

---

## financiamiento del desarrollo

# **L**a banca de desarrollo y el financiamiento productivo

Daniel Titelman



Unidad de Estudios Especiales  
Secretaría Ejecutiva

Santiago de Chile, octubre de 2003

Este documento fue preparado por Daniel Titelman, experto en Política Monetaria y Financiera de la Unidad de Estudios Especiales, CEPAL, en el marco del proyecto conjunto CEPAL/GTZ “*Strengthening the role of regional and national financial institutions for sustainable social development*”, como contribución al Capítulo 3 del Estudio Económico de 2003.

El autor agradece los comentarios y apoyo estadístico brindado por Gabriela Clivio y los comentarios de Andras Uthoff, Manuel Marfán, Hernán Cortés, Andrés Solimano y Héctor Assael.

Las opiniones expresadas en este documento, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir con las de la Organización.

---

Publicación de las Naciones Unidas

ISSN impreso 1564-4197

ISSN electrónico 1680-8819

ISBN: 92-1-92-1-322251-3

LC/L.1980-P

N° de venta: S.03.II.G.139

Copyright © Naciones Unidas, octubre de 2003. Todos los derechos reservados

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

---

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N. Y. 10017, Estados Unidos. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

## Índice

---

<b>Resumen</b> .....	5
<b>Introducción</b> .....	7
<b>I. La evolución financiera reciente</b> .....	9
<b>II. La banca de desarrollo</b> .....	15
a) Motivación y principios de la banca de desarrollo .....	16
b) La banca de desarrollo en el contexto actual .....	18
c) Marco institucional y gobierno corporativo. ....	19
d) Transparencia presupuestaria y fuentes de financiamiento .....	20
e) Nuevos instrumentos para la intermediación financiera.....	21
f) Fondos de capital de riesgo .....	23
<b>III. Mercado accionario y de bonos</b> .....	25
<b>IV. Conclusiones</b> .....	27
<b>Bibliografía</b> .....	29
<b>Serie financiamiento del desarrollo: números publicados</b> .....	31

## Índice de cuadros

Cuadro	1	Número de empresas listadas en Bolsa .....	11
Cuadro	2	Crédito bancario al sector privado/PIB .....	11
Cuadro	3	Márgenes de intermediación bancaria.....	12
Cuadro	4	Aprobaciones de préstamos de la Corporación Andina de Fomento (CAF), del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y del Banco Mundial 1995-2000.....	16
Cuadro	5	Régimen de propiedad de las instituciones financieras de desarrollo en América Latina y el Caribe .....	19
Cuadro	6	Modalidad operativa de las instituciones financieras de desarrollo en América Latina y el Caribe .....	19
Cuadro	7	Características operativas de las instituciones financieras de desarrollo en América Latina y el Caribe .....	22

## Índice de recuadros

Recuadro	1	Banca de desarrollo .....	17
----------	---	---------------------------	----

## Índice de gráficos

Gráfico	1	América Latina – Evolución de $M_3$ .....	9
Gráfico	2	Capitalización bursátil/PIB (2000-2002) .....	10

---

## Resumen

---

En este trabajo se examina brevemente la evolución del sistema financiero y discute el papel de la banca de desarrollo en la intermediación financiera para el fomento productivo.

Para poder cumplir con estas tareas se requiere que la banca de desarrollo tenga una misión corporativa clara, que su proceso de intermediación financiera se realice con autonomía de interferencias políticas en la asignación del crédito y en el manejo de los instrumentos de intermediación, los cuales deben velar por el equilibrio financiero, una adecuada rentabilidad y una prudente administración de la cartera de riesgos. Al igual que los bancos centrales independientes, la banca de desarrollo moderna debe ser responsable “*accountable*” ante las autoridades pertinentes. Las orientaciones operativas que deben guiar a este tipo de instituciones pueden resumirse en complementariedad en actividades socialmente rentables (en que el sector privado no opera a la escala requerida), adicionalidad, rentabilidad y transparencia, propiciando sinergias entre el financiamiento público y privado. La banca pública debe desempeñar un importante papel en el desarrollo de nuevos instrumentos conducentes a la estandarización de procesos y productos que faciliten y abaraten la intermediación financiera, en la promoción del factoraje electrónico, “*leasing*” y los fondos fiduciarios; promover los mercados de valores mediante la titularización de carteras, e incentivar el uso de fondos de garantía y el capital de riesgo.



## Introducción

---

El financiamiento de la actividad productiva, requiere complementar los esfuerzos orientados a incrementar el ahorro nacional con medidas que se traduzcan en una efectiva asignación del mismo hacia la inversión. Un sistema financiero eficaz debe ser capaz de canalizar eficientemente el ahorro tanto para financiar la inversión y la innovación tecnológica, como para facilitar el acceso al financiamiento de los diversos agentes productivos.

En general, los países de la región muestran importantes rezagos en el desarrollo de sus sistemas financieros. Aun cuando en los últimos años, han ocurrido importantes cambios en sus estructuras, la necesidad de desarrollar mercados financieros profundos y estables sigue siendo una tarea pendiente. Los episodios de insolvencia bancaria experimentados por varios países de la región dejan en evidencia que el desarrollo financiero necesita, además de condiciones de estabilidad macroeconómica, esquemas de regulación y supervisión prudencial que garanticen adecuados niveles de solvencia y liquidez de los intermediarios financieros. Asimismo, se requiere la adopción explícita de políticas e instrumentos que estimulen el financiamiento de largo plazo y apoyen el acceso al mismo por parte de sectores tradicionalmente excluidos.

Los mercados financieros de nuestras economías se caracterizan por ser básicamente bancarios, con un escaso desarrollo de los mercados de capitales. El financiamiento bancario privado tiende a mostrar una concentración en el crédito de corto plazo, elevados márgenes de intermediación y una marcada segmentación del crédito hacia las grandes empresas, excluyendo de manera significativa a las pequeñas y medianas empresas.

A continuación se examina brevemente la evolución del sistema financiero y se discute el papel de la banca de desarrollo en la intermediación financiera para el fomento productivo y la promoción del desarrollo del mercado de capitales en particular el mercado de títulos.

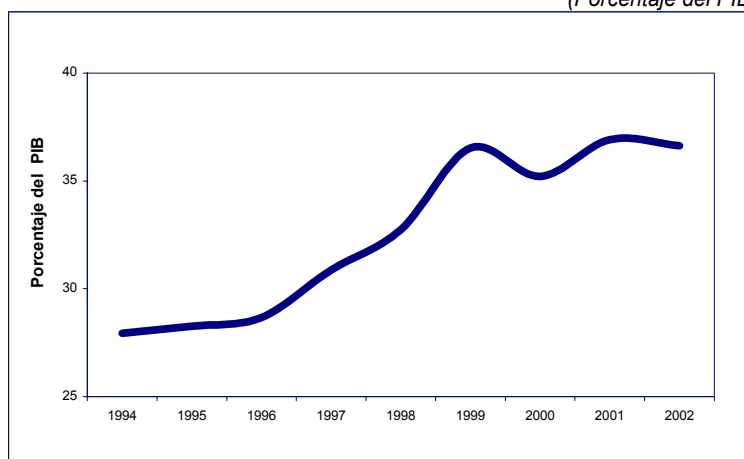




## I. La evolución financiera reciente

Si bien en el transcurso de los últimos treinta años se observa una creciente profundización financiera medida como el coeficiente entre  $M_3$ <sup>1</sup> y PIB (véase gráfico 1), al ser comparados con economías desarrolladas, los sistemas financieros de los países de la región muestran un bajo crecimiento del mercado de capitales y una baja participación del crédito bancario respecto del Producto Interno Bruto (PIB), como se verá más adelante.

**Gráfico 1**  
**AMÉRICA LATINA – EVOLUCIÓN DE  $M_3$**   
(Porcentaje del PIB)



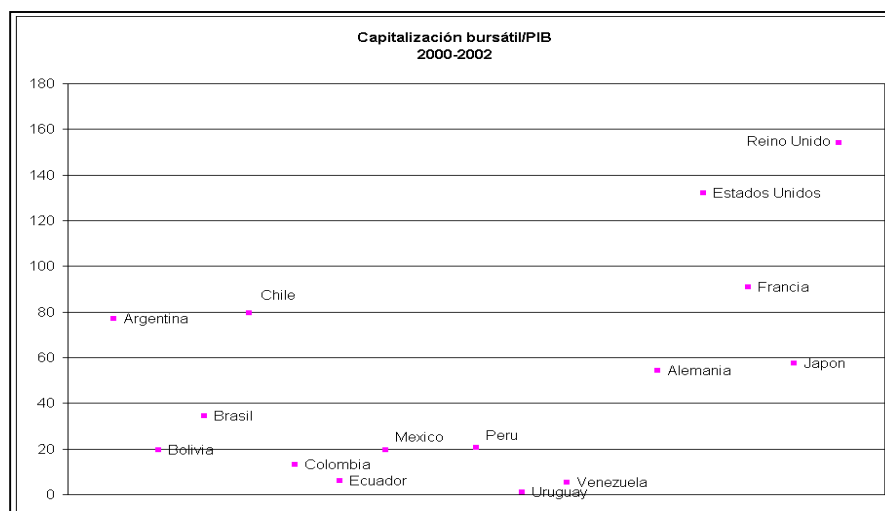
Fuente: CEPAL sobre la base de cifras oficiales.

<sup>1</sup>  $M_3$ , incluye el circulante más los depósitos a la vista ( $M_1$ ), más los depósitos a plazo ( $M_2$ ), más los depósitos en moneda extranjera, es un mejor indicador de la liquidez de la economía, en particular en países que presentan un importante grado de dolarización sin haber adoptado al dólar como moneda de curso legal.

El escaso desarrollo de los mercados de capitales junto con la menor actividad de la banca de desarrollo en la década de los ochenta y noventa, ha contribuido a agravar el problema de financiamiento de largo plazo, imponiendo restricciones al crecimiento económico (ALIDE 1997). En algunos países, la creación de instrumentos financieros de largo plazo ha sido incipiente y se ha manifestado, principalmente a través del mercado de bonos, la industria de capital de riesgo, los fondos de inversiones y garantías, los seguros de créditos y el desarrollo de los mercados de derivados.

Un indicador comúnmente utilizado para medir la profundidad del mercado de capitales es la relación entre la capitalización bursátil<sup>2</sup> y el PIB. En el gráfico 2 se aprecia que para el período 2000-2002, esta relación para los diferentes países de la región, se ubica muy por debajo de la observada en los países desarrollados, lo que muestra que en estos últimos, el mercado de accionario juega un rol más preponderante en el financiamiento productivo.

**Gráfico 2**  
**CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL/PIB (2000-2002)**  
(Porcentaje del PIB)



Fuente: Cepal sobre la base de datos de Standard & Poor's e IFS

Cabe además señalar que en la región, el promedio de la capitalización bursátil/ PIB para los años 2000-2002, se ubicó por debajo del promedio registrado en el período 1991-1999 reflejando una caída en el precio de las acciones. En los países desarrollados, a excepción de Japón, a pesar de la caída en el precio de las acciones, se observó un aumento de esta variable. Asimismo, el cuadro 1 muestra que el número de empresas que utilizan el mercado accionario como fuente de financiamiento ha tendido a reducirse en la región. El crecimiento del mercado bursátil ha sido negativamente afectado por el hecho de que en la mayoría de los países, en particular los de menor desarrollo relativo, predominan las sociedades familiares cuya principal fuente de financiamiento proviene de recursos propios y utilidades no distribuidas. Adicionalmente, en muchos países, aún no se logra una adecuada normativa que permita hacer frente a los riesgos asociados a la falta de transparencia y de defensa de los derechos de los accionistas minoritarios en la gestión de empresas abiertas.

<sup>2</sup> Se entiende por capitalización bursátil el valor que resulta de multiplicar el número de acciones de una empresa por el valor de mercado de las mismas agregado para todas las empresas listadas del mercado.

**Cuadro 1**  
**NÚMERO DE EMPRESAS LISTADAS EN BOLSA**  
(Números)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	147	136	130	129	127	111	83
Brasil	551	536	527	478	459	428	399
Chile	283	295	287	285	258	249	254
Colombia	189	189	163	145	126	123	114
Ecuador	42	41	37	28	30		
México	193	198	194	188	179	168	170
Paraguay		60	55	55			
Perú	231	248	257	242	230	207	202
Uruguay		16	19	17			
Venezuela	87	91	94	87	85	63	59

Fuente: Cepal sobre la base de datos de Standard & Poor's e IFS.

Si bien la mayor parte de los sistemas financieros nacionales están estructurados sobre la base de la actividad bancaria privada, al ser comparado con estándares internacionales, el crédito bancario al sector privado sigue representado una baja proporción en términos del Producto Interno Bruto (cuadro 2). La evolución de esta variable ha sido dispar entre los países de la región y el promedio regional se ha estabilizado alrededor del 30% del PIB a partir del 2000 mientras que en los países desarrollados la misma supera el 100%. Asimismo, como se desprende del cuadro 3, el margen bancario, medido como la diferencia entre las tasas de interés activas y pasivas, supera en la región con creces al observado en los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) y Asia. Los altos márgenes de intermediación implican mayores costos financieros para el sector productivo, lo que redundará en una menor competitividad por parte de éste. A esto se suma el descalce entre la oferta de créditos (concentrada básicamente en crédito de corto plazo) y las necesidades de financiamiento de las empresas que son generalmente de largo plazo. Lo anterior fuerza a las empresas a endeudarse a corto plazo para financiar sus inversiones de largo plazo, aumentando la vulnerabilidad del sector productivo e, indirectamente, la del propio sector financiero.

**Cuadro 2**  
**CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO/PIB**  
(Porcentajes)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	1994-1999	2000-2002
Argentina	19,8	22,3	24,4	23,4	22,3	16,3	20,52	20,68
Bolivia	45,5	49,8	55,1	52,4	47,8	44,0	46,87	48,05
Brasil	27,0	29,7	30,6	27,2	27,9	27,5	28,99	27,52
Chile	54,4	57,7	59,1	63,3	65,0	66,7	52,16	65,04
Colombia	17,5	20,7	21,2	18,3	18,3	19,2	17,44	18,61
Ecuador	25,2	30,4	36,8	30,1	28,6	23,5	25,96	27,39
México	14,5	16,5	14,5	11,8	10,3	9,6	19,80	10,53
Paraguay	23,4	23,7	22,5	21,4	22,4	22,4	21,54	22,05
Perú	20,8	25,3	27,4	25,6	24,6	23,2	19,13	24,47
Uruguay	24,3	29,7	47,0	50,4	51,8	60,5	27,18	54,23
Venezuela	8,2	10,7	9,6	8,8	9,8	9,5	8,64	9,36
<b>Promedio América Latina</b>	<b>25,5</b>	<b>28,8</b>	<b>31,7</b>	<b>30,2</b>	<b>29,9</b>	<b>29,3</b>	<b>26,20</b>	<b>29,80</b>
<b>Promedio desarrollados<sup>(1)</sup></b>	<b>92,14</b>	<b>93,39</b>	<b>94,97</b>	<b>98,22</b>	<b>101,58</b>	<b>105,42</b>	<b>91,71</b>	<b>101,74</b>

Fuente: Cepal sobre la base de datos de "International Financial Statistics" (IFS).

<sup>(1)</sup> Países desarrollados incluyen: Estados Unidos, Francia, Reino Unido, Alemania y Japón.

**Cuadro 3**  
**MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN BANCARIA**  
(Porcentajes)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	97-02
América Latina	13,3	12,3	11,4	11,3	10,4	10,8	11,6
OCDE (simple)	3,4	3,4	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2
Asia (simple)	2,5	1,5	2,9	3,1	3,3	3,6	2,8

**Fuente:** Elaboración sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

**Nota:** Promedio ponderado contempla los siguientes países: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela. Se entiende por margen de intermediación la diferencia entre las tasas activas y pasivas.

A pesar de la poca profundidad del sistema financiero en la región con respecto a estándares internacionales, durante la década de los noventa, los países de América Latina y el Caribe no escaparon a la ocurrencia de importantes y frecuentes crisis financieras. Trece países de la región tuvieron severos problemas de solvencia bancaria en esos años. Dentro de los factores que explican el surgimiento de estas crisis se destacan por una parte los problemas en la regulación y supervisión financiera que llevaron a deficiencias en el control de riesgos, la falta de normas adecuadas en materia de constitución de provisiones y capital y la existencia de una garantía estatal explícita o implícita para los depósitos y otras obligaciones (Held 1995). Por otra parte, el entorno macroeconómico existente se caracterizaba por distorsiones en los precios relativos y una alta volatilidad en el ritmo de actividad económica que afectaba negativamente al sistema financiero.

Para que el sector financiero realice adecuadamente sus funciones de intermediación financiera y canalice recursos hacia el sector productivo, sin comprometer la estabilidad financiera y macroeconómica se requiere, entre otros factores, de una adecuada política pública en el ámbito de la regulación y supervisión financiera, que equilibre riesgos y retornos en la cartera de los intermediarios financieros y que cautele la solvencia y estabilidad del sistema. La regulación debe contribuir a prevenir adecuadamente los riesgos sistémicos y la fluidez de la cadena de pagos. Esto último implica una adecuada protección de los derechos de propiedad de los ahorrantes. En caso contrario se debilita el ahorro nacional y se afecta negativamente el financiamiento de la producción.

Esto ha llevado a que la mayoría de los países de la región, en materia de regulación bancaria, han adoptado las normas regulatorias contempladas en el acuerdo de Basilea de 1988.<sup>3</sup> Este acuerdo de Basilea, centra la evaluación del riesgo de crédito a nivel individual, sin considerar los beneficios de la diversificación de la cartera de créditos tanto por tipo de actividad como por zona geográfica, lo que induce a una mayor concentración del crédito bancario aumentando el sesgo contra los agentes de mayor riesgo relativo. En la medida que la importancia del sector bancario dentro del sistema financiero es alta y supera el promedio internacional, las normas de regulación del crédito bancario influyen significativamente en el proceso de intermediación financiera.<sup>4</sup> El cautelar el riesgo de la cartera desde una óptica individual implica un aumento (disminución) significativo de los requisitos de capital y reserva para otorgar créditos a deudores peor (mejor) clasificados, lo que lleva a un aumento de los costos de intermediación financiera de los agentes de mayor riesgo relativo incentivando aún más la segmentación del mercado del crédito.

<sup>3</sup> El acuerdo original de Basilea de 1988, estableció una relación entre el capital y los activos ponderados por riesgo de 8% lo que en la práctica implica que los bancos pueden prestar hasta 12 veces su capital. Sin embargo contemplaba el aprovisionamiento de capital para cubrir los riesgos de las carteras de créditos de las instituciones bancarias y no menciona el riesgo de mercado de los portafolios que éstas mantienen.

<sup>4</sup> Este acuerdo ha sido objeto de muchas críticas entre las cuales figura el hecho de utilizar un número arbitrario y que al aplicar un enfoque estándar y no interno para la clasificación de riesgos implica que los bancos ven restringida su capacidad de préstamos. En particular Basilea 98 implica calcular el VaR con un horizonte de 10 días asumiendo un nivel de confianza de 99%, lo que en los hechos se traduce en un multiplicador de 3 para el capital necesario dado los activos ponderados por riesgo. CEPAL 2000, ha argumentado a favor del establecimiento de una regulación procíclica del riesgo de la cartera de los bancos.

La concentración del crédito y la no bancarización de un sector importante de la actividad productiva, también refleja otras características del mercado financiero, como son la asimetría de información y los costos de intermediación financiera, que dificultan una adecuada administración de riesgos y canalización de recursos.

A continuación se discute el papel que puede y debe desempeñar la banca de desarrollo para facilitar la intermediación financiera hacia los diferentes sectores productivos. El funcionamiento de la misma, debe enmarcarse dentro de las normas de regulación y supervisión prudencial que aseguran la estabilidad y solvencia de las entidades financieras. Además, se examina el papel que puede desempeñar la banca de desarrollo en la creación de mercados de financiamiento de largo plazo así como en la expansión del mercado de capitales vía completar mercados.



## II. La banca de desarrollo

---

La existencia de fallas de mercado, información asimétrica, segmentación endógena de crédito han justificado la existencia de la banca de desarrollo pública. Incluso en países desarrollados que cuentan con sistemas financieros profundos la banca pública juega un papel en el financiamiento productivo<sup>5</sup>. Tal como ya se ha señalado, los países de América Latina y el Caribe, salvo con pocas excepciones, se caracterizan por mercados financieros de menor tamaño y sofisticación, con menores instrumentos de intermediación financiera que los países desarrollados. Existe, en especial en economías con larga historia inflacionaria una alta concentración en el financiamiento de corto plazo. Los mercados de crédito son segmentados, lo que se traduce en un menor acceso al crédito de las pymes (pequeñas y medianas empresas), agricultores pequeños, jóvenes sin historial crediticio pero con proyectos innovadores. El sistema financiero latinoamericano, además, al igual que el europeo, está más centrado en el crédito bancario. La importancia de otras modalidades de financiamiento como el mercado de valores y el mercado accionario es baja.

Esto hace que la banca pública de desarrollo, con renovadas modalidades operacionales y de gobierno corporativo, pueda desempeñar un papel importante en el fomento productivo ya sea facilitando el acceso al financiamiento a agentes excluidos de este proceso y/o como catalizador e impulsor de nuevas modalidades de intermediación financiera.

---

<sup>5</sup> Ver Stiglitz J. y Weiss A. 1981, Stiglitz J. 1993

## a) Motivación y principios de la banca de desarrollo

El concepto de banca de desarrollo involucra una gran diversidad de instituciones a nivel global, regional y sub-regional (véase recuadro 1). Si bien el interés de este capítulo se centra en la banca de desarrollo nacional, es importante desatacar que la banca multilateral de desarrollo ha tenido un buen desempeño en el ámbito regional y sub regional.

Desde su creación en 1959, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) ha desempeñado un importante papel en impulsar el desarrollo económico y social de la región. La institución se ha convertido en una fuente significativa de financiamiento canalizando recursos hacia sectores productivos y sociales.

En el transcurso de los noventa, la Corporación Interamericana de Inversiones (CII), el Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN) y la ventanilla del BID para el sector privado, han facilitado el acceso de los países de la región al financiamiento externo. Para atraer a inversionistas privados se ofrecen, a través de la ventanilla, garantías parciales de riesgo y garantías parciales de crédito. Las primeras cubren un préstamo en relación con riesgos políticos específicos, tales como obligaciones contractuales del Estado y convertibilidad o transferibilidad monetaria. Las segundas se aplican a una parte del financiamiento de fuentes privadas y en la práctica convierten préstamos de mediano plazo en operaciones de más largo plazo. A modo de ejemplo, cabe mencionar el proyecto Río Bogotá que en 1997 fue el primer proyecto de tratamiento de aguas residuales que logró, gracias a las garantías provistas por el BID, financiarse con recursos del mercado internacional de capitales privados. Desde el inicio de sus actividades hace seis años, la ventanilla del sector privado ha cofinanciado proyectos por 12.700 millones de dólares con un financiamiento directo del BID de 2.100 millones de dólares. Esto representa 51 proyectos de inversión en 14 países. Por su parte, desde sus inicios en 1989 la CII ha canalizado financiamiento a más de 2.400 compañías en los sectores de producción y servicios en América Latina y el Caribe, por un monto que sobrepasa los 8.000 millones de dólares entre préstamos e inversiones de capital. Estos recursos van dirigidos al apoyo de la pequeña y mediana empresa en los países de la región. El FOMIN establecido en 1993 ha aprobado 386 proyectos por un total de 1.200 millones de dólares con una contribución propia del FOMIN de 660 millones de dólares. Los recursos han estado dirigidos al desarrollo tanto de recursos humanos como de la pequeña empresa. Un hecho interesante ha sido la capacidad que ha mostrado FOMIN para aumentar el apalancamiento de recursos. Por ejemplo, durante el año 2000 la cofinanciación media de los proyectos del fondo llegó al 54%.

La Corporación Andina de Fomento (CAF) se ha transformado en uno de los principales bancos multilaterales para la subregión andina. De un total de 27.000 millones de dólares aprobados para estos países durante el quinquenio 1995-2000 la CAF suministró el 51% de los recursos (véase cuadro 4).

**Cuadro 4**

**APROBACIONES DE PRÉSTAMOS DE LA CORPORACIÓN ANDINA DE FOMENTO (CAF),  
DEL BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID) Y DEL BANCO MUNDIAL 1995-2000<sup>a</sup>**

*(En millones de dólares y en porcentajes)*

	Acumulado 1995-2000		2000	
	Millones de dólares	Porcentaje	Millones de dólares	Porcentaje
CAF	13.447	50,6	2.276	51,4
BID	8.014	30,1	925	20,9
Banco Mundial	5.140	19,3	1.227	27,7
Total	26.601	100	4.428	100

**Fuente:** Informes anuales de la Corporación Andina de Fomento, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Banco Mundial.

<sup>a</sup> Las aprobaciones no necesariamente son equivalentes a los montos desembolsados para un año considerado. Los países Andinos son Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú, Venezuela.



Asimismo, en la medida que la CAF posee una clasificación de riesgo superior a la de sus países miembros puede facilitar el acceso de estos países al mercado financiero internacional privado a tasas y plazos más convenientes. Esto plantea un rol importante para la banca de desarrollo multilateral en el apoyo al acceso de los países a un financiamiento internacional más estable, de menor costo, y a flujos preferentemente de mediano y largo plazo.

**Recuadro 1**  
**BANCA DE DESARROLLO**

Las instituciones financieras para el desarrollo abarcan una amplia gama de organizaciones que actúan a nivel mundial, regional, sub-regional y nacional. Si bien cada una de estas instituciones tienen su propia especificidad y modalidad operativa, estas se abocan, en mayor o menor medida, al desarrollo económico y social mediante la movilización de recursos financieros; la creación de capacidad técnica, institucional y de conocimiento; y la provisión de bienes públicos globales, regionales o nacionales según sea el caso. La Banca Multilateral de Desarrollo se caracteriza por operar en contextos que abarcan multiplicidad de países. Estos bancos tienen la capacidad de captar recursos en los mercados financieros internacionales que luego son prestados a los países miembros en condiciones más favorables que las de los mercados financieros privados. Asimismo movilizan recursos de fuentes oficiales que son canalizados hacia los países beneficiarios.

A nivel global, con operaciones también regionales, opera el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (Banco Mundial). En el contexto de América Latina y el Caribe, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) es un banco de escala regional. A nivel subregional se encuentran el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC), la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA), el Banco Latinoamericano de Exportaciones (BLADEX) y el Banco de Desarrollo de América del Norte (BDAN).

En el contexto de los países, operan los bancos de desarrollo nacionales o locales cuya misión principal es la de promover el desarrollo productivo, a través de la asistencia técnica y la intermediación financiera de recursos provenientes del Estado, de la Banca Multilateral y del sistema financiero privado. Sus actividades se dirigen hacia sectores que normalmente no encuentran un acceso fácil al mercado financiero privado, como las pequeñas y medianas empresas, el sector agrícola, proyectos de medio ambiente y actividades de innovación tecnológica.

**Fuente:** Sagasti F. (2002)

En el ámbito de la banca de desarrollo nacional, las acciones de fomento productivo se identificaron, tradicionalmente, con el otorgamiento de créditos a determinados sectores productivos a costos inferiores a los del mercado, por la vía de subsidio a las tasas de interés. Asimismo, los créditos no eran necesariamente asignados a actividades con una adecuada rentabilidad social.

Las dificultades financieras que experimentó la banca de desarrollo nacional en varios países de la región en décadas recientes tuvieron su origen en serias falencias en la gestión de los recursos. La falta de un mandato y marco institucional explícito las llevó muchas veces a un manejo de los recursos con criterios políticos. La asignación del crédito se caracterizó por una inadecuada administración del riesgo, lo que junto a políticas inadecuadas de cobranza se tradujo en tasas de recuperación del crédito muy inferiores a las de la banca comercial. Un financiamiento basado principalmente en fuentes fiscales y de organismos multilaterales, unido a una falta de transparencia presupuestaria, generó un alto costo de oportunidad para estos recursos (CEPAL 2001).

En la década de los noventa en América Latina y el Caribe se realizaron importantes reformas financieras que buscaban mejorar la calidad y la eficiencia de la intermediación financiera. Estas reformas se basaron principalmente en la liberalización de la tasa de interés, cambios en las normas de regulación y supervisión financiera, apertura a la banca extranjera y, en general, a los flujos de

capitales provenientes del exterior, creación de nuevos instrumentos de financiamiento y el desmantelamiento de la mayoría de instrumentos de crédito dirigido.

A pesar de que estos procesos de reforma financiera han generado cambios en los sistemas financieros de los países de la región, una parte significativa de los objetivos esperados no se han alcanzado. En particular, el problema crónico de insuficiencia de ahorro especialmente de largo plazo persiste, por lo que el rol de la banca de desarrollo para fortalecer este mercado sigue siendo necesario. A pesar que en varios países ha aumentado la intermediación con mayores plazos, en especial en el área del crédito hipotecario, no se observa un desarrollo sustancial de los mercados de crédito de largo plazo para la inversión, al menos financiada localmente.

Hay particularidades propias de los sistemas financieros que se originan en problemas de información asimétrica. Esto es, la información que posee el demandante de crédito no es la misma que la que posee el oferente del mismo. Esto lleva a que los mercados financieros presenten problemas en su funcionamiento, impidiendo el desarrollo adecuado de determinados segmentos, o simplemente la no existencia de los mismos.<sup>6</sup>

Instrumentos tales como exigencias de garantías y colaterales para respaldar los créditos y la aplicación de metodologías para evaluar la capacidad potencial de cumplimiento del deudor, han resultado limitados para superar estos problemas. En presencia de fallas de información y un entorno económico incierto, la tendencia de los oferentes privados de fondos financieros es el racionar o encarecer significativamente el acceso a los fondos.

En la práctica el racionamiento y segmentación del mercado del crédito ha afectado principalmente a las pequeñas y medianas empresas, a los pequeños propietarios agrícolas y a la constitución de empresas tecnológicamente innovativas, sectores que presentan un mayor riesgo financiero junto con mayores costos de transacción en el proceso de intermediación financiera. Dado que el conjunto de información disponible para estos agentes es normalmente limitado, las instituciones financieras privadas enfrentan altos costos para la evaluación y el financiamiento de este tipo de empresas. Esto encarece los costos financieros por encima del que deben enfrentar las empresas (generalmente grandes) que disponen de información más acorde con los requerimientos del mercado financiero privado.

Las lecciones derivadas de las múltiples crisis financieras que han vivido los países de la región han llevado a reconocer la importancia de preservar y defender la estabilidad y solvencia financiera mediante una adecuada supervisión. Esto ha acentuado la discriminación contra los agentes que presentan un mayor riesgo potencial, en tanto incrementa los costos del crédito debido a la necesidad de constituir provisiones. La necesidad de expandir la cobertura de los servicios financieros sin debilitar las normas prudenciales de regulación y supervisión en el manejo del riesgo, abre un importante espacio de acción para la banca de desarrollo. Esta debe ser capaz de captar y asignar recursos hacia actividades de mayor riesgo sin comprometer la solvencia del sistema bancario ni del sistema regulatorio en general, a la vez que mantengan adecuadas tasas de retorno que garanticen una eficiente asignación del crédito.

En resumen, la banca de desarrollo debe regirse por los principios de adicionalidad, complementariedad y transparencia. Además sus instrumentos financieros deben regirse por criterios similares a los de mercado.

## **b) La banca de desarrollo en el contexto actual**

---

<sup>6</sup> Los problemas de información son uno de los principales motivos que justifican una intervención gubernamental en estos mercados (Stiglitz, 1993). La asimetría de información lleva, entre otros, a problemas conocidos como riesgo moral y selección adversa. El primero se refiere al hecho de que una vez tomado el crédito el deudor altera la estructura de riesgos del proyecto lo que puede redundar en una menor tasa de retorno para el prestamista. El segundo hace referencia al hecho de que el financiamiento se concentre en los proyectos más riesgosos ya que en éstos se está dispuesto a pagar un mayor precio por acceder a los fondos de financiamiento.

Las actividades de fomento productivo no son exclusivas de una banca de desarrollo pública. Como se aprecia en el cuadro 5 de un total de 105 instituciones en 21 países de la región un 22% son de origen privado y un 10% tienen un régimen de propiedad mixto. Se estima que a principios del año 2000 las instituciones de desarrollo contaban con activos por más de 400 mil millones de dólares. El crédito canalizado representaba una proporción significativa del crédito total en varios países de la región, siendo sus sectores más beneficiados el agropecuario y agroindustrial junto con la industria manufacturera, seguidos por vivienda, construcción e infraestructura, comercio y comercio exterior.

**Cuadro 5**  
**RÉGIMEN DE PROPIEDAD DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**  
(Números y porcentajes)

Propiedad	Nº Instituciones Financieras de Desarrollo (IFD)	%	Activo	%
Público	71	68	273,699	76
Privado	24	22	9,372	3
Mixto	10	10	76,477	21
Total	105	100	359,548	100

**Fuente:** ALIDE, comprende 105 IFD's pertenecientes a 21 países de la región.

Para adaptarse a las nuevas condiciones económicas y financieras de los países, las instituciones financieras de desarrollo han iniciado importantes cambios en su institucionalidad y gestión. Una de las principales manifestaciones de estos cambios ha sido la creciente utilización de una "banca de segundo piso" como esquema operativo. Este tipo de banca canaliza recursos hacia los bancos comerciales privados y públicos (banca de primer piso) encargados de colocar los préstamos. Bajo esta modalidad los riesgos financieros se reparten entre ambos tipos de bancos siendo los de primer piso los encargados de evaluar los riesgos y capacidad de pago de los demandantes finales. Si bien esta modalidad permite una mejor administración de los riesgos financieros, dificulta el proceso de focalización del financiamiento, el cual es un componente importante en las actividades de fomento. Como se aprecia en el cuadro 6 de un total de 104 instituciones, 21 operan como banco de segundo piso y 10 lo hacen en ambas modalidades.

**Cuadro 6**  
**MODALIDAD OPERATIVA DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**  
(Números y porcentajes)

	Nº IFD	%	Activo	%
Bancos de primer piso	73	70	197,689	55
Bancos de segundo piso	21	20	51,516	14
Bancos de primer y segundo piso	10	10	110,335	31
Total	104	100	359,540	100

**Fuente:** ALIDE, comprende 104 IFD's pertenecientes a 21 países de la región.

La banca de desarrollo enfrenta el desafío de realizar una gestión financiera que promueva una sana disciplina bancaria en cuanto a la administración de riesgos, rentabilidad y solvencia financiera. Para ello, se requiere fortalecer la autonomía operativa dentro del marco de acción y objetivos definidos por las autoridades pertinentes.

### c) Marco institucional y gobierno corporativo

Para superar los problemas de asignación del financiamiento basados en criterios políticos y no de fomento, es preciso definir con claridad los objetivos y funciones a los cuales debe ceñirse la banca de desarrollo (es decir definir su misión corporativa). Esto requiere definir su dotación de recursos, criterios de decisión interna, políticas de préstamo y asistencia técnica. Las nuevas estructuras institucionales deben permitir un mayor grado de autonomía en la toma de decisiones, minimizando la intervención gubernamental directa en el proceso de otorgamiento de créditos. El avance en esta dirección ha implicado que muchas instituciones estén experimentando reformas estatutarias y operativas. Deben primar las normas que rigen un buen gobierno corporativo. Para lograr autonomía en la gestión con principios de “*accountability*” y responsabilidad, se requiere definir áreas de acción sobre lo que se puede y no se puede realizar,<sup>7</sup> junto con establecer de directorios autónomos, en los cuales los directores tengan responsabilidad legal respecto de los resultados de la gestión. Al igual que los bancos centrales autónomos la banca de desarrollo debiera rendir cuentas anuales, a las autoridades pertinentes, sobre los resultados obtenidos en función de su misión corporativa de fomento. Asimismo sería conveniente, para fortalecer su viabilidad financiera, realizar una calificación periódica de su cartera de riesgos por parte de auditorías externas.

Para superar el historial de créditos no reembolsados es necesario mejorar las políticas de cobranza de los mismos. Con este propósito, se ha argumentado que una banca de desarrollo de segundo piso apoyada por una banca comercial de primer piso puede ser una buena alternativa (CEPAL 2001). Los bancos comerciales tienen amplia experiencia en la evaluación y monitoreo de los riesgos y probabilidades de recuperación de los créditos, por lo que cabría esperar que las tasas de recuperación de los mismos aumente significativamente, en la medida que sean estos los responsables de colocar los recursos.

#### **d) Transparencia presupuestaria y fuentes de financiamiento**

Si bien la banca de desarrollo en la región se ha financiado tradicionalmente a partir del presupuesto público y aportes de instituciones financieras multilaterales, no existen razones para que no lo haga en los mercados financieros privados. La emisión de papeles comerciales que capturen el interés de inversionistas privados debiera ser una importante fuente de recursos para la banca de desarrollo. Experiencias de instituciones financieras de desarrollo exitosas en Europa muestran que éstas cuentan con un alto grado de diversidad en sus fuentes de financiamiento, lo que les ha permitido mayor autonomía en la gestión y toma de decisiones, un mejor manejo del riesgo y una mayor estabilidad en los flujos de financiamiento. Por ejemplo, para la banca de desarrollo alemana (KfW), y el Instituto de Crédito Oficial de España (ICO), los flujos provenientes del mercado de capitales privados se han transformado en una fuente significativa para el financiamiento de sus operaciones. Además, la colocación de instrumentos por parte de los bancos de desarrollo en los mercados financieros privados puede transformarse en un importante impulso para el crecimiento y profundización de estos mercados. De hecho, un número cada vez mayor de bancos de desarrollo en los países de la región están facultados para participar en una amplia gama de actividades financieras, aun cuando su práctica es escasa (véase cuadro 7).

En su calidad de banca pública, los bancos de desarrollo generalmente cuentan con garantía estatal para la captación de recursos en el mercado financiero. Esto obviamente afecta positivamente su clasificación de riesgo lo que a su vez implica un menor costo en la captación, porque en la medida en que se traspare a los demandantes de crédito, reduce el costo del crédito. Un aspecto negativo de este tipo de garantía es que distorsiona la clasificación de riesgo, en tanto contamina la evaluación de la estructura de riesgos específica de los bancos con el riesgo soberano propio del financiamiento estatal (CEPAL 2001).

---

<sup>7</sup> Por ejemplo, parte del mandato pudiese ser el mantener el patrimonio real.

Por otra parte, la garantía estatal introduce un elemento de competencia desleal entre la banca de desarrollo y el sector privado en la captación de recursos. A este respecto, es importante distinguir el uso de los fondos. En las captaciones que se colocan en actividades de fomento (donde lamentablemente la competencia con el sector privado es baja) la garantía estatal debiera mantenerse. Cuando las colocaciones se dirigen a actividades que conllevan una mayor competencia con el sector privado la garantía estatal no debiera interferir en el costo de captación. Un ejemplo interesante en esta área es el acuerdo alcanzado entre la Banca Pública Alemana (KfW) y la Comisión Europea. La Comisión aceptó la garantía del Estado Alemán como compensación para las funciones de fomento realizadas por la KfW, mientras que en los casos en que ésta compite con la banca privada (financiamiento de las exportaciones y *project financing*) se creó una entidad subsidiaria especial que actuará bajo las mismas condiciones que la banca privada.

Tanto para acceder a los mercados financieros como para administrar los recursos fiscales que se le otorgan, la banca de desarrollo debe presentar estándares contables transparentes y en línea con las exigencias del mercado. Es importante evitar que los subsidios implícitos que se generan por una mala política de evaluación y administración de riesgos así como de recuperación de créditos afecten el presupuesto público “por la puerta trasera”, generando costos no presupuestados. Se deben minimizar los subsidios encubiertos, no focalizados y no valorados. Los subsidios deben realizarse de manera transparente y ser financiados a través del aporte estatal a fin de que no se merme la capacidad de la banca de desarrollo para generar rentabilidad (CEPAL 2001).

### **e) Nuevos instrumentos para la intermediación financiera**

La clientela natural de la banca de desarrollo se concentra en la pequeña y mediana empresa, el sector rural y en las actividades innovativas, que registran costos de intermediación más altos que las empresas grandes y riesgos menos diversificados. Es necesario estandarizar productos para estos sectores para colocar recursos financieros e introducir un grado de especialización para este tipo de clientes.

Al igual que la banca comercial, la solvencia financiera de la banca de desarrollo requiere de mantener una tasa de retorno positiva y competitiva en el tiempo. La generación de utilidades en su operación permite, por una parte, aumentar sus recursos de largo plazo y, por otra parte, le permite concurrir al mercado financiero privado para captar recursos adicionales. En la medida que la remuneración de los activos que posee la banca de desarrollo esté sujeta a limitaciones institucionales y de mercado, la calidad de gestión de los recursos se vuelve un elemento fundamental para determinar su viabilidad financiera.

La experiencia internacional sugiere que la estandarización de productos y procesos financieros reduce los costos de intermediación y facilita el acceso a nuevas modalidades de financiamiento. En el ámbito regional, la banca de desarrollo ha centrado su gestión financiera en el otorgamiento de crédito y en brindar servicios complementarios de carácter no financiero. Sólo recientemente ha incursionado en el uso de nuevos instrumentos como el factoraje, el arrendamiento financiero, la titularización de activos, la administración de fideicomisos y la provisión de garantías (cuadro 7).

**Cuadro 7**  
**CARACTERÍSTICAS OPERATIVAS DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DE DESARROLLO**  
**EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE**  
*(Números y porcentajes)*

Modalidades operativas	Facultadas	%	Ejercen	%
– Préstamos a mediano y largo plazo	47	96	47	96
– Préstamos a corto plazo	44	90	43	88
– Inversiones en capital de empresas	28	57	23	47
– Inversiones en valores y/o títulos	38	78	34	69
– Administración de fideicomisos	26	53	20	41
– Participación en soc. de capital de riesgo	13	27	8	16
– Provisión de garantías	30	61	24	49
– Arrendamiento financiero	17	35	13	27
– Cofinanciamiento y coinversión	21	43	16	33
– Underwriting	12	24	8	16
– Otros	11	22	11	22
– Asistencia técnica y capacitación	35	71	30	61
– Suministro de informaciones	34	69	32	65
– Desarrollo de prog. especiales de fomento	40	82	39	80

**Fuente:** ALIDE, comprende 49 IFD's pertenecientes a 20 países de la región.

Dentro de la región una de las áreas que más se ha beneficiado de estos nuevos instrumentos ha sido el financiamiento de la vivienda e infraestructura. Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, México, Colombia y Perú muestran interesantes avances en la titularización de los créditos hipotecarios. En el financiamiento de infraestructura, la modalidad de “*Project Finance*” con la participación de entidades públicas y privadas ha cobrado fuerza en algunos países.

En el financiamiento de la pequeña y mediana empresa, el programa de desarrollo de proveedores mediante la implementación del factoraje electrónico que impulsa Nacional Financiera en México, ha redundado en un financiamiento oportuno y a menor costo. La constitución de fondos de garantía en varios países de la región es otro ejemplo de instrumentos que estimulan sinergias entre el financiamiento público y privado dirigido a las pymes. Aunque no muy utilizados en la región, la experiencia internacional señala que la participación de la banca de desarrollo en actividades de titularización de créditos y fideicomisos, ha sido útil para atraer recursos destinados al financiamiento de las pymes.

Actuando en un esquema de segundo piso, la banca de desarrollo puede operar mediante la titularización de créditos. En este caso, la banca de desarrollo compra a los bancos comerciales de primer piso, carteras de derechos de créditos exigibles a las pymes, las transforma en paquetes convirtiéndolas en activos líquidos y las coloca en el mercado de valores. De esta forma los bancos transfieren sus riesgos de crédito al mercado de valores y obtienen nuevos márgenes para la concesión de créditos. A modo de ejemplo, en el caso de Alemania, cabe señalar que la KfW colocó durante el 2002 alrededor de 5.500 millones de euros en este tipo de bonos. Esto requiere que el volumen de créditos a ser titularizados sea lo suficientemente significativo, para que la emisión de títulos sea financieramente atractiva.

Aunque el fideicomiso tiene larga data como instrumento financiero, sólo recientemente se ha destacado su función como herramienta para el desarrollo. La creación de fideicomisos permite canalizar recursos hacia actividades y sectores de mayor riesgo relativo sin que esto afecte la situación patrimonial de las instituciones que administran la colocación de estos fondos. Esto es, el fideicomiso puede ser un instrumento útil para la administración de recursos financieros en aras de facilitar el acceso al financiamiento de diferentes agentes económicos. Esto permite por ejemplo,

que bancos comerciales actuando como fideicomisarios canalicen recursos hacia las pymes sin requerimientos de mayores provisiones, ya que al encontrarse las deudas generadas fuera de la cartera del banco, no se alteran las normas crediticias afectas a los estándares impuestos por las normativas de regulación y supervisión prudencial. Sin embargo, puede existir la tentación por parte de los bancos de primer piso, de traspasar los riesgos de su cartera mala al fideicomiso. Por esto, junto con la aplicación de fideicomisos es necesario definir normativas que los regulen.

El fideicomiso también puede ser una herramienta de transparencia presupuestaria para la banca de desarrollo, ya que le permitiría canalizar recursos destinados a financiar situaciones de emergencia, sin afectar su estructura patrimonial. Recientemente el Banco Nacional de Obras y servicios Públicos de México ha aprobado un fideicomiso para la infraestructura de los estados, financiado con ingresos excedentes del petróleo. En el Salvador el Banco Multi-sectorial de Inversiones implementó un fideicomiso para el desarrollo de la micro y pequeña empresa (FIDEMYPE).

Los esquemas de garantía de préstamos, si bien no son nuevos, han sido objeto de un creciente interés en los últimos años como instrumentos para facilitar el acceso de la pequeña y mediana empresa al crédito bancario. Este tipo de fondos, en la medida que permite diversificar el riesgo, reducir el riesgo financiero y los costos de transacción de los créditos, debiera traducirse en mejoras en las condiciones, plazos y menores requerimientos de colaterales.

La evaluación del desempeño de este tipo de fondos ha llevado a plantear una serie de requisitos para su funcionamiento y viabilidad financiera. Es importante que las garantías se otorguen de manera rápida y oportuna sin repetir el proceso de evaluación del crédito realizado por los bancos. La morosidad de los préstamos no puede superar inicialmente el 5% de la cartera y debiera reducirse al 2-3% de ésta con el paso del tiempo. Se debe exigir, siempre que se pueda, la existencia de colaterales. La recuperación de los créditos debe buscarse aun después de que se cancelen las garantías. Los bancos u otras instituciones que otorgan los préstamos deben asumir entre el 30% y 40% del riesgo y nunca menos del 20%. Una tasa cercana o mayor al 50% del riesgo tendería a desincentivar los bancos. La comisión que cobra el fondo debe ser función del porcentaje de garantía que otorga a los diferentes préstamos.<sup>8</sup> El funcionamiento de estos fondos debe estar sujeto a una evaluación periódica por parte de evaluadores externos. Es necesario crear un marco regulatorio específico para estos fondos en el cual se explicita, entre otros, la relación entre capital y garantías, las evaluaciones de la cartera de préstamos, los sistemas de evaluación de los deudores y las políticas para el manejo de las reservas.<sup>9</sup>

Los fondos de garantía pueden servir de apoyo a otros instrumentos que mejoren y faciliten la intermediación financiera para el desarrollo productivo, como puede ser la industria de capital de riesgo.

## f) Fondos de capital de riesgo

La industria de capital de riesgo, también conocida como “*venture capital*” ha desempeñado un rol muy importante en Estados Unidos para financiar las industrias de nueva tecnología de información, el desarrollo de la internet, el comercio electrónico y la biotecnología. En años recientes esta industria también se ha desarrollado en Europa y en menor escala en América Latina.<sup>10</sup> Los fondos de capital de riesgo son un instrumento orientado a financiar la creación de empresas en áreas innovativas –y por ende riesgosas– en que no todos los proyectos sobreviven comercialmente, pero los que lo hacen tienen muy altas tasas de retorno. Los capitalistas de riesgo,

<sup>8</sup> Ver Levitsky (1997).

<sup>9</sup> Ver Castellanos (1997).

<sup>10</sup> Ver Santos (2003) y Botazzi y Da Rin (2002)

forman un fondo donde varios proyectos se presentan para obtener financiamiento, apoyo organizativo, legal y asesoría estratégica. En general estos fondos operan con horizonte temporal previamente especificado. Un criterio básico de la operación de estos fondos exigido por los inversionistas es que las empresas que son financiadas y apoyadas estratégicamente después de un tiempo deben ser vendidas (o liquidadas cuando no son rentables) para realizar las utilidades y para reciclar recursos a los fondos de capital de riesgo. Estas empresas pueden venderse en el mercado accionario cuando están en bolsa o a través de otros mecanismos. La banca de desarrollo puede ser un instrumento para promover la creación de fondos de capital de riesgo. La estructura no tradicional de riesgo que enfrentan estos fondos –así como su potencial de crecimiento y rentabilidad– puede requerir garantías estatales por un tiempo, aunque no como mecanismo permanente. La actual discusión en Chile para promover este tipo de industria incorpora la creación de un fondo de garantías que estimule la participación de inversionistas institucionales privados en los esquemas de capital de riesgo. Este fondo contaría con co-financiamiento de la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) la que a su vez recibe un aporte del Fondo Multilateral de Inversiones del BID para tal propósito, en el marco de sus inversiones en fondos de capital de riesgo en varios países latinoamericanos.



### III. Mercado accionario y de bonos

---

Los mercados financieros pueden ser ampliados para facilitar la provisión de liquidez al sector real y ampliar las posibilidades de diversificación de cartera y de riesgos. En América Latina los mercados de acciones y de bonos representan una fracción muy pequeña del financiamiento de las empresas en el mercado financiero interno, sin embargo, la venta de bonos en el exterior sí permite expandir esta fuente de financiamiento. Las mayores fuentes de financiamiento para el sector productivo en la región son el capital propio, las utilidades retenidas y el crédito bancario. La evidencia empírica muestra que en economías en desarrollo, los índices de liquidez y los coeficientes de capitalización del mercado de acciones son bajos lo que dificulta la provisión de liquidez a través de las acciones.<sup>11</sup> La importancia del mercado de bonos es aun menor que la del mercado de acciones en la mayoría de las economías emergentes, aunque este mercado está creciendo. La relevancia del mercado accionario y de bonos como fuente de financiamiento es menor para empresas pequeñas las que tienen una menor capitalización y su estructura de riesgos es generalmente concentrada, características que las hacen menos atractivas para inversionistas institucionales. Un estudio empírico reciente<sup>12</sup> para una muestra de 40 países en el período 1976-1998 indica que es más bien la liquidez del mercado accionario (medido como un índice de rotación (*turnover*) de acciones como proporción del valor de capitalización del mercado) y no su tamaño (valor de capitalización) la variable que está positivamente correlacionada con la tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto.

---

<sup>11</sup> Ver Carkovic y Levine , (2002).

<sup>12</sup> Ver Carkovic y Levine (2002).

Este estudio encuentra una influencia independiente y estadísticamente significativa para el desarrollo del sistema bancario medido como el cociente del crédito al sector privado por sobre el PIB en términos de su impacto sobre la tasa de crecimiento del producto. Estos resultados clarifican los mecanismos a través de los cuales el mercado accionario y bancario afectan el crecimiento económico y detectan una influencia independiente y positiva de ambas modalidades de financiamiento.

Finalmente es importante consignar que los sistemas de pensiones basados en alguna forma de capitalización, al igual que la industria de seguros y los fondos mutuos, son una fuente importante de profundización de los mercados de capitales. La evidencia internacional muestra que los principales demandantes de bonos son los inversionistas institucionales, los que dada su estructura de pasivos, son demandantes naturales de papeles de largo plazo. Ellos no sólo generan la demanda sino que, también, proveen la liquidez requerida por el mercado de bonos. La falta de liquidez característica de los países de la región, no sólo afecta el costo del financiamiento, sino que inhibe el surgimiento de agentes dispuestos a invertir en los mercados de valores.

Un elemento que también ha contribuido a entorpecer el surgimiento de los mercados de largo plazo, ha sido el historial inflacionario que muestra la región. En este sentido, la indexación es un elemento fundamental para la creación de estos mercados. Además, los inversionistas institucionales, en la medida que requieren de estrictos sistemas de regulación y supervisión de la oferta pública de acciones y bonos, deberían ser un incentivo para mejorar el gobierno corporativo de las empresas.<sup>13</sup>

---

<sup>13</sup> Zahler 2003

## IV. Conclusiones

---

La capacidad y eficiencia con la que el sistema financiero canalice el financiamiento hacia la actividad productiva, depende de la provisión de servicios con bajos costos de intermediación y del desarrollo de instrumentos e instituciones financieras que permitan adecuarse a los distintos perfiles de riesgo, necesidades de liquidez y plazos que presenta el sector productivo. La banca de desarrollo debe desempeñar un papel significativo en el logro de estos resultados. Asimismo, sistemas de regulación y supervisión prudenciales adecuados, junto con la estabilidad macroeconómica, cumplen un papel primordial en la profundización y desarrollo financiero.

Si bien las reformas financieras de los años noventa aumentaron el volumen de intermediación financiera en la región, aún falta un mercado ágil de crédito de largo plazo para financiar la inversión productiva. Por otra parte, la persistente segmentación financiera ha dejado fuera de los beneficios de la intermediación financiera a pequeñas y medianas empresas, productores agrícolas pequeños, a la innovación tecnológica y, en general, a los sectores productivos que presentan un mayor riesgo relativo. La banca de desarrollo nacional puede desempeñar un importante rol en suplir estas deficiencias de los mercados de capitales y en contribuir al fomento productivo en los países de la región.

Para poder cumplir con estas tareas se requiere que la banca de desarrollo tenga una misión corporativa clara, que su proceso de intermediación financiera se realice con autonomía de interferencias políticas en la asignación del crédito y en el manejo de los instrumentos de intermediación, los que deben velar por el

equilibrio financiero, una adecuada rentabilidad y una prudente administración de la cartera de riesgos. Al igual que los bancos centrales independientes la banca de desarrollo moderna debe ser responsable “*accountable*” ante las autoridades pertinentes. Las orientaciones operativas que deben guiar a este tipo de instituciones pueden resumirse en complementariedad en actividades socialmente rentables (en que el sector privado no opera a la escala requerida), adicionalidad, rentabilidad y transparencia, propiciando sinergias entre el financiamiento público y privado. La banca de desarrollo debe desempeñar un importante papel en la implementación de nuevos instrumentos conducentes a la estandarización de procesos y productos que faciliten y abaraten la intermediación financiera, en la promoción del factoraje electrónico, *leasing* y los fondos fiduciarios, promover los mercados de valores mediante la titularización de carteras e incentivar el uso de fondos de garantía y el capital de riesgo.

Una agenda para el desarrollo financiero que promueva el fomento productivo incluye temas como el rol de los fondos de pensiones, de la industria de seguros y del mercado de acciones y bonos en la profundización financiera.

## Bibliografía

---

- ALIDE, Asociación latinoamericana de instituciones financieras de desarrollo (1997): “El desarrollo de los mercados de capital en América Latina: desafíos y opciones para la banca de desarrollo”, Secretaría General de Alide, departamento técnico, división de estudios económicos, junio.
- \_\_\_ (2002): “Líneas y programas de crédito para las micro, pequeñas y medianas empresas, Programa de estudios económicos e información, Secretaría General de ALIDE.
- \_\_\_ (2003): “Finanzas para el desarrollo: Nuevas soluciones para viejos problemas”, Programa de estudios económicos e información, Secretaría General de ALIDE.
- Banco de Provincia, (2002): “El rol de la banca pública y la reestructuración del sistema financiero”. Gerencia de estudios económico-financieros y planeamiento, La Plata, Argentina.
- Botazzi, L. y M. Da Rin (2002) “*Venture capital in Europe and the financing of innovative companies*” *Economic Policy*, abril.
- Calderón, R.(2002): El financiamiento del desarrollo en la América Latina del nuevo siglo. Mercados, instituciones, e instrumentos.
- Carkovic, M. and R. Levine (2002) “*Finance and growth: New evidence and policy analysis for Chile*” en Loayza, N. y R. Soto (eds) *Economic Growth: Sources, Trends and Cycles*, Central Bank of Chile.
- Castellanos J. (1997): “*The financial supervision of loan guarantors*”, publicado en “*SME Credit guarantee schemes*”, Washington, IDB.
- Castillo, M y Nelson, R (2003): “Responsabilidad en la gestión de los programas gubernamentales de fomento de las pequeñas y medianas empresas”, Revisa de la CEPAL, N° 79.
- CEPAL (2002) *Globalización y Desarrollo*. Documento período de sesiones, Brasilia.
- \_\_\_ (2001): “Crecer con Estabilidad: El financiamiento del desarrollo en el nuevo contexto internacional” Alfa-omega.
- \_\_\_ (2000) “Equidad, Desarrollo y Ciudadanía”, Santiago

- Held (1995): “Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina”, Serie Financiamiento del Desarrollo N° 34, CEPAL, Santiago.
- Levitsky, J (1997): “*SME Guarantee Schemes: A Summary*”, The Financier, vol 4 N° 1 y 2.
- Mullineux A. y Murinde V. (2001): “*Developing financial structures to foster enterprise development*”, mimeo, The University of Birmingham.
- Sagasti F. ( 2002): “La banca multilateral de desarrollo en América Latina”, Serie Financiamiento del Desarrollo, N° 119, CEPAL, Santiago.
- Santos, E. (2003): “*Venture capital: an option for financing Latin America’s small and medium enterprises*”, mimeo.
- Standard & Poor’s e IFS, varios números.
- Stiglitz J. y Weiss A. (1981): “*Credit rationing in markets with imperfect information*”. American Economic Review 71,3.
- Stiglitz J. (1993): “*The role of the State in Financial Markets*”, World Bank.
- Titelman, D. (2002): “*Multilateral banking and development financing in a context of financial volatility*”, Serie Financiamiento del Desarrollo, N° 121, CEPAL.
- Zahler, R. (2003) “*Pension funds and macroeconomic stability in emerging economies: The case of Chile*”, documento presentado en el Seminario “*Management of volatility, financial liberalization and growth in emerging economies*” CEPAL, Santiago, Chile, abril.



NACIONES UNIDAS

**Serie****CEPAL****financiamiento del desarrollo****Números publicados:**

1. Regulación y supervisión de la banca en la experiencia de liberalización financiera en Chile (1974-1988), Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.522), 1989.
2. Ahorro e inversión bajo restricción externa y focal. El caso de Chile 1982-1987, Nicolás Eyzaguirre (LC/L.526), 1989.
3. Los determinantes del ahorro en México, Ariel Buira (LC/L.549), 1990.
4. Ahorro y sistemas financieros: experiencia de América Latina. Resumen y conclusiones, Seminario (LC/L.553), 1990.
5. La cooperación regional en los campos financiero y monetario, L. Felipe Jiménez (LC/L.603), 1990.
6. Regulación del sistema financiero y reforma del sistema de pensiones: experiencias de América Latina, Seminario (LC/L.609), 1991.
7. El Leasing como instrumento para facilitar el financiamiento de la inversión en la pequeña y mediana empresa de América Latina, José Antonio Rojas (LC/L.652), 1991.
8. Regulación y supervisión de la banca e instituciones financieras, Seminario (LC/L.655), 1991.
9. Sistemas de pensiones de América Latina. Diagnóstico y alternativas de reforma, Seminario (LC/L.656), 1991.
10. ¿Existe aún una crisis de deuda Latinoamericana?, Stephany Griffith-Jones (LC/L.664), 1991.
11. La influencia de las variables financieras sobre las exportaciones bajo un régimen de racionamiento de crédito: una aproximación teórica y su aplicación al caso chileno, Solange Bernstein y Jaime Campos (LC/L.721), 1992.
12. Las monedas comunes y la creación de liquidez regional, L. Felipe Jiménez y Raquel Szalachman (LC/L.724), 1992.
13. Análisis estadístico de los determinantes del ahorro en países de América Latina. Recomendaciones de política, Andras Uthoff (LC/L.755), 1993.
14. Regulación, supervisión y desarrollo del mercado de valores, Hugo Lavados y María Victoria Castillo (LC/L.768), 1993.
15. Empresas de menor tamaño relativo: algunas características del caso brasileño, Cézár Manoel de Medeiros (LC/L.833), 1994.
16. El acceso de las pequeñas y medianas empresas al financiamiento y el programa nacional de apoyo a la PYME del Gobierno chileno: balance preliminar de una experiencia, Enrique Román González y José Antonio Rojas Bustos (LC/L.834), 1994.
17. La experiencia en el financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica, A.R. Camacho (LC/L.835), 1994.
18. Acceso a los mercados internacionales de capital y desarrollo de instrumentos financieros: el caso de México, Efraín Caro Razú (LC/L.843), 1994.
19. Fondos de pensiones y desarrollo del mercado de capitales en Chile: 1980-1993, Patricio Arrau Pons (LC/L.839), 1994.
20. Situación y perspectivas de desarrollo del mercado de valores del Ecuador, Edison Ortíz-Durán (LC/L.830), 1994.
21. Integración de las Bolsas de valores en Centroamérica, Edgar Balsells (LC/L.856), 1994.
22. La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos, Roy Culpeper (LC/L.853), 1994.
23. Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile, Manuel Agosin y Ricardo Ffrench-Davis (LC/L.854), 1994.
24. Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: hechos y planteamientos, Stephany Griffith-Jones (LC/L.855), 1994.
25. El movimiento de capitales en la Argentina, José María Fanelli y José Luis Machinea (LC/L.857), 1994.
26. Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas, Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (LC/L.859), 1994.
27. Flujos de capital: el caso de México, José Angel Guirría Treviño (LC/L.861), 1994.
28. El financiamiento Latinoamericano en los mercados de capital de Japón, Punam Chuhan y Kwang W. Ju (LC/L.862), 1994.
29. Reforma a los sistemas de pensiones en América Latina y el Caribe, Andras Uthoff (LC/L.879), 1995.

30. Acumulación de reservas internacionales: sus causas efectos en el caso de Colombia, Roberto Steiner y Andrés Escobar (LC/L.901), 1995.
31. Financiamiento de las unidades económicas de pequeña escala en Ecuador, José Lanusse, Roberto Hidalgo y Soledad Córdova (LC/L.903), 1995.
32. Acceso de la pequeña y microempresa al sistema financiero en Bolivia: situación actual y perspectivas, Roberto Casanovas y Jorge Mc Lean (LC/L.907), 1995.
33. Private international capital flows to Brazil, Dionisio Dias Carneiro y Marcio G.P. Gracia (LC/L.909), 1995.
34. Políticas de financiamiento de las empresas de menor tamaño: experiencias recientes en América Latina, Günther Held (LC/L.911), 1995.
35. Flujos financieros internacionales privados de capital a Costa Rica, Juan Rafael Vargas (LC/L.914), 1995.
36. Distribución del ingreso, asignación de recursos y shocks macroeconómicos. Un modelo de equilibrio general computado para la Argentina en 1993, Omar Chisari y Carlos Romero (LC/L.940), 1996.
37. Operación de conglomerados financieros en Chile: una propuesta, Cristián Larraín (LC/L.949), 1996.
38. Efectos de los shocks macroeconómicos y de las políticas de ajuste sobre la distribución del ingreso en Colombia, Eduardo Lora y Cristina Fernández (LC/L.965), 1996.
39. Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994, Patricio Arrau Pons (LC/L.984), 1996.
40. Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe: experiencias y políticas en los noventa, Günther Held y Raquel Szalachman (LC/L.1002), 1997.
41. Surgimiento y desarrollo de los grupos financieros en México, Angel Palomino Hasbach (LC/L.1003), 1997.
42. Costa Rica: una revisión de las políticas de vivienda aplicadas a partir de 1986, Miguel Gutiérrez Saxe y Ana Jimena Vargas Cullel (LC/L.1004), 1997.
43. Choques, respostas de politica económica e distribucao de renda no Brasil, André Urani, Ajax Moreira y Luis Daniel Willcox (LC/L.1005), 1997.
44. Distribución del ingreso, shocks y políticas macroeconómicas, L. Felipe Jiménez (LC/L.1006), 1997.
45. Pension Reforms in Central and Eastern Europe: Necessity, approaches and open questions, Robert Holzmann (LC/L.1007), 1997.
46. Financiamiento de la vivienda de estratos de ingresos medios y bajos: la experiencia chilena, Sergio Almarza Alamos (LC/L.1008), 1997.
47. La reforma a la seguridad social en salud de Colombia y la teoría de la competencia regulada, Mauricio Restrepo Trujillo (LC/L.1009), 1997.
48. On Economic Benefits and Fiscal Requirements of Moving from Unfunded to Funded Pensions, Robert Holzmann (LC/L.1012), 1997.
49. Eficiencia y equidad en el sistema de salud chileno, Osvaldo Larrañaga (LC/L.1030), 1997. [www](#)
50. La competencia manejada y reformas para el sector salud de Chile, Cristián Aedo (LC/L.1031), 1997.
51. Mecanismos de pago/contratación del régimen contributivo dentro del marco de seguridad social en Colombia, Beatriz Plaza (LC/L.1032), 1997.
52. A Comparative study of Health Care Policy in United States and Canada: What Policymakers in Latin America Might and Might Not Learn From Their Neighbors to the North, Joseph White (LC/L.1033), 1997. [www](#)
53. Reforma al sector salud en Argentina, Roberto Tafani (LC/L.1035), 1997. [www](#)
54. Hacia una mayor equidad en la salud: el caso de Chile, Uri Wainer (LC/L.1036), 1997.
55. El financiamiento del sistema de seguridad social en salud en Colombia, Luis Gonzalo Morales (LC/L.1037), 1997. [www](#)
56. Las instituciones de salud previsional (ISAPRES) en Chile, Ricardo Bitrán y Francisco Xavier Almarza (LC/L.1038), 1997.
57. Gasto y financiamiento en salud en Argentina, María Cristina V. de Flood (LC/L.1040), 1997.
58. Mujer y salud, María Cristina V. de Flood (LC/L.1041), 1997.
59. Tendencias, escenarios y fenómenos emergentes en la configuración del sector salud en la Argentina, Hugo E. Arce (LC/L.1042), 1997.
60. Reformas al financiamiento del sistema de salud en Argentina, Silvia Montoya (LC/L.1043), 1997.
61. Logros y desafíos de la financiación a la vivienda para los grupos de ingresos medios y bajos en Colombia, Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (LC/L.1039), 1997.
62. Acceso ao financiamento para moradia pelos extratos de média e baixa renda. A experiência brasileira recente, José Pereira Goncalves (LC/L.1044), 1997.
63. Acceso a la vivienda y subsidios directos a la demanda: análisis y lecciones de las experiencias latinoamericanas, Gerardo Gonzales Arrieta (LC/L.1045), 1997.



64. Crisis financiera y regulación de multibancos en Venezuela, Leopoldo Yáñez (LC/L.1046), 1997.
65. Reforma al sistema financiero y regulación de conglomerados financieros en Argentina, Carlos Rivas (LC/L.1047), 1997.
66. Regulación y supervisión de conglomerados financieros en Colombia, Luis A. Zuleta Jaramillo (LC/L.1049), 1997. [www](#)
67. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Argentina, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1055), 1997.
68. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Colombia, 1980-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1060), 1997.
69. Algunos factores que inciden en la distribución del ingreso en Chile, 1987-1992. Un análisis descriptivo, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1067), 1997.
70. Un análisis descriptivo de la distribución del ingreso en México, 1984-1992, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1068), 1997.
71. Un análisis descriptivo de factores que inciden en la distribución del ingreso en Brasil, 1979-1990, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1077 y Corr.1), 1997.
72. Rasgos estilizados de la distribución del ingreso en cinco países de América Latina y lineamientos generales para una política redistributiva, L. Felipe Jiménez y Nora Ruedi (LC/L.1084), 1997.
73. Perspectiva de género en la reforma de la seguridad social en salud en Colombia, Amparo Hernández Bello (LC/L.1108), 1998.
74. Reformas a la institucionalidad del crédito y el financiamiento a empresas de menor tamaño: La experiencia chilena con sistemas de segundo piso 1990-1998, Juan Foxley (LC/L.1156), 1998. [www](#)
75. El factor institucional en reformas a las políticas de crédito y financiamiento de empresas de menor tamaño: la experiencia colombiana reciente, Luis Alberto Zuleta Jaramillo (LC/L.1163), 1999. [www](#)
76. Un perfil del déficit de vivienda en Uruguay, 1994, Raquel Szalachman (LC/L.1165), 1999. [www](#)
77. El financiamiento de la pequeña y mediana empresa en Costa Rica: análisis del comportamiento reciente y propuestas de reforma, Francisco de Paula Gutiérrez y Rodrigo Bolaños Zamora (LC/L.1178), 1999.
78. El factor institucional en los resultados y desafíos de la política de vivienda de interés social en Chile, Alvaro Pérez-Iñigo González (LC/L.1194), 1999. [www](#)
79. Un perfil del déficit de vivienda en Bolivia, 1992, Raquel Szalachman (LC/L.1200), 1999. [www](#)
80. La política de vivienda de interés social en Colombia en los noventa, María Luisa Chiappe de Villa (LC/L.1211-P), N° de venta: S.99.II.G.10 (US\$10.0), 1999. [www](#)
81. El factor institucional en reformas a la política de vivienda de interés social: la experiencia reciente de Costa Rica, Rebeca Grynspan y Dennis Meléndez (LC/L.1212-P), N° de venta: S.99.II.G.11 (US\$10.0), 1999. [www](#)
82. O financiamento do sistema público de saúde brasileiro, Rosa María Márques, (LC/L.1233-P), N° de venta: S.99.II.G.14 (US\$10.0), 1999. [www](#)
83. Un perfil del déficit de vivienda en Colombia, 1994, Raquel Szalachman, (LC/L.1234-P), N° de venta: S.99.II.G.15 (US\$10.0), 1999. [www](#)
84. Políticas de crédito para empresas de menor tamaño con bancos de segundo piso: experiencias recientes en Chile, Colombia y Costa Rica, Günther Held, (LC/L.1259-P), N° de venta: S.99.II.G.34 (US\$10.0), 1999. [www](#)
85. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso del Perú. Gerardo Gonzales Arrieta, (LC/L.1245-P), N° de venta: S.99.II.G.29 (US\$10.0), 1999. [www](#)
86. Políticas para la reducción de costos en los sistemas de pensiones: el caso de Chile. Jorge Mastrángelo, (LC/L.1246-P), N° de venta: S.99.II.G.36 (US\$10.0), 1999. [www](#)
87. Price-based capital account regulations: the Colombian experience. José Antonio Ocampo and Camilo Ernesto Tovar, (LC/L.1243-P), Sales Number: E.99.II.G.41 (US\$10.0), 1999. [www](#)
88. Transitional Fiscal Costs and Demographic Factors in Shifting from Unfunded to Funded Pension in Latin America. Jorge Bravo and Andras Uthoff (LC/L.1264-P), Sales Number: E.99.II.G.38 (US\$10.0), 1999. [www](#)
89. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de El Salvador. Francisco Angel Sorto, (LC/L.1265-P), N° de venta: S.99.II.G.46 (US\$10.0), 1999. [www](#)
90. Liberalización, crisis y reforma del sistema bancario chileno: 1974-1999, Günther Held y Luis Felipe Jiménez, (LC/L.1271-P), N° de venta: S.99.II.G.53 (US\$10.0), 1999. [www](#)
91. Evolución y reforma del sistema de salud en México, Enrique Dávila y Maite Guijarro, (LC/L.1314-P), N° de venta: S.00.II.G.7 (US\$10.0), 2000. [www](#)
92. Un perfil del déficit de vivienda en Chile, 1994. Raquel Szalachman (LC/L.1337-P), N° de venta: S.00.II.G.22 (US\$10.0), 2000. [www](#)

93. Estudio comparativo de los costos fiscales en la transición de ocho reformas de pensiones en América Latina. Carmelo Mesa-Lago, (LC/L.1344-P), N° de venta: S.00.II.G.29 (US\$10.0), 2000. [www](#)
94. Proyección de responsabilidades fiscales asociadas a la reforma previsional en Argentina, Walter Schulthess, Fabio Bertranou y Carlos Grushka, (LC/L.1345-P), N° de venta: S.00.II.G.30 (US\$10.0), 2000. [www](#)
95. Riesgo del aseguramiento en el sistema de salud en Colombia en 1997, Humberto Mora Alvarez, (LC/L.1372-P), N° de venta: S.00.II.G.51 (US\$10.0), 2000. [www](#)
96. Políticas de viviendas de interés social orientadas al mercado: experiencias recientes con subsidios a la demanda en Chile, Costa Rica y Colombia, Günther Held, (LC/L.1382-P), N° de venta: S.00.II.G.55 (US\$10.0), 2000. [www](#)
97. Reforma previsional en Brasil. La nueva regla para el cálculo de los beneficiarios, Vinicius Carvalho Pinheiro y Solange Paiva Vieira, (LC/L.1386-P), N° de venta: S.00.II.G.62 (US\$10.0), 2000. [www](#)
98. Costos e incentivos en la organización de un sistema de pensiones, Adolfo Rodríguez Herrera y Fabio Durán Valverde, (LC/L.1388-P), N° de venta: S.00.II.G.63 (US\$10.0), 2000. [www](#)
99. Políticas para canalizar mayores recursos de los fondos de pensiones hacia la inversión real en México, Luis N. Rubalcava y Octavio Gutiérrez (LC/L.1393-P), N° de venta: S.00.II.G.66 (US\$10.0), 2000. [www](#)
100. Los costos de la transición en un régimen de beneficio definido, Adolfo Rodríguez y Fabio Durán (LC/L.1405-P), N° de venta: S.00.II.G.74 (US\$10.0), 2000. [www](#)
101. Efectos fiscales de la reforma de la seguridad social en Uruguay, Nelson Noya y Silvia Laens, (LC/L.1408-P), N° de venta: S.00.II.G.78 (US\$10.0), 2000. [www](#)
102. Pension funds and the financing productive investment. An analysis based on Brazil's recent experience, Rogerio Studart, (LC/L.1409-P), Sales Number: E.00.II.G.83 (US\$10.0), 2000. [www](#)
103. Perfil de déficit y políticas de vivienda de interés social: situación de algunos países de la región en los noventa, Raquel Szalachman, (LC/L.1417-P), N° de venta: S.00.II.G.89 (US\$10.0), 2000. [www](#)
104. Reformas al sistema de salud en Chile: Desafíos pendientes, Daniel Titelman, (LC/L.1425-P), N° de venta: S.00.II.G.99 (US\$10.0), 2000. [www](#)
105. Cobertura previsional en Chile: Lecciones y desafíos del sistema de pensiones administrado por el sector privado, Alberto Arenas de Mesa (LC/L.1457-P), N° de venta: S.00.II.G.137 (US\$10.0), 2000. [www](#)
106. Resultados y rendimiento del gasto en el sector público de salud en Chile 1990-1999, Jorge Rodríguez C. y Marcelo Tokman R. (LC/L.1458-P), N° de venta: S.00.II.G.139 (US\$10.0), 2000. [www](#)
107. Políticas para promover una ampliación de la cobertura de los sistemas de pensiones, Gonzalo Hernández Licón (LC/L.1482-P), N° de venta: S.01.II.G.15 (US\$10.0), 2001. [www](#)
108. Evolución de la equidad en el sistema colombiano de salud, Ramón Abel Castaño, José J. Arbelaez, Ursula Giedion y Luis Gonzalo Morales (LC/L.1526-P), N° de venta: S.01.II.G.71 (US\$10.0), 2001. [www](#)
109. El sector privado en el sistema de salud de Costa Rica, Fernando Herrero y Fabio Durán (LC/L.1527-P), N° de venta: S.01.II.G.72 (US\$10.00), 2001. [www](#)
110. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de Uruguay, Fernando Lorenzo y Rosa Osimani (LC/L.1547-P), N° de venta: S.01.II.G.88 (US\$10.00), 2001. [www](#)
111. Reformas del sistema de salud en Venezuela (1987-1999): balance y perspectivas, Marino J. González R. (LC/L.1553-P), N° de venta: S.01.II.G.95 (US\$10.00), 2001. [www](#)
112. La reforma del sistema de pensiones en Chile: desafíos pendientes, Andras Uthoff (LC/L.1575-P), N° de venta: S.01.II.G.118 (US\$10.00), 2001.
113. International Finance and Caribbean Development, P. Desmond Brunton and S. Valerie Kelsick (LC/L.1609-P), Sales Number: E.01.II.G.151 (US\$10.00), 2001. [www](#)
114. Pension Reform in Europe in the 90s and Lessons for Latin America, Louise Fox and Edward Palmer (LC/L.1628-P), Sales Number: E.01.II.G.166 (US\$10.00), 2001. [www](#)
115. El ahorro familiar en Chile, Enrique Errázuriz L., Fernando Ochoa C., Eliana Olivares B. (LC/L.1629-P), N° de venta: S.01.II.G.174 (US\$10.00), 2001. [www](#)
116. Reformas pensionales y costos fiscales en Colombia, Olga Lucía Acosta y Ulpiano Ayala (LC/L.1630-P), N° de venta: S.01.II.G.167 (US\$10.00), 2001. [www](#)
117. La crisis de la deuda, el financiamiento internacional y la participación del sector privado, José Luis Machinea, (LC/L.1713-P), N° de venta: S.02.II.G.23 (US\$10.00), 2002. [www](#)
118. Políticas para promover una ampliación de la cobertura del sistema de pensiones en Colombia, Ulpiano Ayala y Olga Lucía Acosta, (LC/L.1724-P), N° de venta: S.02.II.G.39 (US\$10.00), 2002. [www](#)
119. La banca multilateral de desarrollo en América Latina, Francisco Sagasti, (LC/L.1731-P), N° de venta: S.02.II.G.42 (US\$10.00), 2002. [www](#)
120. Alternativas de política para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos en Bolivia, Juan Carlos Requena, (LC/L.1747-P), N° de venta: S.02.II.G.59 (US\$10.00), 2002. [www](#)

121. Multilateral Banking and Development Financing in a Context of Financial Volatility, Daniel Titelman, (LC/L.1746-P), Sales Number: E.02.II.G.58 (US\$10.00), 2002. [www](#)
122. El crédito hipotecario y el acceso a la vivienda para los hogares de menores ingresos en América Latina, Gerardo M. Gonzales Arrieta, (LC/L.1779-P), N° de venta S.02.II.G.94 (US\$10.00), 2002. [www](#)
123. Equidad de género en el sistema de salud chileno, Molly Pollack E., (LC/L.1784-P), N° de venta S.02.II.G.99 (US\$10.00), 2002. [www](#)
124. Alternativas de políticas para fortalecer el ahorro de los hogares de menores ingresos: el caso de Costa Rica, Saúl Weisleder, (LC/L.1825-P), N° de venta S.02.II.G.132 (US\$10.00), 2002. [www](#)
125. From hard-peg to hard landing? Recent experiences of Argentina and Ecuador, Alfredo Calcagno, Sandra Manuelito, Daniel Titelman, (LC/L.1849-P), Sales Number: E.03.II.G.17 (US\$10.00), 2003. [www](#)
126. Un análisis de la regulación prudencial en el caso colombiano y propuestas para reducir sus efectos procíclicos, Néstor Humberto Martínez Neira y José Miguel Calderón López, (LC/L.1852-P), N° de venta S.03.II.G.20 (US\$10.00), 2003. [www](#)
127. Hacia una visión integrada para enfrentar la inestabilidad y el riesgo, Víctor E. Tokman, (LC/L.1877-P), N° de venta S.03.II.G.44 (US\$10.00), 2003. [www](#)
128. Promoviendo el ahorro de los grupos de menores ingresos: experiencias latinoamericanas., Raquel Szalachman, (LC/L.1878-P), N° de venta: S.03.II.G.45 (US\$10.00), 2003. [www](#)
129. Macroeconomic success and social vulnerability: lessons for Latin America from the celtic tiger, Peadar Kirby, (LC/L.1879-P), Sales Number E.03.II.G.46 (US\$10.00), 2003. [www](#)
130. Vulnerabilidad del empleo en Lima. Un enfoque a partir de encuestas a hogares, Javier Herrera y Nancy Hidalgo, (LC/L.1880-P), N° de venta S.03.II.G.49 (US\$10.00), 2003. [www](#)
131. Evaluación de las reformas a los sistemas de pensiones: cuatro aspectos críticos y sugerencias de políticas, Luis Felipe Jiménez y Jessica Cuadros (LC/L.1913-P), N° de venta S.03.II.G.71 (US\$10.00), 2003. [www](#)
132. Macroeconomic volatility and social vulnerability in Brazil: The Cardoso government (1995-2002) and perspectives, Roberto Macedo (LC/L.1914-P), Sales Number E.03.II.G.72 (US\$10.00), 2003. [www](#)
133. Seguros de desempleo, objetivos, características y situación en América Latina, Mario D. Velásquez Pinto, (LC/L.1917-P), N° de venta S.03.II.G.73 (US\$10.00), 2003. [www](#)
134. Incertidumbre económica, seguros sociales, solidaridad y responsabilidad fiscal, Daniel Titelman y Andras Uthoff (LC/L.1919-P), N° de venta S.03.II.G.74 (US\$10.00), 2003. [www](#)
135. Políticas macroeconómicas y vulnerabilidad social. La Argentina en los años noventa, Mario Damill, Roberto Frenkel y Roxana Maurizio, (LC/L.1929-P), N° de venta S.03.II.G.84 (US\$10.00), 2003. [www](#)
136. Política fiscal y protección social: sus vínculos en la experiencia chilena, Alberto Arenas de Mesa y Julio Guzmán Cox, (LC/L.1930-P), N° de venta S.03.II.G.86 (US\$10.00), 2003. [www](#)
137. La banca de desarrollo y el financiamiento productivo, Daniel Titelman, (LC/L.1980-P), N° de venta S.03.II.G.139 (US\$10.00), 2003. [www](#)

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, correo electrónico: [publications@eclac.org](mailto:publications@eclac.org).

[www](#) Disponible también en Internet: <http://www.cepal.org/> o <http://www.eclac.org>

Nombre:.....  
 Actividad:.....  
 Dirección:.....  
 Código postal, ciudad, país:.....  
 Tel.: ..... Fax: ..... E.mail:.....