tres grupos. Uno es de variables directamente influidas por intermediarios financieros y por los mercados de capital; éstas son el diferencial entre dos precios (*spread*), el tipo de cambio y la tasa de retorno de los valores en los mercados locales. Otro grupo son las variables del sector real, que definen su evolución y en las que las variables financieras desempeñan un papel indirecto: la actividad económica y la tasa de interés e inflación. Asimismo, se ha incluido un grupo de variables como la producción industrial y la tasa de los fondos federales de Estados Unidos. Para conocer el efecto de las recomendaciones de los flujos de capital, tanto de fondos como de valores, se hacen dos regresiones con datos de panel:

$$\text{Bondit} = \alpha + \beta \text{Rec}_{it} + \gamma \text{Market}_{it} + \delta \text{Real}_{it} + \mu \text{Push}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{Equity}_{it} = \alpha + \beta \text{Rec}_{it} + \gamma \text{Market}_{it} + \delta \text{Real}_{it} + \mu \text{Push}_{it} + \varepsilon_{it}$$

donde Rec_{it} representa las recomendaciones de los bancos de inversión al país i en el periodo t ; Market_{it} corresponde a variables macroeconómicas definidas por mercados de capital: tipo de cambio, *spread* de bonos soberanos y tasa de retorno de índices de valores; Real_{it} son variables macroeconómicas que son muy influidas por el sector real (actividad económica, tasa de inflación y tasa de interés); Push_{it} son las variables del país que capturan factores mundiales, como la tasa de interés y la producción industrial de Estados Unidos.

La conclusión más importante del análisis es que las recomendaciones de los bancos de inversión son la variable fundamental para explicar el flujo de capital mediante bonos en las economías de América Latina. Cuando se incluye esta variable entre las otras consideradas en los estudios, los indicadores de las regresiones mejoran notablemente. Si se toman los promedios, el tamaño de las emisiones de bonos están relacionado con las recomendaciones de inversión positivas. Los

casos de Brasil y México, cuyos mercados de bonos son los más grandes (19.4 y 16.8, respectivamente), tuvieron las mayores recomendaciones (0.35 y 0.33). Por el contrario, países como la República Dominicana y Uruguay, con mercados de bonos menores (0.3 y 0.7 por ciento), tuvieron recomendaciones promedio de 0.01 y 0.32 (véase el cuadro 2).

los bonos. Aunque es un resultado controvertido, en las regresiones de efectos fijos hay una positiva y significativa relación entre las tasas de interés de Estados Unidos y el flujo mediante acciones.

Una razón es que en este ejercicio se ha usado la proporción de los flujos de inversión en acciones de una economía emer-

C U A D R O 2

RECOMENDACIONES DE BANCA DE INVERSIÓN POR PAÍS, JULIO DE 1997-JULIO DE 2006 (PORCENTAJES)

	Mayor posición	Neutral	Menor posición	Observaciones
Argentina	-	66.7	33.3	9
Brasil	59.5	40.5	-	37
Chile	20.0	60.0	20.0	5
Colombia	35.5	64.5	-	31
República Dominicana	-	100.0	-	2
Ecuador	50.0	50.0	-	2
México	29.0	54.8	16.1	31
Panamá	-	71.4	28.6	14
Perú	46.2	38.5	15.4	13
Uruguay	-	100.0	-	1
Venezuela	66.7	26.7	6.7	15
Total	38.0	52.0	10.0	160

Fuente: elaboración de los autores con información de publicaciones de bancos y "The Bloomberg 20. The World's Best-paid Investment Banks", *Bloomberg Markets*, abril de 2006.

De la segunda ecuación se desprende que, como en el caso del flujo por bonos, las recomendaciones explican positivamente y de manera significativa el flujo de capital por compra de acciones. El resultado es importante porque indica que las recomendaciones dadas a fondos soberanos influyen de manera adicional en el mercado de capitales.

La producción industrial de Estados Unidos no parece significativa en los flujos de capital mediante valores; por el contrario, las tasas de interés y el tipo de cambio sí. En contraste con el análisis del flujo de bonos, una alta tasa de reservas internacionales en un país incrementa la colocación de acciones en esa economía emergente.

Los tipos de cambio y los diferenciales en bonos tienen un efecto negativo en los flujos de capital. Las tasas de interés en Estados Unidos tienen un efecto similar al de

gente (del total invertido en el total de economías emergentes) como una variable dependiente en lugar de flujos de acciones (en términos netos o nominales), que es lo usual en este tipo de análisis. Lo anterior es posible porque un incremento de las tasas de interés de Estados Unidos afecta más a otros mercados de valores emergentes (como los de Asia), que a los de América Latina.

Así, es posible decir que las recomendaciones de los bancos de inversión a deuda soberana externa pueden ser un indicador de inversiones relativas al mercado de valores de un país (incluye acciones, deuda externa soberana, deuda local pública y privada). Aunque el resultado es menos robusto para el flujo de acciones, se puede concluir que las recomendaciones de los bancos de inversión son una variable determinante en el cruce de fronteras de flujos privados de capital. 

